

KWARTAALUPDATE

Commodities

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld

Grondstoffen hebben in het tweede kwartaal wederom een sterk rendement gerealiseerd. De benchmark wist dit kwartaal 15,24% toe te voegen. Het Achmea IM Commodity Fund EUR Hedged wist de benchmark te verslaan en rendeerdde 16,15%, een outperformance van 0,91%. Dit is opmerkelijk, omdat het fonds doorgaans wat achter blijft in sterk stijgende markten.

De rendementen van de verschillende sectoren, in Amerikaanse dollar, zijn als volgt:

- Energie: 22,10%
- Metalen: 7,74%
- Granen: 11,98%
- Softs: 13,74%
- Veeteelt: -1,68%

De cijfers laten zien dat de energiesector wederom bepalend is geweest voor het rendement dit kwartaal. We zullen in deze kwartaalupdate op deze sector inzoomen. De belangrijkste onderwerpen in het tweede kwartaal:

- OPEC acties
- COVID-19 herstel
- Onderhandelingen tussen de VS en Iran over sancties
- Hittegolf in de Verenigde Staten

AUTEURS



Ralph Sandelowsky,
Senior Portfolio Manager
Commodities



Marc Hutten,
Investment Solutions
Specialist

THEMA

Let op uw onderwegingen!

Grondstoffen kennen grote verschillen in rendement tussen contracten met verschillende looptijden. Nu benchmarks steeds vaker gebruik maken van efficiëntere contracten met langere looptijden, zijn de onderwegingen van een beleggingsstrategie ten opzichte van de benchmark minstens zo belangrijk als de overwegingen. Onze analyse laat zien dat het goed omgaan met onderwegingen de efficiëntie van de portefeuille significant verhoogt.

[Lees verder op pagina 4 →](#)



Extreme hitte in Canada en de VS leidt tot extra vraag naar koeling en dus energie

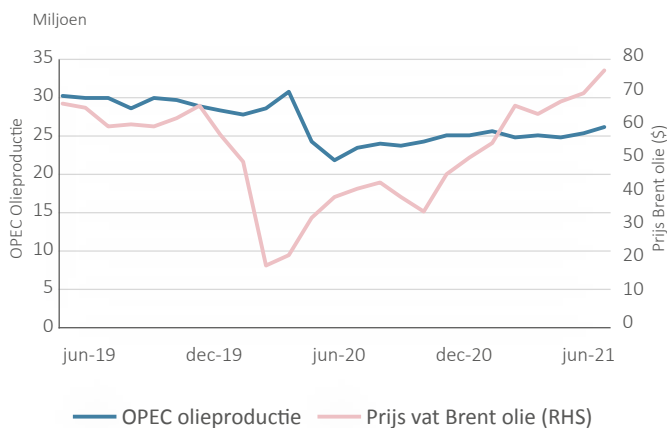
Marktbeeld

OPEC acties: oplopende productie, prijsstabiliteit twijfelachtig

Een jaar geleden hebben de OPEC landen en tien andere landen, waarvan Rusland de belangrijkste is (samen OPEC+), ongekende productiebeperkingen afgekondigd. Deze waren nodig, omdat de restricties die werden ingesteld om de COVID-19 pandemie het hoofd te bieden, de vraag naar ruwe olie ineen hebben doen storten.

Met deze gecoördineerde actie, waar de landen zich ook nog goed aan gehouden hebben, heeft OPEC+ aan geloofwaardigheid gewonnen. Aan het begin van dit kwartaal heeft OPEC+ besloten om vanaf mei/juni de productie langzaam op te voeren. Prijzen zijn de afgelopen maanden dusdanig hard gestegen dat de Amerikaanse schalieolieproducenten ook weer winstgevend kunnen produceren. Met minimaal 4 miljoen vaten per dag aan beschikbare capaciteit is het er OPEC+ veel aangelegen om vooral zelf te profiteren van de hogere prijzen. Door nu de productie te verhogen probeert OPEC+ het voor de Amerikaanse schalieolieproducenten minder aantrekkelijk te maken om te produceren. Hierdoor is OPEC+ in staat om meer vaten te verkopen tegen een licht lagere prijs.

