

Sturen op marge door de veehouder

De termijnmarkt nader bekeken



Guus Mensink, Nuffield Scholar 2015
Augustus 2018

Inhoud

Inleiding	3
Samenvatting.....	4
Summary	6
Termijnhandel door de jaren.....	8
Termijnmarkt.....	8
Opties	9
Hedging.....	9
Basisrisico	9
Beurs.....	10
INTL FC Stone.....	10
Risicomanagement	10
Marge	10
Speculatie versus strategie.....	11
Conclusie	12

Inleiding

In 2015 ben ik geselecteerd door Nuffield Nederland als Nuffield Scholar. Hierin heb ik de mogelijkheid gekregen om andere veelal agrarische ondernemers vanuit de hele wereld te ontmoeten. Daarnaast heb ik mijzelf verder mogen en kunnen verdiepen in een voor mij persoonlijk onderwerp. Hierbij heb ik mij verdiept in de mogelijkheden van en voor de termijnmarkt voor de melkveehouderij in Nederland. Over dit onderwerp wordt al vele jaren gesproken en geschreven waarbij kennis en kunde over dit onderwerp veelal ontbreekt.

Via deze weg wil ik Nuffield Nederland en Nuffield International bedanken voor mijn scholarship. En in het bijzonder Alfons Beldman voor de begeleiding en ondersteuning voor met name de zeer trage afronding van mijn project.

Daarnaast wil ik DOC Kaas en Global Dairy Farmers bedanken voor de financiële ondersteuning van mijn traject. Bovenal wil ik mijn familie en thuisfront bedanken voor de mogelijkheid die zij mij hebben geboden om rond te reizen en andere scholars op de meest onpraktische momenten te ontvangen. Nogmaals bedankt!

Via dit rapport wil ik mijn steentje bij te dragen over de kennis en kunde en de (on)mogelijkheden van de termijnmarkt voor de melkveehouderij in Nederland.

Ik hoop op een goede en duurzame toekomst met behulp van de termijnmarkt!

Samenvatting

De enige manier om een toekomstbestendige veehouderij te behouden is door middel van behoud van marge. Zonder marge is er geen enkele duurzame toekomst mogelijk. Een melkveehouder zal zich hier altijd bewust van moeten zijn. Een middel om marge te behouden is het gebruik van de termijnmarkt voor voer en melk(producten). In mijn onderzoek naar deze termijnmarkten zijn een aantal punten naar voren gekomen welke essentieel zijn en de moeite waard om te delen.

De termijnmarkt voor de agrarische sector bestaat wereldwijd al eeuwen. Het gebruik ervan wordt hiermee ook al jaren bejubeld alsook verafschuwd. De reden hiervoor is dat er altijd zowel winnaars en verliezers zijn op de termijnmarkt. De termijnmarkt is opgezet om prijsfluctuaties op te vangen voor zowel verkoper en inkoper. De termijnmarkt geeft inzicht en informatie over de prijsverwachting over het specifieke product voor de levering op een vooraf afgesproken plaats en tijd. De mate waarin een contract van eigenaar kan wisselen wordt de liquiditeit genoemd. De termijnmarkt voor de zuivel was bij de start van mijn onderzoek (2015) zeer beperkt. Inmiddels is de liquiditeit ruimer en als voldoende te omschrijven voor contracten tot maximaal een half jaar. Dit is in vergelijking tot de termijnmarkt van de Chicago Board of Trade (CBOT) nog beperkt. De EEX in Leipzig heeft in 2017 te kennen gegeven met een termijncontract te komen voor rauwe melk. Tot op heden is deze nog steeds niet geïntroduceerd.

