

Gold Report 2/2009

Axier.se presenterar sin
guldrapport avseende det
andra halvåret 2009

Innehåll

En överblick av den internationella guldindustrin.....	3
Guldprisets utveckling, när skall man köpa?	5
Chinese Gold Pandas	9
Centralbankernas agerande.....	11
Guldmynt.....	13
Det digitala guldet.....	15
Håller guldet på att ta slut i gruvorna?.....	17
Fysiskt guld versus guldaktier.....	21
Guldrushfester.....	28
Ytterligare information om råvaror	31

För ytterligare information om guld så hänvisar vi till Axiers tekniska analyser på guld. Axier tillhandahåller varje vecka tekniska analyser av såväl guld och olja. Dessa analyser är i första hand till för Axiers betalande prenumeranter. Mer information om dessa finner Du här <http://www.axier.se/?action=teknisk-analys> För ytterligare information om hur Du blir prenumerant, kontakta Axiers redaktion på info@axier.se

AXIER EQUITIES

En överblick av den internationella guldindustrin

Utbud och efterfrågan på guld

Guld är ovanligt i det att det är såväl en råvara som en monetär tillgång. Eftersom guld i det närmaste är oförstörbart finns allt guld som någonsin har producerats kvar i en eller annan form. Vid slutet av 2007 uppskattade guldkonsultbolaget *Gold Field Mineral Services* ("GFMS") att det totalt fanns en existerande mängd av 161,000 ton guld i världen. Därav bedömdes 60 % ha brutits och tillverkats efter 1950. Den i särklass största förbrukningen av guld är knuten till juvelerarbranschen. Under de senaste åren har förbrukningen inom detta område varit större än gruvproduktionen. Tack vare sina många speciella egenskaper har guld också en industriell användning. Betydande mängder nyttjas inom tandvården samt inom elektronik-, rymd- och läkemedelsindustrin.

Tillförseln av guld till marknaden sker genom gruvproduktion, återvinning och försäljning och guldlån från officiella reserver. De officiella guldreserverna i olika centralbanker och andra officiella institutioner beräknas uppgå till strax under 25 % av den totala existerande guldmängden. Baserat på de genomsnittliga siffrorna ovan ökar alltså den total mängden guld i världen med omkring 1,7 % per år.

Gruvproduktionen av guld under 1998 – 2002 var i genomsnitt 2,586 ton per år, guldkrot bidrog med 772 ton och nettoutförsäljning från bankerna var 481 ton. Andra siffror förekommer också och det är synnerligen svårt att skapa en bra bild över dessa siffror då det rör sig om så pass många olika länder och företag som producerar guld.

Guldets historik

Redan för cirka 4000 år sedan producerades cirka ett ton guld per år från förekomsterna som idag är Egypten, Sudan och Saudiarabien. Det första myntet med guldinnehåll gjöts på 800-talet före Kristus. Man tror att det första rena guldmüntet skapades på 600-talet före Kristus på uppdrag av *Kung Krösus av Lydien*.

Under det romerska rikets storhetstid hittades nya guldförekomster i framför allt Portugal, Spanien och Afrika. Det beräknas att produktionen under denna tid uppgick till i storleksordningen fem till tio ton per år. Från 500-talet fram till 1400-talet minskade guldutvinningen dramatiskt. Under långa perioder var den årliga världsproduktionen mindre än ett ton per år.

I mitten av 1400-talet ökade emellertid åter intresset för guld. En viktig råvarukälla var förekomsterna i västra Afrika (nuvarande Ghana) från vilka fem till åtta ton guld utvanns per år. I och med de spanska erövringarna i Latinamerika (Mexico och Peru) under början av 1600-talet medförde ökade tillgången på guld. Mot slutet av århundradet utvanns mellan tio och tolv ton guld per år från i huvudsak dessa regioner. Under 1700-talet började betydande mängder guld att brytas även i Ryssland vilket medförde att den årliga världsproduktionen steg till cirka 25 ton mot slutet av seklet.

Året innan guldruschen i Kalifornien (1847) hade världsproduktionen ökat till cirka 75 ton varav knappt hälften kom från ryska förekomster. Upptäckten av guld i Kalifornien medförde en vändpunkt i guldets historia.

Enbart under 1853 utvanns 95 ton guld från dessa förekomster. Ungefär samtidigt hittades även betydande guldmalmer i Australien. Världsproduktionen ökade snabbt och närmade sig efter några år 300 ton guld per år. De stora förekomsterna vid *Witwatersrand*

i Sydafrika som hittades 1886 medförde ytterligare produktionshöjning.

Redan 1898 hade Sydafrika passerat USA som världens ledande guldproducent. Nästan 40 procent av allt guld som utvunnits fram till idag kommer från de sydafrikanska gruvorna. Till den ökade produktionen bidrog också de 1893 nyfunna förekomsterna i *Kalgoorlie* (Australien) samt upptäckten av alluvialt guld i kanadensiska Klondyke.

Under den första delen av 1900-talet minskade guldproduktionen i många länder. Prishöjningar i slutet av 1930-talet medförde visserligen en kort återhämtning men det var inte förrän guldpriiset steg dramatiskt på 1980-talet som produktionen åter ökade.

Många äldre förekomster öppnades igen och en intensiv prospektering resulterade i flera nya betydande guldmalmer. Mellan 1980 och 1990 steg västvärldens guldproduktion från 962 till 1,744 ton per år, och har sedan stigit vidare till kring 2,500 ton per år kring och efter millennieskiftet.

Världens guldproduktion faller

Världens primära guldproduktion föll under 2007 med 10 ton eller cirka en halv procent och uppgick till 2,476 ton. Detta var det andra året i följd med globalt produktionsfall och den lägsta produktionsnivån på 11 år. Kina blev 2007 det land som producerade mest guld i världen och tog därmed över första platsen från Sydafrika som har varit världens största guldproducent sedan 1905.

Asien var också den enda region i världen som ökade sin produktion under året, en ökning med 65 ton. I övriga regioner föll produktionen och som kraftigast minskade den i Afrika, där nedgången utgjorde 29 ton. I Sydafrika föll produktionen med nästan 9 % och den huvudsakliga orsaken är lägre guldhalter; landets genomsnittliga halter minskade med 10 % under året. Även Latinamerika minskade sin produktion med totalt 23 ton, trots tillväxt i länder som Brasilien och Mexico.

Peru stod för den kraftigaste nedgången i Latinamerika och minskade sin produktion med hela 32 ton. OSS-länderna (förutom Sovjetunionen) och Oceanien minskade också sin produktion med 4 ton vardera. Bland de länder som minskade sin produktion mest jämfört med förra året finns Sydafrika, Peru, och USA. De tre länderna stod för en minskning på 70,5 ton.

Ländermässig fördelning, guldhalt och produktionskostnader

Guld produceras i gruvor på alla världens kontinenter utom Antarktis. Guldkonsultbolaget *Beacon Group* identifierade år 2002 900 guldproducerande gruvor spridda i världen. Under stora delar av 1900-talet dominerades världens guldproduktion av Sydafrika, som 1970 producerade 1 000 ton guld per år eller 70 % av världsproduktionen vid den tidpunkten. Därefter har Sydafrikas andel minskat, och 2007 gick Kina upp som världens största guldnation med 11 % av världsproduktionen.

Guldinnehållet i malmen varierar globalt beroende på malmkropparna. Generellt uppgår guldinnehållet i de största sydafrikanska gruvorna till 8–10 gram/ton, medan mindre sydafrikanska gruvor har mellan 4–6 gram/ton. Mycket av guldet i världen produceras i dagbrott, där guldinnehållet i malmen generellt är lägre än i gruvdrift, med guldhalter om 1–4 gram/ton, ja i vissa fall ännu lägre siffror än så.

Produktionskostnaderna i världen varierar kraftigt beroende på om det handlar om gruvbrytning eller dagbrott, djupet på guldförekomsterna, typen och egenskaperna av

malmkroppar samt guldhalt. De genomsnittligt uppgivna kontantmässiga produktionskostnaderna (*cash production costs*) för kommersiella informationslämnande större västliga gruvbolag uppgick enligt *GFMS* för 2007 till strax under 395 USD/oz.

Den globala guldhandeln

Den globala guldhandeln består främst av en större del som sker *OTC (over-the-counter)*, direkt mellan olika marknadsaktörer. Denna delmarknad indelas sedan i *spot-transaktioner* och olika former av derivat såsom terminer och optioner. OTC-marknaden är öppen dygnet runt, och de huvudsakliga centren för sådan handel är London, New York och Zürich, där större transaktioner äger rum. Det är bland annat på dessa marknader som centralbanker och gruvbolag brukar agera.

Den minsta transaktionsstorlek på denna marknad är vanligen 1,000 ounce (oz). Även i Dubai och andra städer i Fjärran Östern sker även OTC-affärer, men i mindre storlek. OTC-handel sker såväl över telefon som över ett elektroniskt handelssystem.

En mindre del av marknadshandeln sker via börser, t ex NYMEX, TOCOM eller Istanbul.

För att underlätta prissättningen på marknaden sker två gånger per dag, klockan 10.30 och klockan 15.00 en referensprissättning av guld, den så kallade "*London fix*". Settlement sker på ett sätt som är snarlikt som det som råder på den internationella valutamarknaden, via konton i olika banker, och standardenheten är en "*London Good Delivery Bar*". Valutan för settlement är vanligen amerikanska dollar (USD).

Den underliggande marknadsstorleken är de 147,800 ton guld *per ultimo* 2002 multiplicerade med det aktuella marknadspriset. Per slutet av första kvartalet 2003 var storleken på guldmarknaden omkring 1/10 av börsvärdet på *New York Stock Exchange*, men då den består av en enda homogen produkt är likviditeten förstklassig.

Det är svårt att exakt bestämma guldets omsättningsvolym och priser på grund av den stora andelen OTC-handel. Branschorganisationen *World Gold Council* uppskattar emellertid att den underliggande omsättningshastigheten är ungefär tre gånger per år, det vill säga värdet av allt guld som omsätts årligen är tre gånger större än värdet av allt det kända guld som existerar på marknaden. *World Gold Council* beräknar att guld motsvarar fyra (4) procent av det totala värdet på alla de investeringar som finns i dag.

Guldprisets utveckling, när skall man köpa?

När är det bästa tillfället att köpa guld är en fråga som såväl Axier som de guldhandlare ofta ställs inför. Guldhandlarna som lever på att sälja guld ställer oftast frågeställaren en motfråga, om denne har köpt sitt guld och om denne anser att denne har tillräckligt med guld för att känna sig trygg. Vi lämnar deras säljargument därhän tillsvidare men väljer ändå att rada upp ett par olika orsaker till att guld är ett alternativ och ett komplement till att äga aktier och andra finansiella instrument.

