

omvang van de investeringen in de grondstoffenmarkten door indexfondsen de normale marktwerking verstoortte en verantwoordelijk was voor de forse prijsstijgingen. Toch kan deze theorie op een aantal punten weerlegd worden. De bubbeltheorie kampt namelijk met een aantal onvolkomenheden en er zijn intussen minstens evenveel studies verschenen die het tegendeel trachten aan te tonen.

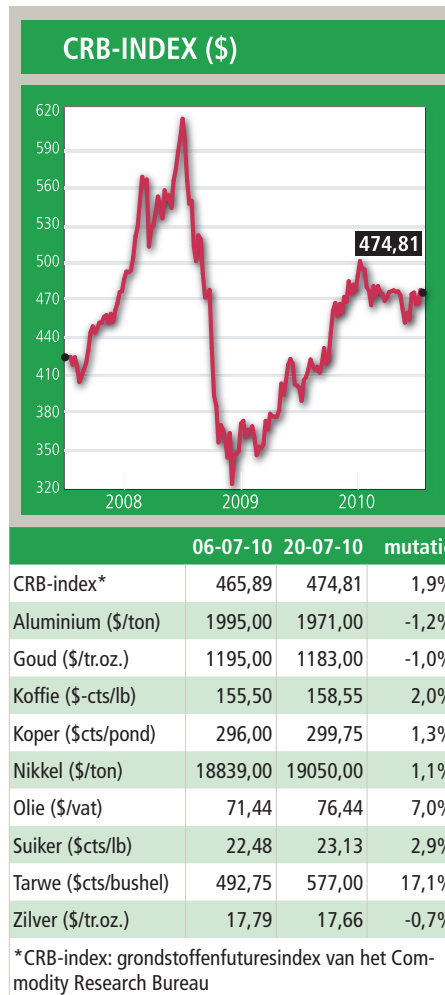
ZWAKKE PUNTEN IN THEORIE

Tegenstanders van de bubbeltheorie wijzen op een aantal onvolmaaktheden in de redenering. Zo lagen er wel degelijk fundamentele factoren ten grondslag aan de stijging van de grondstoffenprijzen in 2007-2008. Er wordt hierbij bijvoorbeeld verwezen naar de slechte oogsten op de granenmarkten en de hogere vraag naar granen voor de productie van biobrandstoffen. Op de oliemarkten was er het fenomeen van 'peak oil' (aftappend aanbod) gekoppeld aan een hogere vraag vanuit China, India en andere ontwikkelingslanden.

Een eerste fout is dat de instroom van geld in grondstoffenmarkten wordt gelijkgesteld aan fysieke vraag. In werkelijkheid staat er geen limiet op het aantal nieuwe termijncontracten dat gecreëerd kan worden. Een aankoop van termijncontracten is daarom geen nieuwe vraag, net zomin als het verkopen ervan nieuw aanbod is. Geldstromen op zich hebben dus niet noodzakelijk een effect op de prijzen, want kopers en verkopers heffen elkaar op. Gesteld dat elke marktparticipant over dezelfde informatie beschikt, zullen alleen nieuwe ontwikkelingen in de vraag- en aanbodsituatie een effect hebben op de prijs. Het is wel mogelijk dat een grote order van een bepaalde marktpartij door een andere verkeerd wordt geïnterpreteerd. Dit gebeurt bijvoorbeeld wanneer de ene partij op basis van deze grote order denkt dat de andere over meer informatie beschikt.

Een tweede misvatting gaat over de aard van de investeringen bij de indexfondsen. De aankoop van termijncontracten is een financiële transactie die zelden of nooit gepaard gaat met de fysieke levering van de onderliggende grondstof. Indexfondsen kopen dus geen fysieke grondstoffen om deze van de markt te houden met het oog op het creëren van een fysieke schaarste.

Een derde probleem van de bubbeltheorie is dat het onderscheid tussen speculanten en commerciële hedgers vaak moeilijk te maken is. Zo kunnen commerciële ook zelf speculeren, terwijl speculanten onder



bepaalde omstandigheden ook hedgen. Dit laatste komt voor wanneer een bank op verzoek van een klant een bepaalde positie moet innemen en deze vervolgens neutraliseert met een omgekeerde positie om het risico af te dekken. In de praktijk is de interactie tussen commerciële en speculanten erg complex, en het is ook niet zo dat speculanten alleen risico's nemen en commerciële alleen hun prijsrisico willen indekken.

WEERBARSTIGE PRAKTIJK

Verder zijn er nog een aantal praktijksituaties die moeilijk te rijmen vallen met de bubbeltheorie. Bij een forse prijsstijging onder invloed van speculatie tot boven de evenwichtsprijs zouden in theorie de voorraden sterk moeten toenemen. In werkelijkheid zijn de grondstoffenvoorraden in de periode 2006-2008 gemiddeld genomen gedaald. Bij lage voorraadniveaus is het effect van een vraag- en/of aanbodschok veel groter dan wanneer de voorraden zich op een comfortabel hoog niveau bevinden. In

2008 hadden heel wat grondstoffen, waaronder olie en granen, af te rekenen met een dergelijke schok terwijl de voorraden al laag waren. Het effect op de prijzen van een bijkomende voorraadwijziging was bijgevolg groot.

Een andere belangrijke vaststelling is dat ook de prijzen van grondstoffen waarin indexfondsen niet actief waren eveneens stegen. Dit was onder meer het geval met zeldzame metalen, rijst en melk die niet op een gereguleerde markt werden verhandeld. Ook de grondstoffen waarvan de prijzen door middel van langetermijncontracten worden vastgesteld, zoals ijzererts, stegen in waarde.

Daarnaast moet de activiteit van speculatieve fondsen afgezet worden tegenover de hedgingactiviteit. Een studie van negen termijnmarkten in landbouwgrondstoffen toonde aan dat de verhouding tussen beide in de periode tussen 2006 en 2008 binnen de historische normen viel, en dat indexaankopen werden gecompenseerd door verkopen van commerciële (hedgers). Hetzelfde geldt voor de termijnmarkten in ruwe olie tussen 2004 en 2009.

Een volgende anomalie zit in de verhouding tussen de prijsontwikkeling en de concentratie van indexfondsen in een bepaalde markt. Als men aanneemt dat indexfondsen de voornaamste oorzaak zijn van de prijsstijgingen, dan zouden net die grondstoffen waarin de indexfondsen relatief gezien het meest actief zijn de grootste stijging moeten optekenen. Het tegendeel bleek waar, want een wetenschappelijke studie uit 2009 toont aan dat de positie van indexfondsen het meest geconcentreerd was in de vee-markten (varkens en runderen), terwijl net deze categorie de kleinste prijsstijging liet optekenen.

Ten slotte zijn er ook studies die zich concentreren op de prijselasticiteit van de vraag. Theoretisch zou deze prijselasticiteit heel laag moeten zijn voordat er sprake kan zijn van een speculatieve impact. Dit bleek in de praktijk niet het geval, want de hogere prijzen leidden in 2008 wel degelijk tot een afname van de vraag of tot het zoeken naar substituten voor een bepaalde grondstof.

HEEFT OESO HET LAATSTE WOORD?

De Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (Oeso), een instelling die de samenwerking op met name economisch en sociaal vlak tussen vooral industriële landen wil promoten, deed de oefening nog eens over. De Oeso maakte gebruik van twee cijfer-