Europese melkveehouders kunnen inmiddels zijn melkprijsrisico op de termijnmarkt afdekken. Hiervoor kunnen deze melkveehouders termijnmarktcontracten aankopen van melkpoeder en boter. Deze producten worden momenteel aangeboden op de Europese termijnmarkt. Afhankelijk van de melkafnemer kan het juiste aantal termijncontracten aangekocht worden welke moeten correleren met de uitbetaalde melkprijs. Deze juiste correlatie tussen de uitbetaalde melkprijs en de termijncontracten zorgt voor goede 'hedge'. Aangezien er geen termijncontract is voor rauwe melk is er sprake van een 'cross-hedge'. Hoe hoger de correlatie tussen de uitbetaalde melkprijs en de termijncontracten des te lager is het basisrisico. De verhouding tussen het aantal melkpoeder- en botercontracten kan wisselen per periode. Een goede adviseur is hierdoor noodzakelijk. En zelfs dan kan er nog een 'mismatch' ontstaan tussen de contracten en de vloeibare melk (basisrisico).

Door zowel voor de input (voer) zijde als de output (melk) zijde gebruik te maken van termijncontracten kan de beoogde marge vastgelegd worden. Door alleen de input of de output vast te leggen op de termijnmarkt kan er een 'mismatch' of 'squeeze' ontstaan. De gewenste marge kan hierdoor verdwijnen. Door een vaste strategie te kiezen en deze consequent te volgen ontstaat het optimale (gewenste) risicomanagement.

Zoals al eerder aangegeven is de termijnmarkt in ontwikkeling. De Nederlandse veehouderij maakt hier nog relatief weinig gebruik van. Reden hiervoor is veelal dat er onvoldoende kennis van is maar het ook niet ondersteund wordt door ketenpartners. Via deze weg wil ik daarom ook de financiële instellingen (banken) en overige ketenpartijen (voerleveranciers en melkafnemers) oproepen hier meer ondersteuning in te verlenen richting de melkveehouders. Zij kunnen melkveehouders faciliteren middels, geld, markttoegang, kennis, etc. Dit alles voor een gezamenlijk doel, behoud en waar mogelijk uitbouw van de marge voor de melkveehouderij.

- De termijnmarkt geeft de mogelijkheid het prijsrisico te elimineren en de marge binnen de onderneming vast te leggen voor dat gedeelte waarvoor een contract wordt aangegaan
- Mocht een melkveehouder een termijncontract aangaan voor zijn (output) melk dan is het te adviseren om ook de input (voer) ook middels een termijncontract af te dekken
- Het basisrisico kan gedurende de looptijd van het contract wijzigen
- Het aangaan van een termijncontract vergt geldmiddelen die niet bancaire worden gefinancierd en ondersteund. Hier ligt een uitdaging van de gehele sector
- Het melkprijsvolatiliteit is door het wegvallen van de quotering toegenomen
- De termijnmarkt geeft informatie over de prijsverwachting in de komende periode
- De zuiveltermijnmarkt in Europa en Amerika zijn gecorreleerd echter met vertraging
- Politieke besluiten kunnen veel invloed hebben op de prijsontwikkeling en daarmee ook op het (basis)risico van de termijnmarkt

Summary

The only way to preserve a future-proof dairy farming is through margin retention. Without a margin, no sustainable future is possible. A dairy farmer will always have to be aware of this. One way to maintain margin is the use of the futures market for feed and dairy (products). In my research into these futures markets, a number of points emerged that are essential and worth sharing.

The futures market for the agricultural sector has existed worldwide for centuries. Its use has also been praised for years, as well as despised. The reason for this is that there are always winners and losers on the futures market. The futures market has been set up to absorb price fluctuations for both seller and buyer. The futures market provides insight and information about the price expectations about the specific product for the delivery at a previously agreed place and time. The extent to which a contract can change ownership is called liquidity. The dairy futures market was very limited at the start of my research (2015). In the meantime, liquidity is broader and can be described as sufficient for contracts up to a maximum of six months. This is still limited compared to the futures market of the Chicago Board of Trade (CBOT). The EEX in Leipzig has announced in 2017 that it will come up with a futures contract for raw milk. To date, it has still not been introduced.

