

KWARTAALUPDATE

Commodities

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

- Grondstoffenmarkten waren niet immuun voor wereldwijde recessievrees
- Benchmark verloor 11,86%, maar het Achmea IM Commodity Fund EUR hedged wist deze schade met 6% te beperken tot een verlies van 5,78%
- Markten zijn historisch krap; deze krapte is slecht verenigbaar met de negatieve rendementen uit het derde kwartaal
- Vraag is hoe lang rendementen losgekoppeld kunnen blijven van onderliggende marktdynamiek

Verschillen tussen grondstoffen en traditionele beleggingscategorieën

- Grondstoffen worden geconsumeerd
- Grondstoffenmarkten bestaan voor het grootste gedeelte uit producenten en consumenten
- Rente en groei hebben geen directe invloed op waardering grondstoffen
- Grondstoffen kunnen niet van de toekomst geleend worden

AUTEURS



Ralph Sandelowsky,
Senior Portfoliomanager
Commodities



Marc Hutten,
Investment Solutions
Specialist



THEMA

Benchmarkbeleggers doen zichzelf te kort

Grondstoffen maken inmiddels zo'n 20 jaar deel uit van robuuste institutionele beleggingsportefeuilles. In die tijd is er veel veranderd. Passieve invullingen maken binnen de beleggingscategorie plaats voor alternatieve invullingen die zich over de afgelopen jaren meermaals hebben bewezen. Zowel met hogere rendementen als door lagere risico's.

Grondstoffen kennen een hoge inflatiegevoeligheid en maken vanwege de lage correlatie met andere beleggingscategorieën de portefeuille als geheel robuuster. Bij het opnemen van grondstoffen in de portefeuille wordt vaak een relatief kleine positie van 2,5% tot 5% van de portefeuille geïnvesteerd. Gegeven een volatiliteit van de beleggingscategorie van 20% draagt dit aanzienlijk bij aan het totale portefeuillerisico.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

Marktbeeld

Een slecht kwartaal voor de grondstoffenmarkten

Het derde kwartaal was een slecht kwartaal voor de grondstoffenmarkten. De benchmark verloor 11,86%. Het fonds wist de schade te beperken tot een verlies van 5,78%, waarmee het fonds de benchmark met 6,07% verslagen heeft.

In het derde kwartaal voerde de angst voor een recessie de boventoon in de verschillende markten. Vanwege de sterk opgelopen inflatie verhogen centrale banken wereldwijd hun rentes met ongekend grote stappen. Het effect van deze stijgende rentes is doorgaans een vertraging van de economie, omdat het duurder wordt om met vreemd vermogen te investeren. De grondstoffenmarkten waren niet immuun voor deze vrees. Ergens is dit vreemd, want op basis van de eigenschappen van grondstoffen zou je een ander rendement verwachten.

Een vergelijking tussen grondstoffen en traditionele beleggingscategorieën

Twee belangrijke verschillen tussen grondstoffen en traditionele beleggingscategorieën zijn:

1. dat grondstoffen geconsumeerd worden; en
2. dat de markt voor het grootste gedeelte uit producenten en consumenten van grondstoffen bestaat. Beleggers zijn verantwoordelijk voor een veel kleiner gedeelte.

De prijs van een grondstof is de prijs waarop de marginale eenheid van eigenaar wisselt. Deze wordt bepaald door vraag en aanbod, waarbij de vraag ook afhankelijk is van de beschikbare voorraden. Bij traditionele beleggingscategorieën zijn groei en rente rechtstreekse inputs in de waardering, maar bij grondstoffen is dat veel minder het geval. Wel zijn er indirecte effecten: een hogere groei leidt tot meer vraag, en een lagere rente leidt tot eveneens meer vraag.

Dit maakt grondstoffen niet gevoelig voor de verandering *in* groei, maar voor het niveau *van* groei. Een daling van de economische groei van 4% naar 3% is voor aandelen doorgaans negatief, maar voor grondstoffen veel minder. Het zou zelfs positief kunnen zijn, omdat een groei van 3% inhoudt dat de vraag naar grondstoffen met ongeveer 3% stijgt. Bij een gelijkblijvend aanbod moet de prijs wel stijgen. Dit voorbeeld illustreert waarom grondstoffen aan het einde van de economische cyclus doorgaans goede rendementen laten zien, terwijl aandelen op dat moment meestal forse verliezen lijden.

