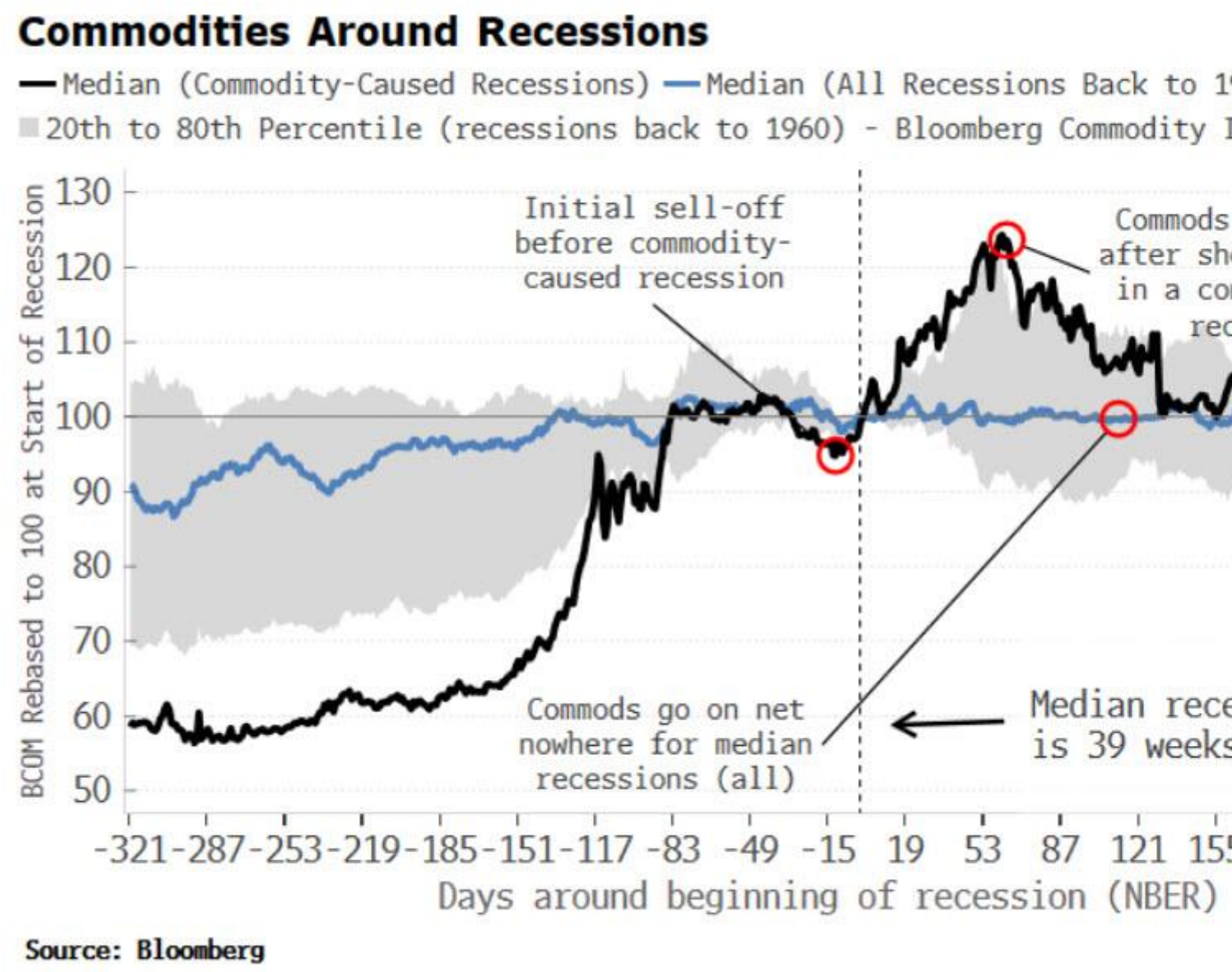
Gevoeligheid grondstoffen voor recessie

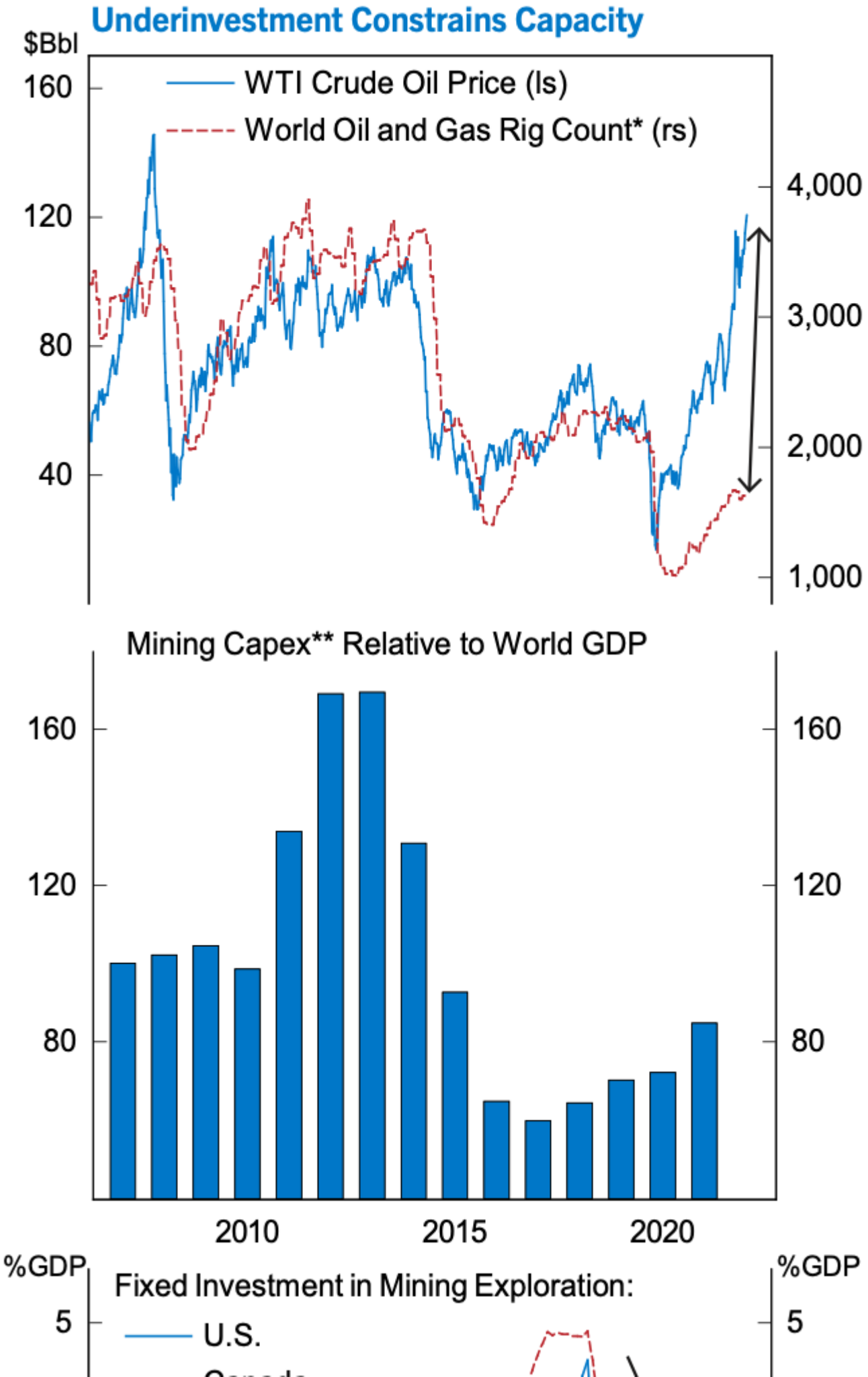
Beschrijving

De plotselinge obsessie met een recessie lijkt er voor te zorgen dat ook grondstoffen onder druk komen, al is het ook hier veel meer een reactie op een lange, vrijwel onafgebroken periode van stijgende prijzen. Overigens blijkt in het verleden dat een recessie niet zo veel invloed heeft op de ontwikkeling van grondstoffenprijzen.



De belangrijkste grondstof in vrijwel elk grondstoffenmandje is energie. Hier speelt de oorlog in OekraÃ¯ne en met name de sancties een grote rol. Op dit moment is de G7 bezig met een plan om een prijsplafond te creÃ«ren voor Russische olie, iets wat al bij voorbaat gedoemd is om te mislukken. De Westerse landen willen wel de Russische olie, maar willen niet dat de overwinsten naar Rusland gaan. De reden voor zoâ??n plan is dat de wereld simpelweg niet zonder Russische olie kan. Uiteraard zijn er onderhandelingen met Iran en Venezuela, maar het is maar de vraag of daar op korte termijn successen kunnen worden behaald. Opec heeft moeite met leveren (8 van de 10 grootste OPEC-landen halen hun doelstelling nu al niet). Wat wel van belang is voor de olieprijs is wat dat marginale verkoper en de marginale koper doen. De laatste jaren zijn dit Rusland en China. Na de inval in de Krim in 2014 dreigde ook een Westerse energieboycot. Rusland zocht naar alternatieven buiten West-Europa om zaken mee te doen. China lag voor de hand. China is de marginale koper van olie in de wereld. Door de inval in de Krim kon China de voorwaarden dicteren. Uiteindelijk kwam er een deal uit de bus waardoor China substantiÃ«le hoeveelheden energie van Rusland kon kopen op de helft van de marktprijzen. De markt kon niet anders dan volgen en de olieprijs daalde toen van boven de 100 dollar per vat tot 50 dollar. Dit jaar koopt China nog meer energie van Rusland, maar nu tegen een

