

Counterpoint Weekly 19–25 april 2021

Het belang van grondstoffen

Daniele Antonucci

Chief Economist & Macro Strategist

Tom Kremer

SENIOR FUND MANAGER

Bill Street

Group Chief Investment Officer

Hoe moeten beleggers de goudprijs beoordelen nu de reële rente is gestegen? Wat zijn de vooruitzichten voor olie vergeleken met basismetalen als koper nu de economieën weer opengaan?

Wat u moet weten

- Uit onze modellen komt voren dat bij de huidige niveaus goud momenteel correct gewaardeerd lijkt. Volgens ons is er op dit punt niet veel dalingspotentieel. We hebben onze prognoses bijgesteld en gaan nu uit van een goudprijs die eind 2021 circa 1800 USD/ounce bedraagt en in 2022-23 licht zal stijgen tot 1850 USD/ounce.
- De obligatierente zou naar verwachting verder moeten stijgen. Dit is een negatieve factor voor het aanhouden van alternatieve beleggingen als goud, hoewel het grootste deel van de rentestijging waarschijnlijk al achter ons ligt. Ook netto onttrekkingen aan goud ETF's vormen voorlopig een negatieve factor. Voor fysiek goud zijn de vraag- en aanbodverhoudingen verbeterd, maar slechts in zeer lichte mate. De USD lijkt een meer beperkte rol te spelen.
- We hebben prognoses voor de koperprijs opgesteld en gaan nu uit van een gemiddelde prijs van 8800 USD/ton tegen eind 2021, een geleidelijke daling tot 8000 USD/ton tegen eind 2022 en een verdere daling in 2023 (tot 7700 USD/ton). Hoewel volgens onze econometrische modellen de koperprijs te hoog is ten opzichte van de fundamentals, is het geen uitgemaakte zaak dat het momentum in de koperprijs snel zal omslaan.
- Bij de grondstoffen blijft onze verwachting dat op de korte termijn de grootste stijging in de energieprijzen zal plaatsvinden. We herhalen onze Brent-prognose van USD 75/vat tegen het einde van het jaar. Hoewel sommige van de basismetalen hun winst mogelijk weer zullen inleveren, zou de vraag naar olie verder moeten normaliseren, gezien de heropening van de economie en de toenemende vraag naar autobrandstoffen in een krappe oliemarkt.

We zijn nu een jaar verder met de pandemie en beleggers zijn inmiddels waarschijnlijk gewend geraakt aan de grote fluctuaties in de economie en de financiële markten. Maar in tegenstelling tot cycli uit het verleden verliepen de ontwikkelingen in de afgelopen 12 maanden sneller en heftiger. De belangrijkste reden waren door overheden opgelegde lockdowns om de verspreiding van het virus tegen te gaan. Tegelijkertijd werden er wereldwijd zeer omvangrijke monetaire en fiscale stimuleringsprogramma's uitgerold. Nu er in een steeds hoger tempo wordt gevaccineerd en economieën geleidelijk weer opengaan terwijl de stimuleringsmaatregelen gehandhaafd blijven, zien we sterke oplevingen in de economische cijfers en in conjunctuurgevoelige beleggingen.

De risicomijdende fase van de pandemie leidde tot een forse stijging van de goudprijzen, die werden aangejaagd door de relatief lage kosten voor het aanhouden van goud door de daling van de nominale en reële obligatierentes. Doordat consumenten thuis zaten, steeg de vraag naar technologische gadgets, met als gevolg dat de koperprijs zelfs nog sterker is gestegen. Hoewel deze dynamiek voor goud gedeeltelijk is omgeslagen doordat de rente van de recordlage niveaus is opgekrabbeld, was er bij de koperprijs sprake van een forse, aanhoudende stijging; hierdoor is de koper/goudprijs-ratio zelfs nog verder gestegen (figuur 1). Wat wordt de verdere ontwikkeling, gezien de macro-economische vooruitzichten?

Uit onze modellen blijkt dat goud (circa 1750 USD/ounce) redelijk gewaardeerd is ten opzichte van fundamentals als de reële rente, de USD en het aandeel van schuld papier met een negatieve rente, die worden gebruikt om de opportuniteitskosten van het aanhouden van concurrerende beleggingen te becijferen.