European dairy farmers can now cover their milk price risk on the futures market. For this purpose, these dairy farmers can purchase futures contracts from milk powder and butter. These products are currently being offered on the European futures market. Depending on the milk processor, the right number of futures can be purchased which must correlate with the paid milk price. This correct correlation between the paid milk price and the futures ensures a good 'hedge'. As there are no futures for raw milk, there is a cross-hedge. The higher the correlation between the paid milk price and the futures, the lower the basic risk. The ratio between the number of milk powder and butter contracts can vary per period. A good adviser is therefore necessary. And even then a mismatch can arise between the contracts and the liquid milk (basic risk).

By using futures for both the input (feed) side and the output (milk) side, the target margin can be determined. By only recording the input or the output on the futures market, a mismatch or squeeze can occur. The desired margin can therefore disappear. By choosing a fixed strategy and following it consistently, the optimal (desired) risk management is created.

As previously indicated, the futures market is under development. Dutch dairy farmers still make relatively little use of futures and options. The reason for this is often that there is insufficient knowledge of it, but it is also not supported by chain partners. In this way, I would also like to call on the financial institutions (banks) and other chain parties (feed suppliers and milk processors) to provide more support to the dairy farmers. They can facilitate dairy farmers by means of money, market access, knowledge, etc. All of this for a common purpose, preservation and, where possible, expansion of the margin for dairy farming.

- The futures market gives the possibility to eliminate the price risk and to set the margin within the company for that part for which a contract is entered into
- Should a dairy farmer enter into futures for his (output) milk, then it is advisable to also cover the input (feed) through futures
- The basic risk may change during the term of the contract
- The conclusion of futures requires funds that are not financed and supported by a bank. This is a challenge for the entire sector
- The milk price volatility has increased due to the cancellation of the quotation
- The futures market provides information about the price expectations in the coming period
- However, the dairy market in Europe and America is correlated with delays
- Political decisions can have a lot of influence on the price development and thus also on the (basic) risk of the futures market

Termijnhandel door de jaren

De termijnhandel bestaat al jaren, of beter gezegd eeuwen. Er zijn aanwijzingen dat er al termijnhandel plaats vond in het jaar 3000 voor Christus. Destijds in de regio's die wij tegenwoordig Irak, China Arabië, India en Egypte noemen. Achtereenvolgens hebben de Grieken en Romeinen de termijnhandel verder opgezet. Vanaf de 12^e eeuw na Christus werd de termijnhandel internationaler vooral tussen de het Verenigd Koninkrijk, Spanje, Nederland, Italië en Frankrijk (Diepen, 2012). Vanaf de 16^e eeuw vindt er vanuit Amsterdam termijnhandel plaats in graan. Welke in de loop der jaren/ eeuwen uitgebreid wordt met koffie, peper, walvistraan en brandewijn. De termijnmarkt in de Verenigde Staten is officieel opgezet in 1848 onder de naam, Chicago Board of Trade (CBOT). De beurs is in 2007 overgenomen door de CME group. Deze termijnmarkt is momenteel de grootste van de wereld. Eurex (European Exchange) in Frankfurt is eigendom van Deutsche Börse AG) en de twee na grootste termijnmarkt. Daarna volgt NYSE (New York Stock Exchange) welke gefuseerd is met Euronext sinds 2007.

De meeste contracten op de (goederen)termijnmarkt zijn vanuit het verleden de zogenaamde 'Storable commodities'. Zoals; katoen, witte suiker, rubber, maïs, soja, tarwe, (soja)olie en melkpoeder. In de loop der jaren zijn hier ook 'non-storable' bij gekomen, zoals runderen, varkens en melk.

Termijnmarkt

De termijnmarkt is een centrale financiële beurs waar mensen kunnen handelen in gestandaardiseerde (futures) contracten. Dit zijn overeenkomsten over een bepaalde hoeveelheid van een grondstof met een vooraf gespecificeerde kwaliteit en levering op een vooraf bepaalde plaats en tijd in de toekomst. De prijs wordt bepaald door vraag en aanbod op een gereguleerde termijnmarkt/ termijnhandelbeurs.