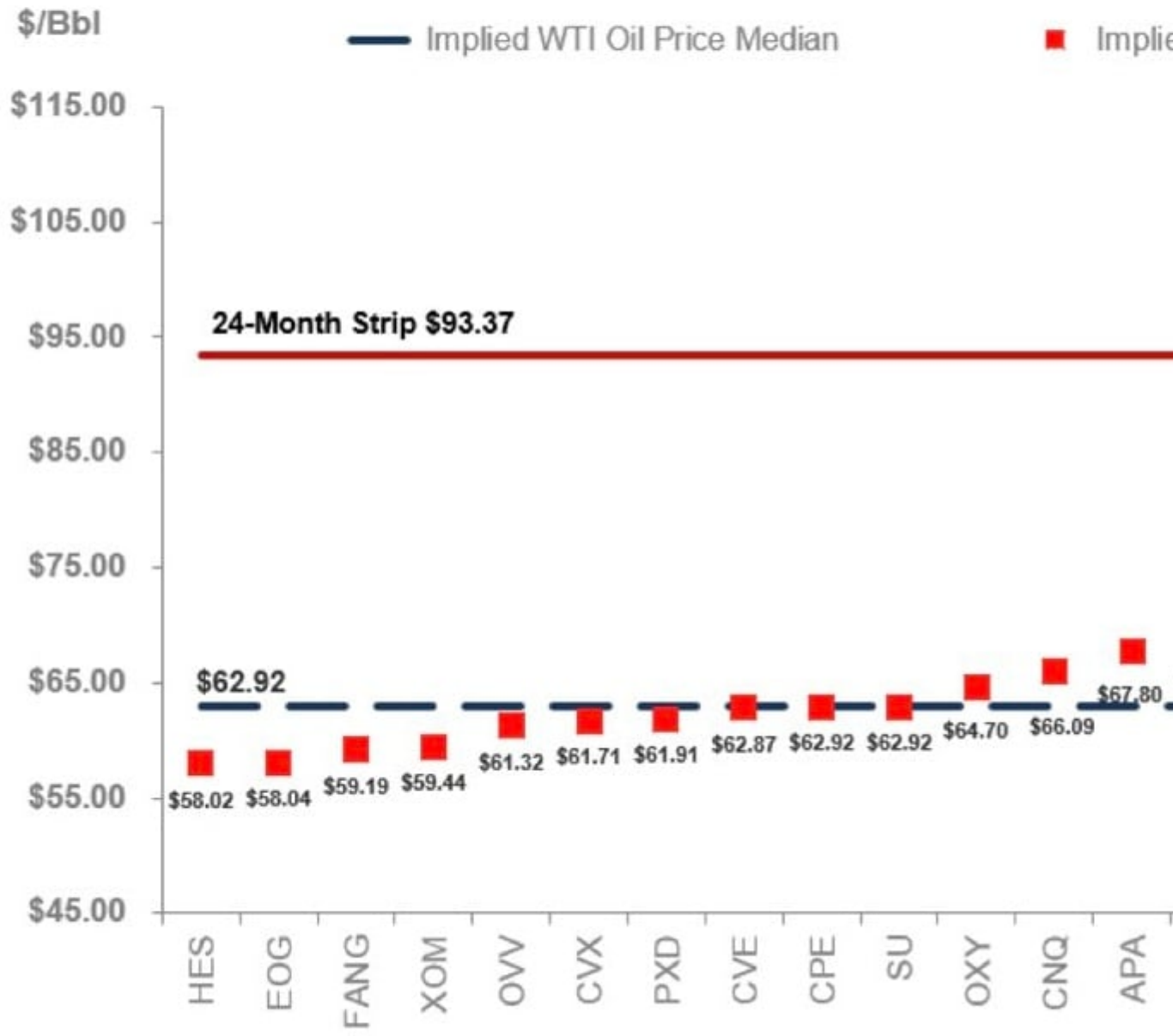
gemiddelde prijs van 93 dollar per vat, 17 dollar goedkoper dan de vergelijkbare olie uit Saoedi-ArabiÃ« kost en wederom lijkt de markt te volgen. Het gaat om ongeveer 2 miljoen vaten per dag voor voornamelijk Chinese staatsraffinaderijen. De pijpleidingen vanuit Rusland richting China draaien op maximale capaciteit.


Underinvestment Constrains Capacity
$Bbl
160
120
80
40
WTI Crude Oil Price (ls)
World Oil and Gas Rig Count* (rs)
4,000
3,000
2,000
1,000
Mining Capex** Relative to World GDP
160
120
80
160
120
80
2010
2015
2020
%GDP
5
%GDP
5
Fixed Investment in Mining Exploration:
U.S.

Nu is die Russische olie onvoldoende om het tekort aan olie op te heffen. De vraag naar olie in de Verenigde Staten neemt in de zomer toe en het lijkt er op dat er een stevig orkaanseizoen zit aan te komen waardoor dit jaar diverse raffinaderijen in het Zuiden langere tijd moeten sluiten. De voorraden zijn historisch laag en met het opengaan van de Chinese economie en de onverwacht grote vraag naar vliegreizen wereldwijd zal er dit jaar voor het eerst in de geschiedenis een tekort zijn aan olie. Dat tekort kan worden opgelost door vraaguitval. Nu is de olieprijs lager dan de prijs aan de pomp. Dat komt doordat er in de afgelopen jaren niet alleen onvoldoende geÃ¯nvesteerd is in nieuwe productie, maar ook in raffinagecapaciteit. Daardoor zijn daar de raffinagemarges extreem hoog op dit moment, overigens zonder dat dit wordt gezien als een prikkel om meer capaciteit bij te bouwen. Goed nieuws voor de geintegreerde oliemaatschappijen met veel raffinagecapaciteit. Verder zijn de aardgasprijzen in Europa volledig losgezongen van de olieprijzen. Als aardgas zou worden uitgedrukt in olie-equivalenten dat zitten we nu ver boven de 600 dollar per vat. Het ligt voor de hand dat vraaguitval daarvan het gevolg is, al helpt het dan niet dat overheden dit dure gas gaan subsidiÃ«ren.