Figuur 1: Koper/goudratio t.o.v. de rente op 10-jarige US-Treasuries

De koperprijzen zijn door de herstel- en er inflatieverwachtingen sneller gestegen dan de goudprijzen; deze verwachtingen zijn ook verantwoordelijk voor de hogere obligatierente



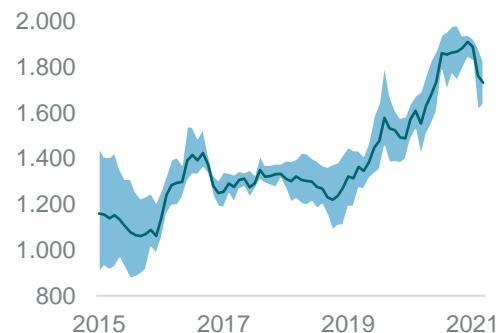
Bron: Quintet, Bloomberg

Geschatte reële waarde: goud redelijk gewaardeerd, koper overgewaardeerd

We hebben onze modellen voor de goudprijs aangepast en voor koper vergelijkbare modellen ontwikkeld (figuur 2 en 3). Het komt erop neer dat we de reële waarde schatten door middel van statistische tests van een reeks potentiële aanjagers om te bepalen hoe goed ze presteren. Meestal als stand-alone relaties, maar ook op basis van brede econometrische modellen waar die voorhanden en passend zijn (zoals van de World Gold Council, om een reeks vraag- en aanbodfactoren op te nemen, waaronder factoren die verband houden met industriële toepassingen). Vervolgens middelen we de prijs van deze grondstoffen die door onze modellen is gegenereerd met wegingen voor de mate waarin ze bij de data passen, samen met een minimum en maximum om een overzicht krijgen van de verschillende mogelijke uitkomsten op basis van specifieke aannames.

Figuur 2: Schattingen reële waarde van goud (USD/ounce)

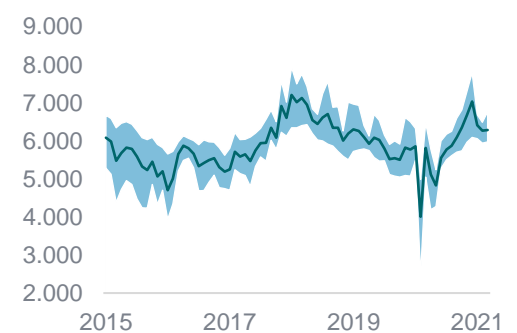
De stijgende nominale en reële rente, samen met de recente stabiliteit van de USD en uitstroom uit goud-ETF's wijzen op lagere goudprijzen dan tijdens het hoogtepunt van de pandemie



Bron: Quintet (donkere vlak = bereik van de geschatte reële waarde)

Figuur 3: Schatting reële waarde van koper (USD/ton)

Nu er waarschijnlijk al een zeer sterk herstel is ingeprijsd, komen er uit ons model neerwaartse risico's naar voren wanneer de wereldwijde industriële activiteit begint te normaliseren



Bron: Quintet (donkere vlak = bereik van de geschatte reële waarde)

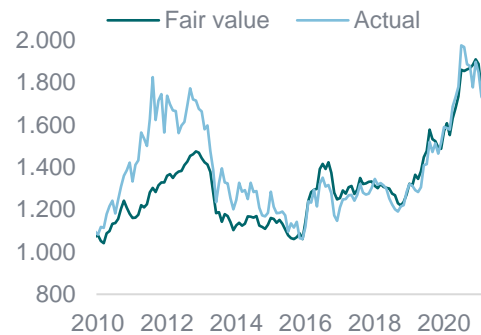
Uit onze modellen blijkt dat goud (circa 1.750 USD/ounce) redelijk gewaardeerd is ten opzichte van fundamentals als de reële rente, de USD en het aandeel van schuld papier met een negatieve rente, die worden gebruikt om de opportuniteitskosten van het aanhouden van concurrerende beleggingen te becijferen. De ontwikkeling van de posities in goud ETF's gebruiken wij om factoren