Alle termijncontracten worden uiteindelijk afgewikkeld door de daadwerkelijke fysieke levering van de grondstof of door het terugdraaien van een termijncontract. Deze laatste variant betreft een financiële afhandeling van het contract, ook wel 'cash settlement' genoemd. De afrekening tussen het contract en de spotmarkt vindt plaats in geld. Voor deze cash settlement is een wederzijds gedragen (betrouwbare) spotprijs essentieel.

De termijnmarkt verschilt van de Spotmarkt (cash markt). De verschillen zijn; de producten zijn tastbaar en aanwezig. De locatie waar het product wordt verhandeld is onbeperkt en is vindt altijd een levering plaats waarbij de kwaliteit op dat moment beoordeeld kan worden. Het bijbehorende spot contract is een overeenkomst in de spotmarkt om vandaag een product of bepaalde grondstof te kopen of te verkopen in de fysieke markt.

Door te termijnmarkt ontstaan er ook gelieerde contracten. Zo ook de forward contracten, dit is een niet gestandaardiseerde overeenkomst tussen twee partijen met het recht om een bepaald product te kopen of verkopen. In de overeenkomst is de toekomstige leveringsdatum en prijs vastgelegd. Deze is echter niet vrij verhandelbaar op een beurs. Dit worden ook vaak Over The Counter (OTC) derivaten genoemd. Een voorbeeld hiervan zijn de rente (swap) derivaten welke de afgelopen jaren in opspraak zijn geraakt.

Het doel van de termijnmarkt is het overdragen van het prijsrisico welke in de toekomst ligt. Daarnaast kan het een graadmeter zijn van de te verwachten prijzen.

De termijnmarkt elimineert niet alleen risico's maar kan ook nieuwe risico's met zich meebrengen voor diegene die er gebruik van maakt. Een voorbeeld hiervan is het basisrisico welke later verder uitgelegd wordt. Daarnaast is er altijd een productierisico door dierziekten en weersinvloeden (overmatige neerslag of droogte). Daarnaast moet de termijnmarkt liquide zijn wat inhoudt dat er voldoende handel moet plaatsvinden op de beschikbare contracten.

Een termijncontract brengt natuurlijk ook transactiekosten met zich mee welke 'terugverdiend' moeten worden en vraagt daarnaast kapitaal om een contract aan te kunnen gaan en te onderhouden bij prijsfluctuaties.

Opties

Met de komst van termijncontracten zijn er ook afgeleide/gerelateerde producten ontwikkeld op basis van de termijnmarkt. Zo ook de opties; opties bieden de mogelijkheid om tegen een bepaald bedrag een termijnmarktcontracten aan- (Call optie) of te verkopen (put-optie) tegen de vastgelegde prijs van het termijncontract. Deze optie is een recht, maar geen verplichting, om een onderliggend termijncontract te kopen of te verkopen. Met het gebruik van opties kun je een prijsplafond of een prijsbodem in bouwen.

Hedging

Hedging is het (gedeeltelijk) afdekken van een financieel risico van de spotmarkt middels het afsluiten van een termijnmarktcontract. Een ondernemer kan deze termijnmarktcontracten zowel gebruiken voor zijn inkoop (voer) als verkoop (melk). Het doel van het gebruik maken van deze termijnmarkt is het vastzetten van zowel de (variabele) inkoop als de (variabele) verkoop waardoor er een 'gefixeerde' marge ontstaat. Op basis van de vele discussies met verschillende specialisten blijkt dat er niet per definitie een hoger resultaat ontstaat. Echter door het consequent doorvoeren van een gelijke hedging strategie ontstaat er een stabielere marge en is men minder blootgesteld aan de grillen van de markt.

Basisrisico

Door gebruik te maken van de termijnmarkt ontstaan er zoals eerder aangegeven ook andere risico's. Zo ook het basisrisico, het basisrisico is het verschil in prijs dat ontstaat tussen de termijnmarkt en de cash/spotmarkt. De lokale cashprijs moet wel gecorrigeerd worden voor mogelijke opslagkosten, transportkosten, behandelingskosten, kwaliteit en andere kosten die ter zake doen. Het is wenselijk deze vooraf inzichtelijk te hebben om de hedging effectiviteit in beeld te hebben. Met een hoge hedging effectiviteit wordt het basisrisico verkleind.

