

KWARTAALUPDATE

# Commodities

## IN DEZE UPDATE

### Marktbeeld

- Een grotendeels vrij vlak kwartaal voor grondstoffen met een bandbreedte tussen de -7,5/+7,5%
- De energiecrisis domineert met sterk oplopende prijzen
- Impact energieprijzen op metaal- en graansector

### Portefeuille en performance Achmea IM Commodity Strategie

- Het fonds heeft de benchmark dit kwartaal met 1,81% verslagen
- Het gebruik maken van langer lopende termijncontracten was hierbij doorslaggevend
- Met name bij aardgas heeft de strategie veel minder last gehad van de sterke daling aan het begin van de curve

## AUTEURS



Ralph Sandelowsky,  
Senior Portfolio Manager  
Commodities



Marc Hutten,  
Investment Solutions  
Specialist



## THEMA

# Hoe goed bieden commodities bescherming tegen inflatie?

Inflatie is de laatste tijd weer helemaal terug van weggeweest. En waar centrale bankiers deze prijsstijgingen eerst afdeden als tijdelijk, begint de inflatie steeds meer een structureel karakter te krijgen; een interessant moment om te bekijken in hoeverre commodities de veronderstelde bescherming tegen inflatie hebben weten waar te maken.

In 2018 analyseerden wij de relatie tussen commodities en inflatie. En ook nu is de conclusie dat commodities een betere bescherming bieden tegen eurozone inflatie dan aandelen of obligaties. Dat is een bevestiging van onze visie dat commodities thuishoren in een goed gediversifieerde institutionele beleggingsportefeuille.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

# Marktbeeld

Het vierde kwartaal was redelijk vlak voor grondstoffen. Het benchmarkrendement bevond zich in een bandbreedte van -7,5/+7,5%, om te eindigen op een winst van 0,68%. Het fonds wist de benchmark te verslaan en rendeerde 2,49%, een outperformance van 1,81%.

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

- Energie: -1,28%
- Metalen: 5,98%
- Granen: 6,83%
- Softs: 2,70%
- Veeteelt: 2,75%

Bron: Bloomberg, Achmea IM

De belangrijkste ontwikkeling in het vierde kwartaal was de energiecrisis. Ondanks het negatieve rendement van de energiesector hebben de gestegen energieprijzen hun effecten op onder andere de sectoren metalen en granen.

## Hoe de energiecrisis doorwerkt in andere sectoren

In de [vorige kwartaalupdate](#) hebben we aandacht besteed aan de oorzaken van de heftige beweging van aardgas. Een belangrijke vraag was toen hoe de winter zich zou ontwikkelen. Een strenge winter zou voor verdere prijsstijgingen kunnen zorgen.

De strenge winter is in het vierde kwartaal uitgebleven, waardoor aardgascontracten met korte looptijden bijna 40% verloren. Desalniettemin is de vanzelfsprekendheid waarmee partijen naar de beschikbaarheid van energie kijken wel veranderd.

Dit effect is in de metaal- en graansector eveneens duidelijk zichtbaar. In de metaalsector leidden de hogere prijzen voor elektriciteit tot het stilleggen van smelterijen in Europa en China, met een afname van het aanbod als gevolg. De effecten van dit stilleggen zijn goed zichtbaar in de Chinese producentenindex. Een producentenindex meet de gemiddelde ontwikkeling van verkoopprijzen van binnenlandse goederen. In China lag deze index in het vierde kwartaal ongeveer 13% hoger dan in het voorgaande jaar. Dit soort stijgingen hebben zich voor het laatst in 1995 voorgedaan.



Sterke economische groei in de VS

De economie in de VS liet ook goede signalen zien. De werkloosheid daalde sterker dan verwacht en de ontwikkeling van de Amerikaanse huizenmarkt was ook positief voor industriële metalen. Zo werden er meer dan 800.000 nieuwe huizen verkocht.