Morgan Stanley | RESEARCH

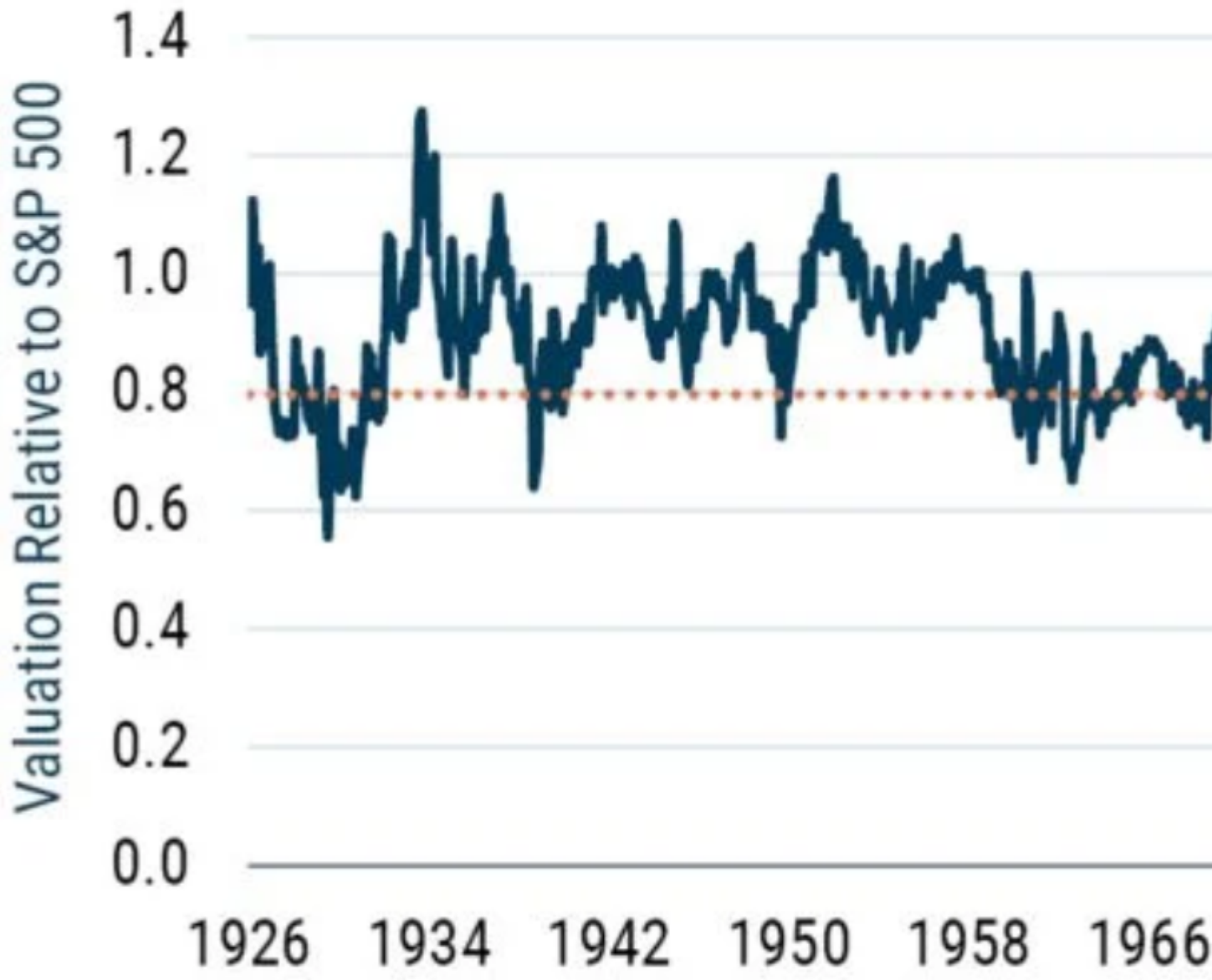
Exhibit 4: Our energy coverage is pricing in ~$63/bbl WTI, w
strip of ~$93/bbl



Source: Bloomberg, Morgan Stanley Research. Note: Prices as of 6/17/22 close.

Met de stijgende olieprijzen zijn ook de prijzen van energie-aandelen gestegen. Ondanks die gestegen prijzen, blijft de waardering achter bij de gestegen olieprijzen. Een mandje van deze bedrijven uit de Verenigde Staten is gewaardeerd alsof de olieprijs op 63 dollar per vat zou staan. Daarmee is de kwetsbaarheid van olieaandelen voor de olieprijs veel minder groot dan wellicht zou worden verwacht. Ook op bijvoorbeeld 90 dollar per vat is dit nog altijd een uitstekende omgeving voor oliemaatschappijen. Deze aandelen hebben een stevige korting ten opzichte van het beursgemiddelde.

Valuation of Energy/Metals Companies Relat

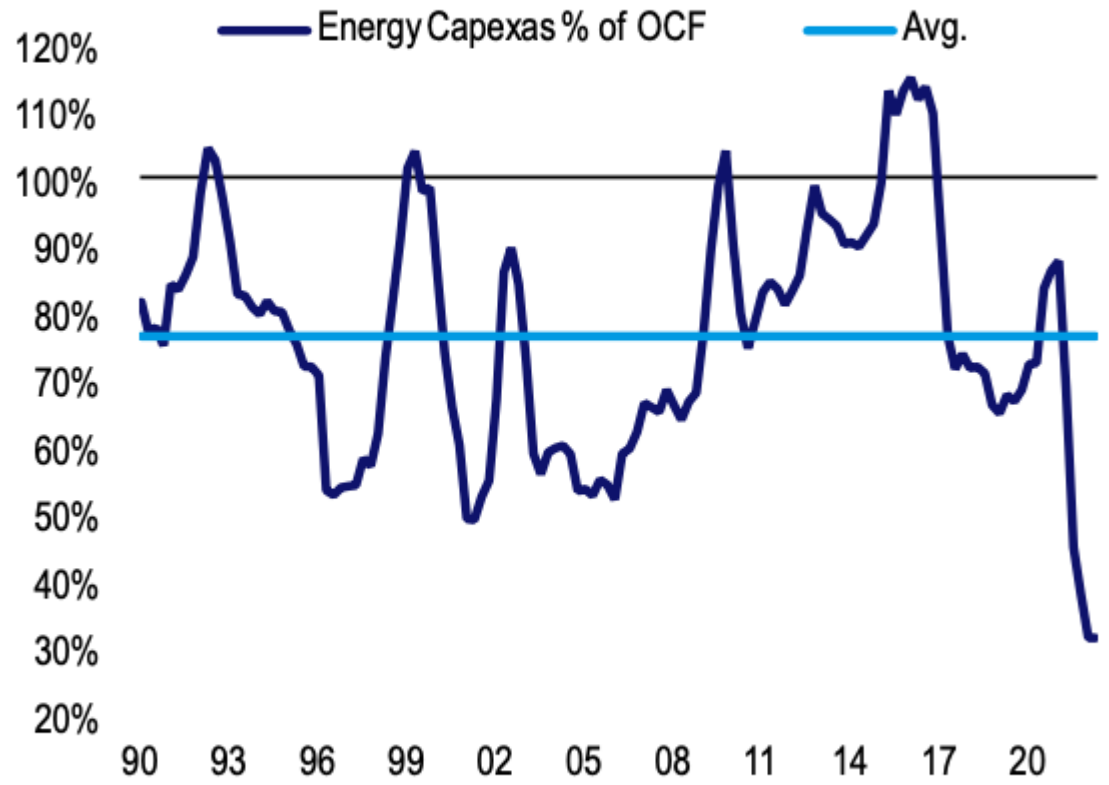


As of 3/31/2022 | Sources: S&P, MSCI, Moody
Valuation metric is a combination of P/E (Nor
Dividend Yield.

