

Grondstoffen en beleggingsportefeuilles

Door de marktomstandigheden tijdens de zomer hadden we een publicatie over het onderwerp grondstoffen even geparkeerd. Het marktherstel van oktober geeft ons nu de gelegenheid om niet alleen te kijken waarom grondstoffen al jarenlang hard dalen maar dit onderwerp ook wat breder toe te lichten. We hebben sinds onze oprichting in 2012 geen posities in de portefeuilles maar door de 60% daling sinds midden 2008 beginnen we commodities weer interessant te vinden. Als grondstoffen nog iets goedkoper worden en de economie verder herstelt, denken we dat een tactische blootstelling de risico-rendementsverhouding van de portefeuilles kan verbeteren. Waarschijnlijk is dit al het geval in het volgende kalenderjaar.

Inleiding

De zomer van 2015 heeft dit beursjaar zeer turbulent gemaakt. Na een sterke start in de eerste 4 maanden werd het positieve sentiment op de financiële markten ruw verstoord. De Griekse schulden crisis en de angst voor een wereldwijde recessie die ontstond na de devaluatie van de Chinese Yuan, leidden uiteindelijk tot paniekverkopen van aandelen in augustus. Net toen we dachten dat het qua sentiment niet slechter kon, werd de markt compleet verrast door 'Volkswagen-gate': een symbool van Duitse degelijkheid dat sjoemelt met de uitstoot van dieselmotoren. Op het moment dat het nieuws van Volkswagen uitkwam, was de brede markt net aan het herstellen van de klappen in augustus. De crash in de autosector leidde eind september tot een tweede golf van paniekverkopen van Europese aandelen. Ook in 2015 is het leven van een belegger verre van saai...

Onze visie op de gebeurtenissen van de zomermaanden hebben wij gecommuniceerd met meer mailings dan gebruikelijk. Snel veranderende marktomstandigheden vragen immers om meer toelichting en bovenal een consistent beleid. In de publicaties gedurende de zomermaanden refereerden we een aantal keren aan de sterk gedaalde prijzen van grondstoffen. Nu de financiële markten in oktober een sterke herstelfase hebben ingezet, geeft ons dit eindelijk de gelegenheid om licht te laten schijnen op grondstoffen. Vormen grondstoffen eigenlijk wel een separate beleggingscategorie? Welke rol kunnen grondstoffen spelen in beleggingsportefeuilles? Hoe hebben grondstoffenprijzen zich ontwikkeld de en wat zijn onze verwachtingen voor de komende jaren?

Wat wordt onder grondstoffen verstaan?

Wij zullen in deze mailing het Nederlandse woord grondstoffen en het Engelse woord commodities door elkaar gebruiken. Grondstoffen worden meestal onderverdeeld in 4 categorieën namelijk

energie (bijvoorbeeld olie, gas), **metalen** (goud, ijzer, aluminium, koper), **agricultuur** (graan, mais, rijst) en **vee** (runderen, varkens). Verhandelbaarheid van commodities is niet eenvoudig. Waar aandelen en obligaties simpel aangehouden worden in een effectendepot moeten grondstoffen fysiek opgeslagen worden en op een bepaald moment geleverd. Dit brengt aanzienlijke opslag- en transportkosten met zich mee. Grote producenten en consumenten van grondstoffen maken gebruik van zogenaamde termijnmarkten waar prijzen tot stand komen voor gestandaardiseerde grondstoffen en waarbij afspraken gemaakt worden voor levering op een bepaalde datum.

Financiële markten hebben met futures en opties op termijncontracten instrumenten ontwikkeld om commodities beschikbaar te maken voor partijen die geïnteresseerd zijn in de prijsbeweging van grondstoffen, maar niet de feitelijke levering willen. Door een aantal termijncontracten van verschillende grondstofcategorieën te bundelen kan een brede **commodity index** gemaakt worden. Deze index kan vervolgens verhandelbaar gemaakt worden op de beurs en dat geeft beleggers op een efficiënte manier toegang tot de prijsbeweging van grondstoffen als groep. Het aanhouden van blootstelling naar grondstoffen blijft door de aard van de onderliggende waarden echter altijd geld kosten.

In onderstaande tabel staan vier commodity indices die door een verschillende methodiek duidelijk andere wegen per categorie hebben.