De belangrijkste verschuiving is dat de reële rente, die nog steeds negatief is, is gestegen sinds het dieptepunt tijdens de pandemie

als risico, onzekerheid en kortetermijnkapitaalstromen mee te wegen (figuur 4). We controleren deze resultaten aan de hand van een grotere verzameling modellen, waaronder factoren als de fysieke vraag- en aanbodontwikkelingen. Door deze factoren verbetert het statistisch verband wanneer ze worden gecombineerd met de ontwikkeling van de reële rente, maar afzonderlijk toegepast zijn zij minder geschikt om voorspellingen mee te doen. Uit onze schattingen blijkt ook dat de koperprijzen te hoog zijn ten opzichte van fundamentals zoals het koperaanbod, de vele indicatoren voor de industriële productie en de wisselkoersschommelingen (figuur 5).

Figuur 4: Reële waarde goud t.o.v. huidige waarde (USD/ounce)

Uit ons model blijkt dat goud momenteel redelijk correct geprijsd is.



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 5: Reële waarde koper t.o.v. huidige waarde (USD/ton)

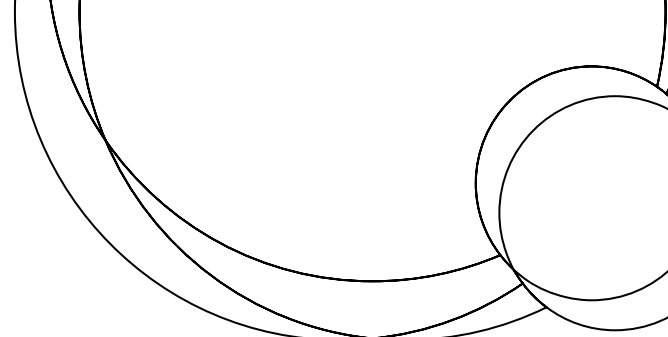
Mogelijke overschrijding van de koperprijs op basis van fundamentals



Bron: Quintet, Bloomberg

De aanjagers van goud: wat is er veranderd? De factor reële rente

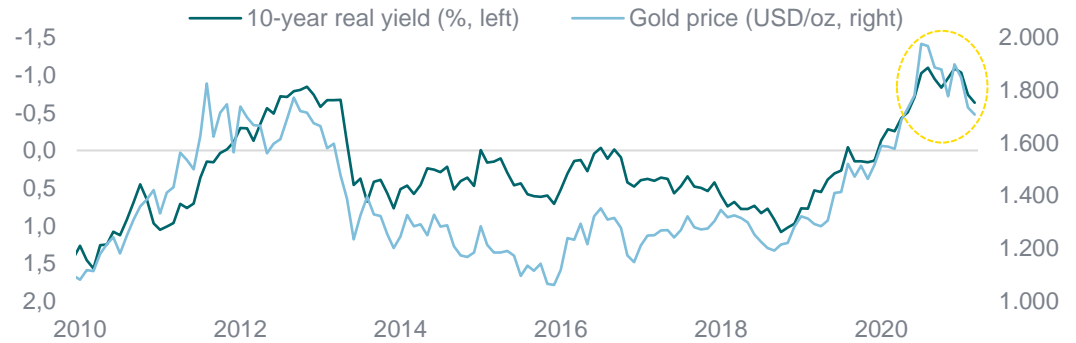
Laten we de belangrijkste aanjagers van de goudprijs nader bestuderen en kijken hoe ze onlangs zijn veranderd. De belangrijkste verschuiving is dat de reële rente, die nog steeds negatief is, sinds het dieptepunt tijdens de pandemie is gestegen. Dit is veruit de belangrijkste verklarende variabele voor goud en speelt in verschillende specificaties in al onze modellen een rol. De stijging van de reële rente sinds het dieptepunt weerspiegelt verwachtingen omtrent sterkere groei, naarmate de economieën weer opengaan en de economische activiteit gedurende een bepaalde tijd zeer hoog ligt, alvorens te normaliseren zodra de aanbodknelpunten afnemen en het opgepotte spaargeld is uitgegeven. Voor de nabije toekomst blijft de stijgende reële rente volgens ons waarschijnlijk een negatieve factor voor de goudprijs (figuur 6). Hoewel overschrijdingen mogelijk zijn, zijn er momenteel op basis van de waarderingen geen aanwijzingen dat er voor goud momenteel sprake is van een verder neerwaarts risico.