Het blijft opmerkelijk dat oliemaatschappijen ondanks die hogere olieprijzen niet meer investeren. Het betekent dat het aanbod meerdere jaren achter zal blijven bij de vraag, zelfs als de energietransitie op volle kracht wordt ingezet. Het feit dat olieprijzen dalen en dat economen een recessie voorspellen, maakt het probleem alleen maar groter.

Exhibit 3: No supply response in Energy

S&P 500 Energy capex as % of operating cash flow (1990-present)



Source: FactSet, BofA US Equity & Quant Strategy

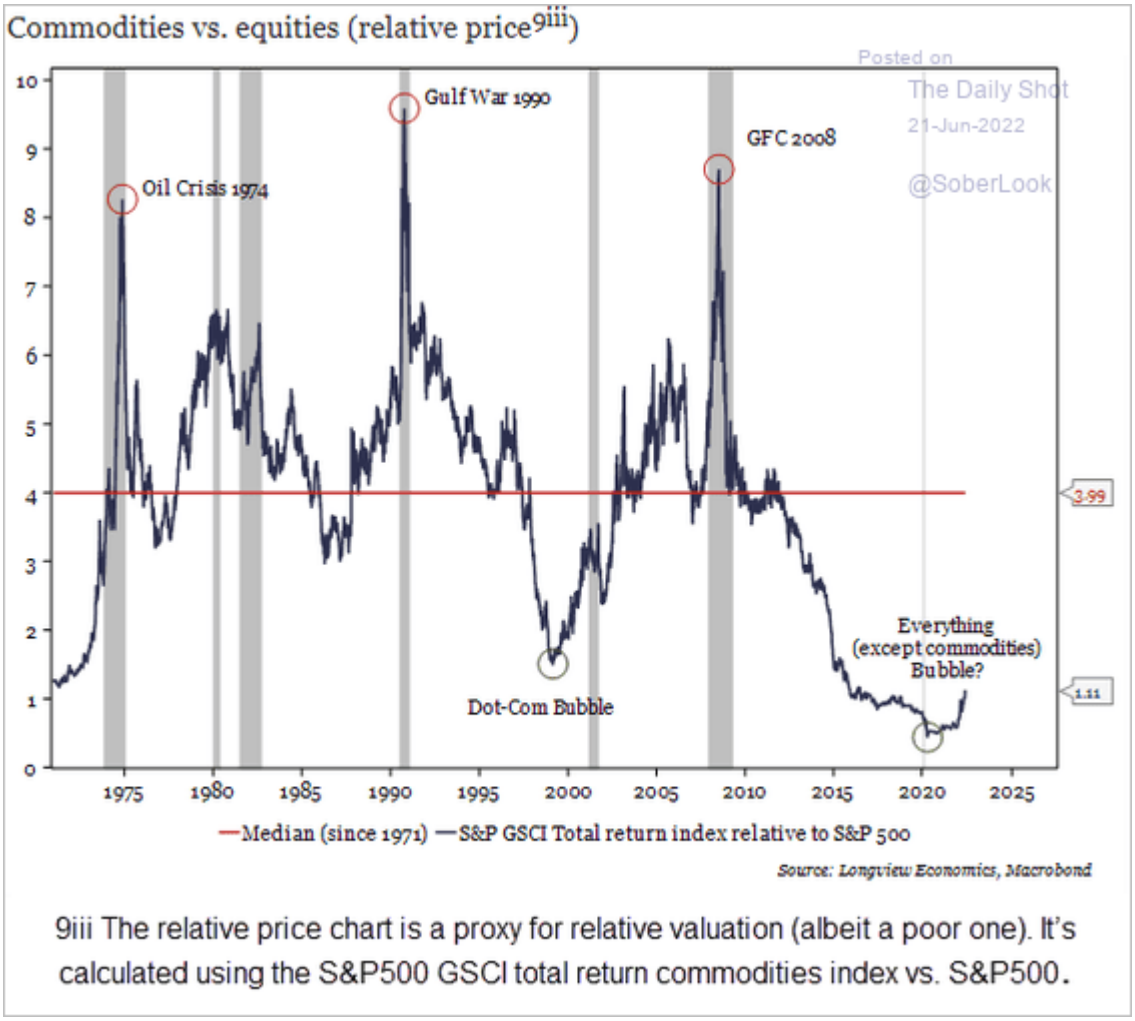
BofA GLOBAL RESEARCH

Energie is een belangrijke inputfactor bij veel andere grondstoffen. Zo worden steeds meer aluminiumsmelters tijdelijk stilgelegd vanwege de hoge energieprijzen. Vooral Europa kan met de huidige energieprijzen niet meer concurreren met de rest van de wereld, maar ook in de Verenigde Staten worden aluminiumsmelters stilgelegd.