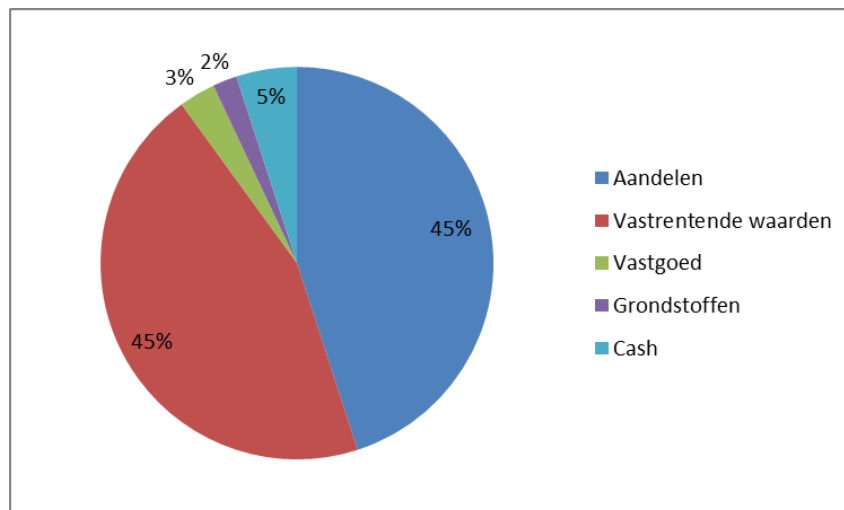
	CRB index	S&P GS CI	Dow Jones AIG	Deutsche Bank CI
Energie	39%	71%	33%	51%
Metalen	20%	13%	26%	26%
Agricultuur	34%	11%	30%	22%
Vee	7%	5%	11%	1%

Tabel: vergelijking van commodity indices

Doordat energieprijzen heel beweeglijk zijn en in de meeste grondstofindices een grote weging hebben, wordt de performance van een brede commodity index gedomineerd door energie. Onze voorkeur gaat uit naar de CRB index omdat we vinden dat deze index het meest gebalanceerde beeld oplevert en omdat deze index de langste geschiedenis heeft.

Grondstoffen binnen de asset allocatie

Beleggers onderscheiden vaak 5 beleggingscategorieën, te weten aandelen, obligaties (vastrentende waarden), vastgoed, grondstoffen en cash. Een wereldwijde portefeuille samengesteld op basis van de waarde op de effectenbeurs (= markt-gewogen) geeft bij benadering de verdeling van de figuur hieronder. Duidelijk te zien valt dat aandelen en obligaties het grootste gedeelte uitmaken van deze portefeuille (samen 90%) en dat grondstoffen en vastgoed slechts een zeer klein gedeelte zijn (Let wel, dit is vastgoed dat op de beurs verhandelbaar is, uiteraard is de waarde van alle huizen en kantoren wereldwijd vele malen hoger). Voor ons zijn de prijsbewegingen van grondstoffen belangrijk omdat grondstoffen een belangrijk onderdeel van de kostenstructuur van bedrijven (winstgevendheid) en consumenten (koopkracht) vormen.



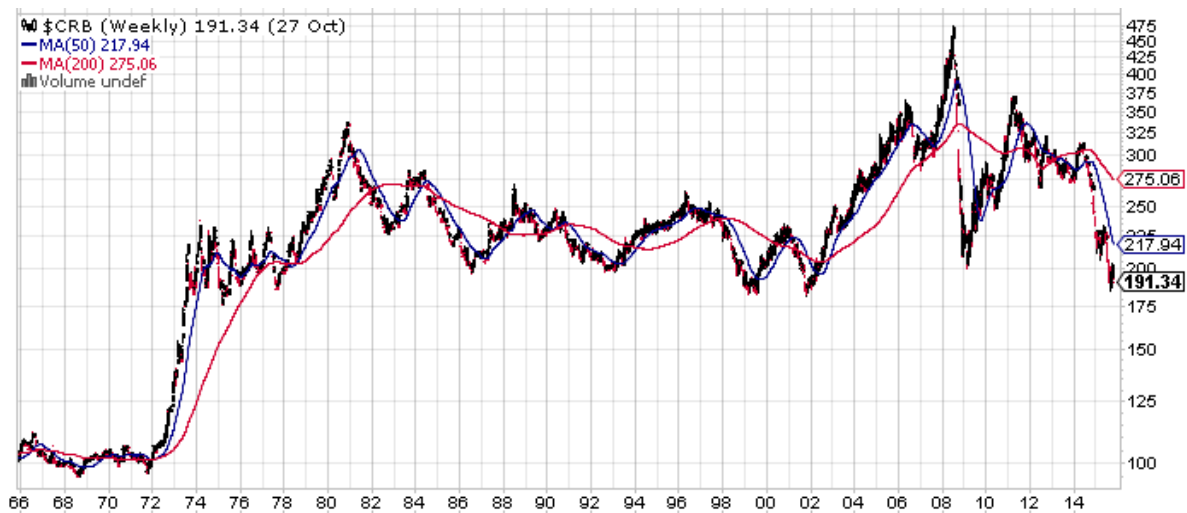
Figuur: Markt gewogen wereldwijde multi-asset portefeuille

