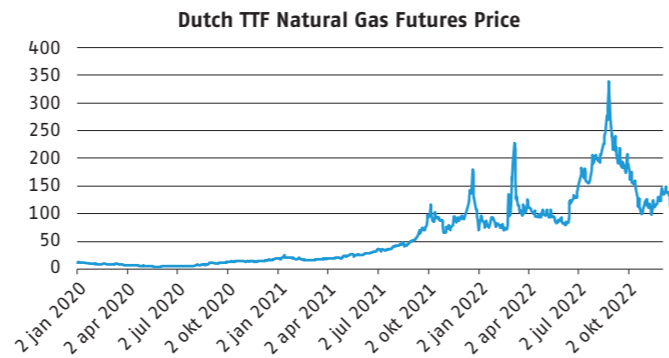


De markt van het dreigende tekort

Vorig jaar zal de boeken in gaan als het jaar van de grote gascrisis in Europa. Of in ieder geval de start van de gascrisis, want ook voor dit jaar en de komende jaren hierna zal de prijs die wij betalen voor gas nog flink hoger zijn dan dat we een paar jaar geleden gewend waren. Voor een antwoord op de vraag hoe dit heeft kunnen ontstaan zullen de meesten wijzen naar de oorlog in Oekraïne en de gevolgen voor de levering van goedkoop Russisch gas. Uiteraard klopt dit ook, net als de sluiting van het gasveld in Groningen, de kerncentrales in Frankrijk die niet goed draaien door achterstallig onderhoud, de rol van gas als transitiebrandstof, de gasinfrastructuur die niet robuust bleek voor het wegvallen van een belangrijke speler, gebrekkig geopolitiek bewustzijn van Europese leiders, het opblazen van Nordstream 1 en 2, en nog veel meer.

T. van der Valk MSc is Risicoanalist / Senior Toezichthouder Expertisecentrum bij de AFM.

Dit artikel is op persoonlijke titel geschreven.



Bron: Investing.com

Het gevolg is dat we te maken hebben met toenemende schaarste: het dreigende tekort waarbij de vraag het aanbod overstijgt en de prijs stijgt. Dit is in feite het uitgangspunt van marktwerking. Er ontstaat op den duur een nieuwe balans en een reëel tekort wordt afgewend. Wie het heeft over schaarste kan niet om dé plek heen waar schaarste vertaald wordt in een prijs: *de termijnmarkt*.

Op de termijnmarkt wordt gehandeld in contracten voor toekomstige levering. Op de termijnmarkt spreken kopers en verkopers af, wat over bijvoorbeeld een maand of jaar wordt geleverd. Hierdoor kunnen zij risico's afdekken of juist nemen tegen een vooraf bepaalde prijs. Dit proces waarbij kopers en verkopers onderhandelen over de prijs, wordt *prijsvinding* genoemd. Doordat er contracten worden verhandeld en geen fysieke goederen, wordt elke hoeveelheid (gas, graan, valuta) meerdere keren gekocht en verkocht en wordt nieuwe informatie snel en relatief goedkoop (efficiënt) verwerkt in de prijs. In het geval van toenemende schaarste, ofwel een stijgende prijs op de termijnmarkt, kunnen zowel vraag als aanbod zich aanpassen. Zo zullen in het geval van voedselschaarste boeren meer zaaien of afnemers een alternatief zoeken. Hoe langer de termijn waarop wordt gehandeld op de termijnmarkt, des te eerder men zich aan kan passen.

TERWIJL ER WERELDWIJD ONRUST UITBRAK WERD ER FLINK GELD VERDIEND DOOR GROTE INSTITUTIONELE BELEGERS

De termijnmarkt staat kortom altijd in het middelpunt van de aandacht ten tijde van toenemende schaarste. Denk bijvoorbeeld aan de wereldwijde voedselcrisis van 2006 – 2008, toen prijzen van graan, sojabonen en mais tot ongekende hoogtes stegen. Ook toen waren er allerlei oorzaken aan te wijzen zoals tegenvallende oogsten, hoge olieprijs, toename van ethanol als biobrandstof, maar er werd ook nadrukkelijk gewezen naar de termijnmarkten.¹ Terwijl er wereldwijd onrust uitbrak en er miljoenen mensen ondervoed raakten, werd er flink geld verdiend door grote institutionele beleggers. De stap van correlatie naar causaliteit is (begrijpelijk) snel gemaakt en al snel werd er gewezen naar speculanten en de termijnmarkten. In India bijvoorbeeld werd de handel in vier belangrijke voedseltermijncontracten verboden.

Niet alleen in opkomende landen zijn er voorbeelden van ingrepen in de termijnmarkt. Ook het land met de grootste en meest ontwikkelde kapitaalmarkten, de VS, kent verboden op termijncontracten. De *Onion Futures Act* uit 1958 bijvoorbeeld verbiedt de handel in termijncontracten van uien en bioscoopkaartjes. Deze verboden komen vaak voort uit een crisis waarin snelle prijsstijgingen worden gevolgd door even grote en snelle prijsdalingen. Soms, zoals bij de uien crisis van 1955–1956, is het een gevolg van frauduleuze intenties van een paar handelaren die de markt proberen te *corneren*.² Meestal spelen er op de achtergrond allerlei fundamentele redenen voor toenemende schaarste die in principe buiten de termijnmarkt liggen. Desondanks grijpt men toch graag in op de termijnmarkt. Zo ook in de huidige gascrisis waar een door de Europese Commissie toe besloten *price cap* op de Nederlandse gastermijnmarkt in Amsterdam al maanden voor onrust zorgt.³

WAT ALS EEN TEGENPARTIJ IN DE PROBLEMEN KOMT ZODRA DE CAP WORDT BEREIKT?

