

December 2019

Positief, maar stap niet te snel in

Georgette Boele

Senior analyst edelmetalen

Tel: +31 20 629 7789

georgette.boele@nl.abnamro.com

- **Prijzen van edelmetalen zijn sterk opgelopen**
- **Langetermijnvooruitzichten voor goud, zilver en platina zijn positief**
- **Eerst correctie afwachten en dan anticiperen op hogere prijzen**
- **Prijs van palladium is exponentieel gestegen**
- **Na correctie slaan prijzen naar verwachting beter houdbaar traject in**

Inleiding

Voor edelmetalen was 2019 een heel goed jaar. De grote uitbinker was palladium, met een prijsstijging van meer dan 47%. De prijs van goud en zilver is ook fors gestegen tot boven onze eindejaarsraming van respectievelijk USD 1.400 en USD 18 per ounce, terwijl de platinaprijs tot net onder USD 1.000 is opgeveerd. Het prijsverloop van palladium hebben we volledig verkeerd ingeschat. We gingen ervan uit dat palladium na een jaar van sterke prijschommelingen USD 200 per ounce goedkoper zou zijn geworden, maar afgezien van drie verkoopgolven (in maart, augustus en november) zat de prijs het afgelopen jaar sterk in de lift. De goudprijs werd door een hele reeks factoren gesteund: de verschuiving in het monetaire beleid van de grote centrale banken van verkrapping naar een nieuwe ronde van verruiming, de daling van de rentes op staatsobligaties, het groeiende reservoir van negatief rentende staatsobligaties, de zwakte van de Chinese yuan, de onzekerheid over de groei van de wereldeconomie en -handel en de onzekerheid rond de brexit. Toen goud nogal duur werd, begonnen zilver en platina aan een inhaalslag. De prijsstijging van palladium was hoofdzakelijk te danken aan het aanbodtekort aan de voorzijde van de curve; met het oog op de verwachte strengere emissieregelgeving in China en Europa is het palladiumgehalte in autokatalysatoren verhoogd. Wat zijn onze vooruitzichten voor edelmetalen voor 2020 en 2021?

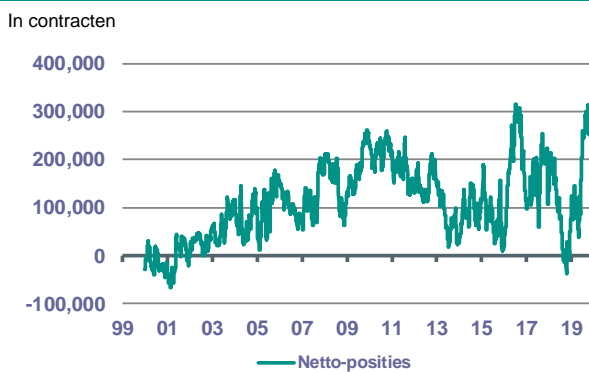
Positief over goud, maar koop nog niet te snel

We zijn positief over de ontwikkeling van de goudprijs op de langere termijn. Ten eerste blijven het monetaire beleid ruim en de rente laag. Centrale banken zijn er onveranderd op gefocust om de economische groei te steunen en/of hun inflatiedoel te bereiken. Voor de korte termijn verwachten we dat de groei in de eurozone zwak blijft en de economische situatie in de VS verslechtert. We denken dat in het eerste kwartaal van volgend jaar de Europese Centrale Bank (ECB) de rente voor de depositofaciliteit met 10 bp verlaagt en het opkoopprogramma verhoogt (dit is niet de marktverwachting) en de Amerikaanse Federal Reserve de rente met 25 bp verlaagt (de markt verwacht dit pas op een later moment). Al met al gaan we ervan uit dat de reële obligatierentes in de VS naar beneden gaan. Dit zijn voor de goudprijs gunstige factoren. Ten tweede neemt het uitstaande

bedrag van negatief rentende staatsobligaties waarschijnlijk toe. Goud levert geen positieve rente op, maar kost ook geen negatieve rente. Deze eigenschap zal steun aan de goudprijs bieden. Ten derde denken we dat de Amerikaanse dollar licht in waarde daalt als gevolg van de verslechterende fundamenteën voor de langere termijn en de zwakte van cyclische factoren voor de korte termijn. Doorgaans stijgt de prijs van goud wanneer de koers van de dollar daalt. In deze relatie komt volgens ons de komende jaren geen verandering.