Wij zien grondstoffen niet als een noodzakelijk strategisch onderdeel van onze asset allocatie. Commodities kosten immers geld om aan te houden terwijl aandelen en obligaties dividend uitkeren en rente opleveren. Aan grondstoffen kun je als belegger feitelijk alleen verdienen door tijdig op een hogere prijs te verkopen dan je hebt aangekocht. Daarom presenteren wij de asset allocatie van de Valuedge portefeuilles als aandelen, obligaties, cash & overig. Grondstoffen vallen bij onze indeling in overig.

Commodities in een portefeuille kunnen om tactische redenen waarde toevoegen. Historisch gezien presteren grondstoffen het best als de economie zich aan het einde van een cyclus bevindt. In deze fase zien we veelal dat lonen stijgen en dat de inflatie oploopt. Obligaties doen het dan niet goed omdat Centrale Banken de rente verhogen om de inflatie te beteugelen. Commodities kunnen in dit stadium van de beleggingscyclus de risico-rendementsverhouding van een portefeuille verbeteren. Aangezien wij wereldwijd op zoek zijn naar de meest gunstige risico-rendementsverhouding kan er voor ons reden zijn om – onder bepaalde omstandigheden - grondstoffen in de portefeuilles op te nemen. We zullen dit uitsluitend indirect doen via ETFs, of beleggingsfondsen die in grondstoffen beleggen. Als alternatief kunnen we ook extra accenten aanbrengen door bijvoorbeeld een grotere hoeveelheid aandelen of obligaties aan te houden van bedrijven die in de energie- of mijnbouwsector actief zijn.

De prijsontwikkeling van grondstoffen

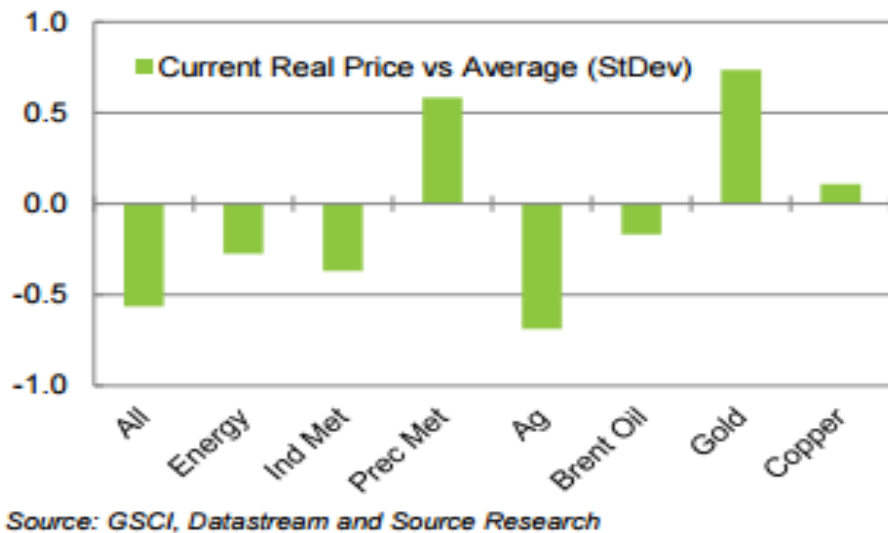
Onderstaande grafiek laat de prijsontwikkeling zien van de CRB Commodity index sinds 1965. Vanaf 1998 heeft met name China een enorme vraag naar grondstoffen gehad als gevolg van de (industriële) expansie. Dit leidde tot een koersstijging van 160% tot de piek midden 2008. Voor veel bedrijven in de grondstofsector was deze prijsstijging aanleiding om de productie fors te verhogen. Nu China de laatste jaren minder hard groeit en meer balans zoekt tussen een productiegerichte economie en een consumptiegerichte economie, is er overschot ontstaan aan de aanbodkant. Vooral de laatste maanden is er angst voor teruglopende groei van de wereldeconomie (= minder vraag). Dit heeft de daling dit jaar versneld.