Grafiek 1: Productie- en prijsontwikkelingen ruwe olie (juni 2019 – juni 2021 in USD)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

De beperkingen hebben in onze optiek zeker hun effect gehad, want ondanks het feit dat de schalieolieproducenten in de VS winstgevend zijn vanaf \$50-\$60 per vat en de koers inmiddels is opgelopen tot boven de \$70, wordt er vooralsnog maar weinig in de Amerikaanse schalieolievelden geïnvesteerd.

De betrouwbaarheid van OPEC+ komt onder andere tot uiting in de mate waarin men zich aan de gemaakte afspraken houdt. Er is 125% van het afgesproken niveau beperkt. Dit houdt in dat landen vrijwillig minder produceren dan ze hebben afgesproken. Wel



zien we dat de niet-OPEC landen maar 91% van het afgesproken niveau beperkt hebben. Dit is het laagste percentage sinds de totstandkoming van de productiebeperkingen.

Tegen het einde van het kwartaal werd de volgende OPEC+ meeting voorbereid. Het doel was onder andere om de productie wederom verder op te schroeven om de prijzen niet te sterk te laten stijgen. Toch blijft het lastig om de OPEC leden op één lijn te krijgen. Het komend kwartaal zal uitwijzen of OPEC+ in staat is om de gelederen te sluiten. Mocht dit niet het geval zijn, dan is er een reëel risico dat landen ongecontroleerd de productie gaan verhogen, met een scherpe daling van de prijs als gevolg.

COVID-19 herstel

Met de verder op stoom geraakte vaccinatiecampagnes normaliseert het openbare leven langzamerhand. Hiermee nemen ook de transportbewegingen toe, wat tot een stijging van het energieverbruik leidt. Dit komt tot uiting in de benzinemarkten, waar het verbruik is toegenomen en de voorraden zijn afgenomen. Zo is in de VS het benzineverbruik gestegen van 7,5 miljoen vaten per dag in januari naar bijna 9 miljoen vaten per dag in april. Ook zijn de voorraden sinds 2018 niet zo laag geweest.

Deze gebeurtenissen zijn versterkt door de cyberaanval op pijplijnoperator U.S. Colonial Pipeline. Deze aanval heeft ertoe geleid dat ongeveer 45% van de toevoer naar de oostkust van de VS tijdelijk uitgevallen is geweest.

Aan de andere kant ziet internationale luchtvaart associatie (IATA) het aantal gevolgen kilometers nog 88% onder het niveau van maart 2019 liggen. IATA verwacht dat het nog zeker twee jaar zal duren voordat de luchtvaartsector weer op pre-crisis niveaus zit.

Onderhandelingen tussen de VS en Iran over sancties

Met het vertrek van Donald Trump uit het Witte Huis is de Amerikaanse lijn richting Iran vriendelijker geworden. De twee landen zijn in gesprek om de VS weer aan te laten sluiten bij de nucleaire deal uit 2015. De Iraanse president Hassan Rouhani geeft aan dat er goede stappen in die richting gezet worden. Met de graduele terugkeer van Iran op de wereldwijde oliemarkten wordt

het des te belangrijk voor OPEC om de productiebeperkingen goed na te leven. Als de producenten één blok kunnen blijven vormen kunnen ze voor prijsstabiliteit zorgen. Op het moment dat ze proberen elkaar de loef af te steken door meer te produceren, bestaat er een mogelijkheid dat er een zichzelf versterkende neerwaartse spiraal ontstaat.

Hittegolf in de Verenigde Staten

In de tweede helft van de maand juni ontstond een hittegolf in het noordwesten van de VS en het zuidwesten van Canada. Op

veel plekken werd het dusdanig warm dat hittestatistiek records significant gebroken zijn. Zo is in Lytton, een dorp in Canada een temperatuur van bijna 50 graden Celcius gemeten. In de grotere Amerikaanse steden Portland en Salem werd het zo'n 47 graden Celcius. In dergelijke hete tijden stijgt de vraag naar airconditioning sterk. Aardgas wordt veel gebruikt om in de winter mee te verwarmen en in de zomer om mee te koelen. Het rendement van aardgas was meer dan 20% in de maand juni, waarvan meer dan 14% in de laatste acht handelsdagen is gerealiseerd.