Lithium

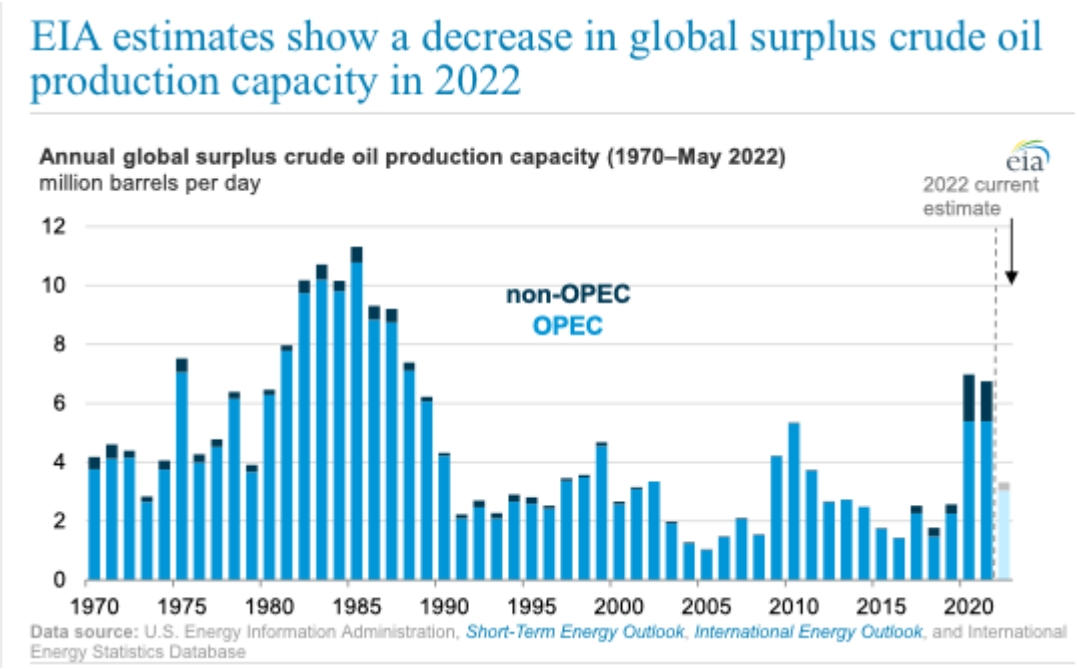
Shanghai Metal Market Data,
Last Data Point: 11/04/2022
500
450
400
350
300
250
200
150
100
2013
2014
2015
2016
Commodities (Spot); Lithium (Battery

Wat verder opvalt is dat lithiumprijzen sterk zijn gestegen. De reden is dat er simpelweg onvoldoende lithiumproductie is dit decennium om de doelstellingen van de energietransitie te realiseren. Dat geldt ook voor andere metalen die belangrijk zijn voor de energietransitie zoals nikkel, kobalt en tin. Net als in de olie-industrie is er ook in de mijnbouw jarenlang onvoldoende geÃ¯nvesteerd op de capaciteit op peil te houden.

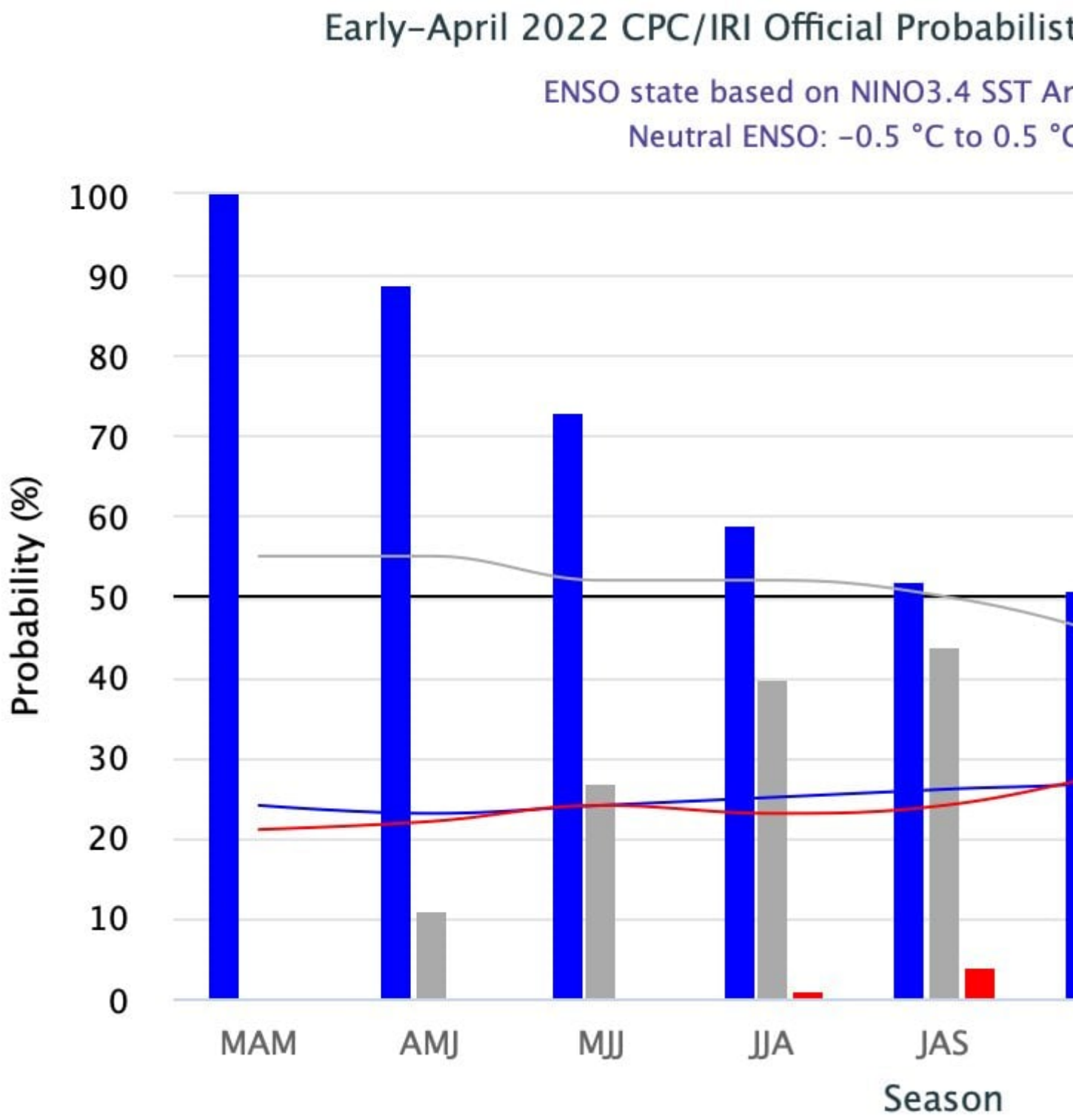


9iii The relative price chart is a proxy for relative valuation (albeit a poor one). It's calculated using the S&P500 GSCI total return commodities index vs. S&P500.