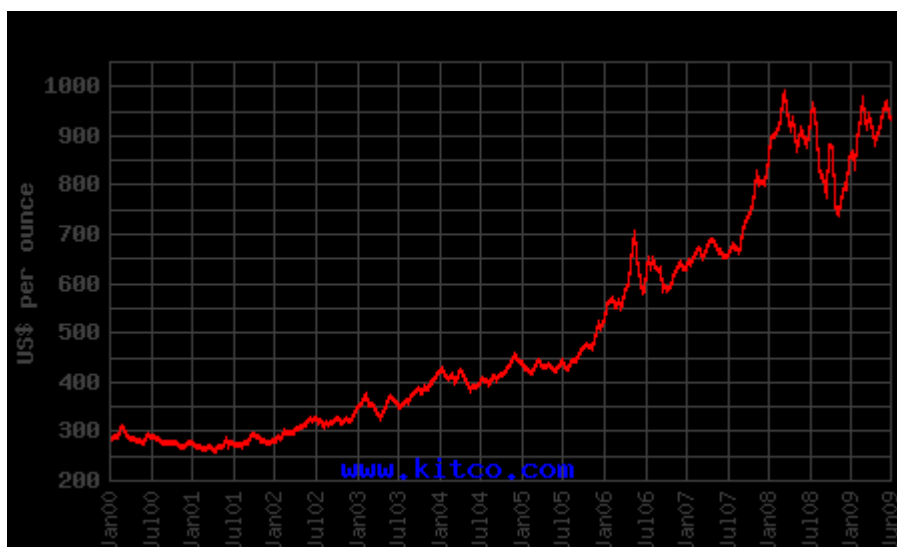
I samband med att Axier publicerar dessa rapporter får vi ofta frågor på när köpa och hur pass mycket. Vi rekommenderar den som har intresse för guld att ställa sig en rad olika frågor.

- Vad händer om vi återser inflationen, eller ännu värre hyperinflation?
- Om den ekonomiska krisen fortsätter eller förvärras?

- Om osäkerheten och rädslan hos placerar kollektivet fortsätter vad händer då?
- Om världens börser upplever ännu en finansiell härdsmälta?
- Om centralbankernas försök att rädda världens ekonomier visar sig vara fruktlösa?
- Om regeringarnas inblandning i ekonomierna fortsätter att öka?
- Om värdet på dollarn faller kraftigt?
- Om världens ekonomier tar år på sig för att återhämta sig från den nuvarande krisen?
- Är Du tillräckligt säker på Din egen finansiella situation?

...anser Du då att Du har tillräckligt med guld i Din ägo? Om detta inträffar så gör vi bedömningen att de flesta av oss skulle önska att de hade ett par extra guldbrickor eller – mynt undanstoppade i sitt bankfack.

Låt oss anta att någon av dessa frågor som vi ställde ovan väcker Ditt intresse för guld och att Du har för avsikt att investera litet i denna metall. Då dyker frågan upp, när skall detta guld köpas? Är det bra att köpa det just nu?



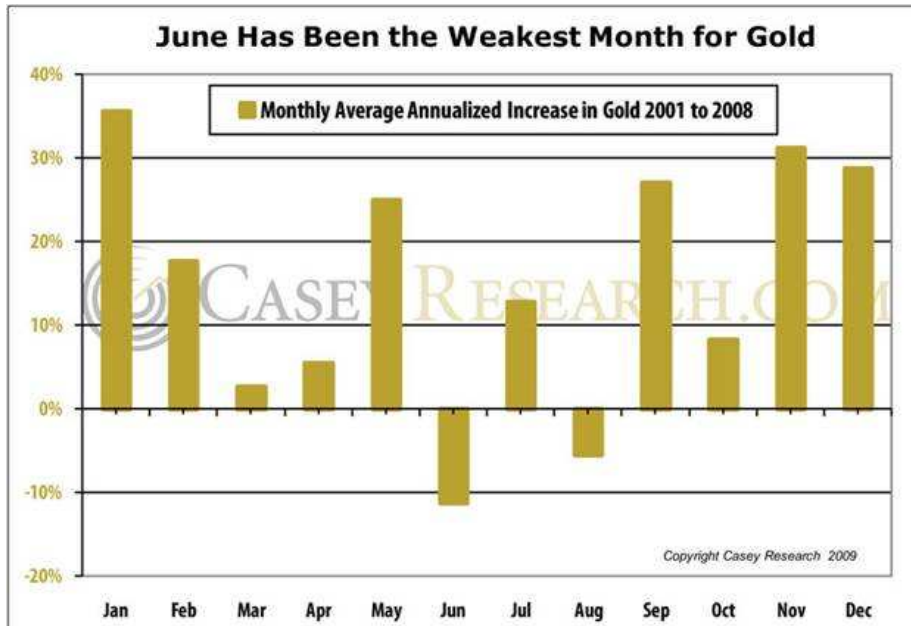
På Axiers redaktion konstaterar vi efter att ha konsulterat våra grafer att guldet startade sin bullmarket i början av 2001. Vi anser att fortfarande det befinner sig i en stabil upptrend och noterar ett återkommande mönster. Varje höst har guldet stigit sedan dess att denna bullmarket startade. Med undantag av 2006 så har uppgången startat denna under perioden juli-augusti varje år och fortsatt i flera månader. Det enda undantaget är 2006 då uppgången startade först i oktober.

Med detta mönstret som underlag ser alltså guldet ut som en bra placering under hösten. Tajmingmässigt sett är det bättre att titta närmare på de tekniska analyser av guld som Axier tillhandahåller regelbundet än att enbart förlita sig på denna rapport.

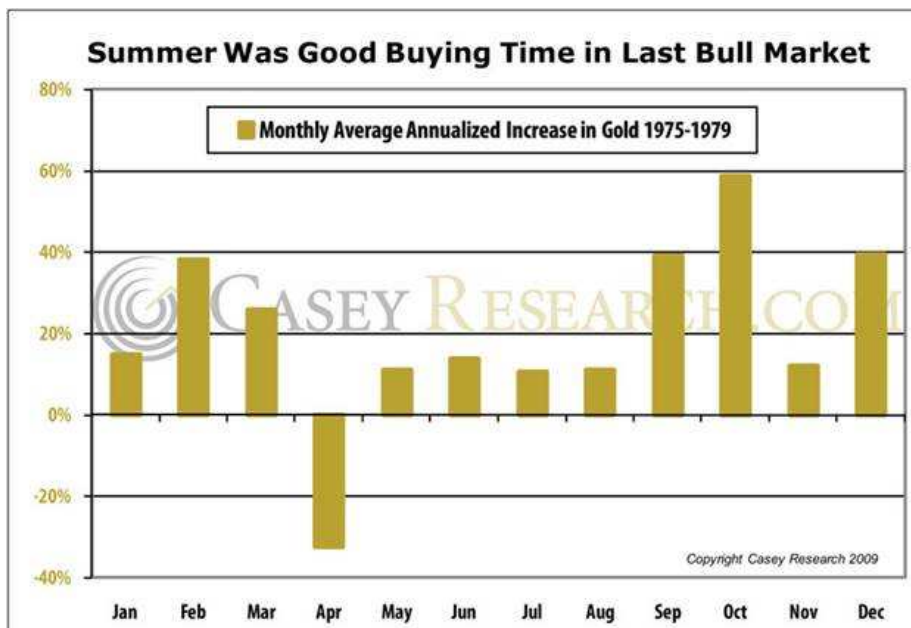
Betänk att guld inte ger placeraren en avkastning eller tillväxt, utan att det istället är en fråga om en "spekulation" i ett stabilt värdebevarande. Detta kan ske med eller utan premium. I dagens ekonomi, när centralbankerna låter sedelpressarna gå varma och det produceras nya pengar samtidigt som räntorna är minimala anser Axier att det finns goda

fundamentala skäl till att investera i guld. Sommaren har som vi visar i denna artikel inte varit en bra period för att äga guld, men vi tror att det är en bra period att köpa det.

Utöver direkta investeringar i fysiskt guld finns andra alternativ, såväl ETF:er (*Exchange Traded Funds*) och guldproducerande företag, till exempel *Yamana*, *Minefinders*, *Barrick Gold* och det svenska företaget *Lapland Goldminers* som Axier skriver om löpande. Även vad gäller guldproducerande företag så finns det ETF:er att handla, till exempel den som heter *GDX*. Axier har emellertid valt att inte fokusera särskilt mycket på vare sig företag, oavsett om de är producerande eller prospekterande i denna rapport. Vi har inte heller valt att skriva särskilt mycket om ETF:er för att rapporten inte skall bli allt för lång.



Under den pågående bull market som guldets befunnit sig i under de senaste åtta åren har juni månad gett den sämsta avkastningen för guld. Med andra ord, juni månad har visat sig vara den månad då det lönat sig att köpa guld.



Under 1970-talets bullmarket var sommaren – precis som nu – en bra period att köpa guld, även om april månad

visade sig vara ännu bättre under denna uppgång.



Hur är det då med aktier i guldproducerande företag? Diagrammet ovan visar att juli och oktober varit de allra svagaste månaderna för guldaktier under denna uppgång, i alla fall mätt efter utvecklingen av AMEX Gold Bugs Index. Det har också varit den allra bästa tidpunkten att köpa dessa aktier.

Kom emellertid ihåg att detta är tendenser och ett genomsnitt, det är således ingen "sanning". Det finns exempel på juni månader när priset på guldaktier har stigit. Axier rekommenderar den som har för avsikt att köpa guldaktier att istället se närmare på den tekniska analys som produceras och att inte använda sig av detta diagram för köp med hopp om omedelbara vinster.

Vi förespråkar istället att diagrammet skall utnyttjas som ett sätt att förbereda sig för ett svagare guldpris och en möjlighet att köpa guld, endera i form av tackor och mynt, eller i form av guldaktier innan det åter vänder upp igen. Det **kan** vara så att denna höst blir den sista vi ser guldet handlas under 1,000 USD per ounce.

Betänk att vi fortfarande befinner oss i en svag ekonomi, oavsett om börsen mirakulösa uppgång under det andra kvartalet har fått fler än en placerare att glömma detta. Om och när det står klart att de goda tiderna inte har kommit tillbaka och inte lär göra det på överskådlig tid så bör hela sentimentet kunna röra sig snabbt. Guld har historiskt sett visat sig vara en av de allra bästa sätten att bevara sitt kapital under ett finansiellt Armageddon. Det räcker egentligen med att se tillbaka på det senaste året, då var guld en av de få investeringsklasserna som de facto steg under året.

Axier konstaterar att guld har i enlighet med prognos varit den enda metall med prisökning och det genomsnittliga halvårspriset för det första halvåret ligger på 913 USD/oz mot prognostiserat 915. Den allmänt osäkra ekonomin och oro kring hur den amerikanska dollarn skall utvecklas samt köp av guld av den kinesiska centralbanken har medfört att guldpriserna ligger kvar på historiskt höga nivåer, dock en bit under ett reall *all time high*.