In dit licht is het rendement van het afgelopen kwartaal opmerkelijk. De rentes zijn gestegen en er zijn zorgen over de toekomstige economische groei, maar de vraag naar grondstoffen is onverminderd sterk, het aanbod is krap en de voorraden zijn laag. Dit beeld wordt versterkt door de vorm van de termijncurves van de verschillende grondstoffen.

Signalen van termijncurves

De negatieve rendementen van het afgelopen kwartaal rijmen slecht met de signalen die de verschillende grondstoffenmarkten afgeven. Bijna alle termijncurves kennen voor kortlopende contracten een hogere prijs dan voor langer lopende contracten. Dit houdt in dat de markt bereid is om meer te betalen om de grondstof nu in handen te hebben, in plaats van in de toekomst. Dit is een karakteristiek van een krappe markt. In een krappe markt verwacht je prijsstijgingen, in plaats van prijsdalingen.

Historisch perspectief

Maar hoe krap is de markt precies? Om hier een beter beeld van te krijgen analyseren we de vorm van de termijncurves vanaf eind 1999 tot en met eind september 2022. We kijken naar het verschil in prijs van het kortlopende contract en het contract dat één jaar later expireert. Dit verschil zetten we af tegen de historische verschillen om een beeld te krijgen hoe krap de markten in historisch perspectief zijn. Om de kraptes van de verschillende grondstoffenmarkten te kunnen vergelijken, drukken we het verschil uit in het aantal standaarddeviaties van het eigen gemiddelde. Deze z-score zetten we op basis van de normaalverdeling om in een percentage, zodat we in kunnen schatten hoe vaak een dergelijke krapte voorkomt.

De resultaten zijn als volgt (bron: Bloomberg):

- Energie: op WTI ruwe olie na zijn zitten we in de top 10% van krapste markten. Voor stookolie, diesel en aardgas zelfs in de top 3%.
- Metalen: koper en zink zijn extreem krap. Koper zit in de top 1%, zink in de top 3%. De overige metalen zijn allesbehalve krap. De edelmetalen zijn zelfs in overvloed aanwezig.
- Granen: alle markten behalve sojabonen zitten in de top 10% van krapste markten. De markt bij sojabonen is gemiddeld.
- Softs: alle markten met uitzondering van suiker bevinden zich in de top 5% van krapste markten. Voor suiker is dit de top 15%.
- Vee: rundvlees is allesbehalve krap en varkens zijn gemiddeld. Deze sector springt er qua krapte niet uit.

De combinatie van extreem krappe energiemarkten en een verlies van 15% voor de energiesector in het afgelopen kwartaal is opmerkelijk. Zeker gezien het feit dat grondstoffen enkel een indirecte afhankelijkheid van rente en groei kennen. Niet geheel verrassend is dit rendement in de eerste dagen van oktober voor een groot gedeelte gecorrigeerd. Wanneer het derde kwartaal tot en met 6 oktober zou lopen was het verlies van de energiesector slechts 4,75%.

Bij industriële metalen zien we een vergelijkbaar beeld. Het rendement van de sector stijgt met de eerste vier handelsdagen van oktober van -7,46% naar -3,19%. Hier zijn het lood, zink en nikkel die voor de stijging zorgen.

Bij de sectoren granen en softs is nog geen sprake van prijsherstel. Gegeven het feit dat de meeste onderliggende grondstoffenmarkten in deze sectoren historisch krap zijn, belooft het komende kwartaal interessant te zijn. Hoe lang kunnen de rendementen losgekoppeld blijven van de onderliggende marktdynamiek?



THEMA

Benchmarkbeleggers doen zichzelf tekort

Grondstoffen maken inmiddels bijna 20 jaar deel uit van robuuste institutionele beleggingsportefeuilles. In die tijd is er veel veranderd. Toch komen wij nog vaak passieve invullingen tegen en dat verbaast ons. Alternatieve invullingen hebben zich over de afgelopen jaren keer op keer bewezen, zowel door hogere rendementen als door lagere risico's.

Bij de introductie van grondstoffen werd er vaak een relatief kleine positie van 2,5% tot 5% van de portefeuille geïnvesteerd. Gegeven een volatiliteit van de beleggingscategorie van 20% draagt dit aanzienlijk bij aan het totale portefeuillerisico. Toch werd vaak voor een passieve invulling gekozen, omdat het met een kapitaalsbeslag van 2,5% - 5% nu eenmaal niet bovenaan de lijst van urgente zaken stond.