De metaalsector had wel last van de opkomst van de omikron-variant van het coronavirus en van de Chinese interesse in steenkool als bron voor elektriciteit. China is meer steenkool in gaan kopen om de hoge energieprijzen een hoofd te kunnen bieden en heeft ook de goedkeuringstrajecten voor kolenmijnen versneld.



'Metalen' hadden wel last van de omikron-variant

De graansector profiteert van de vraag naar biobrandstoffen. Met de gestegen energieprijzen wordt het relatief aantrekkelijker om biobrandstof in te zetten. Sojabonen, maïs en ook suiker worden veel gebruikt om biobrandstof mee op te wekken. De olie uit sojabonen kan als biodiesel ingezet worden. Maïs en suiker worden gebruikt voor ethanol. De stijging van het gebruik van biobrandstoffen is terug te zien in de Amerikaanse ethanolproductie, die volgens het Amerikaanse Ministerie van Energie op het hoogste niveau sinds december 2017 ligt.



De graansector profiteert van de vraag naar biobrandstoffen

Een andere reden voor de stijging van de granen, softs en veesector is de stijging van de mestprijzen. Aardgas is de belangrijkste grondstof voor de meeste mestsoorten, waardoor de stijging van de aardgasprijs doorwerkt bij landbouw en zelfs veeteelt.

THEMA

# Hoe goed bieden commodities bescherming tegen inflatie?

Inflatie is de laatste tijd weer helemaal terug van weggeweest. Je kan geen krant open slaan of nieuwssite bekijken zonder artikelen te lezen over prijsstijgingen en tekorten. Waar centrale bankiers deze prijsstijgingen eerst afdeden als ‘tijdelijk’, begint de inflatie steeds meer een structureel karakter te krijgen. De markt verwacht ondertussen zelfs dat de rentes weer gaan stijgen. In het verleden hebben we veel geschreven over de toegevoegde waarde van commodities ten tijde van hoge inflatie. In 2018<sup>1</sup> concludeerden wij dat:

- commodities een betere bescherming bieden tegen eurozone inflatie dan aandelen of obligaties, en
- de commoditystrategieën van Achmea IM de bijdrage aan deze inflatiedoelstelling verbeteren, door zowel de inflatiegevoeligheid te verhogen als het break-even punt te verlagen.

Nu bekend is geworden dat de eurozone inflatie in 2021 4,97% betrof, is het een interessant moment om te kijken of ons in 2018 geschatte model valide is gebleken.

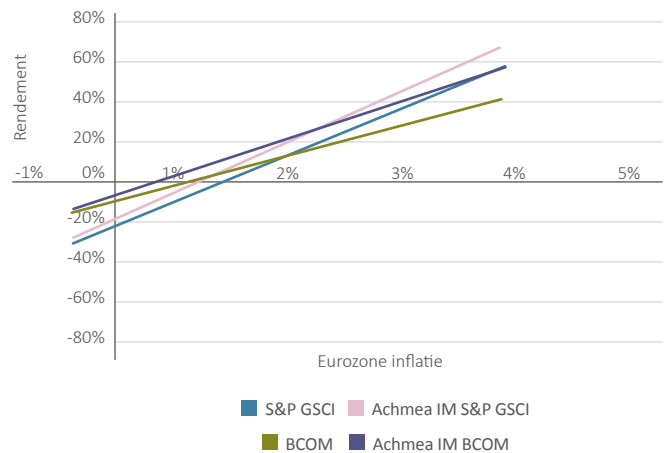
**Samenvatting:**

1. Commodities bieden een betere bescherming tegen inflatie dan aandelen en obligaties.
2. Ook met de recente hoge inflatie, hebben commodities de hoge inflatiegevoeligheid waargemaakt.
3. De beleggingsstrategie van Achmea IM biedt een hogere inflatiegevoeligheid dan de beleggingscategorie zelf.
4. We verwachten met de aanhoudende hoge inflatie, dat commodities de komende tijd ook een interessante beleggingscategorie zullen zijn.