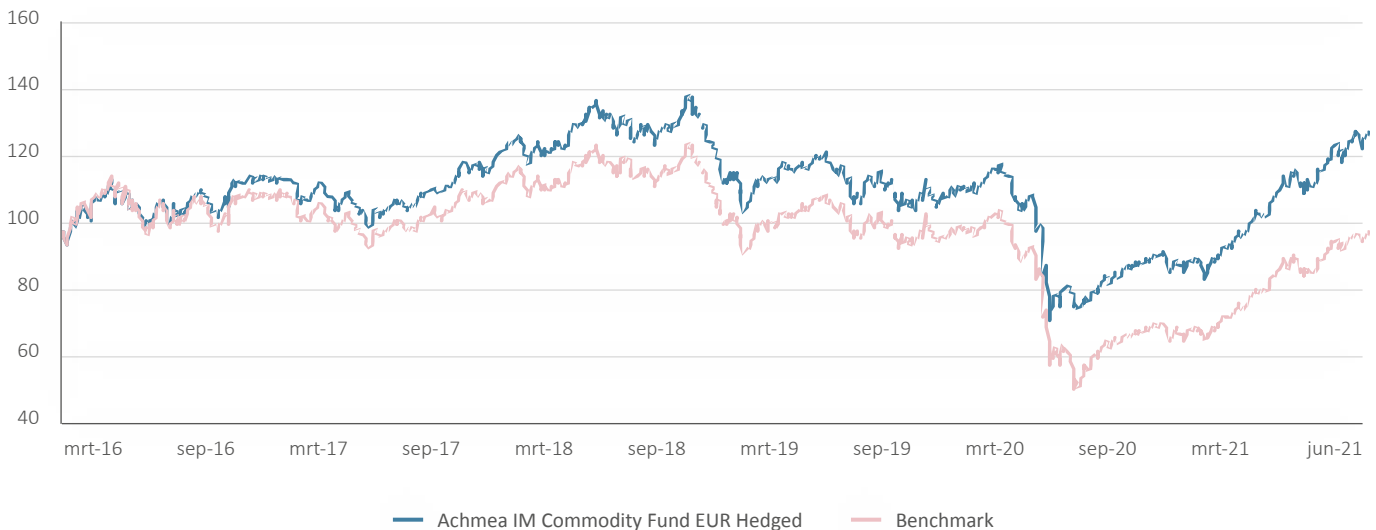
Bron: Bloomberg

Performance Achmea IM Commodity strategie

Het Achmea IM Commodity Fund EUR Hedged rendeerdde 16,15%, een outperformance van 0,91% t.o.v. de benchmark. Dit is opmerkelijk, omdat het fonds doorgaans wat achter blijft in sterk

stijgende markten. De toegevoegde waarde is afkomstig van zowel het dynamisch selecteren van commodities, als het gebruik maken van contracten met een langere looptijd.

Grafiek 2: Performance Achmea IM Commodity Fund EUR Hedged t.o.v. benchmark (S&P GSCI Excess Return hedged to EUR + €STR)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Tabel 1: Historisch track record Achmea IM Commodity Fund EUR Hedged t.o.v. benchmark (S&P GSCI Excess Return hedged to EUR + EONIA/€STR)

	Achmea IM Commodity Fund EUR Hedged	Benchmark	Vershil
Rendement per jaar	5,42%	0,04%	5,38%
Standaarddeviatie	19,08%	21,91%	-2,84%
Sharpe Ratio	0,28	0,00	0,28

Bron: Achmea IM, Bloomberg

THEMA

Onderzoek toont aan: Let op uw onderwegingen!