Albert Einstein

“Samengestelde rente is het achtste wereldwonder” is een uitspraak die vaak aan Albert Einstein wordt toegeschreven. Ongeacht of Einstein dit inderdaad gezegd heeft, is de uitspraak erg sterk. Het is niet alleen van toepassing op rente, maar ook op de toegevoegde waarde die ontstaat wanneer er een solide beleggingsproces wordt gevolgd. Een klein jaarlijks verschil in rendement kan leiden tot een groot verschil in eindwaarde van de belegging.

Vanwege de samenstelling van de grondstoffenmarkten is het in deze beleggingscategorie eenvoudiger om rendement toe te voegen dan bij andere beleggingscategorieën.

Samenstelling grondstoffenmarkten

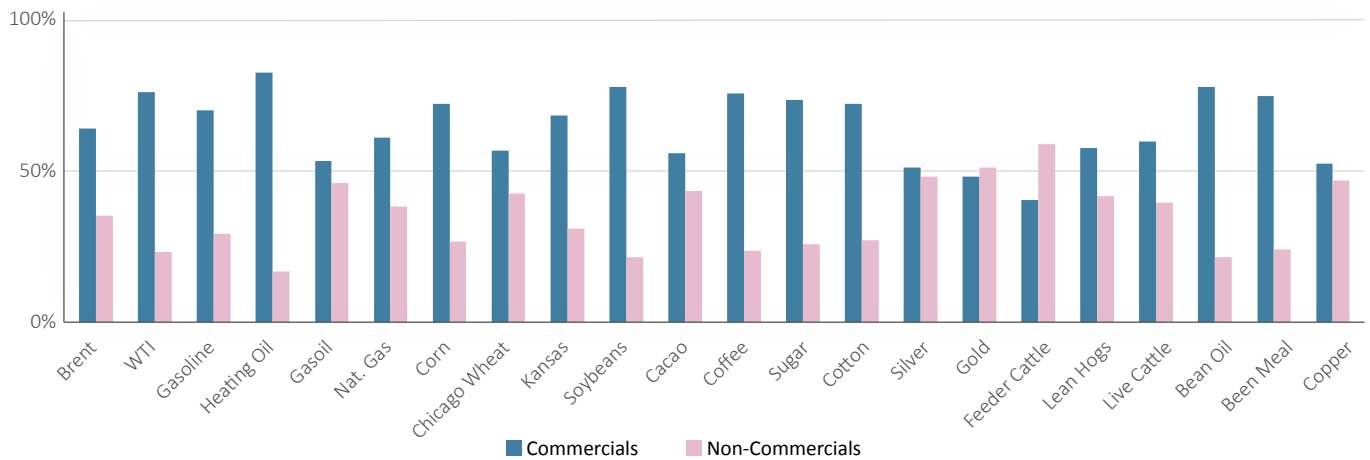
Op de verschillende grondstoffenmarkten handelen producenten, consumenten en investeerders met elkaar. De Amerikaanse toezichthouder, de Commodities Futures Trading Commission (CFTC),

vraagt marktparticipanten hun posities in grondstoffenfutures periodiek te rapporteren. De CFTC aggregereert deze data en publiceert het met een vertraging. Hierbij maakt de CFTC onderscheid in twee groepen: Commercials en Non-Commercials. Onder Commercials schaaft de CFTC alle transacties van partijen die met termijncontracten hun prijsrisico afdekken. Dit zijn producenten en consumenten. Onder Non-Commercials vallen de transacties van alle andere partijen, waaronder beleggers en speculanten. Zij gebruiken de termijncontracten niet om risico af te dekken, maar juist om risico toe te voegen.

Wanneer we kijken naar de publicaties van de CFTC, dan zien we consequent (zie figuur 1) het beeld dat producenten en consumenten in nagenoeg iedere grondstof meer dan de helft van het aantal uitstaande contracten voor hun rekening nemen. Dit is een interessante observatie, omdat in alle andere beleggingscategorieën er geen sprake is van de aanwezigheid van producenten en consumenten, laat staan dat zij het merendeel van de uitstaande contracten voor hun rekening nemen.

Het grote verschil tussen producenten en consumenten enerzijds en andere marktparticipanten anderzijds, is dat producenten en consumenten niet door prijs, maar door risico gedreven worden. Het is voor consumenten belangrijk om zekerheid te hebben over het bezit van de fysieke grondstof zodat de eigen productieprocessen kunnen worden uitgevoerd. Voor producenten is het belangrijk om de verkoopprijs vast te leggen, zodat er zekerheid is over de winstmarge op bijvoorbeeld de aankomende oogst. Om deze zekerheid te krijgen, zijn producenten en consumenten bereid om een marginaal slechtere prijs te accepteren.