**Het model uit 2018**

Op basis van data over de periode 31-01-2004 tot en met 31-01-2018 hebben we destijds onderstaand verband gevonden:

**Figuur 1: Relatie tussen eurozone inflatie en rendement van commodities (periode 2004-2018)**



Onderstaande tabel geeft de rendementen weer die we op basis van het gevonden verband zouden verwachten, en de daadwerkelijke rendementen over 2021.

**Figuur 2: Verwachte rendement o.b.v. 2018 model versus gerealiseerd rendement**

	Verwacht rendement	Rendement 2021	Vershil
S&P GSCI	64,54%	40,35%	-24,19%
Achmea IM GSCI Strategie	75,89%	44,61%	-31,28%
BCOM	42,64%	27,11%	-15,53%
Achmea IM BCOM strategie	61,25%	37,75%	-23,50%

Bron: Achmea IM, Bloomberg

In het verleden behaalde rendementen bieden geen garantie voor de toekomst. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het [Achmea IM Commodity Fund \(Eur hedged\)](#) en/of het [Achmea IM Diversified Commodity Fund \(Eur hedged\)](#) voordat u een beleggingsbeslissing neemt.

De tabel laat drie zaken zien:

1. Commodities hebben een goed 2021 achter de rug
2. De Achmea IM strategieën wisten de benchmarks met mooie cijfers te verslaan
3. De rendementen zijn echter wel lager dan wat we op basis van het in 2018 geschatte model hadden verwacht.

De vraag is echter in hoeverre dit verschil de validiteit van het model ontkracht. Om dat goed te kunnen bepalen, gaan we terug naar het oorspronkelijke model.

<sup>1</sup> Zie [https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/-/media/files/institutioneel/white-papers/2018-04-01\\_white-paper\\_inflatie-beleg-in-grondstoffen.aspx](https://www.achmeainvestmentmanagement.nl/-/media/files/institutioneel/white-papers/2018-04-01_white-paper_inflatie-beleg-in-grondstoffen.aspx) voor het whitepaper getiteld: Inflatie? Beleg in grondstoffen!

Bij het schatten van dit model is er voor ieder meetpunt een verschil met het verwacht rendement. De standaarddeviatie van deze verschillen zegt iets over de mate van afwijking die je mag verwachten. In onderstaande tabel wordt deze standaarddeviatie van de verschillen uit het model uit 2018 weergegeven in de tweede kolom. In de derde kolom wordt het gemiddeld verschil over de periode 31-01-2019 tot en met 31-12-2021 weergegeven. De waarde voor 31-01-2019 wordt berekend over de periode 31-01-2018 tot en met 31-01-2019. Op deze manier is er geen sprake van overlap met het in 2018 geschatte model en is de analyse zuiver. Het verschil wordt zowel weergegeven in een percentage als in het aantal standaarddeviaties.

Figuur 3: De verschillen wijken niet significant af van het model uit 2018

	Standaarddeviatie verschillen	Gemiddeld verschil 31-01-2019 / 31-12-2021	Vershil op 31-12-2021
S&P GSCI	17,66%	7,46%   0,4 $\sigma$	24,19%   1,4 $\sigma$
Achmea IM GSCI Strategie	20,02%	3,60%   0,2 $\sigma$	31,28%   1,6 $\sigma$
BCOM	14,68%	7,24%   0,5 $\sigma$	15,53%   1,1 $\sigma$
Achmea IM BCOM strategie	18,38%	1,85%   0,1 $\sigma$	23,50%   1,3 $\sigma$

Bron: Achmea IM, Bloomberg

We zien in bovenstaande tabel dat het gemiddeld verschil in de periode 31-01-2019 tot en met 31-12-2021 relatief klein is. Wanneer we het in het aantal standaarddeviaties uitdrukken liggen de waardes op of onder de 0,5 standaarddeviatie. Dit houdt in dat de verschillen geen aanleiding geven om het model uit 2018 te verwerpen.

