

Goud: tussen aandeel en grondstof

Als materieel goed vervult goud uiteenlopende functies: van industriële grondstof tot beleggingsobject en onderdeel van monetaire reserves. Papieren transacties en schaarse, maar groeiende voorraden liggen mede aan de basis van een zeer complexe prijsvorming en een wispelturig prijsverloop. De prijsbeïnvloedende factoren komen zowel uit de particuliere als de publieke sfeer, zijn zowel van macro-, micro- als van niet-economische aard en spelen vaak op elkaar in.

L. VAN HEDEN*

Productie

De afgelopen 7.000 jaar werd wellicht 90.000 à 100.000 ton goud gedolven, waarvan naar raming nu nog 75.000 à 85.000 ton beschikbaar is. In 1989 werden zo'n 1.900 à 2.100 ton naar boven gehaald. In vergelijking met andere metalen was dat nauwelijks een handvol. De (Westerse) productie van bijvoorbeeld aluminium was 14 miljoen ton groot, die van koper ruim 8 miljoen ton.

De Westerse goudmijnen waren goed voor circa 1.650 ton. Na een dieptepunt te hebben bereikt in 1980, groeide de Westerse goudproductie in de jaren tachtig opnieuw gestadig aan. De Zuidafrikaanse mijnen bleven kampen met fysieke beperkingen: nieuwe mijnen worden nog maar zelden geopend en de kwaliteit van het gedolven erts uit de oude mijnen verminderde van jaar op jaar. De aangeboorde aders kennen een grilliger verloop en verscheidene mijnen raken uitgeput. Het goudgehalte van het gedolven erts daalde systematisch van gemiddeld nog 7,73 gram per ton in 1980 tot amper 4,99 gram per ton vorig jaar. Zo komt het dat, hoewel in 1989 bijna 40% meer erts werd opgehaald dan in 1980, de goudproductie toch 11% lager was.

De Zuidafrikaanse productie bedroeg in 1989 nog slechts 608 ton, 60% van die van het topjaar 1970. Dit land blijft weliswaar duidelijk de nummer één op de wereldranglijst van de goudproducenten, maar zijn aandeel in de Westerse productie is toch sterk teruggefallen van nog 76% in 1970 tot minder dan 37% in 1989.

Goud wordt steeds gedolven tegelijk met andere edele en minder edele metalen. De stijgingen van de goudprijs in de tweede helft van de jaren zeventig en de tanende vooruitzichten voor de prijsontwikkeling van andere basismetalen maakten toentertijd de goudexploitatie zeer aantrekkelijk. Bovendien wordt de winning in landen zoals Australië en Brazilië aangemoedigd en ondersteund door de overheid. Ook door de technologische vooruitgang in het zoeken naar en het raffineren van goud kwamen in de jaren tachtig heel wat nieuwe mijnen tot ontwikkeling.

Aanbod uit voorraad

Uiteindelijk wordt goud voor het overgrote deel gebruikt en niet verbruikt. Een (uiterst klein) deel van het verwerkte goud wordt herwonnen en vult het aanbod op de markt aan. Vooral in het Midden-Oosten is het gebruikelijk oude sieraden in te ruilen bij de aankoop van nieuwe juwelen en in deze landen bevatten nieuwe juwelen circa dertig procent 'oud goud'. In het Westen wordt goud niet alleen herwonnen uit juwelen, maar ook uit elektronische apparaten en, sedert de boycot van Zuid-Afrika, ook uit het omsmelten van Krugerrands.