(DON'T) SHOOT THE MESSENGER

Een cynische constatering is dat schaarste het eenvoudigst kan worden voorkomen door de termijnmarkt te verbieden. Tekorten kunnen helaas nog wel ontstaan, maar van dreigende tekorten is er zonder termijnmarkt geen tastbare indicatie meer, net zomin als speculatie met betrekking tot de toekomstige vraag en aanbod. Tot zover de voordelen. Want wat zijn de nadelen van het verbieden of anderszins ingrijpen in termijnmarkten?

De meeste maatregelen hebben als nadeel dat de *liquiditeit* wordt beperkt. Liquiditeit is echter een complex begrip. Meestal wordt liquiditeit gedefinieerd als een zo groot mogelijk *handelsvolume*, of een zo klein mogelijke *spread*.⁴ Dat zijn uiteraard belangrijke begrippen maar het zijn afgeleiden. Liquiditeit is namelijk het gemak of de mate van impact waarmee een *bepaalde hoeveelheid* kan worden gekocht of verkocht *op een bepaald moment*. Met name dat laatste – *op een bepaald moment* – wordt vaak over het hoofd gezien. De omstandigheden bepalen hoe liquide een markt *is* en niet wat het gemiddelde van het handelsvolume of de spread *was*.

Meer nog dan de posities die partijen hebben, zijn de *handelsstrategieën* van alle partijen belangrijk. Voor een liquide markt zijn er voldoende *diverse* partijen nodig met voldoende *diverse* strategieën. Zo kan een markt in het algemeen heel liquide zijn in normale omstandigheden, maar in specifieke panieksenario's is de liquiditeit afhankelijk van de reactie van markt. Dit is bijvoorbeeld het geval tijdens een gasprijspiek zoals eind augustus, waar je in feite niet kan spreken van een liquide markt, hoeveel er ook wordt gehandeld (in volume) en hoe klein de *spread* ook is. Als er met te veel haast, en dus beperkte prijsgevoeligheid, wordt gehandeld, dan zal de prijsimpact groot zijn. Als sommige partijen moeten handelen, vanwege verplichtingen, zoals het vullen van gasvoorraden, zal de prijsimpact ook groot zijn. Zeker als er geen potentiële verkopers zijn, bijvoorbeeld omdat die helemaal geen positie hebben door te hoge onderpandverplichtingen, terwijl ze dat wel zouden hebben gehad in normale omstandigheden. Zo is liquiditeit uiteindelijk de som van alle verschillende handelsstrategieën. Om de gevolgen van maatregelen in te schatten moet er daarom specifiek worden gekeken naar welke partijen met welke handelsstrategie het hardst geraakt zullen worden.

Het volledig verbieden van termijnhandel heeft direct gevolg voor de liquiditeit, maar ook minder ingrijpende maatregelen hebben impact. Als er geen handel meer mogelijk is, dan is er van liquiditeit en prijsvinding uiteraard geen sprake meer. Maar ook door een maatregel als de *price cap* wordt de liquiditeit van de markt verlaagd. Hoe gaan



partijen hierop reageren in welke scenario's? Als voorbeeld: wat als een tegenpartij in de problemen komt zodra de *cap* wordt bereikt? Om dat verhoogde risico te mitigeren wordt er vooraf al meer onderpand vereist en zullen een aantal partijen niet meer kunnen en/of willen handelen. Dit heeft impact op de liquiditeit en dus prijsvinding, nog voor een *price cap* wordt geactiveerd.

Mijn boodschap is tweeledig. Enerzijds hebben ingrepen in de termijnmarkt die de liquiditeit ondermijnen – of zelfs helemaal doet verdwijnen – grote consequenties. Want zonder liquiditeit, geen prijsvinding, zonder prijsvinding geen toenemende schaarste of dreigende tekorten, en zonder dreigende tekorten, geen enkele mogelijkheid om voor te bereiden op daadwerkelijke tekorten. Anderzijds hebben alle marktpartijen een grote verantwoordelijkheid om in hun handelen het publieke belang van de termijnmarkt, waaronder prijsvinding en risicomitigatie, centraal te stellen en zo de roep om schadelijk ingrepen te helpen voorkomen. Ons gedrag op de markt doet ertoe. ■

1 – Colbran, Nicola, The Financialisation of Agricultural Commodity Futures Trading and its Impact on the 2006–2008 Global Food Crisis (February 2, 2011). 3rd Biennial Ingram Colloquium on International Law and Development, University of New South Wales, December 2, 2010, UNSW Law Research Paper No. 2011–14, Available at SSRN: <https://ssrn.com/abstract=1762912>

2 – Corneren is het opkopen van alle voorraad om zo de prijs op te drijven.

3 – Zie bijvoorbeeld Markten worden bedolven onder de prijsplafonds, maar of het ook helpt (fd.nl)

4 – Spread, ook bidaskspread, is het verschil tussen de prijs waarvoor men bereid is te kopen (bieden) en te verkopen (laten).