Säsongsmonster

Det finns säsongsrelaterade mönster inom guldhandel, främst hänförliga till smyckesmarknaden. Emellertid, dessa mönster varierar mellan olika länder, kulturer och religioner. Oaktat detta brukar den starkaste efterfrågan infinna sig under årets fjärde kvartal samt i mindre omfattning under årets tre första månader. De viktigaste perioderna att ta hänsyn till är:

Västvärlden – Julen

Islamiska världen - *Eid Al Fitr* som utgör slutet av Ramadan är en högtid när guld ges bort. I och med att det islamska året är tio eller elva dagar kortare än det kalenderår som vi är vana vid i västvärlden varierar tidpunkten när Ramadan infaller. I år kommer denna högtid att infinna sig mellan fredagen 21 augusti och lördagen den 19 september. *Eid al-Adha* (Uppoffringsfesten) äger rum 70 dagar efter *Ramadan* och är också en högtid kring vilken guld köps och ges bort. I år kommer denna att infalla fredagen den 27 november. I samband med pilgrimsfärderna till Mecka och Medina köps det också stora mängder guld. Den viktigaste pilgrimsperioden, *Haj*, infaller kulminerar kring perioden för *Eid al-Adha*.

Indien – Intresset för att köpa guld är som allra störst under bröllopsperioden och i samband med alla de festivaler som varierar mellan landets olika regioner. Den största festivalen är Diwali, som vanligen infaller omkring månadskiftet oktober/november. Bröllopssäsongen varierar mellan de olika regionerna, men inträffar mellan november och maj, men med ett uppehåll från mitten av december till mitten av januari.

Kina och Fjärran Östern – Intresset för guld ökar oftast i samband med det kinesiska nyåret *Chung Hay Fat Choy* som inträffar i slutet av januari och början av februari.

Turkiet – Efterfrågan är som allra störst under årets tredje kvartal som en följd av turistsäsongen. Turkiet är också en av världens största tillverkare av smycken.

Effekterna av en festival märks i normala fall betydligt tidigare än det aktuella datumet eftersom köparna dyker upp betydligt tidigare än så då köpen sker i förväg. I många fall är de slutliga slutkunderna så pass många att grossister och återförsäljare har varit tvungna att bygga upp ett laget redan innan.

Den som har för avsikt att dra fördel av de säsongsmissiga och köpa strax innan för att sedan kunna sälja med en stor vinst lär bli besvikna. Effekterna av dessa festivaler och högtider är välkända av aktörerna på guldmarknaden och är således inprisade. Observera också att det finns ett stort antal andra effekter på marknaden utöver tillgång och efterfrågan som påverkar prisbildningen.

Chinese Gold Pandas

Den kinesiska pandan eller *Chinese Gold Pandas* som de ibland kallas för hos guldmynthandlarna är en av de vackraste guldmynten vi sett. Enbart av detta skäl anser vi att de är värda att skriva om. Att de sedan kan komma att bli en bra affär är ännu ett skäl till att vi vill uppmärksamma dessa mynt.



Den kinesiska pandan, eller *Chinese Gold Pandas* som de också kallas för är av guldhandlare betraktat som ett av de allra vackraste guldmynten. Upplagorna är små vilket medför att de är än mer eftersökta av samlare än andra mynt, något som gör dem dyrare. Det är således inte ovanligt att dessa mynt handlas med premium gentemot andra guldmynt.

Historia om Pandamyntet

Kina gav ut sitt första guldmynt 1982 och då i storlekarna 1/10, 1/4, 1/2 samt 1 troy ounce. 1983 präglades för första gången ett 1/20 ounce och under senare år har även 5 ounce- och 10 ouncemynt tillkommit i serien. 1991 gav Kina ut ett 5 kilos Pandamynt för att uppmärksamma myntets tioårsjubileum. Det var det första myntet i sitt slag under modern tid och dessutom är det mycket sällsynt då det endast präglades i tio exemplar.

Sedan 1982 har *Chinese Gold Pandas* präglats årligen. Precis som namnet antyder pryds myntets baksida av den mycket omtyckta pandan.

Känd för sitt komplexa utseende, sin charm och sitt vackra mönster, anses *Chinese Panda*, av många, vara ett av världens mest estetiskt tilltalande mynt. Varje utgåva porträtterar en panda vars utseende har varierat genom åren, vilket gör myntet idealiskt för samlare. Det enda undantaget är 2001 och 2002 års utgåvor som är identiska då den kinesiska regeringen införde ett förbud mot ändrad design på myntet. Förbudet lyftes 2003, delvis beroende på påtryckningar från samlare.

Genom åren har pandan porträtterats som ett livligt och inte minst charmigt djur, därav har man velat illustrera pandan i olika situationer på mynten. På vissa mynt äter den bambu, på andra klättrar den i träd eller leker ensam såväl som i par.

Pandafamiljen

China Gold Panda mynten tillverkas i 24 karats .999 finguld och ges ut i fem olika storlekar: 1 Troy Oz, ½ Troy Oz, ¼ Troy Oz, 1/10 Troy Oz samt 1/20 Troy Oz. Valörerna sträcker sig från 20 till 500 Yuan. Den utmärkt polerade spegelfinishen med upphöjda frostade element, ger myntet ett *Proof-liknande* utseende.

Präglingen av de kinesiska Pandamynten sker i betydligt lägre omfattning än exempelvis *American Eagle*, *Krugerrand*, *Canadian Maple Leaf* och andra mer välkända mynt, så generellt sett, prissätts dessa mynt betydligt högre än de övriga mynten. Exempelvis så präglades mindre än 16.000 1 Oz mynt under 1982. 1983 var siffran 22.447 och 1984 endast 23.330 st. Produktionen har aldrig överstigit 150.000 exemplar vad gäller 1 Oz myntet och den högre produktionen har förekommit först under de senaste åren. *China Gold Panda* mynten, framförallt de tidigare mynten, har således inte bara ett värde i form av guld men också ett samlarvärde.

Tekniska specifikationer

Storlek	Nominellt värde	Diameter mm	Myntvikt i gram	Renhet	Guldvikt i gram	Guldvikt i Troy oz	Max antal
1 kg	10 000 CNY	90	1000.1	999	1000	32.15	200
5 oz	2000 CNY	60	155.81	999	155.515	5	1000
1 oz	500 CNY	32.103	31.162	999	31.103	1	150 000
1/2 oz	200 CNY	27	15.5515	999	15.55	0.5	60 000
1/4 oz	100 CNY	21.95	7.7758	999	7.77	0.25	60 000
1/10 oz	50 CNY	17.95	3.1103	999	3.11	0.1	150 000
1/20 oz	20 CNY	13.92	1.5552	999	1.55	0.05	200 000

Design

Samtliga Pandamynt har samma motiv på framsidan, det kända *Himmelska Templet* i Beijing, ett gammalt arkitektoniskt mästerverk och en känd turistattraktion i Kina. De kinesiska tecknen i myntets överkant översätts med "*Folkrepubliken Kina*". I myntets nederkant utläses året för myntets utgivande.

Baksidan på myntet porträtterar, som tidigare nämnt, jättepandan, som utöver sin status som Kinas nationaldjur även internationellt symboliserar behovet av skydd för utrotningshotade djur. 2006 års utgåva av Pandamyntet gestaltar en jättepanda med sin unge sittandes i en bambuskog. På denna sida framgår även myntets valör, vikten och guldhalten i myntet.

Centralbankernas agerande

Historiskt sett har Centralbankerna alltid, i alla fall de senaste 100 åren, varit stora innehavare av guld. Dessa förväntas även i framtiden fortsätta äga guld, även om vi under senare tid sett hur vissa av dessa valt att sälja av en del av sitt guld för att finansiera olika former av stödpaket för att stabilisera ekonomierna.

Detta har inte enbart skett under innevarande år, utan något som vi sett äga rum under i alla fall de senaste tio åren. Centralbankerna har re-balanserat sina innehav bland annat som en följd av guldmyntfotens upphörande, men också för att kunna använda sina transaktioner för att möta förändrade villkor i ekonomierna. Centralbankerna har

emellertid förbundit sig att hålla en viss mängd guld i lager http://www.reserveasset.gold.org/central_bank_agreements/ så även om vi kan komma att se hur dessa fortsätter intervensera under ett antal år så lär de aldrig sälja ut allt det guld de äger. För närvarande äger omkring 20 procent av allt det guld som finns ovan jord.

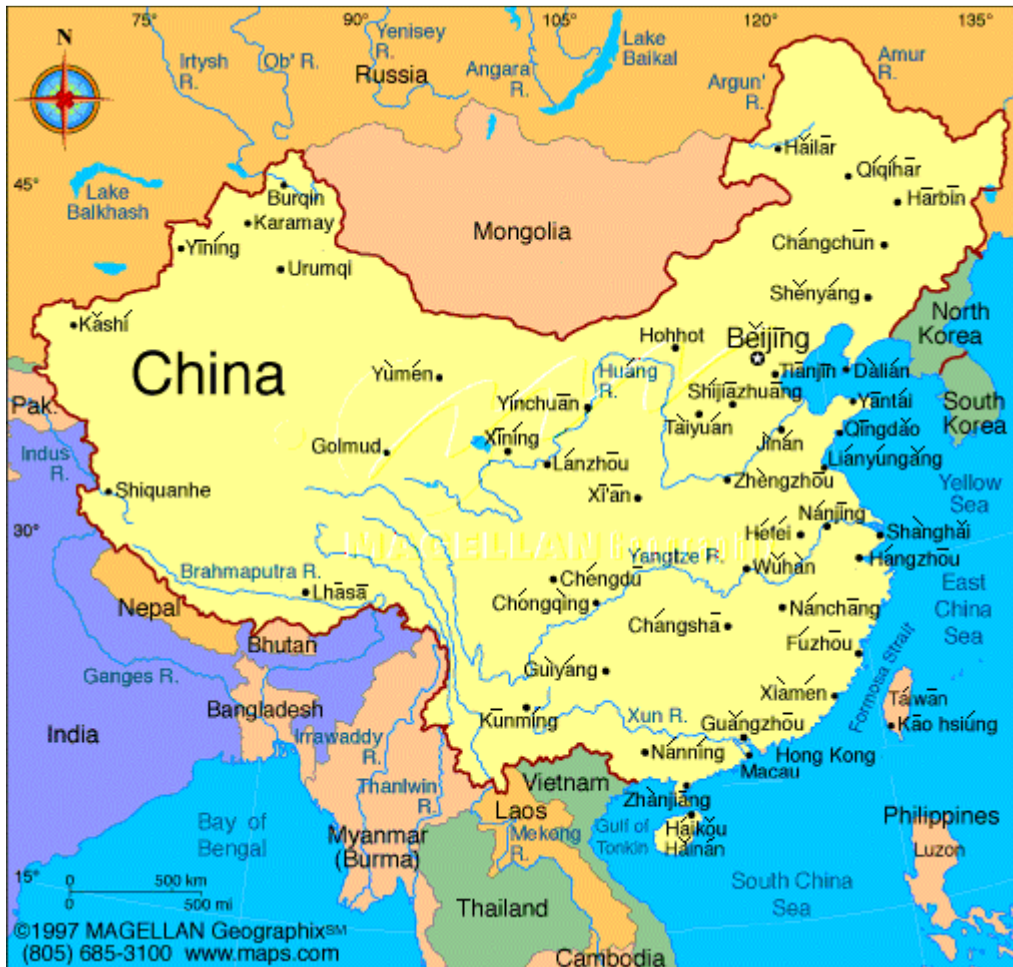
Under 2008 sjönk Centralbankernas försäljningar av guld kraftigt. Försäljningen minskade med 42 procent år 2007 och uppgick endast till 279 ton, den lägsta volymen sedan 1996. GFMS sade i början av året att de förväntade sig att Centralbankerna under årets första sex månader skulle sälja av 127 ton guld, en minskning om 23 procent sedan året innan. Detta var emellertid innan vid G20-mötet enades om att tillföra 1.000 miljarder dollar till internationella institutioner, bland annat genom att utöka IMF:s resurser till 750 miljarder dollar, utöver de resurser som frigörs när valutafonden säljer av sina guldreserver. Enligt IMF diskuteras en försäljning av 403,3 ton guld (från annat håll har vi tagit del om uppgifter om så pass mycket som 409 ton).