Koper heeft een sterke relatie met de economie, maar is ook een metaal dat essentieel is voor de energietransitie. Op het moment dat er sprake is van een recessie, daalt de vraag naar koper. Nu is dat voor een belangrijk deel bouwgerelateerd. Door de sterke stijging van de Amerikaanse hypotheekrente vertraagt daar de bouwmarkt. In China zijn huizen volgens Xi om in te wonen en niet om mee te speculeren. Het resultaat is dat ook in China er minder wordt gebouwd dan voorheen. Tegelijkertijd is de voorraad huizen wereldwijd laag en is er ook veel koper vereist voor de infrastructuur. Koper is er in principe voldoende op de wereld, alleen voornamelijk in erts met een relatief laag percentage koper. Er wordt aan gewerkt om ook dit laagwaardige erts economisch rendabel te maken, maar dit is een kwestie van jaren. Hetzelfde geldt ook voor het winnen van metalen via zogenaamde mangaanknollen, het zal nog wel even duren voordat ook hier de noodzakelijke schaal is bereikt.

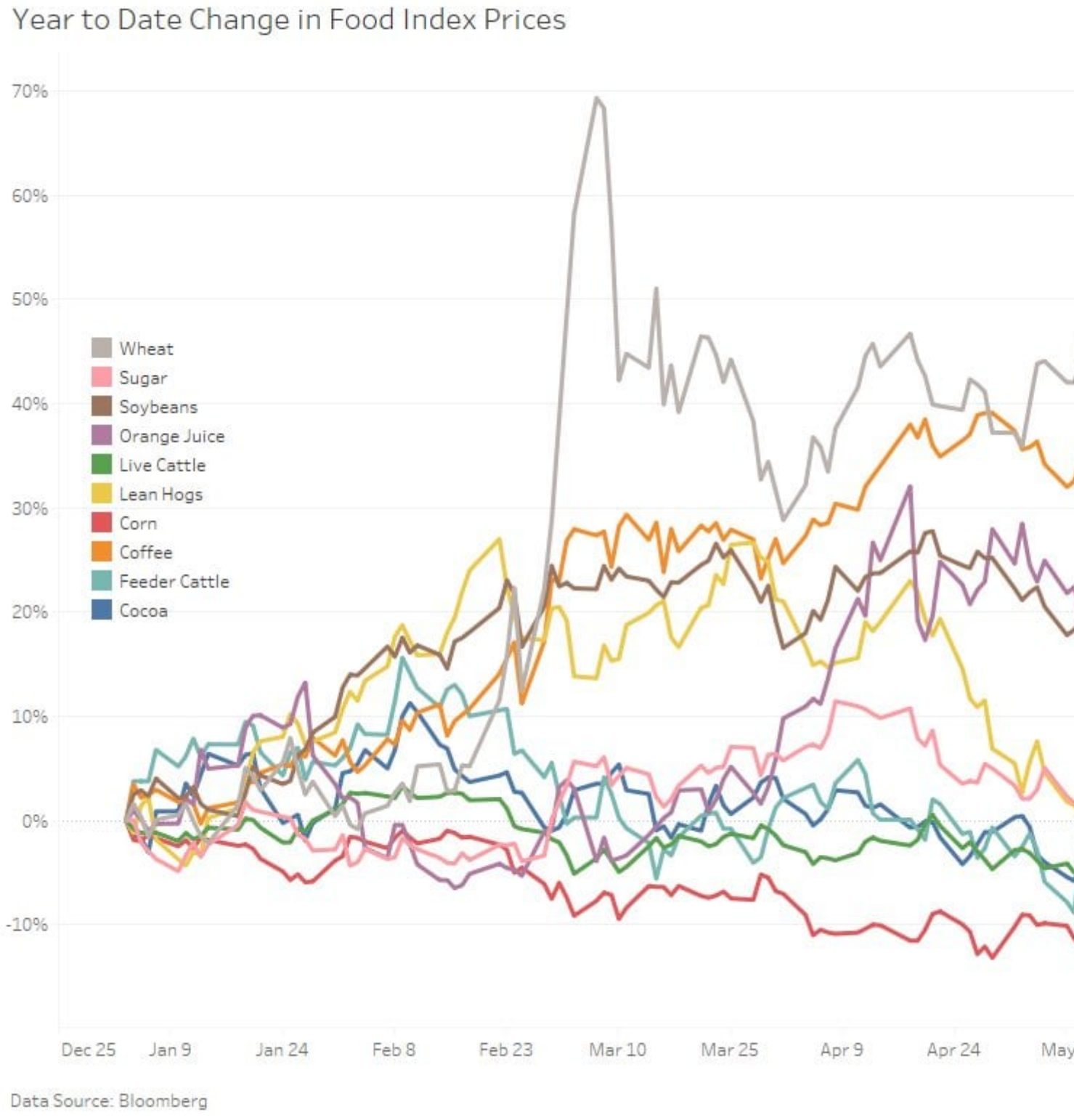


De energietransitie is feitelijk een transitie van fossiele brandstoffen naar metalen. In principe kunnen al die metalen worden hergebruikt, maar voordat we zover zijn zal er eerst veel extra moeten worden geproduceerd. Het lijkt er op dat er onvoldoende metaal is om de doelstellingen van de energietransitie te realiseren.