Wat uit duidelijk onze econometrische berekeningen naar voren komt, is dat de koperprijs verder is gestegen dan op basis van modellen kan worden aangenomen, zeker nu de groei van de Chinese maakindustrie minder onstuimig is.

Figuur 6: Reële 10-jaarsrente t.o.v. de goudprijs

De goudprijzen zijn in lijn met de stijging van de Amerikaanse obligatierente gedaald (reële rente na aftrek van inflatie)



Bron: Quintet, Bloomberg

Bij andere aanjagers is sprake van een gelijksoortig beeld. Het aandeel van obligaties met negatieve rente is bijvoorbeeld afgenomen, door de stijgende obligatierente (figuur 7). Desondanks wijzen ook deze andere factoren niet op verder neerwaarts risico. Ze vormen hoofdzakelijk een indicatie dat goud, op basis van deze fundamentals, min of meer redelijk geprijsd is, niets meer en niets minder. Andere belangrijke aanjagers zorgen slechts voor beperkte tegenwind, zoals het feit dat de USD niet langer verzwakt, maar evenmin noemenswaardig aantrekt. Verschuivingen in de fysieke vraag- en aanbodsituatie en de snelle groei van de geldvoorraad zijn gunstig, maar ze zijn ofwel slechts marginaal verbeterd (fysieke vraag- en aanbod) of ze vertonen weinig samenhang met de goudprijs (geldaanbod). Beleggingsstromen in en uit ETF's, die vanuit kortetermijnperspectief essentieel zijn, waren recent per saldo negatief (figuur 8).

Figuur 7: Negatief rentende schuld t.o.v. de goudprijs

De afnemende hoeveelheid uitstaande negatief rentende schuld heeft mogelijk voor neerwaartse druk op de goudprijs gezorgd



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 8: Posities in goud-ETF's t.o.v. de goudprijs

De forse toename van de beleggingen in goud-ETF's van het afgelopen jaar is omgeslagen en vormt een neerwaarts risico voor de goudprijs.



Bron: Quintet, Bloomberg

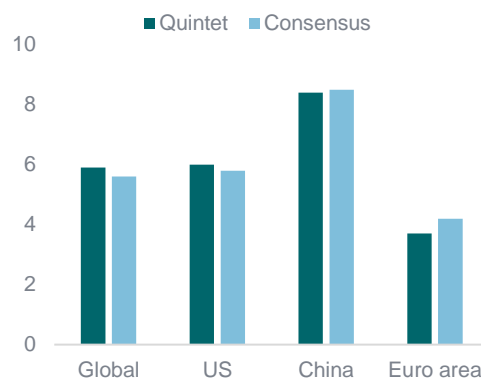
De aanjagers van koper: wat is er veranderd? Een verhaal van doorgeschoten vraag

De belangrijkste aanjagers van koper zijn eerder "fysiek" van aard. Onze modellen zijn hoofdzakelijk gebaseerd op maatstaven voor de wereldwijde vraag – variërend van de industriële productie op basis van onze bbp-schattingen (figuur 9) tot combinaties van de inkoopmanager indexen voor de maakindustrie in China (veruit de belangrijkste vraagfactor) en de VS (figuur 10), en het aanbod van geraffineerd koper. In sommige van onze modellen is de USD koers verwerkt, maar financiële variabelen lijken voor koper minder zwaar te wegen dan voor goud, terwijl de

wisselkoersen de laatste tijd relatief stabiel waren. We kijken ook naar de verhouding tussen vraag- en aanbod in fysiek goud (zie de *Counterpoint Weekly* 1 van 14–20 december 2020, 'De rol van goud'), maar dit lijkt minder zwaar te wegen bij koper, terwijl de vraag/aanbodssituatie in koper recent ook nauwelijks is veranderd.