Soms is het niet mogelijk om op basis van het geproduceerde product een hedge te maken. Zoals in Nederland met rauwe melk. Door een Crosshedge te maken kan het risico van het geproduceerde product afgedekt worden. Deze Crosshedge houdt in dat je door gebruik te maken van één of meerdere gerelateerde termijnmarktcontracten een hedge probeert te maken. Het desbetreffende product of grondstof zal dan op zowel de fysieke (spot) markt als ook op de termijnmarkt een gelijke prijstrend moeten volgen. Voor melk zou je bijvoorbeeld een contract af kunnen sluiten op basis van magere melkpoeder (MMP) en boter.

In de Verenigde Staten wordt sinds 2000 door de CME group een termijncontract aangeboden voor rauwe melk op de CBOT. Daarvoor werden de afgeleide producten zoals boter, kaas, poeder en wei al verhandeld. De rauwe melkcontracten zijn verdeeld in klasse 3 en klasse 4 contracten met een volume van 200.000lbs (90718.474). De klasse 3 melk is de standard melkstroom welke geschikt is voor de productie van zowel harde als zachte kaas. De klasse 4 melk is geschikt voor de productie van boter en alle soorten melkpoeder. Door middel van deze rauwmelkse contracten is het mogelijk om de volatiele melkprijs voor iedere individuele ondernemer af te dekken op de termijnmarkt. De werking hiervan zal ik later verder beschrijven.

In de gesprekken die ik met zowel de CME group als Euronext gehad heb blijkt het lastig om een rauwe melk contract op te zetten voor Nederland/Europa. Ondanks dat heeft de EEX (Euronext) voor de

Europese markt te kennen gegeven een rauwmelkse melk contract op de beurs aan te gaan bieden in 2018. De geplande datum is echter nog niet gegeven. De volgende punten maken een contract lastig:

- Voor Europa is er geen 'basis prijs' waaraan iedereen refereert
- Daarnaast verschillen de kwaliteitsstandaarden tussen de verschillende melkverwerkers in zowel Nederland als tussen landen. Een 'gestandaardiseerde kwaliteit' is daardoor lastig.

De basis kwaliteit en basis prijs zal daarom ontwikkeld moeten worden alvorens het contract opgesteld kan worden. Voorwaarde is dat het transparant, objectief, onafhankelijk en geaccepteerd zal moeten worden door zowel veehouders, verwerkers en handelaren. Alleen hierdoor ontstaat commitment en vertrouwen waardoor op de langere termijn de liquiditeit, welke nodig is voor de handel op de beurs, te verwachten is.

In de USA verzorgt de overheid de kwaliteitseisen en de prijszetting van de klasse 3 en 4 melk. Elke verwerker gaat van deze eisen uit en geeft zijn leveranciers op basis van de geleverde kwaliteit een prijs met een afslag of toeslag tov de gestandaardiseerde kwaliteit.

Beurs

Zoals inmiddels aangegeven is er tot op heden nog geen rauwmelkse melkcontract beschikbaar op de beurs. Als er in Europees verband een 'standaard kwaliteit' wordt vastgesteld. En de 'standaard prijs' wordt gezet voor deze 'standaard kwaliteit' melk, zal dit een vlucht nemen. Momenteel zal de Europese melksector haar prijsrisico nog af 'moeten' dekken met de afgeleide melkproducenten Magere Melk Poeder, wei en boter contracten. Afhankelijk van de melkverwerker en de marktsituatie zal hierdoor de optimale hedge continu veranderen. Hierdoor zal het basisrisico niet continu gelijk zijn.

