

RICHTING ZOEKEN NA JARENLANGE GRONDSTOFFMALAISE

De malaise op de grondstoffenmarkten is zonder twiifel de ergste in de recente geschiedenis. Pijsstijgingen zijn op korte termijn goed mogelijk, maar of die helpen richting duurzaam herstel is twijfelachtig.

Geïnteresseerde beleggers worden dagelijks in ruime mate bediend met informatie over de deplorabele toestand waarin de grondstoffenmarkten zich bevinden. Om doordrongen te raken van de ernst van de situatie zijn een paar goed gekozen cijfers al voldoende.

De Bloomberg Commodity Index die de prijsontwikkeling van 22 grondstoffen schaduwet, schommelt op het laagste niveau in dertien jaar. Van een eventueel herstel is afgelopen maanden geen sprake geweest. De veelgebruikte graadmeter van Bloomberg daalde deze zomer verder en noteert een derde onder het niveau van een jaar geleden. Tegenover de tussentijdse piek van maart 2011 is de index zelfs gehalveerd en in vergelijking met het historisch hoogtepunt in 2008 bedraagt de huidige indexstand amper een derde. De huidige correctie op de grondstoffenmarkten duurt dus al 4,5 jaar. Alle pijsstijgingen, toegeschreven aan de zogenoemde supercycle – de periode waarin grondstofprijzen over een brede linie bleven stijgen – zijn intussen tenietgedaan.

TEGENWIND IN DRIE STUKKEN

De structurele oorzaken van de beerenmarkt in grondstoffen zijn stuk voor stuk bekend, maar moeten

toch vooral in samenhang worden gezien. Allereerst is er de rol van China, de drijvende kracht achter de grondstoffenhausse die in 2002 begon. De pijlsnelle opkomst richting absolute economische grootmacht had grote impact op de vraag naar industriële metalen als koper, aluminium, nikkel en zink, maar ook staal, ijzererts en steenkool. Door een tekort aan investeringen tijdens de vorige beerenmarkt was er onvoldoende productiecapaciteit beschikbaar om die extra vraag op te vangen.

Deze situatie is nu volledig omgekeerd. Er werd in de periode tussen 2005 en 2010 sterk geïnvesteerd in nieuwe productie en het daardoor gecreëerde extra aanbod kwam de afgelopen jaren tegelijk op de markt. In de tussentijd is de groei van China en andere opkomende landen afgezwakt, wat de honger naar grondstoffen fors raakt. En zelfs als de opkomende economieën in het vertrouwde tempo blijven uitdijen, zal dat veel minder grondstoffenintensief zijn dan de afgelopen tien jaar, omdat er wordt ingezet op groei die sterker gedreven wordt door binnenlandse consumptie dan door investeringen in infrastructuur.

Het tweede structurele element achter de huidige malaise is het aanhoudende overaanbod op verschillende grondstoffenmarkten. Dit heeft te maken met hoge investeringen uit het verleden, ge-

koppeld aan de lagere vraag. Bij de meeste metalen verloopt de aanpassing van het aanbod aan de lagere vraag trager dan verwacht. Dat komt enerzijds door een daling van de productiekosten (lagere energieprijzen), waardoor de aanbieders meer ademruimte hebben, maar anderzijds ook met subsidies die bepaalde activiteiten kunstmatig in leven houden. Bij ruwe olie gaat het om een bewuste strategie van de organisatie van olieproducerende landen (OPEC) om de producenten aan de bovenkant van de kostencurve uit de markt te prijzen. Daarbij werd in de eerste plaats gemikt op de Amerikaanse schalie-industrie. Deze bleek echter weerbarstiger dan gedacht want ondanks een forse daling van het aantal operationele boorplatformen daalt de Amerikaanse output van ruwe olie niet of nauwelijks. Het wegwerken van overcapaciteit en hoge voorraden is een proces dat tijd kost.

Naast vraag en aanbod zijn de ontwikkelingen op de valutamarkten een derde belangrijke element in de huidige malaise. Vooral de ontwikkeling van de Amerikaanse dollar speelt een cruciale rol. Een duurdere

dollar heeft een negatieve impact op de grondstoffen die in die munt worden verhandeld. De afgelopen twaalf maanden is de dollarindex, die de waarde van de Amerikaanse munt afzet tegenover die van zes andere belangrijke handelsvaluta's, met een kwart gestegen. Als in de VS, zoals aangekondigd, de rente binnenkort omhooggaat, is er geen reden om aan te nemen dat deze trend op korte termijn zal keren.

BODEMVISSEN

Een populair gezegde op de financiële markten is dat lage prijzen de beste remedie zijn tegen lage prijzen. Daarmee wordt dan bedoeld dat het aanbod zich zal aanpassen tot er weer tekorten ontstaan en de hele cyclus van pijsstijgingen opnieuw van voor af aan kan beginnen. De vraag waar beleggers een antwoord op zoeken, is dan ook hoeveel verder de prijzen nog zullen zakken en hoelang ze op dat niveau moeten blijven om dit marktevenwicht te bereiken.

Het antwoord daarop is niet eenvoudig en bovendien voor elke grondstof verschillend. In theorie keert de wal het schip op het moment dat de prijzen gelijk zijn aan de kosten om grondstoffen te winnen. Daaronder is alle extra productie immers verlieslatend. In praktijk blijkt dit anders te liggen. Zo leidt het terugschroeven van kapitaaluitgaven niet onmiddellijk tot een daling van het aanbod (en dus hogere prijzen). Sterker, de afbouw van bestaande voorraden kan op korte termijn zelfs voor een toename van het aanbod zorgen. Daarnaast zijn de grondstoffenproducenten meestal niet geneigd om vrijwillig marktaandeel op te geven door minder te produ-

DE VRAAG WAAR BELEGGERS EEN ANTWOORD OP ZOEKEN IS: HOEVEEL VERDER KUNNEN DE PRIJZEN NOG ZAKKEN EN HOELANG MOETEN ZE OP DAT NIVEAU BLIJVEN OM EEN MARKTEVENWICHT TE BEREIKEN