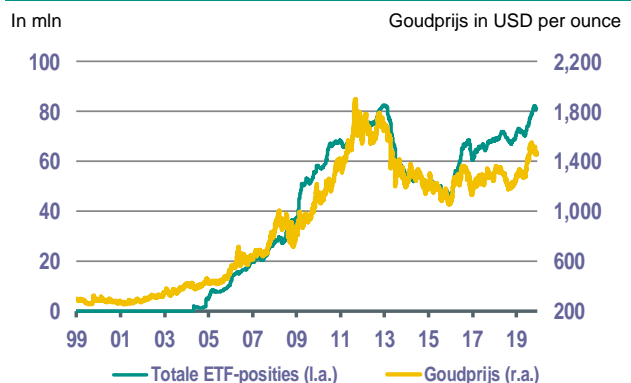
Hoewel de vooruitzichten voor de langere termijn robuust lijken, verwachten we dat in de komende weken en maanden de goudprijs zwak zal zijn. Een mogelijk tegenargument is dat de goudprijs al USD 100 onder de hoogste stand van dit jaar ligt. Waarom zou de goudprijs dan voorlopig nog zwak blijven? Om te beginnen zijn beleggers nog altijd op grote schaal gepositioneerd voor een hogere goudprijs. De netto longposities op de futuresmarkten hebben een extreem forse omvang bereikt en de ETF-posities zijn tot recordhoogte gestegen (zie onderstaande grafieken). Deze posities hangen nu boven de markt en blokkeren een sterke stijging van de goudprijs. Zodra de goudprijs oploopt, zullen beleggers dit namelijk benutten om op bestaande posities winst te nemen. Als gevolg hiervan neemt de neerwaartse druk op de goudprijs toe. Tot dusverre heeft het steunniveau van USD 1.450 standgehouden, maar zodra deze grens wordt doorbroken, zal de goudprijs waarschijnlijk substantieel dalen. Als het om een snelle correctie van prijs gaat, zal de daling mogelijk stoppen rond een prijs van USD 1.400 per ounce. Mocht het om een agressievere correctie gaan, dan zou de prijs tot USD 1.350 per ounce kunnen zakken. Het 200-daags voortschrijdend gemiddelde komt uit op ongeveer USD 1.400 per ounce. Als de prijs op weekbasis door dit niveau breekt en lager sluit, verslechteren de technische vooruitzichten voor de langere termijn. Indachtig de beurswijsheid 'Probeer nooit een vallend mes te vangen' blijven we liever aan de zijlijn staan totdat de verwachte verkoopgolf een feit is en de prijzen zijn gestabiliseerd.

Speculatieve netto longposities in goud zijn extreem...



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

... en totale ETF-posities zijn ook hoog



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

Bovendien zullen ontwikkelingen aan het handelsfront waarschijnlijk een wisselend effect op de Chinese vraag naar goud hebben. De vraag vanuit China naar goud voor sieraden neemt naar verwachting iets toe, maar de vraag voor beleggingsdoelinden zwakt vermoedelijk af.