Sedan dess har vi sett hur Kina köper guld. Från flera håll har det rapporterats om att kineserna köper betydligt mer guld än vad som rapporteras officiellt. Från kinesiska myndigheter, men också från Indien och forna Sovjetunionen rapporteras det om att centralbankerna vill ha en betydligt lägre exponering mot dollarn än tidigare och att dessa därför väljer att köpa mer guld. Även andra valutor köps för de dollar som sålts.

Enligt officiella uppgifter har de kinesiska myndigheterna sedan 2003 ökat landets guldreserver med 454 till till 1,054 ton. I och med detta börjar den kinesiska yuanen bli en allt mer betydande valuta. Samtidigt ser vi att det agerande som kineserna genomför skapar problem på den internationella valutamarknaden. Kina har finansierat en stor del av den amerikanska statskulden, och vad händer då dessa inte längre vill fortsätta köpa överprissatta amerikanska statspapper? Nyligen besökte Hillary Clinton till Kina för att övertyga dem om att ge USA ytterligare krediter.

Axier konstaterar att Kina fortfarande har väldigt lite guld i förhållande till storleken på sin ekonomi, samtidigt som USA enligt gamla mätningar har en av världens största reserver. Det känns då inte helt osannolikt att Kina skulle begära guld i ersättning för att finansiera världens största budgetunderskott istället för dollar.

Den 3 juli i år sade Kinas förre detta vice premiärminister, Zeng Peiyan, att det borde finnas ett system för att bevara stabiliteten i världens valutasystem. Observera, detta är en ganska vanligt förekommande företeelse då det gäller Kina. Landet använder sig ofta av "röster" som har koppling till, men inte befinner sig i regeringen, för att uttala sig i olika frågor. Att Zeng är en förre detta vice premiärminister betyder inte att dennas uttalande skall inte tolkas som att dennes uttalande är officiellt.



Den 4 juli i år gick Indien ut och meddelade att landet, precis som Kina och Ryssland, söker andra alternativ till den amerikanska dollarn. Indien har i dag valutaserverer om cirka 264 miljarder USD varav dollarn utgör den största delen. Detta innebär att det nu egentligen bara är Japan som behåller dollarn som reservvaluta.

I och med att vi därför kan förvänta oss ett skifte från dollar till guld ser Axier det inte som orealistiskt att guldpriset återigen kommer att prova att penetrera 1,000 USD nedifrån. Historiskt sett är det så att guldpriset stiger då dollarn faller och vice versa. Vår åsikt stöds av den rapport som Morgan Stanley nyligen presenterade där den amerikanska investmentbanken spår en kommande inflationsbrasa.

Guldmynt

De senaste tillgängliga data som Axier tagit del av från det amerikanska myntverket, *US Mint*, visar på att de amerikanska placerarna har ett fortsatt intresse för guldmynt, men att trenden förefaller svängt över till förmån för silvermynten istället. Juli månads försäljning hamnade i botten, *US Mint* sålde endast 86,000 *one-ounce Gold Eagles* i juli. Endast under maj månad har det amerikanska myntverket redovisat en lägre försäljningssiffra.

Istället valde placerarna att köpa silvermynt istället som åter noterade en ny försäljningstopp, hela 2,81 miljoner *one-ounce Silver Eagles* såldes under samma period. I år är det endast under mars månad som *US Mint* sålt fler silvermynt.

Observera, såväl försäljningen av guld- som silvermynt är rekordhög jämfört med tidigare år. Med en total försäljning om 765,000 guldmünt i år kan *US Mint* mycket väl komma att redovisa en rekordförsäljning i år. Att försäljningen av silvermynt kommer att överstiga förra årets är det numera få personer som tvivlar på. Under 2008 sålde US Mint drygt tjugo miljoner *one-ounce Silver Eagles*, att jämföra med årets ackumulerade försäljning om 16,634,500 silvermynt.

American Eagle Bullion Coin

	27 Juli	3 augusti	Ökning	% skillnad
Silver Eagle	16,149,500	16,634,500	485,000	3.0 %
Gold Eagle	730,500	756,500	26,000	3.6 %

Källa United States Mint sales figures

Som synes har den historiskt sett låga försäljningen av guld påverkat också det amerikanska myntverket. Notabelt är att försäljningen den senaste veckan stiger, den uppgår till hela 30 procent av juli månads totala försäljning. Föregående vecka såldes endast 4,000 guldmünt.

Silvermynten å sin sida fortsatte att redovisa en ökning, föregående vecka såldes 485,000 mynt att jämföra med de 450,000 mynt som såldes veckan innan.

2009 American Eagle Bullion försäljning, månad för månad

	Silver Eagles	Gold Eagles
Januari	1,900,000	92,000
Februari	2,125,000	113,500
Mars	3,132,000	136,500
April	2,518,000	147,500
Maj	1,904,000	65,000
Juni	2,245,000	116,000
Juli	2,810,000	86,000
Total*	16,634,500	756,500

Källa United States Mint sales figures

US Mint säljer endast *bullion* mynt till auktoriserade återförsäljare och inte direkt till allmänheten. Denna siffra brukar oftast få utgöra ett mått på vad slutkunderna gör.

Att konsumenternas efterfrågan av silver ökar mer än den för guldmünt har en logisk förklaring. Då guld säljs till ett pris om 955 USD per ounce medan silver handlas kring 14,63 USD per ounce så är den gula metallen omkring 65 gånger så dyr som silvret.

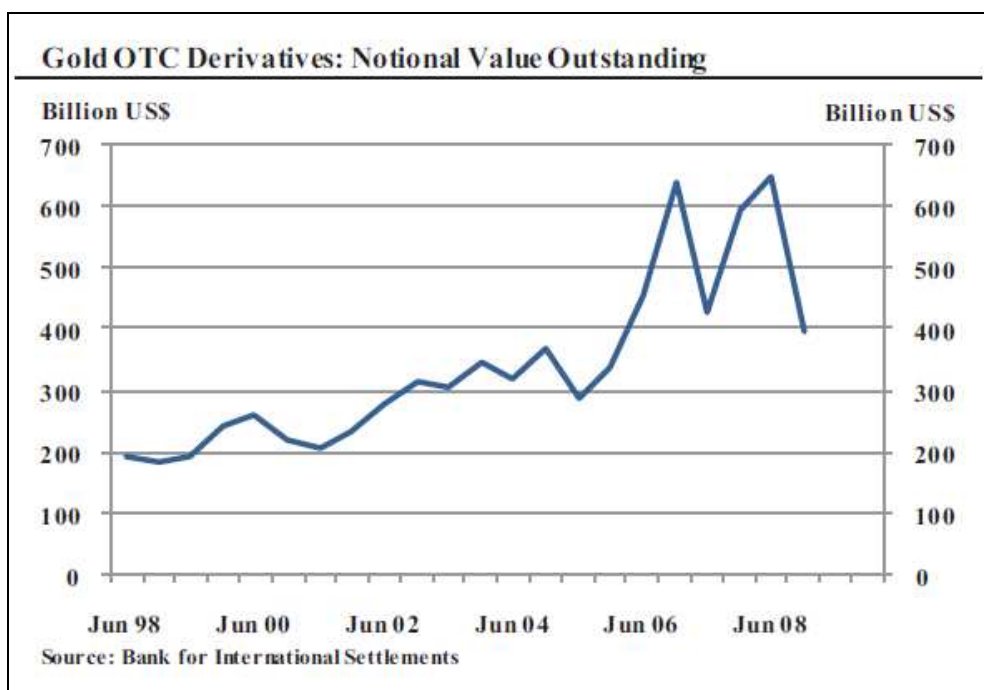
Föregående år så toppade samma ratio på 50. Historiskt sett har relationen inneburit att

guldet handlats till sexton gånger silvrets pris. Till skillnad från guld, där så gott som allt fortfarande finns kvar, så finns det en industriell efterfrågan på silver varför den totala mängden konstant minskar. Axier är emellertid inte av den åsikten att guldet är övervärderat, utan tvärtom att det är silver som är undervärderat och till viss del bortglömt. En rekommendation kan således vara att utöka myntsamlingen med ett antal silvermynt.



Det digitala guldet

Under det andra halvåret 2008 såg vi ett kraftigt fall i värdet av råvarurelaterade derivat. Trenden är likadan över hela marknaden sedan Bank of International Settlements tillhandahåller data på dessa instrument. Notabelt var att guld var den råvara som derivatvolymerna minskade minst i.



I skrivande stund finns inga data som visar utvecklingen för råvaruderivat under 2009,

men Axier gör bedömningen att efterfrågan kommer att stiga under året. V baserar vår slutsats på att vi ser att allt fler av de institutionella investerarna förblir uppriktigt intresserade av att ha en exponering mot råvaror i sina portföljer. Finansiella derivat är ännu så länge det mest vanligt förekommande sättet dessa kan exponera sig mot denna tillgångsklass.

Vi gör emellertid bedömningen att många fondförvaltare kommer att inta en mer försiktig hållning efter de kraftiga förluster de utsattes för i derivat under slutet av förra året.

Så sent som för tio år sedan stod handeln med guld för något mindre än hälften av alla råvaruderivat. Tabellen nedan visar att även om omsättningen i guldrelaterade derivat har mer än fördubblats under dessa år så har ökningen av övriga råvaror exploderat. Under perioden juni 1998 till och med juni 2008 femtiodubblades omsättningen i derivat hänförliga till råvaror (exklusive guld).