De verkopen door de Oostbloklanden worden steeds belangrijker. Betrouwbare informatie hierover is schaars, zodat allerlei geruchten de markt flink kunnen verstoren. Het blijft een goed bewaard geheim hoeveel de Sovjetunie jaarlijks uit de grond haalt en hoe groot de Russische goudvoorraad is. Vermoed wordt dat onder normale omstandigheden de jaarproductie op ongeveer driehonderd ton uitkomt, maar onder andere vanwege de politieke moeilijkheden in de islamitische republieken van het zuiden, zou de productie vorig jaar 15 tot 25% lager hebben gelegen. Een gedeelte van de output – hoeveel precies is onbekend – wordt in het binnenland verwerkt in de elektronische industrie, in de ruimtevaartindustrie, tot juwelen of doorverkocht aan andere leden van de COMECON. In welke mate aan het Westen wordt verkocht, hangt af van de deviezenbehoefte, van de positie van de betalingsbalans. De chronische tekorten van de voorbije jaren hebben van deze verkopen een constante factor gemaakt. In 1989 moeten zij zeer massaal zijn geweest en veel groter dan de (netto-)cijfers van de tabel doen vermoeden. China, dat met een productie van tachtig tot honderd ton per jaar meestal een marginale rol speelt op de goudmarkt, werd immers in de eerste vijf maanden van 1989 geconfronteerd met een fors opgelopen (speculatieve) goudvraag en voer-

* De auteur is financieel analist bij de Studiedienst van de Kredietbank te Brussel.

de naar schatting 85 ton in. Belangrijk is de gedachte dat de Russische produktie al lang niet meer zou volstaan om de verkopen aan het Westen te dekken en dat de goudvoorraad, die op 3.000 ton wordt geraamd, zou moeten worden aangesproken.

Ultiem betaalmiddel

Momenteel bevindt zich ongeveer 30.000 ton goud in handen van de centrale banken. Sedert 1971, toen de andere centrale banken hun dollars bij de Federal Reserve niet meer mochten omwisselen in goud, vervult goud geen monetaire rol van betekenis meer. Voor de monetaire overheden en de particuliere belegger is de betekenis van het goud niet wezenlijk verschillend meer. Het is een spaarvorm en een verzekeringsinstrument voor moeilijke tijden, omdat goud nog altijd het aureool van ultiem betaalmiddel heeft.

In verhouding tot de omvang van hun voorraden ontplooiën de monetaire overheden tegenwoordig nog maar een bescheiden activiteit op de goudmarkt. Evenmin voeren zij gecoördineerde acties om de goudmarkt te stabiliseren of de goudprijs te beïnvloeden. Voor de centrale banken van belangrijke goudproducerende landen behoort een 'faire' goudprijs wel tot de doelstellingen van hun beleid, maar zij treden zelden gezamenlijk op. De andere centrale banken komen slechts op de markt in het kader van een diversificatiepolitiek van hun internationale reserves. Zo traden de NIC's in de voorbije jaren geregeld op als koper. Taiwan bij voorbeeld heeft een grootscheeps aankoopprogramma, waardoor zijn aanzwellende deviezenreserves (ten gevolge van de opgestapelde betalingsbalansoverschotten) gedeeltelijk werden omgezet in goud, in 1988 beëindigd. Andere landen, zoals België, Canada, Oostenrijk en Nieuw-Zeeland, voerden een tegengestelde politiek: omdat goud naar hun oordeel een te groot en steriel aandeel had in hun internationale reserves, hebben zij de afgelopen jaren goud tegen deviezen verkocht.

Tabel. Structuur van de goudmarkt (in ton)

	1980	1985	1987	1988	1989
Aanbod					
Produktie van Westerse mijnen	962	1.236	1.383	1.551	1.653
Herwinning	492	304	407	328	304
Netto-verkopen uit Oostbloklanden	90	210	303	263	296
Netto-verkopen van monetaire overheden	-	-	-	-	225
Netto-desinvesteringen van de particuliere sector	-	175	-	468	246
Totale aanbod = totale vraag	1.544	1.925	2.093	2.610	2.724
Industriële vraag					
Verwerking in juwelen	512	1.146	1.160	1.477	1.812
Medailles en penningen	21	14	16	19	19
Gebruik in tandheelkunde	64	53	48	51	49
Elektronica	93	114	125	134	138
Andere industriële toepassingen	62	54	56	59	62
Totaal	752	1.381	1.405	1.740	2.080
Beleggingsvraag					
Netto-aankopen monetaire overheden	230	132	72	285	-
Gouden munten	190	104	200	126	127
Staven en andere	372	308	416	459	517
Totaal	792	544	688	870	644

Bron: Gold Fields Mineral Services Ltd.