Een derde segment binnen grondstoffen zijn agrarische grondstoffen. Een belangrijke component voor de kostprijs is ook hier energie. Energie in de vorm van dure diesel en dure kunstmest (voor 80 procent bestaat dat uit energie). Die hoge inputprijzen hebben er voor gezorgd dat verschillende boeren minder zijn gaan produceren. Ze laten akkers braak liggen vanwege het risico dat al die kosten uiteindelijk niet goedgemaakt worden door een hogere opbrengst. Een compliceren de factor is het La-Nina

fenomeen.In de afgelopen jaren zorgde dit er vooral voor dat de neerslag op verkeerde plaatsen viel en er is nog altijd een relatief grote kansen dat ook in de tweede helft van dit jaar dit fenomeen het weer wereldwijd zal gaan beÃ¯nvloeden. Verder worden er ook nu weer recordhittes gerapporteerd in verschillende delen van de wereld, niet goed voor de productie. Ook het gebruik van bijvoorbeeld ethanol (gemaakt uit mais en suiker) om bij te mengen in bijvoorbeeld benzine is populair als gevolg van de hoge olieprijs.



Grondstoffen staan nog altijd aan het begin van een langjarige supercyclus. Er is jarenlang onvoldoende geÃ¯nvesteerd in capaciteit, de input-kosten stijgen en de vraag zal de komende tien jaar verdubbelen als gevolg van de groeiende middenklasse en de bijbehoren de consumptie. Daarbovenop speelt de energietransitie die feitelijk een transitie is van fossiele brandstoffen naar metalen. Dan nog worden olie en gas niet alleen gebruikt voor het opwekken van energie, maar een groeiend deel gaat

naar de industrie voor tal van verschillende producten. Aandelen van grondstoffenbedrijven zijn een aantrekkelijk alternatief voor grondstoffen. Die aandelen zijn historisch gezien nog altijd extreem goedkoop (korting van 60 procent op de bredere markt) en zijn feitelijk gewaardeerd op veel lagere grondstoffenprijzen. Op dit moment is het aantrekkelijker om te beleggen in deze aandelen dan in de grondstoffen zelf.

De besluiten van het MacrocomitÃ© van AurÃ©us worden gebruikt voor de invulling van de Actieve portefeuille. In deze portefeuille worden aandelen, obligaties en alternatieve beleggingen over- of onderwogen en kunnen er actieve keuzes worden gemaakt voor bepaalde sectoren, regioâ??s, obligaties, looptijden ect. Risicobeperking is een belangrijk onderdeel van de Actieve portefeuille. De Markt/Factor portefeuille wijkt slechts beperkt af van de index (MSCI ACWI IMI). Er is sprake van een structurele allocatie naar vijf factoren om de factorpremie op lange termijn te innen. Daarom worden keuzes van het MacrocomitÃ© niet meegenomen. Wel wordt er geherbalanceerd wanneer het portefeuillegewicht 10 procent afwijkt van de neutrale allocatie. De SRI-Impact-portefeuille heeft een focus op duurzame en impactvolle beleggingen/bedrijven, de benchmark voor deze portefeuille is de MSCI ACWI SRI. Om een kern van duurzame SRI-fondsen bevinden zich 6 impactsatellieten. Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© worden voor zover relevant meegenomen in de SRI-Impact-portefeuille. Voor de Individuele Aandelenportefeuille maken wij gebruik van de research en beleggingsfilosofie van FinanciÃ«le Diensten Amsterdam (FDA). Deze op groei- en kwaliteitsaandelen gerichte research/strategie heeft een allocatie naar Europese en Amerikaanse aandelen. Het doel is de outperformance van de benchmark (MSCI World). Keuzes gemaakt in het MacrocomitÃ© ten aanzien van over- of onderwegen van aandelen en obligaties worden meegenomen voor de allocatie in de Individuele Aandelenportefeuille, voor de regio- en de sectorverdeling volgen wij de research van FDA.

AurÃ©us streeft er naar om correcte en actuele informatie te verstrekken afkomstig van betrouwbare bronnen, maar kan de juistheid en volledigheid van de informatie in deze publicatie niet garanderen. Aan deze publicatie kunnen derhalve geen rechten worden ontleend. AurÃ©us aanvaardt geen aansprakelijkheid voor enige directe of gevolgschade voortvloeiende uit het gebruik van deze publicatie of de inhoud ervan. Deze publicatie is niet bedoeld als een aanbod of verzoek tot aan- of verkoop van een financieel instrument en moet evenmin worden beschouwd als een persoonlijk beleggingsadvies, aangezien de inhoud van deze publicatie niet is toegesneden op de individuele (financiÃ«le) situatie en doelstellingen van beleggers. PotentiÃ«le beleggers worden er nadrukkelijk op gewezen dat aan beleggen financiÃ«le risicoâ??s zijn verbonden. Zij dienen dan ook goed kennis te nemen van de inhoud van relevante informatie over desbetreffende belegging (prospectus, informatiememorandum, essentiÃ«le beleggersinformatie, essentiÃ«le-informatiedocument etc.) en worden geadviseerd onafhankelijk advies in te winnen om zich een goed oordeel te kunnen vormen over die risicoâ??s en/of deze risicoâ??s passen in/bij hun beleggingsdoelstellingen, financiÃ«le situatie, risicoprofiel en risico acceptatie. De waarde van een belegging kan fluctueren. Het is mogelijk dat beleggers bij verkoop of beÃ«indiging van hun belegging minder terugkrijgen dan hun inleg. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.