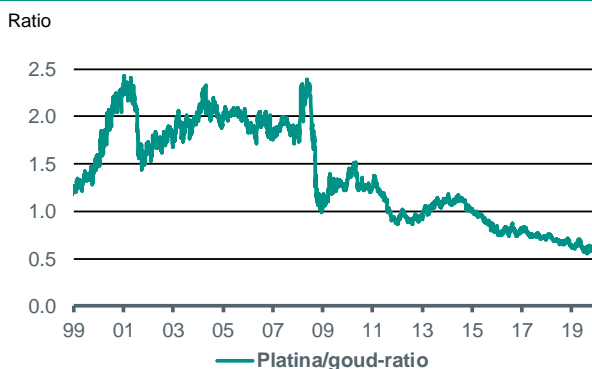
Zilver volgt in het spoor van goud

We verwachten dat de zilverprijs met enige vertraging de goudprijs volgt, met dien verstande dat de prijsbewegingen waarschijnlijk heftiger zijn. Over de vooruitzichten voor zilver op de langere termijn zijn we optimistisch, om dezelfde redenen als hierboven voor goud zijn genoemd. Daarbij komt dat de zilverprijs waarschijnlijk een extra steuntje in de rug krijgt als de wereldeconomie en -handel stabiliseren en iets verbeteren. Op de korte termijn voorzien we bij zilver, net als bij goud, prijszwakte. Hiervoor zijn meerdere redenen. Ten eerste hebben beleggers ook in zilver uitzonderlijk grote posities. Afwikking van deze posities zou de zilverprijs een flinke klap toebrengen, vooral indien dit gebeurt in een periode van zwakkere macrocijfers en onzekerheid aan het handelsfront. We denken dat een daling van de zilverprijs als gevolg van agressieve verkopen een goed instapmoment biedt om later in 2020 van oplopende prijzen te profiteren.

Platinaprijs herstelt zich in 2020

Naar verwachting blijft de prijs van platina op de korte termijn vrij goed op peil om vervolgens in de loop van 2020 op te lopen. De vraag naar platina voor katalysatoren is goed voor circa 40% van de wereldwijde vraag. Hierdoor is de platinaprijs gevoeliger voor de ontwikkelingen in de auto-industrie en de vooruitzichten voor de wereldwijde economische groei en wereldhandel. We verwachten dat in de loop van 2020 de vooruitzichten voor de wereldhandel en -economie stabiliseren en iets verbeteren. Dit zou steun aan de platinaprijs moeten bieden. Daarbij komt dat door strengere emissieregeling het platinagehalte in autokatalysatoren toeneemt. De verwachte geringere vraag naar diesel is naar onze mening al grotendeels in de prijs verwerkt, ook al wordt in brede kring verwacht dat de dalende trend van de dieselvraag waarschijnlijk nog wel even aanhoudt. Verder verwachten we dat, naast een bescheiden verbetering van de vraag naar platina voor katalysatoren, de vraag vanuit de industrie en voor sieraden ook iets toeneemt. De lichte stijging van de industriële vraag sluit aan bij onze visie dat de verwerkende industrie in 2020 iets aantrekt, onder de invloed van hogere consumptieve bestedingen in China.

Platina is goedkoop in vergelijking met goud...



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

... en ook in vergelijking met palladium



Bron: Bloomberg, ABN AMRO Economisch Bureau

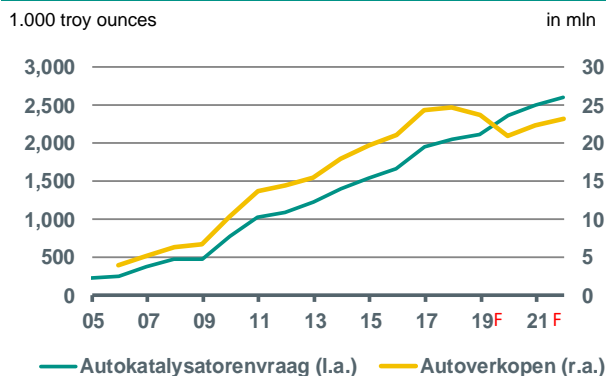
De prijs van palladium is sinds 2016 bijna verdrievoudigd, terwijl platina uit de gratie raakte. Hierdoor is de platina/palladium-ratio tot een ongekend laag niveau gedaald. Omdat dit jaar zowel de goud- als de platinaprijs is gestegen, ligt de platina/goud-ratio nog

altijd op een historisch dieptepunt. Platina is dus goedkoop in verhouding tot zowel palladium als goud (zie bovenstaande grafiek). Kortom, platina is een goedkoop edelmetaal en de vraag neemt in 2020 waarschijnlijk licht toe, zodat een prijsherstel in de lijn der verwachting ligt.