Grondstoffenmarkten

Aan de basis van alle industriële produktie liggen grondstoffen. Deze grondstoffen worden verhandeld op markten met vaak zeer bijzondere karakteristieken. In een serie artikelen besteedt ESB aandacht aan de belangrijkste grondstoffenmarkten. Wie zijn de voornaamste producenten en afnemers? Hoe vindt de prijsvorming plaats? Is er sprake van marktregulering door middel van grondstoffenovereenkomsten of kartels? En wat zijn de perspectieven op de betreffende markt? Dit artikel handelt over de markt voor goud. Eerder verschenen:

- de internationale graanmarkt (ESB, 23-5-1990);
- de markt voor natuurrubber (ESB, 20-6-1990).

Na de grote goudverkopen van het IMF en de Amerikaanse schatkist in 1979 was in de jaren tachtig de vraag van monetaire overheden meestal groter dan de verkopen van andere centrale banken. In 1989 sloeg de balans om en werd per saldo 225 ton goud meer aangeboden dan opgekocht, voornamelijk omdat Taiwan in 1988 de laatste fase van zijn aankoopprogramma had afgesloten en de Nationale Bank van België in 1989 127 ton goud (ca. 10% van zijn internationale reserves) verkocht.

Gouldeningen

Om toch enige rente-inkomsten te verwerven uit hun anders steriele goudreserves, zijn de centrale banken begonnen met het leasen van goud: het goud wordt uitgeleend voor termijnen van drie of twaalf maanden tegen een vergoeding van 0,2 à 0,5% op jaarbasis. Op deze activiteit heeft zich sedert 1984 een snelgroeiende nieuwe markt voor gouldeningen geënt. Commerciële banken stellen goud ter beschikking van een kredietnemer, die de verbintenis aangaat het edele metaal terug te geven over een periode die meestal zes tot acht jaar bedraagt. De kredietvorm wordt vooral gebruikt om een nieuwe goudmijn te delven. Het goud wordt verkocht, met de opbrengst wordt het investeringsproject gefinancierd en de lening wordt terugbetaald in natura met het gedolven goud. De rentevergoeding is aantrekkelijk: in 1989 werd op gouldeningen 1 tot 2,5% rente betaald. De bank financiert de operatie door op de contantmarkt het goud te kopen en het op de termijnmarkt te verkopen. Dit laatste vermindert de kostprijs van de werkmiddelen aanzienlijk, omdat goud op de termijnmarkt meestal met een agio noteert.

Vorig jaar werd voor honderd ton goud aan nieuwe gouldeningen afgesloten. In de cijfers van de tabel zijn de netto-bedragen (na aftrek van de aflossingen ging het om vijftig ton) vervat onder de 'netto-desinvesteringen van de particuliere sector'. In alle lopende contracten samen is reeds driehonderd ton goud betrokken, dat in de voorbije vijf jaren als het ware uit het niets is getoverd (in feite uit bestaande reserves is geput) en een hypotheek legt op het toekomstige aanbod.

Vraag

Uit het voorgaande kunnen wij afleiden dat het goudaanbod uit twee componenten bestaat. De onderbouw, die de produktie van de Westerse mijnen omvat, groeit gestadig en is, althans op korte termijn, weinig prijselastisch. De bovenbouw omvat de herwinning, de (netto-)verkopen van de Oostbloklanden, de verkopen van en het leasen door de monetaire overheden en de particuliere sector. Deze

bovenbouw vertoont een grilliger verloop, maar het belang in het totale aanbod neemt de laatste jaren toe. Voorlopig wordt nog maar een fractie van de bestaande wereldgoudvoorraad (circa één procent) via deze kanalen opnieuw op de markt gebracht, maar het is niet denkbeeldig dat in de toekomst van deze mogelijkheden nog meer gebruik zal worden gemaakt.

Ook aan de kant van de vraag kan een analoge tweeledige structuur worden ontwaard. De industriële vraag, die hier als onderbouw kan worden beschouwd, is relatief prijsinelastisch, maar de inkomenselasticiteit is des te groter. De bovenbouw wordt gevormd door de beleggingsvraag en leidt tot een verdere toeneming van de voorraden.