Samenvatting/short read

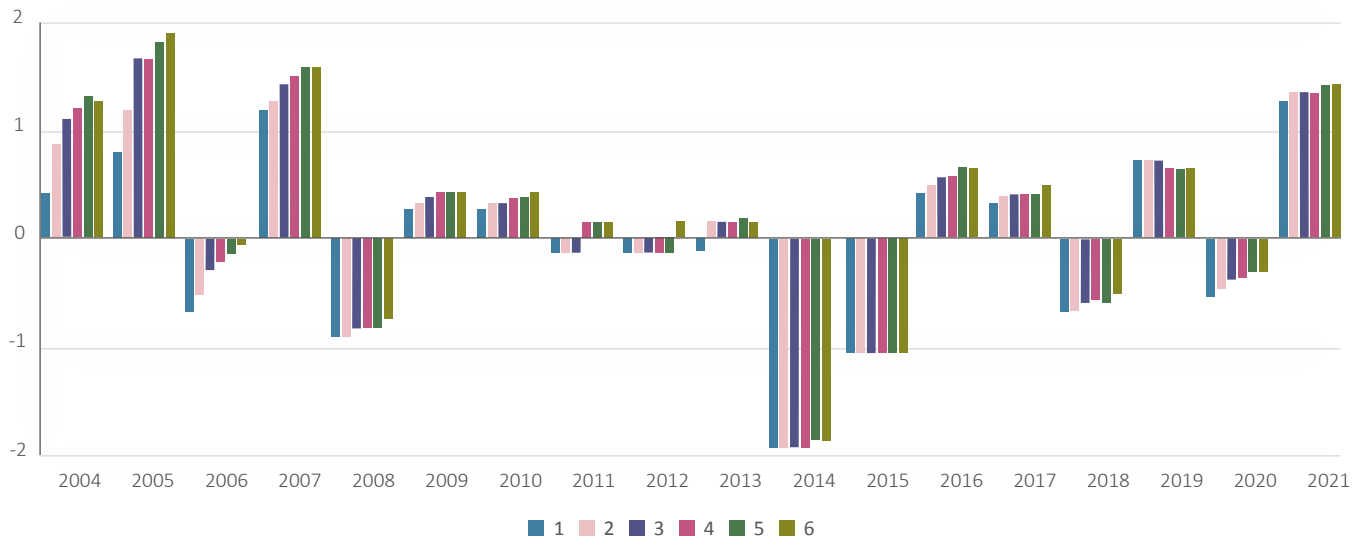
- Onze analyses tonen aan dat beleggen in grondstoffen meer rendabel is door contracten met een langere looptijd te gebruiken.
- Kortlopende termijncontracten zijn minder efficiënt dan langer lopende termijncontracten.
- Dit effect treedt op bij zowel stijgende als dalende markten.
- Steeds meer beleggers maken gebruik van benchmarks met langer lopende contracten.
- Afwijkingen van deze benchmark leiden daarmee tot een onderweging van de efficiëntere, langer lopende contracten.
- Beleggers zijn echter gebaat bij het onderwegen van inefficiënte contracten.
- Beleggers die gebruik maken van benchmarks met langer lopende contracten doen er goed aan om alsnog het eerste contract te onderwegen.
- Dit kan door naast de beleggingsstrategie het benchmarkcontract te kopen en het eerste contract te verkopen.

Efficiëntieverhoging in de strategische pensioenportefeuille

In deze analyse geven we aan de hand van een benchmarkwijziging aan hoe de beleggingen in grondstoffen het beste kunnen worden vormgegeven. We gaan er hierbij vanuit dat de benchmark wijzigt van het eerste contract naar het vierde contract op de termijncurve.

De analyse laat in de eerste plaats zien (zie grafiek 1) dat contracten met een looptijd van vier maanden een hogere rendement/risicoverhouding bieden dan contracten met een looptijd van één maand. Dit geldt in zowel stijgende als dalende markten.¹ De voorgestelde wijziging leidt daarmee tot een efficiëntieverhoging in de strategische pensioenportefeuille, wat in het belang is van het pensioenfonds.