Wanneer we naar de verschillen op 31 december 2021 kijken, dan zijn deze groter. Uitgedrukt in standaarddeviaties zien we waardes van maximaal 1,6. Doorgaans wordt een model verworpen bij een verschil van 2 of meer standaarddeviaties. Dit houdt in dat ook op basis van de verschillen van 31 december 2021 het model valide is. Samenvattend: de rendementen die we in 2021 gezien hebben zijn passend op basis van de conclusies uit 2018. Commodities bieden bescherming tegen eurozone inflatie en de Achmea IM strategieën doen dit beter dan de benchmarks waar ze op gebaseerd zijn.

#### Andere beleggingscategorieën en inflatie

We hebben gezien dat commodities goede bescherming geboden hebben tegen de opgelopen inflatie in de eurozone. Hiermee zijn we er echter nog niet. Hebben commodities dit ook beter gedaan dan andere beleggingscategorieën? Om deze vraag te kunnen beantwoorden gaan we wederom terug naar het model uit 2018. Dit model laat zien dat de inflatiegevoeligheid van aandelen en obligaties aanzienlijk lager is dan de inflatiegevoeligheid van commodities. Dat betekent dat het model voor aandelen en obligaties minder nauwkeurig is dan voor commodities.

Onderstaande tabel geeft de verwachting en realisatie van de twee beleggingscategorieën weer.

Figuur 4: Verwacht en gerealiseerd rendement aandelen en obligaties

	Verwacht rendement	Rendement 2021	Vershil
Aandelen	11,06%	21,82%	10,76%
Obligaties	8,54%	-5,24%	-13,78%

Bron: Achmea IM, Bloomberg

We zien dat aandelen een beter dan verwacht jaar hadden en obligaties een slechter dan verwacht jaar. We weten dat de relatie tussen inflatie en deze twee beleggingscategorieën zwakker is dan de relatie tussen inflatie en grondstoffen. Maar in hoeverre vallen deze verschillen binnen de bandbreedte van het model?

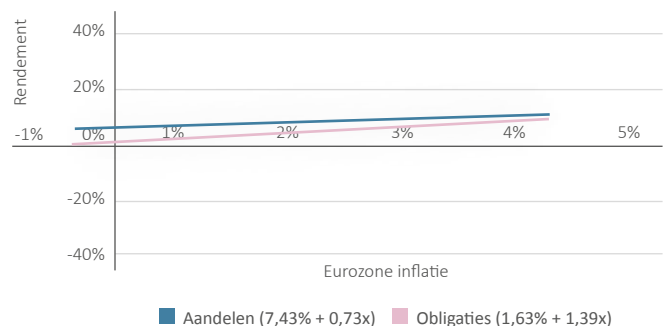
Figuur 5: Aandelenrendement wijkt niet significant af van het model, obligatierendement mogelijk wel

	Standaarddeviatie verschillen	Gemiddeld verschil 31-01-2019 / 31-12-2021	Vershil op 31-12-2021
Aandelen	17,06%	7,12%   0,4 $\sigma$	10,76%   0,6 $\sigma$
Obligaties	4,82%	0,50%   0,1 $\sigma$	-13,78%   2,9 $\sigma$

Bron: Achmea IM, Bloomberg

In het geval van aandelen zien we dat het gemiddeld verschil en het verschil per ultimo 2021 prima binnen de bandbreedtes vallen. Het model is nog steeds valide gebleken. Bij obligaties is dat beeld minder duidelijk. Het gemiddelde verschil valt binnen de bandbreedte, maar het verschil was op 31 december 2021 aanzienlijk groter; het rendement was veel lager dan we op basis van het model konden verwachten.

Figuur 6: Verband tussen eurozone inflatie en het rendement op aandelen en obligaties



De conclusies uit onze analyse uit 2018 zijn ook voor aandelen en obligaties nog steeds geldig: commodities bieden een betere bescherming tegen eurozone inflatie dan aandelen of obligaties. Dat is een bevestiging van onze visie dat commodities thuishoren in een goed gediversifieerde institutionele beleggingsportefeuille.



#### 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, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



#### [Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



#### [www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel)

E-mail: [achmeaim@achmea.nl](mailto: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](mailto: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.