INTL FC Stone

INTL FC Stone is een bedrijf welke is gespecialiseerd in advisering, handel en clearing van futures en opties. Zij hebben vestigingen in zowel Chicago als Dublin, beide kantoren heb ik mogen bezoeken tijdens mijn Nuffield periode. Daarnaast heb ik in Amsterdam een cursus bij mogen wonen van FC Stone. Zij zijn naar mijn mening de beste kennispartner voor de melkverwerkers die actief willen worden met het hedgen van agrarische producten. Zij kunnen hedges en advisering verzorgen op zowel de EEX als de Euronext. Voor het 'gewone' melkveebedrijf zijn zij relatief duur, echter beter een goed advies met de juiste informatie dan een slecht advies!

Risicomanagement

Het doel van mijn onderzoek was om inzicht te krijgen in mogelijkheden om de volatiele melkprijs op te vangen. Hierin wilde ik specifiek kijken naar de huidige termijnmarkt. Mijn conclusie is dat de huidige termijnmarkt de mogelijkheid biedt voor de melkveehouderij om het risico van de fluctuerende melkprijs op te vangen.

Echter het basisrisico is groot doordat er met afgeleide producten zoals boter en magere melkpoeder een hedge gemaakt kan worden. Het basisrisico is er altijd, echter de juiste verhouding tussen de genoemde afgeleide producten en de rauwe melk verschilt per verwerker. Daarnaast kan op het moment van aangaan van de hedge de verhouding tussen afgeleide producten wijzigen tot de verwerker. Dit kan door bijvoorbeeld een wijziging in het assortiment van de verwerker.