Även om omsättningen av de övriga derivaten stigit kraftigt så är guld fortfarande en mycket betydelsefull råvara inom derivathandeln. Av de kontrakt som gick till lösen under förra årets andra halvår var guld utan tvekan den råvara som hade störst andel lösen. Detta var en av orsakerna till att vi såg guldpriset stiga så pass kraftigt under slutet av föregående år. Detta kan även vara en förklaring till att vi såg att spotpriset på guld för första gången någonsin översteg terminspriset, så kallad *backwardation*.

	Guld	% förändring/år	Övriga råvaror	% förändring per år	Totalt	% förändring/år	Guld i % av totala marknad
jun-98	193		258		451		42,8%
dec-98	182		233		415		43,9%
jun-99	189	-2,1%	252	-2,3%	441	-2,2%	42,9%
dec-99	243	33,5%	305	30,9%	548	32,0%	44,3%
jun-00	261	38,1%	323	28,2%	584	32,4%	44,7%
dec-00	218	-10,3%	444	45,6%	662	20,8%	32,9%
jun-01	203	-22,2%	387	19,8%	590	1,0%	34,4%
dec-01	231	6,0%	367	-17,3%	598	-9,7%	38,6%
jun-02	279	37,4%	498	28,7%	777	31,7%	35,9%
dec-02	315	36,4%	608	65,7%	923	54,3%	34,1%
jun-03	304	9,0%	736	47,8%	1040	33,8%	29,2%
dec-03	344	9,2%	1062	74,7%	1406	52,3%	24,5%
jun-04	318	4,6%	952	29,3%	1270	22,1%	25,0%
dec-04	369	7,3%	1074	1,1%	1443	2,6%	25,6%
jun-05	288	-9,4%	2652	178,6%	2940	131,5%	9,8%
dec-05	344	-6,8%	5100	374,9%	5444	277,3%	6,3%
jun-06	456	58,3%	5938	123,9%	6394	117,5%	7,1%
dec-06	640	86,0%	6475	27,0%	7115	30,7%	9,0%
jun-07	426	-6,6%	7141	20,3%	7567	18,3%	5,6%
dec-07	595	-7,0%	7860	21,4%	8455	18,8%	7,0%
jun-08	649	52,3%	12580	76,2%	13229	74,8%	4,9%
dec-08	395	-33,6%	4032	-48,7%	4427	-47,6%	8,9%

BIS – Bank of International Settlements

Två gånger per år sammanställer och distribuerar BIS data avseende de internationella marknaderna för alla typer av derivat. I dessa siffror ingår även uppgifter om lån, valutor, aktiemarknaden, guld och andra typer av råvaror. De senaste tillgängliga data är de som redovisas ovan. Siffrorna som avser december 2008 redovisades av Bank of International Settlements i maj i år. Föga förvånande visade de på en kraftfull nedgång i värdet på de utestående derivaten.

Nettovärdet på derivatmarknaden steg däremot, vilket inte är så pass konstigt, eftersom värdet på den amerikanska dollarn steg kraftigt, samtidigt som lånekostnaderna steg.

Statistiken från BIS visar att nedgången i antalet utestående optionskontrakt med guld som underliggande tillgång föll betydligt kraftigare än övriga råvaror och finansiella tillgångar. Orsakerna består bland annat i att en stor del av dessa tvångsstängdes eller att de banker som hade utfärdat dem drog tillbaka dem det vill säga stängde kontrakten för att undvika ökade förluster.

Finansiella derivat

Nedgången som syntes under förra årets sista sex månader var den första nedgången över en sexmånadersperiod som registrerats sedan BIS 1998 började samla in och distribuera data från derivatmarknaderna.

Det samlade värdet av alla derivat minskade med 13,4 procent, från 683,7 miljarder USD i slutet av juni 2008 till 592,0 miljarder USD i slutet av december samma år. Den relativt låga nedgången i storlek har förvånat många analytiker som under slutet av förra året skrev att en betydligt större nedgång var att vänta på grund av likviditetsbristen i det internationella finansiella systemet. En stor del av förklaringen står emellertid att finna i det faktum att de data som BIS redovisade kommer från slutet av året. Vid denna tidpunkt hade de värsta fallen från oktober och tidiga november börjat att återhämta sig. Axiers internationella kontakt, det amerikanska analyshuset CPM Group spådde redan tidigt en nedgång om tio procent vilket var en av de mer modesta förutsägelser vi tagit del av.

Grossvärdet, det vill säga kostnaden för att återköpa alla utestående derivatkontrakt steg emellertid under samma period. Värdeökningen var synnerligen signifikant, vi såg en ökning från 20,40 miljarder USD i slutet av juni 2008 till 33,9 miljarder USD i slutet av december. Detta motsvarar en uppgång om 66,5 procent. Ryktena om att derivatmarknaderna skulle dö visade sig således vara ogrundade.

Håller guldet på att ta slut i gruvorna?

En stor del av de data som Axier redovisar i det följande stycket bygger på data som vi tagit del av från *Martin Jansson* på *Raw Materials Group* <http://www.rgm.se> i Stockholm. Samtliga bilder och grafer publiceras med dennes medgivande.

I tidigare utskick har vi lovat att vi skall berätta mer om hur pass litet guld som egentligen finns tillgängligt. Nu äntligen är det dags att berätta om hur pass litet guld som egentligen finns på jorden, och hur till och med de största gruvföretagen endast har reserver för ett par år framåt i sina gruvor.

Vi kan alltså konstatera att guld, som redan i dag är sällsynt, kommer att bli än mer sällsynt i framtiden. Som en följd av detta är det också troligt att vi kommer att se hur

priset stiger kraftigt då marknaden inser hur begränsad tillgången av guld verkligen är. Vi är uppenbarligen inte de enda som är av denna åsikt.

Flera av de stora börjar nu se att guld skall röra sig uppemot 2,000 USD/ounce nästa år med stöd av de stora volymer papperspengar som trycks "out of fresh air". Citatet kommer från Nils Sandberg som driver Jordanfonden, en av Sveriges bredaste råvarukännare. I dag står guldet en bit över 800 dollar per ounce (ett ounce är 31,1 gram).

Hans åsikter stöds av det Londonbaserade undersökningsföretaget GFMS. *Gold may rise to 1,000 USD/ounce on safe haven buying*". Enligt en artikel som publicerades av nyhetsbyrån Bloomberg den 22 oktober 2008 skall guldspriset under de närmaste sex till arton månaderna vara ytterst volatilt och kommer att försöka stiga över 1,000 dollar per ounce. Enligt artikel, *"Gold to Advance on 'Decoupling' From Commodities"*, skriven av GFMS chef, skall centralbanker världen över ha ändrat sin inställning till guld. GFMS räknar med att försäljningarna av guld från de stora centralbankerna att minska med så pass mycket som 46 procent.

Det finns alltså en hel del som talar för att Nils har rätt i det han skriver. Vi har i denna Guldrapport tittat litet närmare på det guld som finns ovan jord, vad de största gruvföretagen beräknas ha under jord, vad centralbankerna gör och hur mycket guld som försvinner från marknaden varje år. Artikeln är kanske litet för lång, den är kanske skrämmande eftersom den kanske ger Dig en tankeställare, men det är värt att tänka på detta nu medan priset fortfarande ligger på en låg nivå och innan alla andra får upp ögonen för detta.

Alla de åsikter och tankar som framförs är våra egna, de diagram och bilder som finns med kommer från olika källor som alla namnges. Har vi misstolkat deras tankar och slutsatser är felet vårt och inte deras.

Hur mycket guld finns det?

Att svara på den frågan går egentligen eftersom det fortfarande finns en hel del guld som ännu inte har exploaterats. Däremot, det brukar göras uppskattningar på den mängd guld som fortfarande finns under jord. I detta finns även det guld som kan återvinnas ur havet.

En uppskattning visar att det finns ungefär 120,000 till 140,000 ton guld ovan jord. Bilden nedan visar hur pass litet det egentligen är. Föreställ Dig en tennisplan, föreställ Dig sedan en kub som har sidan nitton (19) meter, alltså inte fullt lika lång som hela tennisplanen. Det är allt guld som producerats i världen sedan tidernas begynnelse.



Tänk Dig en kub som är har en sida som är tre meter kortare än tennisbanan ovan. Så mycket – eller är litet kanske mer korrekt – guld har det grävts upp sedan tidernas begynnelse. Lika mycket stål producerar enbart de amerikanska stålbolagen var tionde minut, varje dag, varje vecka, varje år.

För att erhålla någorlunda förståeliga siffror förenklar vi detta litet. Tänk Dig att vi delar upp allt guld som finns på alla personer som finns på jorden. Var och en får då ungefär 23 gram guld var, en liten kub med en dryg centimeter stor sida. För att enklare kunna bilda sig en uppfattning om hur pass litet guld det är vi pratar om, jämför denna siffra med vikten på en vanlig vigselring väger någonstans mellan 5 och 15 gram, alltså under hälften av den siffra vi kom fram till i vår räkneövning.

Betänk sedan att ungefär en fjärdedel av allt detta guld, cirka 30,000 ton kontrolleras av centralbanker världen över. Det gör att de 23 grammen vi talade om minskar ytterligare, vi är sålunda nere på mindre än 18 gram per person.

Hur mycket guld produceras?

Det årliga behovet av guld ligger just nu på cirka 3,800 ton medan det endast produceras mellan 2,200 och 2,600 ton per år. Siffrorna varierar litet beroende på vem som tillfrågas. *Raw Materials Group* har försett oss med underlag som visar på att den årliga produktionen för närvarande ligger kring 2,450 ton per år och vi väljer att hänvisa till dessa siffror.

Oavsett vem som tillfrågas så står det emellertid klart att det finns ett ökat behov av guld, att det varje år försvinner guld från marknaden i form av köp endera som investeringsguld, till dentalindustrin, smycken, eller i rent industriellt syfte. Det blir alltså mindre och mindre guld kvar för oss att handla varje år.