Grafiek 1: Sharpe Ratio per kalenderjaar voor contracten met verschillende looptijden (in maanden)

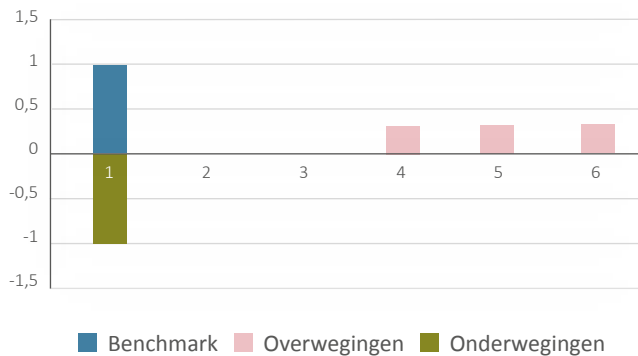


Bron: Achmea IM, Bloomberg

¹ Hierbij moet worden opgemerkt dat langer lopende contracten een lagere standaarddeviatie hebben, waardoor in negatieve jaren het rendement gedeeld wordt door een lager getal. Negatieve Sharpe Ratios moeten met enige voorzichtigheid geïnterpreteerd worden, omdat zij het nemen van risico belonen.

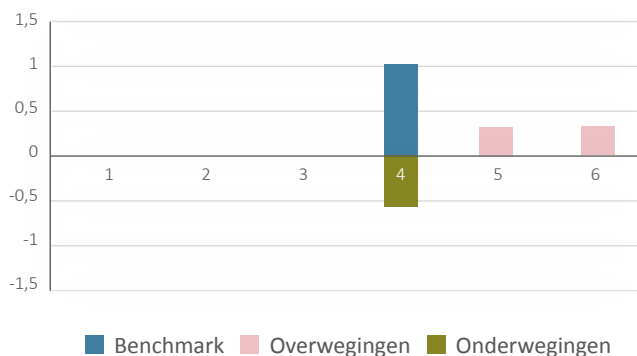
De beleggingen vinden plaats via de Achmea IM Commodity strategie. Deze strategie heeft als doelstelling om een beter voor risico gecorrigeerd rendement te behalen dan de benchmark. De strategie belegt in contracten met een looptijd van vier, vijf en zes maanden. Door gebruik te maken van deze langer lopende contracten kan de strategie veel waarde toevoegen ten opzichte van de oude benchmark die gebruikt maakt van kortlopende contracten. Wanneer de benchmarkwijziging niet leidt tot een wijziging in de beleggingsstrategie, dan verschuift er wat van de toegevoegde waarde van de portefeuille naar de benchmark. Het verschil in rendement voor het pensioenfonds is echter nihil, omdat de onderliggende posities niet veranderen. Onderstaande twee grafieken geven dit schematisch weer.

Grafiek 2: Overzicht huidige positionering



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Grafiek 3: Overzicht positionering bij nieuwe benchmark



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Een beleggingsstrategie op basis van een benchmark kan gezien worden als een set van over- en onderwegingen ten opzichte van die benchmark. De belegger ontvangt het benchmarkrendement plus het rendement uit de over- en onderwegingen van de beleggingsstrategie. In Grafiek 2 komt het rendement uit de overwegingen van contracten vier, vijf en zes en de onderweging van contract één. Het benchmarkrendement is het rendement van contract 1. In Grafiek 3 komt het rendement uit de overwegingen van contracten vijf en zes en de onderweging van contract vier.

Het benchmarkrendement is het rendement van contract vier. Op basis van de grafieken kunnen we de volgende conclusies trekken:

- Grafiek 3 laat zien dat de overwegingen af nemen in omvang in vergelijking met grafiek 2.
- Grafiek 3 laat zien dat de overwegingen dichterbij de benchmark zitten dan in grafiek 2.
- Grafiek 1 laat zien dat het vierde contract aanzienlijk efficiënter is dan het eerste contract.