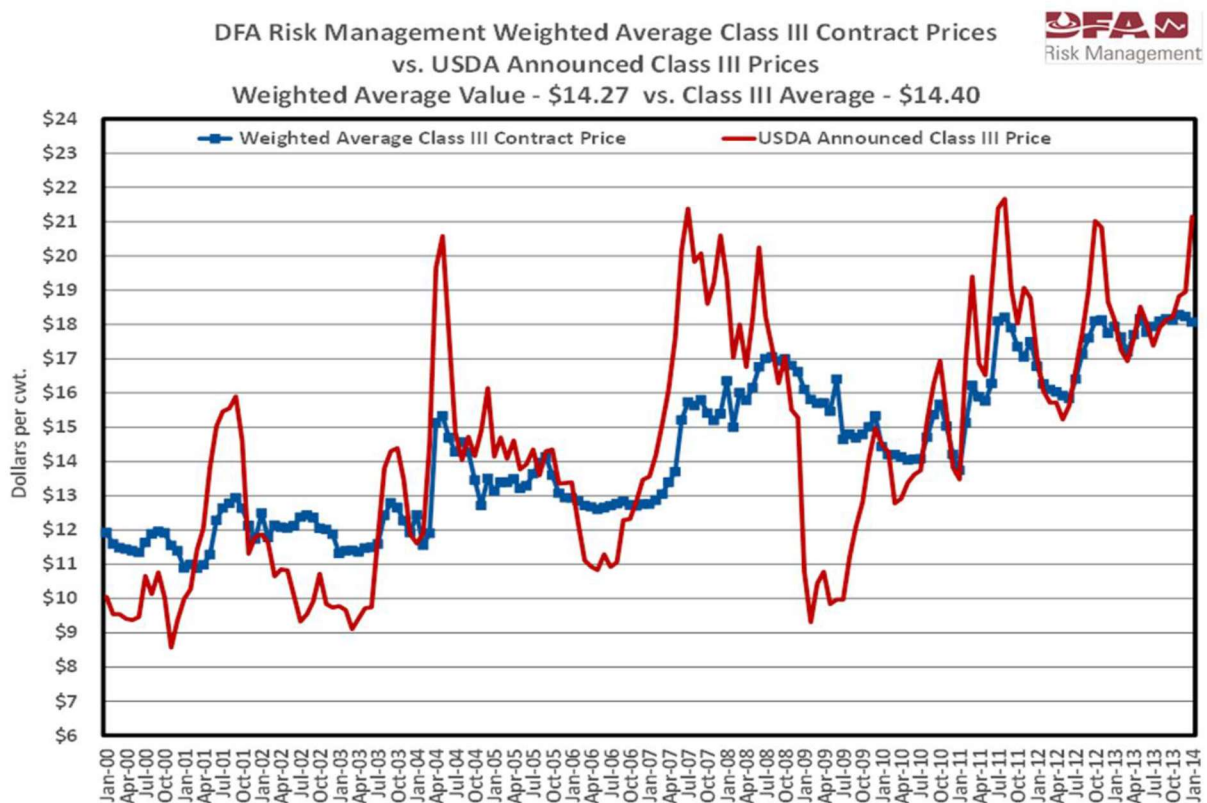
Marge

Risicomanagement is meer dan alleen het 'vastzetten' van de melkprijs door een optimale hedge. Feitelijk gaat het iedere ondernemer om marge te hebben, behouden en waar mogelijk uit te bouwen. De termijnmarkt is slechts een middel om deze marge te behouden. De conclusie die ik heel nadrukkelijk wil benoemen is de volgende. Mocht een ondernemer zijn of haar melkprijsrisico (output)

wil beperken middels de termijnmarkt dan zal alleen de aankoop van een melkgerelateerd (MMP, Boter of wei) contract niet voldoende. Hij of zij zal daarnaast ook de ingaande voerstroom (input) af moeten dekken. Mocht de input niet gehedged worden, dan kan het risico zelfs toenemen in plaats van afnemen. In de handel wordt dit een 'squeeze' genoemd oftewel, schaar. De input/voerprijs zou bijvoorbeeld toe kunnen nemen en de output/ melk, welke op dat moment gehedged is blijft stabiel. De beoogde en gewenste marge van het bedrijf zal dan alsnog verdampen.

Speculatie versus strategie

Gebruik maken van de termijnmarkt houdt niet in dat de marge vergroot wordt van het bedrijf. In het onderstaande plaatje zijn de contractprijzen en de werkelijke prijzen weergegeven van de melk (klasse 3) in Amerika over een periode van 14 jaar. Het gemiddelde van de contracten laat zien dat deze gemiddeld iets lager ligt (14.27 dollar versus 14.40 dollar).



De reden om wel gebruik te maken van de termijnmarkt is om de wisselingen in de kasstroom te verkleinen. En nog belangrijker dat in de tijden van zeer slechte prijzen je een concurrentie voordeel realiseert. Dit concurrentie voordeel kan in zeer slechte tijden resulteren in een groot voordeel bij bijvoorbeeld overnames/aankopen van grond, bedrijven, machines etc.

Conclusie

In de afgelopen jaren is duidelijk geworden dat de melkprijs volatiel is. Het is momenteel meer de vraag op welke wijze je bedrijf inricht om met deze fluctuaties om te gaan in plaats van of je hier mee om moet gaan. Het omgaan met deze fluctuaties is risicomanagement. Risicomanagement is een keuze voor elke ondernemer. Op welke manier men het risico binnen de onderneming beperkt is een eigen keuze. Één daarvan is het gebruik maken van de termijnmarkt. De termijnmarkten waar in Europa zuivelproducten op worden verhandeld zijn de Eurex in Frankfurt, EEX in Leipzig en de Euronext in Amsterdam. Naast deze termijnmarkten kan voor de input zijde, het voer, gebruik gemaakt worden van dezelfde beurzen maar ook van de Matif in Parijs.

Door zowel voor de input (voer) zijde als de output (melk) zijde gebruik te maken van termijncontracten kan de beoogde marge vastgelegd worden. Door alleen de input of de output vast te leggen op de termijnmarkt kan er een mismatch of squeeze ontstaan. De gewenste marge kan hierdoor verdwijnen. Door een vaste strategie te kiezen en deze consequent te volgen ontstaat het optimale (gewenste) risicomanagement. Welke verhouding in de contracten aangehouden moet worden kan wisselen per periode. Een goede adviseur is hierdoor noodzakelijk. En zelfs dan kan er nog een mismatch ontstaan tussen de contracten en de vloeibare melk (basisrisico).