Is de palladiumprijs te ver doorgeschoten?

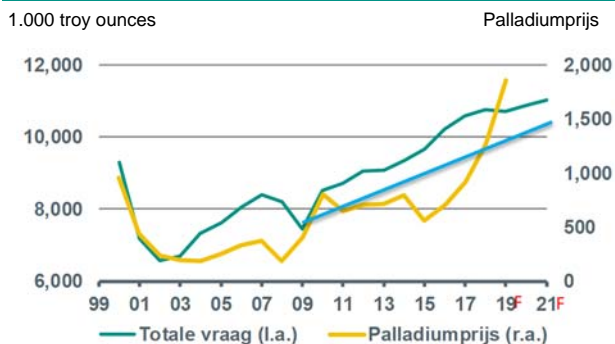
De palladiummarkt kampt met een significant aanbodtekort aan de voorzijde van de curve. Dit is het gevolg van de voorraaddynamiek en de toegenomen vraag naar palladium voor autokatalysatoren om in de toekomst aan de strengere emissienormen in China en Europa te kunnen voldoen. Hoewel de autoverkopen in China op jaarbasis zijn gedaald, is de vraag vanuit China naar palladium voor katalysatoren waarschijnlijk toegenomen als gevolg van het hogere palladiumgehalte (zie linkergrafiek hieronder). Rechtvaardigen het hogere gehalte en de grotere industriële vraag echter de exponentiele prijsstijging sinds 2015? Naar onze mening niet. In onze nieuwe berekening van de vraag hebben we een hoger palladiumgehalte voor Chinese en Europese auto's en een toename van de autoverkopen en de industriële vraag verwerkt. Verder hebben we de jaarlijkse marginale stijging van de vraag en de palladiumprijs sinds 2000 in aanmerking genomen. Als de prijs tussen 2009 en 2021 gelijke tred met de vraag houdt, kost palladium eind 2021 iets minder dan USD 1.500 per ounce. We zijn nog steeds van mening dat de stijging van de palladiumprijs niet door fundamentele factoren wordt gerechtvaardigd en dat een prijsdaling onvermijdelijk is. Onze ramingen hebben we dan ook bijgesteld naar USD 1.450 per ounce eind 2020 en USD 1.500 per ounce eind 2021.

Autoverkopen vs palladiumkatalysatorvraag China



Bron: Thomson Reuters Datastream, GFMS, ABN AMRO Economisch Bureau

Palladiumprijs is nog altijd te hoog



Bron: Thomson Reuters Datastream, GFMS, ABN AMRO Economisch Bureau

ABN AMRO ramingen edelmetalen

End period	10-Dec	Dec-19	Mar-20	Jun-20	Sep-20	Dec-20	Mar-21	Jun-21	Sep-21	Dec-21
Gold	1,463	1,400	1,400	1,500	1,550	1,600	1,650	1,700	1,725	1,750
Silver	16.64	15.50	16.00	16.50	17.25	18.00	18.50	19.00	19.50	20.00
Platinum	901	900	950	1,000	1,050	1,100	1,150	1,200	1,250	1,250
Palladium	1,891	1,650	1,600	1,550	1,500	1,450	1,450	1,475	1,475	1,500

Average	Q1 20	Q2 20	Q3 20	Q4 20	2020	Q1 21	Q2 21	Q3 21	Q4 21	2021
Gold	1,400	1,450	1,525	1,575	1,500	1,625	1,675	1,713	1,738	1,688
Silver	15.8	16.3	16.9	17.6	16.6	18.3	18.8	19.3	19.8	19.0
Platinum	925	975	1,025	1,075	1,000	1,125	1,175	1,225	1,250	1,194
Palladium	1,625	1,575	1,525	1,475	1,550	1,450	1,463	1,475	1,488	1,469

Bron: ABN AMRO Economisch Bureau

Lees meer van het Economisch Bureau op: <https://insights.abnamro.nl/en/>