Rank	Företagsnamn	Land	Production 2008 (t)	Reserver (t) 2007	Share of world 2007 %	Cumulshare of world 2007, %
1	Barrick Gold Corp	Canada	237,9	4 358	11%	10%
2	Newmont Mining Corp	USA	165,4	2 717	7%	16,9%
3	AnglogoldAshanti	South Africa	158,6	2 334	6,7%	23,6%
4	Gold Fields Ltd	South Africa	110,2	2 946	4,6%	28,2%
5	Goldcorp Inc	Canada	68,9	1 447	2,9%	31,1%
6	NavoiMining	Uzbekistan	58	---	2,4%	33,6%
7	Newcrest Mining Ltd	Australia	53,6	701	2,3%	35,8%
8	Harmony Gold Mining	South Africa	51,1	2 108	2,2%	38%
9	Kinross Gold Corp	Canada	50,3	1 306	2,1%	40,1%
10	Freeport McMoran Copper & Gold Inc	USA	40,8	2 488	1,7%	41,8%

Källa, Raw Materials Group 2009

Denna sammanställning visade *Raw Materials Group* i samband med den guldkväll som hölls hos Erik Penser Fondkommission i våras. Antar vi att det finns en efterfrågan om 3,800 ton guld per år så kan vi snabbt konstatera att det guld som de tio största guldföretagen har i sina reserver räcker mindre sex (6) år. Det guld som dessa företag tar upp varje år utgör sålunda något mindre än hälften av det guld som efterfrågas varje år. Observera att detta är i den bästa av världar. Det finns nämligen två faktorer som talar emot att guldföretagen skall ta upp de reserver de har.

1. Att reserverna finns där, betyder inte att det är lönsamt att ta upp det, inte ens till dagens priser. Antar vi att vissa av de ovanredovisade reserverna endast kan produceras till så pass höga priser 1,200 USD per ounce så förstår vi snabbt att det guldet kommer stanna kvar under ytan under en lång tid framöver.
2. De personer som styr de guldproducerande företagen är betydligt intelligentare än vad Du och jag är. Även dessa personer inser att om priset på guld ökar så gör även värdet på det guld som dessa företag har i sina reserver. De kommer knappast att skynda sig att gräva upp detta om de ser att priset fortsätter uppåt.

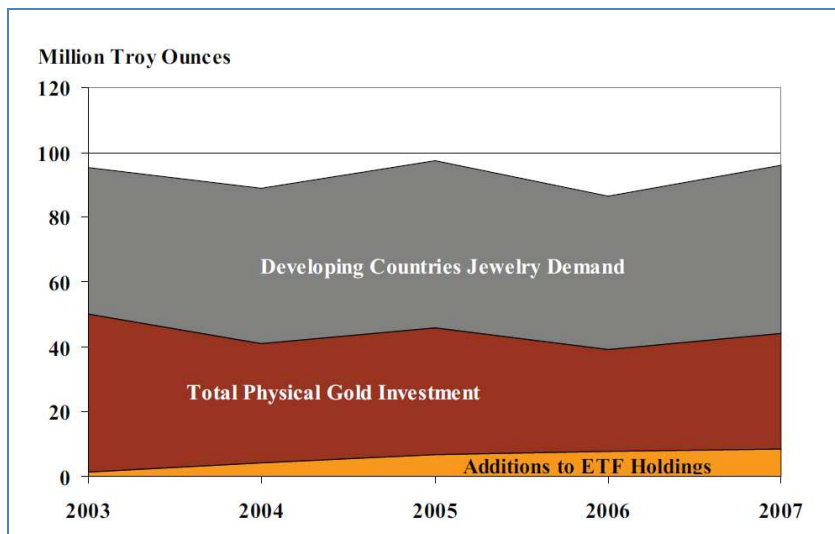
Nu skall läsaren emellertid ha klart för sig att samtliga de stora bolagen ägnar mycket stora resurser åt att öka omfattningen av sina kända fyndigheter. Prospektering sker ofta i anslutning till de befintliga fyndigheterna, men också på helt nya områden. De allra största företagen är inte heller främmande för att köpa mindre bolag, både prospekterande och producerande sådana. De svenska aktieplaceringarna har noterat hur strukturaffärer skett bland de svenska prospekteringsföretagen.

Ett exempel är till exempel *Lapland Goldminers*, ett bolag som Axier regelbundet skriver analyser på. Bolaget köpte Pahtavaara fyndigheten av ScanMinings konkursbo. *Lapland Goldminers* äger även Haveri i södra Finland, där prospektering pågår. Haveri ligger förvisso inte i direkt anslutning till bolagets befintliga fyndigheter men finns på den andra sidan Östersjön, där den så kallade *Guldlinjen* fortsätter. Detta är ett exempel på hur företagen drar fördel av tidigare anskaffad kompetens och erfarenhet för att på detta sätt öka sina befintliga tillgångar.

Hur mycket guld försvinner ut ur systemet varje år?

Diagrammet nedan visar på att den årliga efterfrågan ligger på närmare 3,100 ton guld,

varje år och då är detta ändå i underkant. Grafen tar emellertid inte hänsyn till det guld som efterfrågas av dentaltekniker eller industrin. Lägg dessa siffror med kommer vi upp mot siffror som de 3,800 tom som nämns ovan.



Källa CPM Group

Enligt de siffror som CPM Group redovisade för oss på Raw Material Group:s Mining Conference under hösten 2008 betyder det att det vare år försvinner närmare 1,500 ton guld från marknaden som köps av framsynta investerare.

Guldpris och produktionskostnader



Källa RMG Raw Materials Group <http://www.rmg.se>

Fysiskt guld versus guldaktier

Det finns ganska många investerare, till och med professionella sådana som lever i föreställningen att dessa har en exponering mot guld och andra metaller i och med att

dessa har aktier i gruvindustrin i sina portföljer. Axier anser att guldtackor och gruvaktier skall betraktas som två helt skilda typer av investeringar. Att äga aktier i ett gruvföretag kan aldrig vara detsamma som en så kallad *safe haven* som en fysisk guldtacka. Vi anser att inte ens ett innehav i en så kallad ETF (*Exchange Traded Fund*) kan efterlikna en guldtacka. Nedan redogör vi för varför vi är av denna åsikt och varför vi på lång sikt och i ett brett perspektiv anser att en guldtacka utgör ett bättre alternativ än en gruvaktie, i alla fall för en långsiktig investerare.

Risk/reward trade-offen talar för guldtackor

Gruvrelaterade aktier kan i vissa fall erbjuda mycket god avkastning, men de har inte samma *risk-reward* förhållande eller icke-korrelation till traditionella finansiella tillgångar som guld- och silvertackor.

Fysiskt guld innebär alltid den allra lägsta risken för att investera i ädelmetaller. Till skillnad från gruvrelaterade aktier så är inte tackor känsliga för förändringar i produktionskostnader, ledningens förmåga, finansiering eller förmåga att finna nya fyndigheter. Ett direkt innehav av tackor ger en placerare ett ograverat ägande. Axier anser att det är milsvid skillnad mellan att äga tackor och att äga andelar i en så kallad ETF som i sin tur äger guld.

Någon form av direktägande av guld och silver i fysisk form bör utgöra basen i en så kallad investeringspyramid (se figur 1) då detta erbjuder access till denna tillgångsklass med den absolut lägsta tillgängliga risken som finns. Det är också den mest likvida tillgången som finns att tillgå, oavsett det ekonomiska klimatet. Ett stort antal studier visar på att ädelmetaller är den tillgångsklass som har de högsta negativa korrelationen med traditionella tillgångar som aktier och obligationer. En initierad placerare vet att detta ger en möjlighet till att reducera portföljrisken och uppnå en bättre diversifiering av tillgångarna.



Gruvaktier och tackor av ädelmetall är två helt skilda tillgångsklasser. Under en period av uppgång är de gruvrelaterade företagen ofta väl korrelerade med priserna på guld. När kurserna däremot vänder nedåt, något vi såg exempel på förra året, tenderar dessa aktier

att istället korrelera med aktiemarknaden i sin helhet. Under turbulenta tider kan ett fysiskt innehav fungera som en så kallad *safe haven*. Det är inte heller ovanligt att se att det fysiska innehavet outperformar gruvaktierna ganska ordentligt under dessa perioder.

NU går det emellertid inte att glömma bort att det finns ett stort antal olika kategorier av gruvföretag, var och en med sin egen *risk/reward* och volatilitet. Sett ur ett riskperspektiv befinner sig de rena prospekteringsföretagen i toppen av pyramiden ovan. Längre ned finner vi de företag som har reserver, men som arbetar med en så kallade *feasibility studie* eller som avvaktar tillstånd. Ännu ett steg längre ned återfinner vi de producerande företagen.

Ett ofta återkommande argument till att gruvföretag är att föredra framför ett direkt innehav i guld är att guld inte ger någon avkastning i form av utdelning. Det är emellertid sällan som gruvföretagen, de allra största producenterna undantaget gör detta. Dessa har dessutom en förbrukning av de befintliga reserverna, vilket gör att deras tillgångar åderlåts. För att kompensera detta krävs det att dessa företag ägnar sig åt ytterligare prospektering för att ersätta de tillgångar som konsumeras. På grund av detta lämpar dessa aktier sig mer för kortsiktig spekulation än ett långsiktigt värdebevarande eller som portföljförsäkring. Återigen, en portfölj utan ett direkt innehav av fysiska ädelmetaller är vare sig balanserad eller diversifierad.

Tackor är inte beroende av löften eller förmåga

Kursutvecklingen på gruvaktier påverkas av en mängd olika faktorer, dels företagsspecifika, dels externa faktorer och är inte alltid beroende av priset på den underliggande råvaran. Variabler som aktiemarknadens volatilitet, politiska faktorer, miljörelaterade frågor, ledningens förmåga att leverera, bolagets affärsmodell, finansiella styrka, den återstående livslängden på gruvtillgångarna, produktivitetseffektivitet är bara några av de saker som påverkar kursen på ett gruvföretag. Lägger vi dessutom till förändringar i de operationella kostnaderna och energipriset samt förändringar i bolagens hedgingstrategier så inser de flesta ganska snabbt att det är otroligt svårt att förutspå kursen på en enskild gruvaktie.

Med andra ord, även om priset på den underliggande råvaran stiger så behöver inte det betyda att kursen på aktien stiger. Till sist och syvende är det ledningens förmåga att leverera resultat, att infria de löften och prognoser denna ställt i utsikt och att göra korrekta bedömningar av framtiden och bolagets affärsmöjligheter som kommer att påverka kursen. En tacka ädelmetall å andra sidan är inte beroende av någons framtidsprognoser. Kursen kan inte heller falla till noll, något som faktiskt har hänt i ett antal gruvföretag under det senaste året.

På senare tid har vi sett att de stora och snabba förändringarna i energipriserna har ställt till det för gruvföretagen. Alltför höga energipriser är inte bra då dessa reducerar guldproducenternas marginaler, och till och med gör det olönsamt att fortsätta produktionen. Eftersom gruvindustrin är en sådan energikrävande affär har de senaste årens volatila energipriser gjort det svårare att bedöma bolagens framtida kassaflöden.