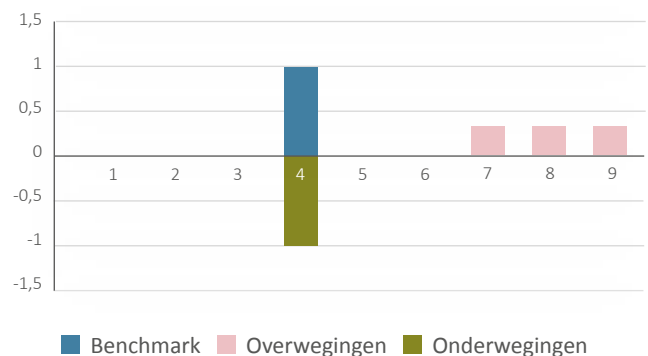
Bovenstaande conclusies geven aan dat ondanks de verbeterde benchmark, de belegger met de huidige manier van implementatie waarde laat liggen ten opzichte van deze verbeterde benchmark. De impact van de eerste twee conclusies kan inzichtelijk gemaakt worden door gebruik te maken van contracten zeven, acht en negen. De impact van de laatste conclusie kan getest worden door de onderweging te verplaatsen naar het eerste contract.

Langer lopende contracten

In de huidige situatie worden er contracten gebruikt met een looptijd die drie, vier en vijf maanden langer is dan de

contracten in de benchmark. Wanneer de benchmark opschuift naar het vierde contract, kan de strategie verplaatst worden naar contracten zeven, acht en negen. Vanwege het gebrek aan liquiditeit in de markt is dit voor de sectoren Granen, Softs en Vee niet mogelijk. Voor deze sectoren blijft de strategie gebruikmaken van contracten vier, vijf en zes.

Grafiek 4: Overzicht positionering bij gebruik van langer lopende contracten

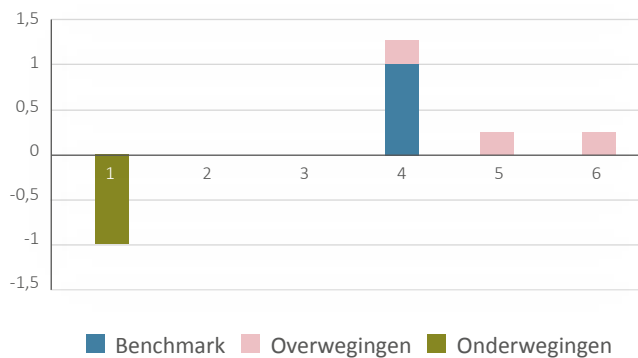


Bron: Achmea IM, Bloomberg

Onderweging eerste contract

Grafiek 1 op pagina 4 laat zien dat het eerste contract het minst efficiënt is. Dit maakt het een perfect contract om te gebruiken voor een onderweging. Grafieken 3 en 4 laten juist zien dat door het gebruik van de nieuwe benchmark, niet langer het eerste, maar het vierde contract wordt onderwogen. Wanneer deze onderweging wordt teruggezet naar het eerste contract, ontstaat het volgende beeld.