Figuur 9: Groeiprognoses reëel bbp 2021 (%)

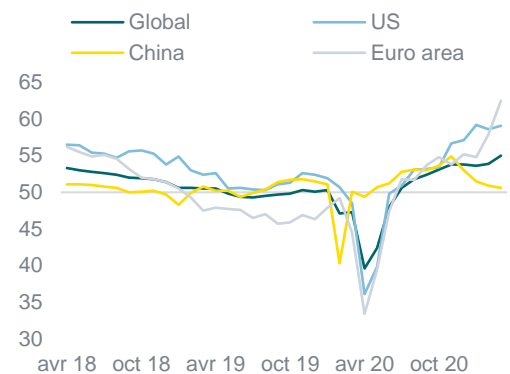
Hoewel wij wat positiever blijven over de verwachte groei dan de consensus, is de kloof kleiner geworden



Bron: Quintet, Bloomberg

Figuur 10: Inkoopmanager indexen van de industrie

De industriële activiteit in China, waar de grootste vraag naar koper vandaan komt, neemt langzamer toe

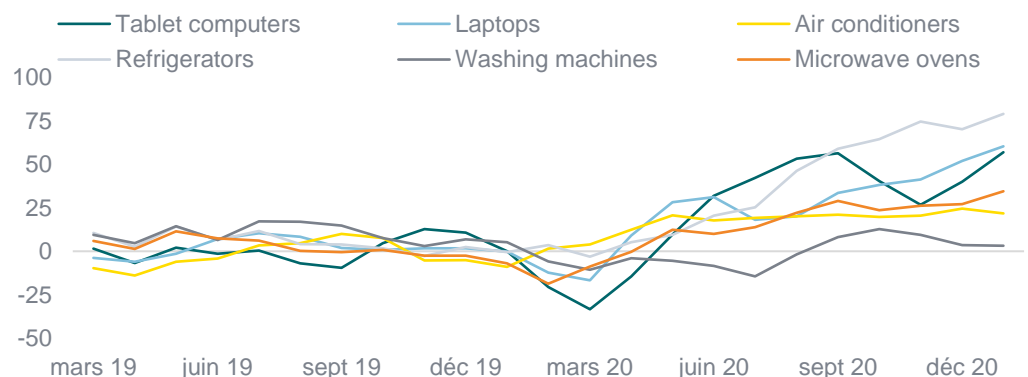


Bron: Quintet, IHS Markit, Bloomberg

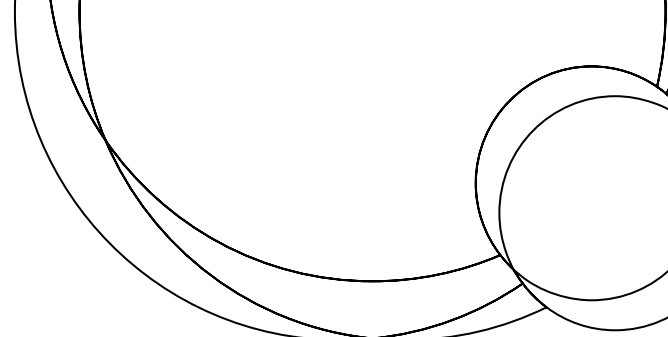
Wat duidelijk uit onze econometrische berekeningen naar voren komt, is dat de koperprijs verder is gestegen dan op basis van modellen kan worden aangenomen, zeker nu de groei van de Chinese industrie minder onstuimig is. Een verklaring zou kunnen zijn dat een groot deel van het nieuws over de verwachte aantrekkende groei al was ingeprijsd (de consensusprognoses voor de wereldwijde groei zijn gestegen). De koperprijs zal dus waarschijnlijk niet blijven stijgen, hoewel de daling nog op zich kan laten wachten. Naarmate de heropening voortschrijdt en de mobiliteit weer toeneemt, zal de normalisering van de dienstensector een van de belangrijkste aanjagers van de economische activiteit zijn. Dit zou een rotatie impliceren van de massale aanschaf van metaal-intensieve thuiswerkelektronica, keukenapparaten en sportapparatuur naar het uitgeven van geld aan olie-intensieve reizen, waardoor op de korte termijn de vraag zal verschuiven van metalen naar energiegrondstoffen (figuur 11).

