

Kwartaalbericht Delen Private Bank

1^e kwartaal 2022

- I. Economische omgeving
- II. Marktontwikkelingen
- III. Beleggingsbeleid
- IV. Vooruitzichten

DELEN

PRIVATE BANK

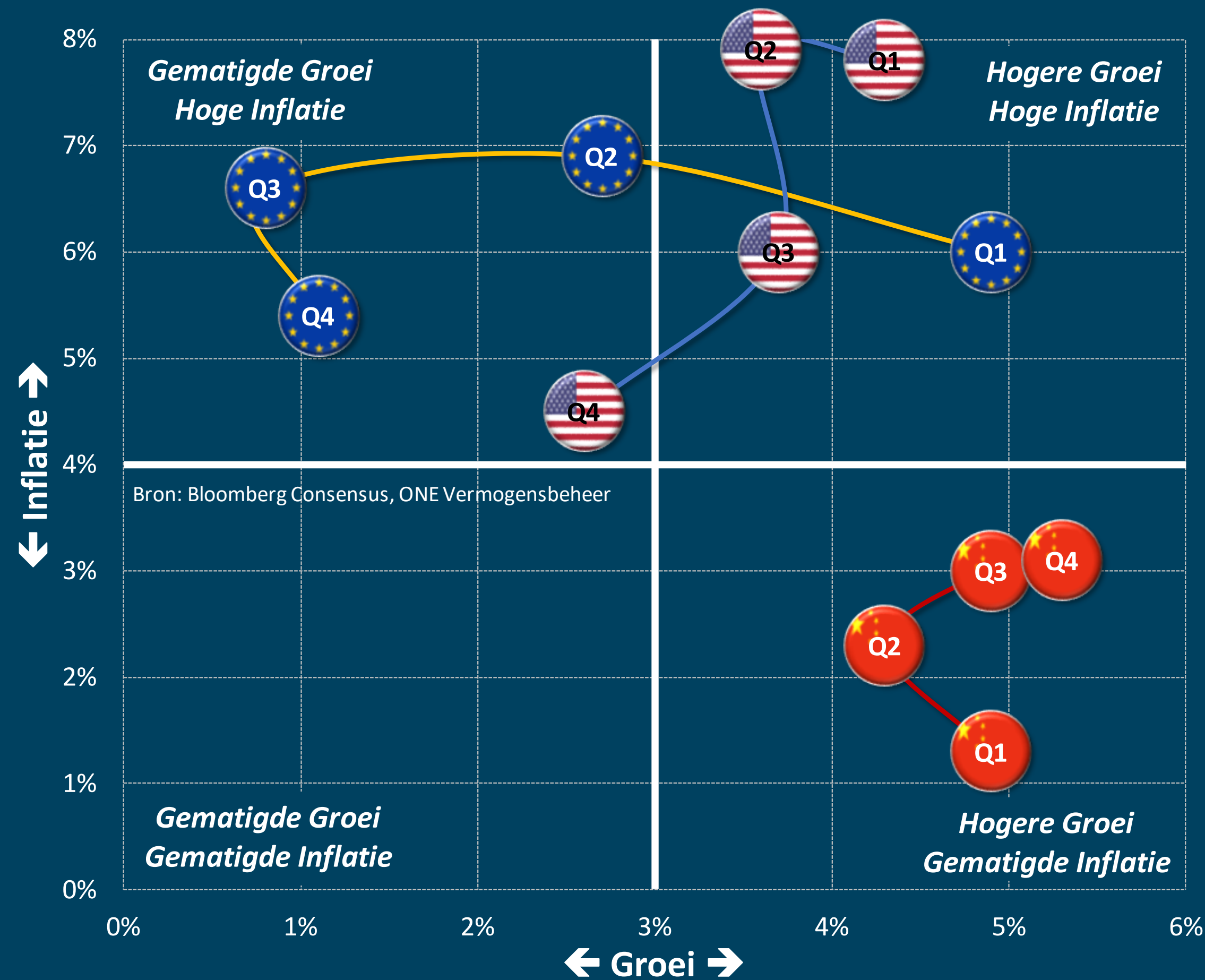
DELEN

PRIVATE BANK

Executive summary

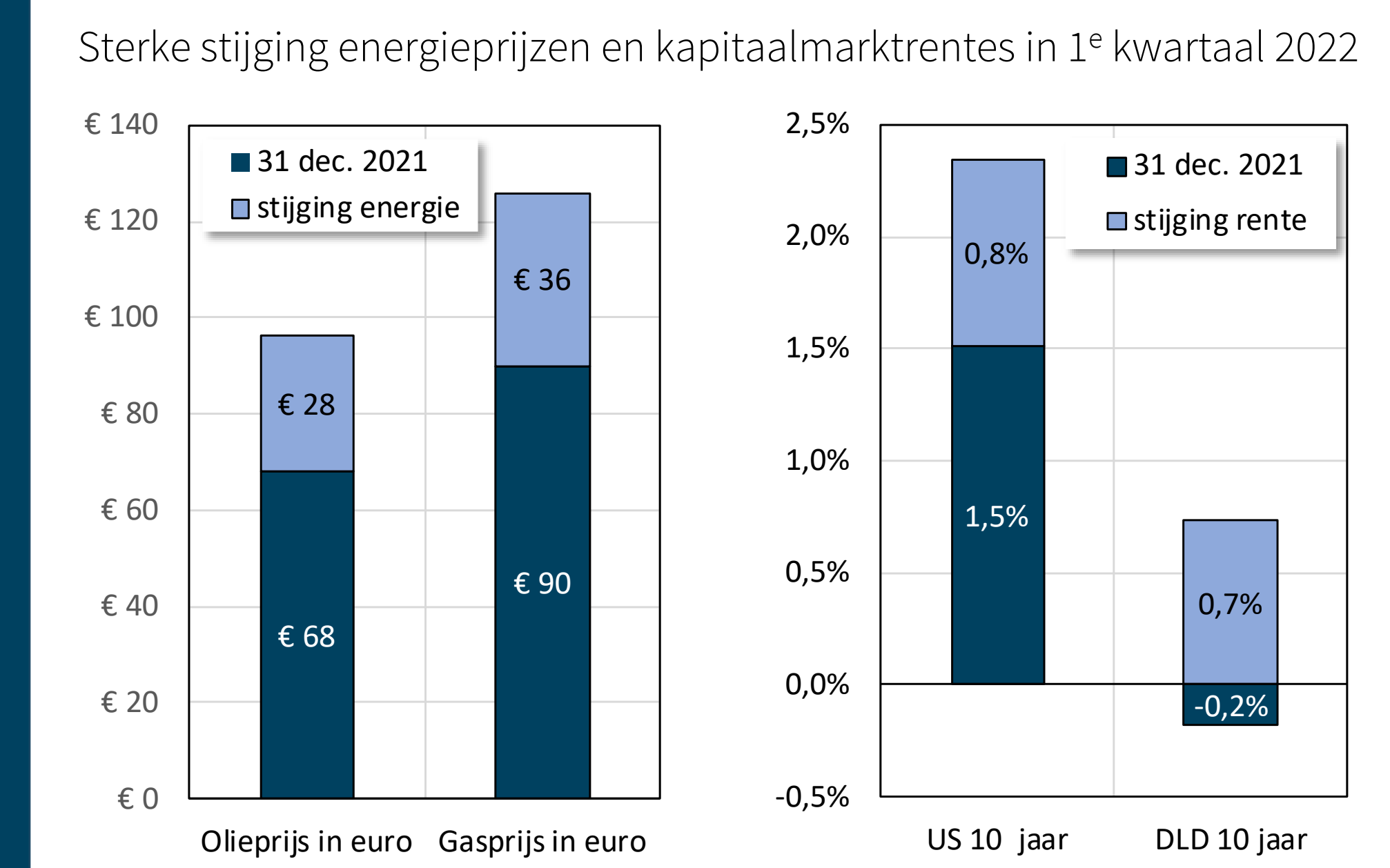
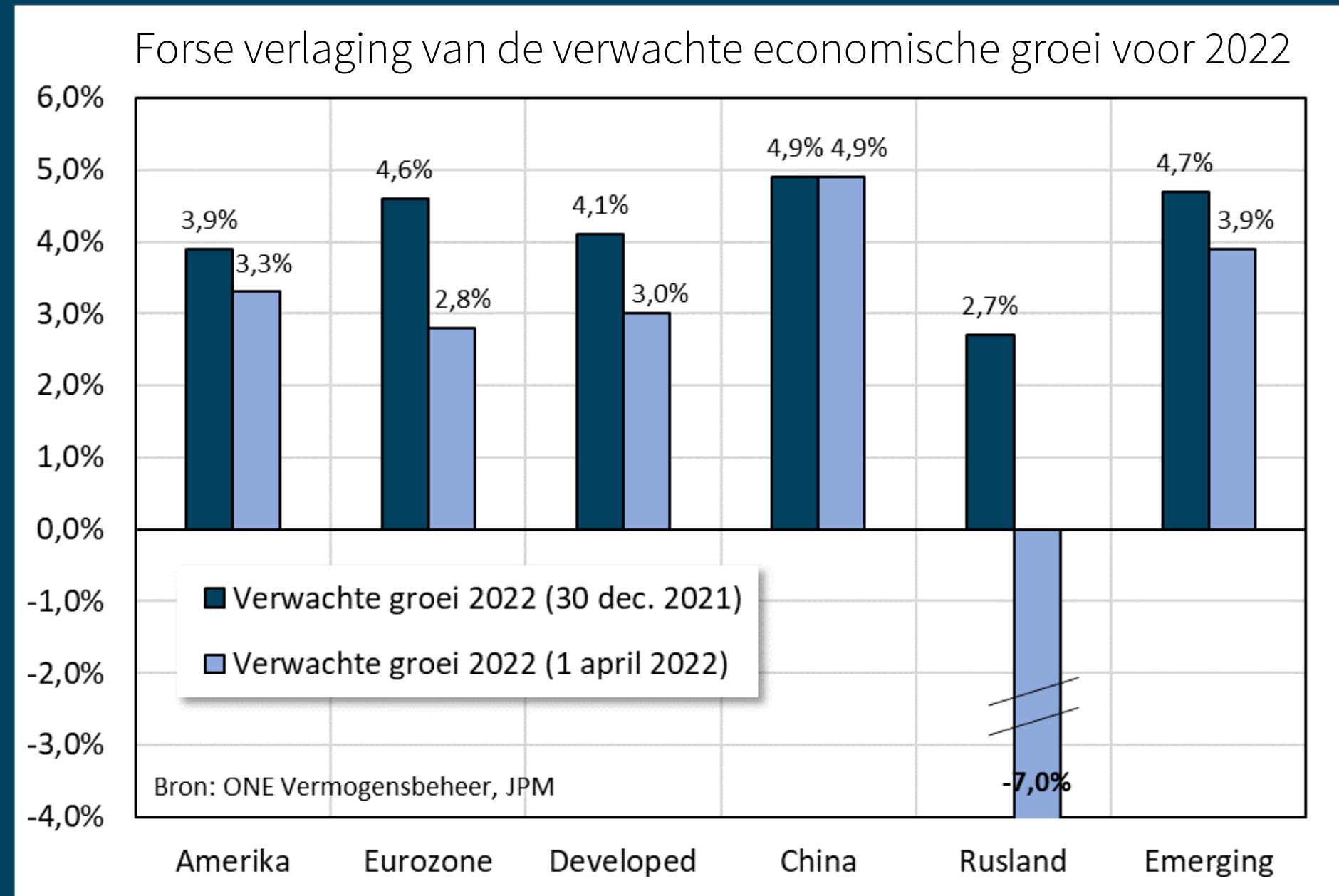
- In het 1^e kwartaal van 2022 kregen de financiële markten veel nieuws te verwerken. Voor obligatiemarkten was de combinatie van stijgende grondstoffenprijzen, minder ruim monetair beleid en hogere risicopremies een ‘perfect storm’. Aandelenmarkten hielden zich relatief goed ondanks de geopolitieke onrust omtrent de Russische inval in Oekraïne.