Grafiek 5: Overzicht positionering bij onderweging eerste contract



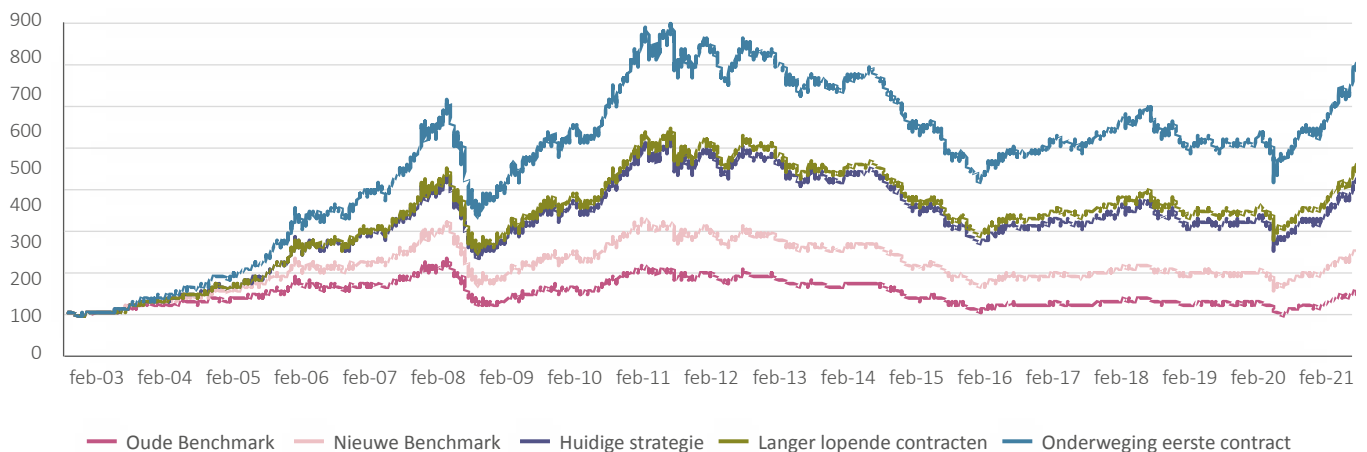
Bron: Achmea IM, Bloomberg

Vergelijking benchmarks en beleggingsstrategieën

De rendementen² van de oude benchmark, de nieuwe benchmark, de huidige beleggingsstrategie en de twee varianten staan weergegeven in onderstaande grafiek en tabel. De grafiek maakt inzichtelijk dat de nieuwe benchmark een verbetering is ten opzichte van de oude. Ook wordt duidelijk dat het gebruik maken van langer lopende contracten niet voor een significante verbetering zorgt. Het opnieuw onderwegen van het eerste contract op de termijncurve doet dit echter wel.

Om de data goed te kunnen interpreteren is het ook belangrijk om te kijken naar het risico van de verschillende strategieën en benchmarks. Dit staat weergegeven in onderstaande tabel. De tracking error is berekend ten opzichte van de nieuwe benchmark.

Grafiek 6: Overzicht rendementsverloop verschillende strategieën en benchmarks (tot en met 17 mei 2021)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

Tabel 2: Rendement en risicokarakteristieken verschillende strategieën en benchmarks

04-02-2003 t/m 17-05-2021	Oude benchmark	Nieuwe Benchmark	Huidige strategie	Langer lopende contracten	Onderweging eerste contract
Rendement per jaar	2,33%	5,37%	8,41%	8,88%	11,53%
Standaarddeviatie	15,87%	15,09%	15,46%	15,03%	15,00%
Sharpe Ratio	0,15	0,36	0,54	0,59	0,77
Tracking error			3,61%	3,65%	4,34%

Bron: Achmea IM, Bloomberg

² De rendementen zijn excess rendementen. Om ze te kunnen vergelijken met de rendementen van andere beleggingscategorieën moet de risico-vrije rente er nog bij worden opgeteld.

Tabel 2 laat zien dat het rendementsverschil tussen de huidige strategie en de strategie die gebruik maakt van contracten zeven, acht en negen maar 0,47% per jaar is. Dit maakt het effect van de afgenomen omvang van de overwegingen en de afgenomen afstand ten opzichte van de benchmark beperkt.

Het effect van het onderwegen van het eerste contract is echter groot. Op het moment dat niet het vierde contract op de termijncurve, maar het eerste contract op de termijncurve wordt onderwogen ontstaat er een extra rendement van 3,12% per jaar. Opvallend is dat het risico van deze strategie lager is dan dat van de benchmark en dat de tracking error met 4,34% beperkt is³.

Grafiek 6 geeft al weer dat het verschil niet afkomstig is van één goed jaar. Om dit te bevestigen geeft grafiek 7 de rendementen van de verschillende strategieën en benchmarks per kalenderjaar weer.

Grafiek 7 laat zien dat de onderweging van het eerste contract in 2004, 2005 en 2006 bijzonder veel heeft opgeleverd. Echter, ook in de latere jaren is er sprake van een outperformance van deze variant ten opzichte van de andere varianten.