Figuur 11: Chinese export van consumentenapparatuur en elektronica (% j/j driemaands voortschrijdend gemiddelde)

Lockdowns hebben waarschijnlijk de vraag naar metaal-intensieve goederen aangejaagd en de koperprijs ondersteund



Bron: Quintet, China Customs



Uit een update van onze econometrische modellen blijkt dat de daling van de goudprijs in de eerste plaats is aangejaagd door de sneller dan verwachte stijging van de reële rente

Samengevat

Onze analyse leidt tot de volgende conclusies en prognosewijzigingen:

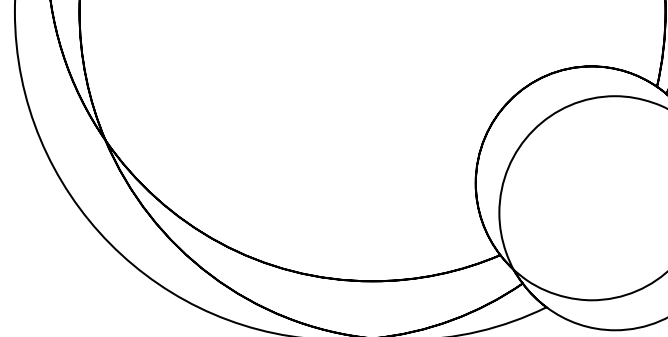
Goud lijkt redelijk goed gewaardeerd. Uit een update van een selectie van onze econometrische modellen blijkt dat de daling van de goudprijzen in de eerste plaats wordt aangejaagd door de sneller dan verwachte stijging van de reële rente, gedreven door de forse stijging van de groeiverwachtingen in de VS. Hoewel de opportuniteitskosten voor het aanhouden van concurrerende beleggingen enigszins zijn toegenomen en in de nabije toekomst voor tegenwind zullen blijven zorgen, zijn wij op dit moment van mening dat goud met 1750 USD/ounce goed gewaardeerd is. Vanuit een waarderingsperspectief zien we vanaf de huidige niveaus weinig neerwaarts risico.

We hebben onze prognose voor de goudkoers bijgesteld. Netto onttrekkingen aan goud ETF's zullen voorlopig een negatief effect hebben. De vraag- en aanbodsituatie in fysiek goud is licht verbeterd. De USD lijkt een beperktere rol spelen. De obligatierente zou naar verwachting verder moeten stijgen, hoewel het grootste deel van de rentestijging waarschijnlijk achter ons ligt. Vanwege deze omstandigheden gaan we nu uit van een goudprijs die eind 2021 circa 1.800 USD/ounce bedraagt en die in 2022-23 licht zal stijgen tot 1.850 USD/ounce.

De koperprijs lijkt hoger dan op basis van de fundamentals kan worden aangenomen. Schattingen van de reële waarde voor koper lijken wat onstabielier dan voor goud en, hoewel onze modellen redelijk goed met de trend overeenkomen, zijn ze minder geschikt voor het verwerken van prijschommelingen op de korte termijn. Ondanks deze voorbehouden blijkt uit onze econometrische modellen dat geen enkele vraag- of aanbodfactor de hoge koperprijzen kan verklaren. Een mogelijke verklaring is dat de lockdowns de vraag naar huishoudelijke apparatuur en elektronica hebben aangejaagd, waardoor de vraag naar koper fors is gestegen. Dit betekent dat in ieder geval een deel van deze vraag tijdelijk is.

Onze prognoses voor de koperprijs. Het is geen uitgemaakte zaak dat het sterke momentum in de koperprijs snel zal omslaan. Ons onderzoek op basis van statistische modellen wijst uit dat circa 70% van de afwijkingen ten opzichte van de reële waarde binnen zes maanden worden gecorrigeerd. Maar wanneer we uitgaan van structurele veranderingen in de komende jaren zou deze discrepantie langer kunnen aanhouden. De aanhoudende verschuiving richting groenere technologieën zou bijvoorbeeld een gunstige langetermijnfactor kunnen zijn. We gaan nu uit van een gemiddelde prijs van 8.800 USD/ton tegen eind 2021, een geleidelijke daling tot een prijs van 8.000 USD/ton eind 2022 en een verdere daling in 2023 (tot 7.700 USD/ton).