Figuur 1: Verdeling commercial versus non-commercial per grondstof



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Wanneer we vervolgens kijken naar de netto positie van de producenten en consumenten, dan zien we dat dit voor het merendeel van de grondstoffen een shortpositie (zie figuur 2) is. Dit houdt in dat producenten meer verkopen dan dat consumenten kopen.

Implicaties voor de belegger

Op basis van de CFTC data kunnen we een tweetal conclusies trekken:

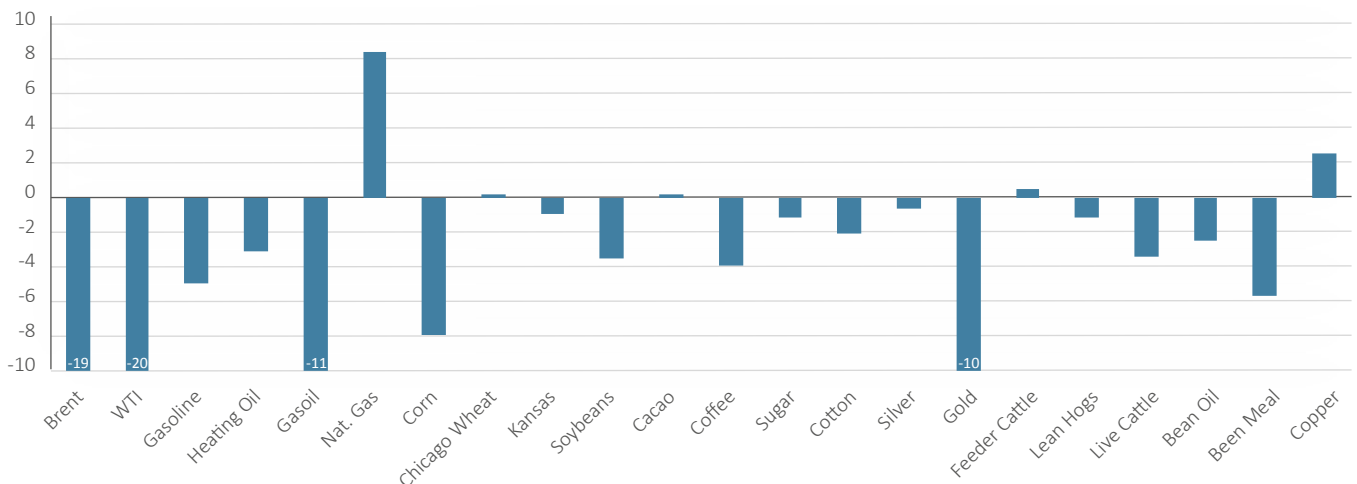
1. Producenten en consumenten zijn bepalend voor de bewegingen van de verschillende commodity markten.
2. Producenten hebben, naast consumenten, ook de overige participanten nodig om de door hen gewenste risico-afdekking te kunnen realiseren.

Daarnaast kunnen we op basis van de lengte van productieprocessen aannemen dat:

1. Producenten gebruik maken van contracten met een relatief lange looptijd.
2. Consumenten gebruik maken van contracten met een korte looptijd.

Wanneer we de conclusies op basis van de CFTC data combineren met de aannames over de door producenten en consumenten gebruikte contracten, dan is het waarschijnlijk dat kortlopende contracten overgewaardeerd zijn en langlopende contracten ondergewaardeerd. Voor een door prijs gedreven belegger is het daarmee interessant om gebruik te maken van contracten met een relatief lange looptijd. Dit is precies het tegenovergestelde van wat de standaard grondstoffenbenchmarks doen. Die beleggen in contracten met een looptijd van één of twee maanden.

Figuur 2: Netto positie producenten en consumenten per grondstof (in miljarden dollars)