Conclusie

Grondstoffen kennen grote verschillen in rendement tussen contracten met verschillende looptijden. Dit maakt dat het bij grondstoffen, misschien nog wel meer dan bij andere beleggingscategorieën, belangrijk is om een benchmark

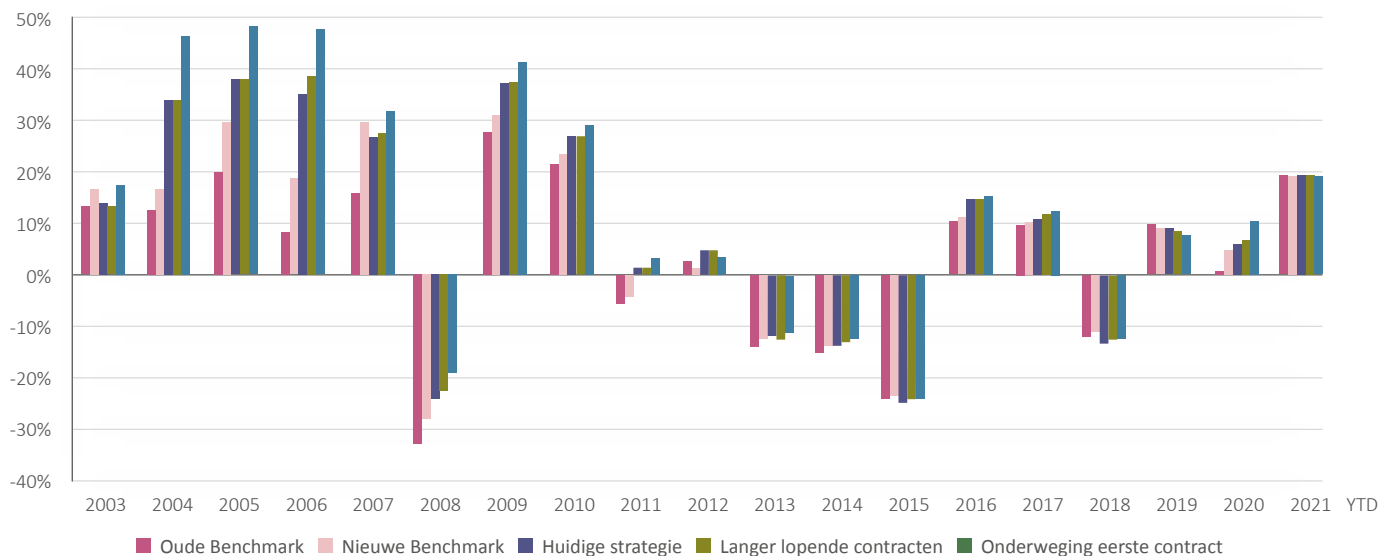
te selecteren die goed aansluit bij hoe het pensioenfonds de beleggingscategorie ingevuld wil zien. Met dat in het achterhoofd is het goed uitlegbaar dat de benchmark van een grondstoffenbelegging gebruik maakt van contracten met een looptijd van vier maanden.

Grondstoffenmarkten worden voor een belangrijk gedeelte gedreven door consumenten en producenten. Deze partijen worden primair gedreven door het risico dat ze lopen als gevolg van hun productieprocessen. Dit is uniek voor deze beleggingscategorie. Als gevolg van dit effect zijn kortlopende termijncontracten minder efficiënt dan langer lopende termijncontracten.

Een beleggingsstrategie in grondstoffen moet hierdoor niet alleen rekening houden met de overwegingen ten opzichte van de benchmark. De onderwegingen zijn minstens zo belangrijk. Tabel 1 laat zien dat met het wijzigen van de onderwegingen 3,12% per jaar kan worden toegevoegd.

Het is in het belang van de belegger om goed te kijken naar de mogelijkheden die de gebruikte benchmark biedt. Het is onconventioneel om een effect te onderwegen dat geen onderdeel uitmaakt van de benchmark, maar men moet niet aarzelen om dit instrument in de grondstoffenmarkten zeker toe te passen. Voorgaande analyse laat zien dat het de efficiëntie van de portefeuille significant verhoogt.

Grafiek 7: Rendementen strategieën en benchmarks per kalenderjaar (tot en met 17 mei 2021)



Bron: Achmea IM, Bloomberg

³ De tracking error van de huidige positionering ten opzichte van de oude benchmark is 4,37%



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 van de afgelopen week, en een vooruitblik op de komende week. 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 over tal van fiduciaire en vermogensbeheer onderwerpen.



[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.