Voor energie zien we meer stijgingspotentieel dan voor metalen. Sommige van de basismetalen moeten hun recente prijsstijgingen in de loop van het jaar mogelijk weer inleveren, hoewel beperkt. De vraag naar olie daarentegen, waarvan de helft verbruikt wordt om mensen en goederen te vervoeren, zou door de voortschrijdende vaccinatieprogramma's verder moeten normaliseren, waardoor in een krappe oliemarkt de vraag naar brandstoffen zal toenemen. We verwachten dat de Brent olieprijs eind dit jaar gemiddeld USD 75/vat zal bedragen (zie *Counterpoint Weekly* 22–28 maart 2021, 'Het inflatievraagstuk'). Vanuit een langetermijnperspectief blijft de overgang naar groenere technologieën niettemin een belangrijke tegenwind voor olie.



Quintet Private Bank

We zijn er trots op dat we klein genoeg zijn om u en uw familieleden dienstverlening op maat te kunnen bieden, en groot genoeg om u toegang te verschaffen tot het beste dat de financiële wereld te bieden heeft. Wat uw behoeften ook zijn, wij bieden u objectieve inzichten, advies en informatie over producten en diensten, die overeenstemmen met uw persoonlijke doelstellingen. Met kantoren in 50 Europese steden staan we overal voor u klaar, waar u zich ook bevindt. Onze doelstelling is het winnen van uw vertrouwen en het gesprek aan te gaan over wat voor u daadwerkelijk van belang is.

Over ons

Quintet Private Bank (Europe) S.A. is in 1949 opgericht, heeft zijn hoofdkantoor in Luxemburg en is met 2.000 werknemers actief in meer dan 50 Europese steden. Quintet is een algemeen erkende, toonaangevende private bank voor vermogende personen, hun families en een breed scala aan institutionele en professionele cliënten, waaronder family offices, stichtingen en andere vermogensbeheerders. De familie private banken van Quintet bestaat uit Brown Shipley (VK), InsingerGilissen (Nederland), Merck Finck (Duitsland), Puilaetco (België), Puilaetco (Luxemburg), Quintet Danmark (Denemarken), Quintet Luxembourg (Luxemburg), Quintet Switzerland (Zwitserland).

Ga naar www.quintet.com voor meer informatie.

Voor een rijker leven

Wij zijn van mening dat een rijk en zinvol leven veel verder gaat dan vermogen en bezittingen en dat levensdoelen, passie en impact er voor onze cliënten daadwerkelijk toe doen. Als u net als ons gedreven bent en nieuwsgierig naar manieren om uw leven rijker te maken, dan nodigen we u van harte uit om deel te nemen aan onze voortdurende dialoog over dit onderwerp. We voeren regelmatig gesprekken met mensen uit alle delen van de samenleving over impact, cultuur, onderwijs, nalatenschap en talloze andere onderwerpen – om belangrijke vraagstukken van vandaag vanuit een ander perspectief te benaderen.

www.foraricherlife.com

Counterpoint marktinzichten

We benaderen de wereld vanuit een ander perspectief, en publiceren regelmatig verschillende artikelen waarin we nader ingaan op recente gebeurtenissen in de wereldeconomie en op de financiële markten. Naast onze wekelijkse, maandelijkse en jaarlijkse Counterpoints, kunt u interviews bekijken met Bill Street, onze Chief Investment Officer en met onze economen, analisten en asset-allocatiedeskundigen.

www.quintet.com

Dit document is opgesteld door Quintet Private Bank (Europe) S.A. De uitspraken en opvattingen in dit document - gebaseerd op informatie uit betrouwbaar geachte bronnen - zijn die van Quintet Private Bank op de publicatiedatum (19 april 2021) en kunnen veranderen. De informatie in dit document is van algemene aard en vormt geen juridisch, boekhoudkundig, fiscaal of beleggingsadvies. Beleggers moeten zich ervan bewust zijn dat in het verleden behaalde resultaten geen indicatie vormen voor toekomstige resultaten en dat de waarde van beleggingen kan dalen of stijgen. Veranderingen in de wisselkoersverhoudingen kunnen er ook toe leiden dat de waarde van de onderliggende beleggingen stijgt of daalt.

Copyright © Quintet Private Bank (Europe) S.A. 2021. Alle rechten voorbehouden.