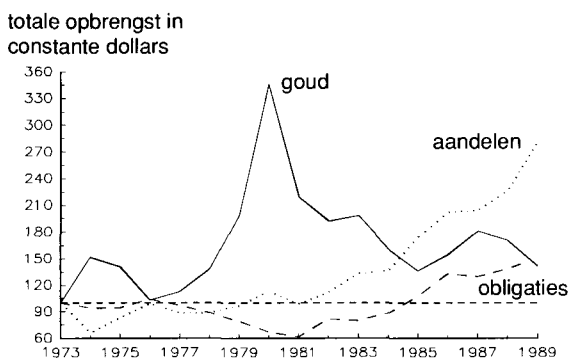
Als industriële grondstof is goud veel belangrijker dan als beleggingsinstrument (zie de tabel). De juwelenproductie vormt veruit het belangrijkste toepassingsdomein en slurpt 75 à 85% van de industriële goudvraag op. Italië is veruit de grootste verwerker van goud in juwelen. Opvallend is de opkomst in de jaren tachtig van een aantal NIC's. Het marktaandeel van Taiwan, Turkije, Thailand, Zuid-Korea en Indonesië is uitgegroeid van 5% in 1980 tot meer dan 24% in 1989.

Goud heeft specifieke fysische eigenschappen, die het edele metaal uiterst geschikt maken voor een aantal industriële toepassingen. Goud oxydeert niet, heeft een groot weerstandsvermogen tegen extreem hoge en lage temperaturen en de elektrische weerstand is quasi nihil. In de industrie wordt getracht goud zoveel mogelijk te vervangen door goedkopere substituten. Niettemin blijft het goudgebruik stijgen, daar steeds nieuwe toepassingen, zoals in de ruimtevaart, worden ontwikkeld, waarin (voorlopig althans) enkel dit metaal bruikbaar is. Door de opkomst van nieuwe materialen staat het gebruik van goud in de tandheelkunde, vooral in Europa, onder druk.

Papieren goud

Het is duidelijk geworden dat de goudwinning voor een heel groot deel in de goudvoorraden terechtkomt en dat die voorraden zeker niet permanent beschikbaar zijn voor de markt. De meeste en grootste goudbezitters blijven immers 'op hun voorraad zitten'. In die zin heeft de goudmarkt veel meer gemeen met de aandelenmarkten dan met de grondstoffenmarkten: de 'productie' is beperkt, de voorraden zijn enorm, de voorraadrotatie is gering en het directe rendement is niet de voornaamste prijsbepalende factor.

Figuur. Inflatiebestendigheid van enkele beleggingsvormen



Bron: Kredietbank.

De overeenkomst met de aandelenmarkt wordt nog groter, als ook rekening wordt gehouden met de opkomst van het 'papieren' goud. De interesse voor goudspeculatie kwam pas echt op gang in het begin van de jaren zeventig, toen in Europa de beperkingen op het particuliere bezit van goudstaven werden opgeheven. In 1975 volgden ook de Verenigde Staten dit voorbeeld. Deze trend leidde tot de oprichting van termijnmarkten in goud, die vooral in de periode 1977-1982 een enorm succes kenden. Als gevolg van het herstel van de aandelenmarkten en de hoge reële rente zakte de beleggersinteresse wat weg. Ook werden vanaf 1981 goudopties verhandeld op de Europese Optiebeurs van Amsterdam en vanaf 1982 in de Verenigde Staten. De omzet op de termijn- en optiemarkten samen wordt voor 1989 geraamd op 41.000 ton of bijna vijftientig maal de Westerse productie. Slechts een fractie van deze omzet wordt gerealiseerd door de producenten en de industriële gebruikers. Vooral gespecialiseerde instellingen zijn actief op deze markten en speculeren op de ontwikkelingen van de goudprijs, zonder dat er materiële leveringen plaatsvinden.