Hoewel de vraag naar grondstoffen snel kan terugvallen, past het aanbod zich minder makkelijk aan. Het produceren van grondstoffen brengt aanzienlijke investeringen met zich mee en kost een lange tijd om te realiseren. Het balanceren van vraag en aanbod is daardoor een traag proces dat leidt tot zogenaamde supercycli: Perioden van grote stijgingen worden afgewisseld met lange perioden van dalingen. Gemiddeld genomen vinden de scherpste prijsdalingen in de eerste 6 jaar na het bereiken van een top plaats. Op dit moment zijn grondstoffen 60% gecorrigeerd vanaf de top van juni 2008, en in het zevende jaar van de daling. Dit suggereert dat commodities weer interessant beginnen te worden.

Vooruitzichten van grondstoffen

Het balanceren van vraag en aanbod kost dus veel tijd. Investeringen in productie van grondstoffen zijn de afgelopen jaren fors verminderd wat leidt tot een daling van het aanbod. Tegelijkertijd stimuleren Centrale Banken al jaren de groei van de economie. Dit proces zal uiteindelijk tot een evenwicht leiden en legt de basis voor een periode van prijsstijgingen. Op dit moment bevindt de wereldeconomie zich niet aan het einde van de economische cyclus en is er nog geen balans tussen vraag en aanbod van commodities. Wij vinden het daarom nog te vroeg om al blootstelling naar grondstoffen op te nemen in de portefeuilles. We hebben de afgelopen jaren meerdere keren onze negatieve visie op sommige grondstoffen laten horen ('Goud', april 2013, 'Olie crisis?', juni 2014). De portefeuilles hebben dan ook geen blootstelling naar grondstoffen gehad sinds ons bestaan. We willen zien dat grondstoffen echt goedkoop worden en de economie verder herstelt voordat we beslissen om exposure op te nemen. Onderstaande figuur toont de huidige grondstofprijzen gecorrigeerd voor inflatie ten opzichte van het gemiddelde. Als groep ("All") zijn commodities nu wel al goedkoop maar voor ons niet goedkoop genoeg. Goud en andere edelmetalen lijken zelfs nog steeds duur. De twee categorieën die we op termijn het meest interessant vinden zijn energie- en agricultuur (voedsel). Het is interessant om vast te stellen dat juist deze grondstof categorieën ook belangrijke componenten van inflatiecijfers zijn.



Tenslotte

Commodities zijn via de energie- en voedselcomponent een belangrijk onderdeel (~25%) van inflatie statistieken. Door de scherpe daling van deze grondstoffen is de gerapporteerde inflatie heel laag en zelfs negatief geweest het afgelopen jaar. Lage inflatie is goed voor obligaties en stelt Central Banken in staat om de economie fors te stimuleren. Onze verwachtingen voor grondstofprijzen spelen hierdoor een actuele rol in onze positionering van de portefeuilles. We denken dat grondstofprijzen nog niet zullen herstellen de komende maanden en dat de inflatie laag zal blijven. Dit geeft het herstelproces van de economie na de crisis van 2008 meer tijd. Echter, als grondstofprijzen weer gaan stijgen kunnen inflatieverwachtingen hard oplopen. Dit kan met name obligatiekoersen hard raken (beleggers eisen een hogere rentevergoeding ter compensatie voor inflatie). Plotselinge veranderingen in inflatie worden namelijk veelal gedreven door veranderingen in energie- en voedselprijzen. Omdat prijzen nu al 7 jaar dalen en de brede index al 60% gedaald is vanaf de laatste top, zou het ons niet verbazen als grondstofprijzen gaan herstellen in 2016. We zullen niet schromen om tactische blootstelling naar grondstoffen op te nemen als we van mening zijn dat dit de risico-rendementsverhouding van de portefeuilles verbetert.

Met vriendelijke groet,

Theo en Renco

info@valuedge.nl Planetenweg 5 T. +31 23 556 3196
www.valuedge.nl 2132 BN Hoofddorp M. +31 6 4635 8634