Ädelmetalltackor erbjuder en superb likviditet

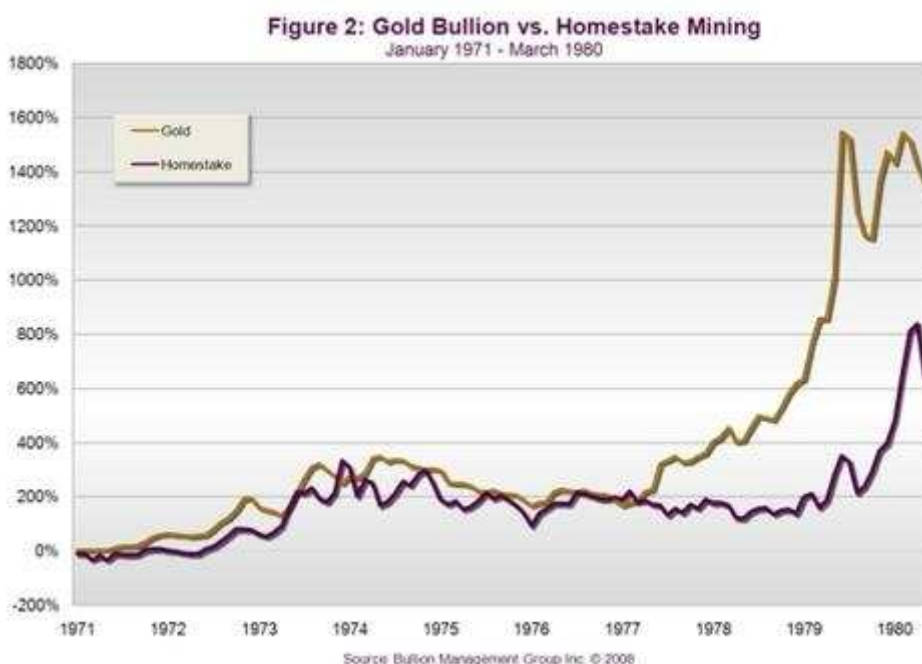
När aktiemarknaderna blir volatila och aktiepriserna faller upplever investerare som vill sälja av sina aktier att de kan mötas av en försämrad likviditet, framförallt i de så kallade *junior*-företagen. Det problemet uppstår aldrig med ädelmetalltackor. De senaste data som Axier förfogar över visar på att det varje dag omsätts fysiskt guld för 140 till 200 miljarder USD. Denna siffra omfattar inte derivatmarknaden eller terminshandeln på

råvarubörserna eller detaljhandelns omsättning. I dessa siffror ingår inte heller smyckesindustrin.

Världens största guldföretag, Barrick Gold Corporation (ABX) har ett marknadsvärde om cirka 34 miljarder USD. Varje dag omsätts omkring 2 procent av den utestående aktiestocken. Om denna siffra skulle appliceras på guldmarknaden, det vill säga att två procent av allt det guld som finns över jord skulle omsättas, skulle det inte ens motsvara en fjärdedel av allt det guld som omsätts på marknaden för guldackor i London.

Utöver att tackor har en högre likviditet på grund av den större marknaden och betydligt högre volymer i handeln så accepteras guld som ett betalningsmedel globalt. Det är få aktiebrev som har något värde annat än på den egna marknaden.

Ett fysiskt innehav utgör en *safe haven*



Tackor utvecklas betydligt bättre än under perioder av finansiell oro än vad aktier i gruvindustrin gör eftersom investerare under dessa perioden väljer att placera en allt större andel av sitt kapital i fysiska metaller som en så kallad *safe haven*. Under dessa perioder kan gruvaktier upplevas som mer osäkra. Detta fenomen var särskilt slående under 1970-talet, en period med mycket hög inflation men också en gynnsam tid att äga guld. I *Figure 2* (se ovan) framgår att kursen för fysiskt guld under denna period ökade med 15 gånger, motsvarande 1,500 procent. Som jämförelse steg kursen på *Homestake Mining*, på den tiden Nordamerikas största guldproducent, med 800 procent. Förvisso en bra uppgång det med, men inte alls lika bra så den underliggande metallen.

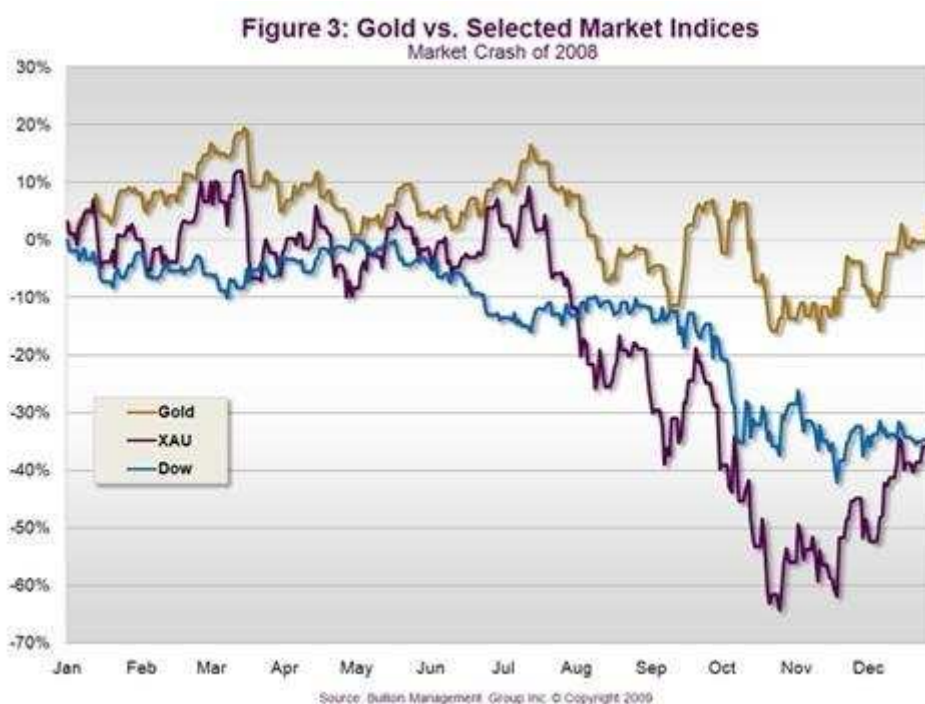
Det fanns under denna period ett antal mindre företag, så kallade *juniors*, vars kursutveckling vida översteg både den för *Homestake Mining* och det fysiska guldet, men det fanns även de som inte alls lyckades med att öka värdet på kapitalet för sina aktieägare. Riskerna som är förknippade med att investera i prospekteringsföretag är sådana att de inte är direkt jämförbara med att köpa fysiskt guld. Med en hög risknivå, en diversifierad portfölj och bra analysunderlag kan ett innehav av *juniors* och prospekteringsföretag komma att utgöra en bra krydda i en portfölj och bidra till en

överavkastning. I allmänhet måste emellertid gruvaktier bidra med en högre avkastning än fysiska metaller för att kompensera för den betydligt högre risken och volatiliteten.

Under 2008 steg guldmedan gruvaktierna rasade

Även om gruvaktierna tenderar att utvecklas i korrelation med den underliggande metallen så är de fortfarande aktier. Aktier tenderar i allmänhet att utvecklas i linje med index i sin helhet. I början av en *bull market* tenderar gruvaktier att utvecklas mycket väl, något som är noggrant dokumenterat. Under denna period av konjunkturen tenderar dessa aktier att utvecklas betydligt bättre än de fysiska metallerna.

När de ekonomiska förhållandena blir än mer osäkra tenderar investerare världen över att söka sig till säkrare placeringar för att skydda sitt kapital, i motsats till den mer spekulativa attityden som de anammat under uppgångsfasen. I slutändan *outperformar* fysiska metaller aktierna.



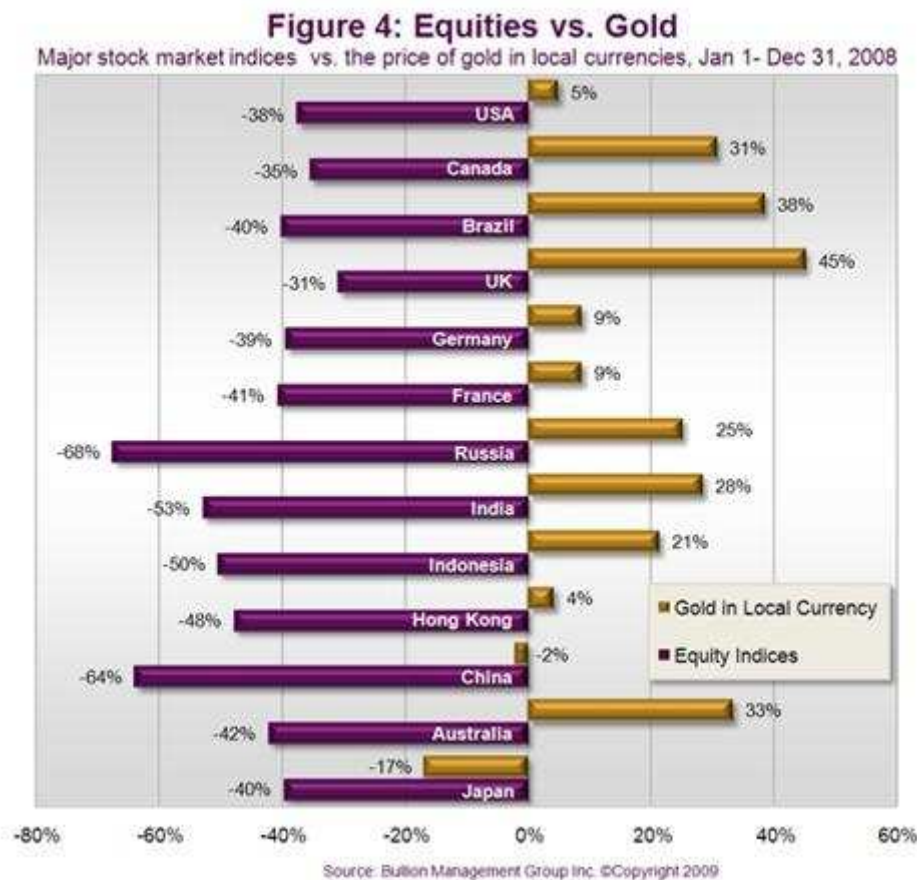
Som framgår av *Figure 3*, behöll guld sin styrka under det tumult som rådde på de finansiella marknaderna under 2008, trots att börserna och gruvaktierna (som representeras av XUA indexet i grafen) föll kraftigt i värde under det andra halvåret.

Som *Figure 4* visar så ökade värdet på guld med 31 procent, mätt i kanadensiska dollar under 2008 medan TSX-indexet backade med 35 procent, Dow Jones föll med 34 procent och S & P 500 gick ned med 38 procent. När de bredare indexen faller tenderar gruvsektorn i sin helhet att göra detsamma, oavsett underliggande fundamenta. Eftersom råvarusektorn utgör en så pass förhållandevis liten andel av aktiemarknaden kan stora utförsäljningar ofta leda till betydligt större nedgångar.