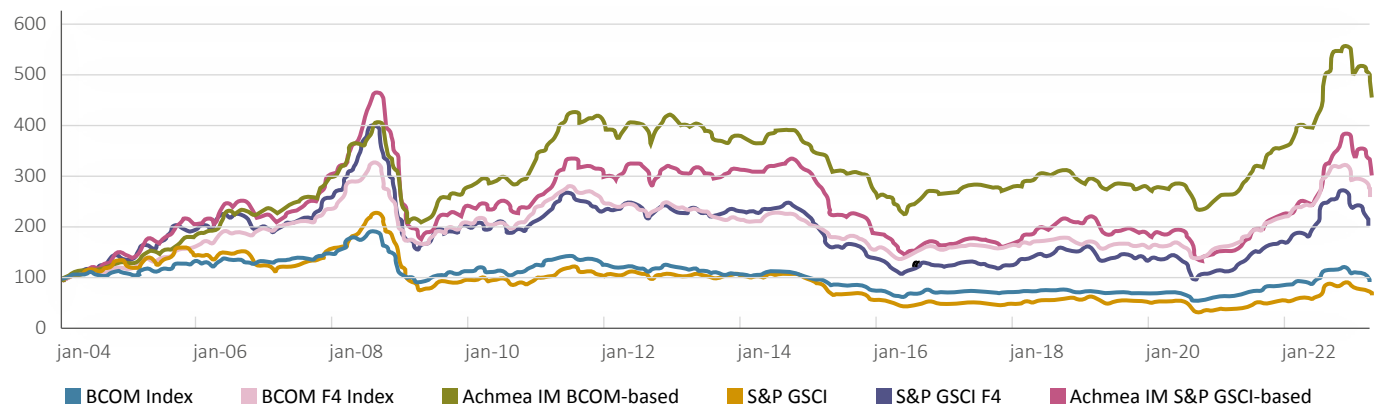
Bron: Bloomberg, Achmea IM

Impact op portefeuillerendement

Naast indices die gebruik maken van kortlopende contracten hebben de grote benchmarkproviders Bloomberg en S&P tegenwoordig ook indices die gebruik maken van langer lopende contracten. Dit maakt het erg makkelijk om de verschillen tussen beiden in kaart te brengen. Daarnaast heeft Achmea IM ook een eigen beleggingsstrategie. Deze strategie maakt naast de langer lopende contracten ook gebruik van een filter dat periodiek dynamisch grondstoffen selecteert.

Onderstaande grafiek geeft de rendementsontwikkeling van de Bloomberg Commodities Index en S&P GSCI Index weer. Dit zijn twee indices die beleggen in contracten met een looptijd van één of twee maanden. In de grafiek zijn ook twee varianten op deze indices opgenomen. Deze varianten beleggen in de contracten die over vier maanden in de standaard indices worden opgenomen. Hiermee beleggen ze in contracten met een looptijd van vijf of zes maanden. Tot slot zijn ook de twee Achmea IM strategieën toegepast op de standaard indices opgenomen.

Figuur 3: Historische rendementsontwikkelingen grondstoffenstrategieën



	BCOM	BCOM F4	Achmea IM BCOM-based	S&P GSCI	S&P GSCI F4	Achmea IM S&P GSCI-based
Rendement per jaar	-0,02%	5,57%	8,50%	-1,74%	4,31%	6,31%
Standaarddeviatie	16,85%	15,39%	16,77%	24,03%	21,54%	21,75%
Sharpe Ratio	-0,00	0,36	0,51	-0,07	0,20	0,29
Maximum Drawdown	73,25%	60,72%	55,33%	88,54%	77,75%	74,50%
Calmar Ratio	-0,00	0,09	0,15	-0,02	0,06	0,08

Bron: Achmea IM, Bloomberg

Let op: In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea IM (Diversified) Commodities Fund EUR hedged voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

Bovenstaande tabel laat zien dat door gebruik te maken van langer lopende contracten, het mogelijk is om ten opzichte van de Bloomberg Commodity Index 5,5% per jaar toe te voegen over een periode van bijna 20 jaar. Voor de S&P GSCI is dit zelfs 6%. Door daarnaast ook gebruik te maken van dynamische selectie van grondstoffen is Achmea IM in staat om deze toegevoegde waarde te verhogen naar 8,5% voor de BCOM index en 8% voor de S&P GSCI index.

Deze toegevoegde waarde wordt gerealiseerd met eenzelfde of lagere standaarddeviatie en een veel lager maximaal verlies. Dit maakt een dergelijke strategie niet alleen vanuit rendementsperspectief interessant, maar ook vanuit risicoperspectief.

Wanneer we terugkijken naar de uitspraak die aan Albert Einstein wordt toegeschreven en kijken naar wat een paar aanpassingen ten opzichte van een standaard benchmark toe kunnen voegen, dan kunnen we niet anders dan concluderen dat de uitspraak volledig juist is; 8% per jaar over een periode van bijna 20 jaar is een verschil van 322,5% in cumulatief rendement. Ondanks de relatief kleine allocaties van 2,5 tot 5% van de totale portefeuille maakt het dus wel degelijk uit hoe dit onderdeel van de portefeuille wordt ingevuld.



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomanagement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. ("Achmea IM") heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht ("Wft"). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto's, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo's, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.