Dat vooral in de laatste vijftien jaar speculanten het gezicht van de goudmarkt zijn gaan bepalen, heeft belangrijke gevolgen voor de prijsvorming. De keuze van een beleggingsinstrument is altijd voor een deel het afwegen van alternatieven. De verwachting van een olopende inflatie speelt een grote rol. Het leidt tot een olopende rente, wat funest is voor de obligatiekoersen. Ook de winstverwachtingen voor de ondernemingen worden neerwaarts herzien, zodat aandelen evenmin een bescherming bieden. Anderzijds is de idee dat de ontwikkeling van de goudprijs min of meer hand in hand gaat met de algemene prijsontwikkeling, waardoor een goudbelegging het kapitaal vrijwaart van monetaire erosie, diep ingeworteld. De hoge inflatie en de daarmee gepaard gaande sterke prijsstijgingen van het goud in de jaren 1973-1976 en 1978-1980 hebben deze opvatting ongetwijfeld versterkt. Nochtans doet de figuur vermoeden dat op lange termijn goud een minder goede bescherming tegen inflatie biedt dan bij voorbeeld een aandelenbelegging.

Een hogere inflatie is uiteindelijk de uitdrukking van een onevenwichtig economisch systeem. De sterk toegenomen onzekerheid geeft goud dan het aureool van een veilige vluchthaven. Zo werd de periode 1973-1976 gekenmerkt door de oliecrisis met haar nasleep in de ernstige economische recessie, waarin waarden als de vaste wisselkoersen verloren gingen en de sombere vooruitzichten van de Club van Rome bewaarheid leken. De periode 1978-1980 was vooral politiek geladen met gespannen Oost-Westrelaties (Polen, Afghanistan), de Iraanse revolutie en vooral het verlies aan vertrouwen in de Verenigde Staten. Het geloof in de sterke relatie tussen goudprijs en inflatie is echter zo ruim verspreid dat daaruit een zichzelf waarmakende vuistregel voor de goudprijsontwikkeling is voortgekomen.

Het economische en politieke overwicht van de Verenigde Staten verklaart waarom ontwikkelingen binnen dit land het gedrag van de goudspeculanten beïnvloeden. Zonder twijfel is de dollar één van de indicatoren bij uitstek van het vertrouwen in de Amerikaanse economie en haar politieke macht. Vandaar dat de markten de vuistregel hanteren dat een dalende dollar gepaard gaat met een stijgende goudprijs en vice versa. De omgekeerde relatie tussen de Amerikaanse dollar en de goudprijs gaat echter vast en zeker niet altijd op. Als men de maandelijkse procentuele mutaties van de goudprijs sedert 1973 in Belgische franken vergelijkt met bijvoorbeeld de dollar-noteringen, blijkt de gemiddelde prijsmutatie in Belgische franken (+0,89%) slechts iets lager te liggen dan de gemiddelde prijsmutatie in Amerikaanse dollars (+1,08%), terwijl de standaardafwijkingen niet significant verschillen (6,3 respectievelijk 6,9%).

vervolg op blz. 1019

Besluit

Veel minder dan vroeger het geval was, wordt de ontwikkeling van het goudaanbod gedetermineerd door de (Westerse) produktie. Nieuwe financiële instrumenten en de wil om tegen de achtergrond van de hoge reële rentetarieven een minimale inkomstenstroom te verkrijgen uit een anders steriele belegging hebben de houders van de enorme goudvoorraad ertoe aangezet hun vermogen actiever te beheren. Deze evolutie maakt de ontwikkeling van het goudaanbod minder voorspelbaar. Ook aan de vraagzijde worden prognoses op middellange en lange termijn uiterst onzeker. Het gebruik van goud als industriële grondstof is beperkt. Sedert het verlies van zijn monetaire bete-

kenis brokkelt het economisch belang van dit edele metaal verder af. De vraag naar goud kan in essentie nog worden herleid tot twee grondvormen. Als grondstof in de juwelenindustrie is zij sterk afhankelijk van de algemene economische ontwikkeling, maar als verzekeringsinstrument voor extreem moeilijke tijden is de vraagontwikkeling nauwelijks voorspelbaar.

Het is al met al duidelijk dat het grillige verloop van de goudprijs moeilijk, zo niet onmogelijk, voorspelbaar is. Dit geldt zowel voor de doorsneebelegger als voor de professionele investeerder. Geleidelijk groeit de visie dat goudaankopen het best kunnen plaatsvinden in kleine hoeveelheden, gespreid in de tijd. De grilligheid van het prijsverloop kan worden aangegrepen om te verkopen bij plotselinge prijsstijgingen.

Luk van Heden