De kanadensiska aktiefonderna som investerar uteslutande i guldproducerande företag tappade under 2008 mellan 25 och 55 procent, medan den ETF, *BMG Bullion Fund*, som istället äger både fysiskt guld och silver endast tappade 4 procent under samma period.

Valet mellan att investera i fysiskt guld eller i guldproducerande företag är och bör inte

vara ett antingen eller beslut. Beroende på riskprofil och placeringshorisont kan en kombination av fysiskt guld och guldaktier tillhandahålla en bra *risk/reward* för vissa investerare. Tala med Din investeringsrådgivare om detta kan vara ett alternativ för Dig.



Över tiden reducerar guld risk och förbättrar avkastningen

För att vara fullständigt diversifierad måste en investerare inkludera alla typer av tillgångsklasser i sin portfölj, till exempel aktier, obligationer, kontanter, fastigheter, naturtillgångar och ädelmetaller. Av alla dessa tillgångar är guld- och silvertackor den tillgång som har den starkaste negativa korrelationen till de traditionella tillgångarna som aktier och obligationer.

Genom att äga tackor reduceras risken i en portfölj och avkastningen av den samma förbättras, i alla fall under normala marknadsförhållanden. På detta sätt fungerar ädelmetaller som en försäkring av portföljen under finansiellt oroliga tider. Dessa stiger då i värde och balanserar förlusterna i övriga tillgångsslag.

Historiskt sett har guld och silver alltid gett en betydligt bättre avkastning än andra tillgångsklasser under perioder med hög inflation. Under 1970-talet, en period med en märkbart hög inflation, gav ädelmetaller en betydligt bättre avkastning än alla andra tillgångar under elva år. I skrivande stund ser vi att det är gott om prognosmakare som förutsäger att kommande inflation, ja till och med hyperinflation som ett resultat av centralbankernas "snabba pengar policy" som tillkommit för att motverka deras rädsla för deflation.

När priserna på guld- och silvertackor stiger kan och bör aktier i producerande gruvföretag

ingå i en aktieportfölj. En studie från Ibbotson Associates visar på:

Investors can potentially improve the reward-to-risk ratio in conservative, moderate, and aggressive asset allocations by including precious metals with allocations of 7.1%, 12.5%, and 15.7%, respectively. These results suggest that including precious metals in an asset allocation may increase expected returns and reduce portfolio risk.

However, in order to fully protect portfolios from real inflation and market declines, a much higher allocation would be appropriate.

Axier förespråkar emellertid ett direkt ägande av både guld och silver i fysisk form för att minimera standardavvikelsen i en portfölj.

Guld erbjuder en reell värdebevaring

Guld och silver har använts som monetära medel i tusentals år, i alla fall 4,000 år men antagligen upp till 6,000 år och platina har använts i flera hundra år. Intill i dag har världens rikaste familjer fortfarande tackor av guld och silver i bankvalv för att på detta sätt skydda sitt kapital. Historiskt sett har det visat sig att ädelmetaller varit en av de allra bästa sätten att skydda sitt kapital mot inflation och monetära kriser.

Skulle den oro som vi ser på de finansiella marknaderna intensifieras under 2009 är det således ett alternativ att placera en del av kapitalet i ädelmetaller då denna diversifiering minskar risken i en portfölj.



Observera att det vi skriver om aktier avser branschen som helhet, det finns alltid – oavsett tid och de trender som råder på de finansiella marknaderna minst ett undantag som det är värt att titta närmare på. Huruvida detta är att betrakta som ett guldägg eller inte återstår emellertid att se.

Guldrushfester

Som kuriosa kan nämnas att en av de senaste trenderna som Axier uppmärksammat är att de amerikanska hemmafruarna numera börjat med så kallade *guldrushfester* för att dryga ut hushållskassan. I Financial Times kan vi läsa om myten om den amerikanska hemmafrun i vilken bland annat ingår *Tupperwarepartyn* som sysselsättning.

Fenomenet att bjuda in väninnor och grannfruar att umgås och samtidigt sälja till exempel smink eller plastbehållare för mat har funnits länge, samma koncept utnyttjas bland annat av det börsnoterade *Oriflame*.

I takt med att arbetslöshet och börsfall gräper allt större hål i förortsfruarnas hushållskassa tar sig fenomenet nya uttryck. Den senaste trenden inom hemförsäljning är guld. Alla inbjudna tar med sig guld- och silvervaror - från tandguld och manschettknappar till silverbestick eller mormors armband. Både finanskrisen och det stigande guldpriset har gjort *guldrushfesterna* populära över hela Nordamerika.

"Guldrushfesterna når en grupp människor som annars inte skulle ha sålt sitt guld", säger Philip Newman, forskningschef på Londonbaserade guldkonsulten GFMS till Financial Times. Enligt honom har återförsäljningen av guld ökat oerhört de senaste åren, bland annat till pantbankerna.

Organisatorerna bakom festerna är antingen guldföretag eller personer som har det som en hobby. I snitt får värdinnan tio procent i kommission på alla köp. Gästerna på festerna vittnar om att de behöver pengarna för att bekosta en flytt eller dryga ut kassan när någon i familjen blivit arbetslös. Axier är emellertid tveksamma om detta koncept kommer att fungera även i Sverige, men vi har sett allehanda olika typer av produkter säljas på dessa typer av partyn så vi skall inte säga med säkerhet att vi inte ser detta inom kort.



Ytterligare information om råvaror

För ytterligare information om guld så hänvisar vi till Axiers tekniska analyser på guld. Axier tillhandahåller varje vecka tekniska analyser av såväl guld och olja. Dessa analyser är i första hand till för Axiers betalande prenumeranter. Mer information om dessa finner Du här <http://www.axier.se/?action=teknisk-analys> För ytterligare information om hur Du blir prenumerant, kontakta Axiers redaktion på info@axier.se

Genom Axier kan Du också läsa Råvarujournalen som skrivs av Johan S Kinberg. Johan är en av Sveriges mest erfarna råvaruanalytiker och denne har en meritförteckning som knappast skäms för sig. Johan har tidigare arbetat som råvarumäklare åt Merrill Lynch, innan han åter flyttade hem till Sverige och startade upp Råvarumäklarna RM AB som sedermera köptes upp av Investor- och Axel Johnsson-sfärerna.

Efter detta gick Johan vidare till Svenska Metall Børsen där han fattade ordförande klubban under många år samtidigt som han satt i styrelsen för flera råvarubolag. Johan var även med och startade PA Resources där han satt som interimistisk VD under det första året.

Råvarujournalen kan laddas ned digitalt hos på <http://www.axier.se/?action=ravarujournalen>. Alternativt kontaktar Du redaktionen på info@axier.se för ytterligare information om dennes alster.

Liberty Silver erbjuder Sveriges bästa utbud av Silvertackor och Silvermynt. Sedan juni 2009 tillhandahåller Liberty Silver också guld, främst i form av mynt.

Du når Liberty Silver på nedanstående adress

Email: support@libertysilver.se

Telefon: 040-611 01 00

Liberty Silver AB

Box 251

201 22 Malmö



En guldsticka från Boliden med en vikt på 12,5 kilo

Ansvarsbegränsning

Att investera i aktier är alltid förknippat med risk. Axier.se tar inget ansvar för eventuella förluster till följd av investeringsbeslut som grundar sig på bolagets analyser. Axier.se garanterar inte heller att informationen i analysmaterialet är fullständig eller korrekt.

Disclaimer

Axier.se är en oberoende aktör som ägs av Axier Equities AB. Fokus ligger på teknisk och statistisk analys samt fundamentala analyser av small- och microcapbolag.

Intressekonflikter

Axier Equities strävar efter att undvika intressekonflikter. Det finns interna regler för hur eventuella intressekonflikter skall hanteras. Syftet med rutinerna är att säkerställa Axier Equities:s ställning som oberoende.

Axier.se erbjuder olika typer av tjänster till sina kunder, bland annat erbjuder Axier Equities:

- ❖ Annonsering via banners och utskick
- ❖ Sponsorbevakning, en tjänst varvid kunden betalar för en oberoende aktieanalys som sprids via Axier.se
- ❖ Prenumerationer av teknisk, statistisk och fundamental analys
- ❖ RåvaruJournalen

Axier Equities:s analytiker eller frilansande analytiker kan inneha värdepapper i bolag som analyseras på Axier.se. I förekommande fall anges det i samband med publicering av initial analys.

Axier Equities lämnar inte investeringsråd

Analys och annat material på Axier.se tillhandahålls endast som allmän information och skall under inga förhållanden användas eller betraktas som någon uppmaning, rekommendation eller något råd, att köpa eller sälja aktier. Axier Equities tar inte hänsyn till kundens särskilda ekonomiska situation, syfte med investeringar eller andra kundspecifika behov.

Placerare bör söka finansiell rådgivning i det enskilda fallet avseende lämpligheten av tilltänkta aktieinvesteringar som Axier Equities analyserar. Kunden bör därför endast beakta Axier Equities och Axier.se som en av flera källor för sitt investeringsbeslut.

Källor

Analyserna är baserade på källor som betraktas som tillförlitliga. Trots att Axier Equities försöker säkerställa att innehållet i analyserna skall vara korrekt och inte missvisande garanterar inte Axier att uppgifterna är tillförlitliga eller fullständiga. Vidare måste läsare vara införstådd med att de framtidsutsikter som Axier Equities prognostiserar i analyser inte alltid kommer att infrias.

Axier Equities friskriver sig från och svarar inte i något fall, oavsett vårdslöshet, gentemot läsare av analyserna eller tredje man, för förlust, vare sig direkt eller indirekt, som uppkommer på grund av innehållet i analys publicerad på Axier.se.

Material publicerat på/av Axier.se är skyddat av upphovsrätt och får inte utan tillstånd kopieras, återanvändas, distribueras eller publiceras.

Important notice

The information in this presentation is not for release, publication or distribution, directly or indirectly, in or into the United States, Australia, Canada, Hong Kong or Japan.

The information in this presentation shall not constitute an offer to sell or the solicitation of an offer to buy, nor shall there be any sale of the securities referred to herein in any jurisdiction in which such offer, solicitation or sale would require preparation of further prospectuses or other offer documentation, or be unlawful prior to registration, exemption from registration or qualification under the securities laws of any such jurisdiction.

The information in this presentation does not constitute or form a part of any offer or solicitation to purchase or subscribe for securities in the United States. The securities mentioned herein have not been, and will not be, registered under the United States Securities Act of 1933 (the "Securities Act"). The securities mentioned herein may not be offered or sold in the United States except pursuant to an exemption from the registration requirements of the Securities Act. There will be no public offer of securities in the United States.

The information in this presentation may not be forwarded or distributed to any other person and may not be reproduced in any manner whatsoever. Any forwarding, distribution, reproduction, or disclosure of this information in whole or in part is unauthorized. Failure to comply with this directive may result in a violation of the Securities Act or the applicable laws of other jurisdictions.