- Voor het jaar 2022 zijn de economische groeiverwachtingen flink gedaald door de verdere stijging van de energieprijzen. De verwachte piek in inflatie is hierdoor verschoven naar het tweede kwartaal. Vanwege de zeer hoge inflatie is de toon van de Fed en ECB de laatste maanden sterk veranderd en verwachten de markten meerdere renteverhogingen.
- In het 1^e kwartaal van 2022 hebben we de koersverliezen kunnen beperken door de behoorlijk lage rentegevoeligheid binnen obligaties en valutawinsten op de omvangrijke internationale beleggingen van de aandelenportefeuille. In de turbulente eerste maanden van 2022 realiseerden de ONE profielfondsen een netto rendement variërend van -2,7% tot -5,4%. Daarnaast is ruim 75% van de portefeuille belegd in beleggingsproducten met een duurzaam karakter.
- Vooruitkijkend denken we dat op korte termijn de geopolitieke spanningen nog zullen aanhouden. Minder groei, meer inflatie en een minder ruim monetair beleid is de nieuwe beleggingsomgeving. Voor 2022 verwachten we geen recessie of stagflatie vanwege de sterke arbeidsmarkt in Amerika en Europa. Wel verwachten we door de geopolitieke situatie en de nieuwe rente-omgeving meer volatiliteit op de financiële markten. Voor lange termijn beleggers kan dit interessante instapmomenten bieden.

Groei en inflatie wedijveren om nieuwe balans in 2022



- Voor de financiële markten is de combinatie van economische groei en inflatie belangrijk. In deze figuur is de verwachte ontwikkeling weergegeven voor Amerika, Eurozone en China (consensus groeiverwachtingen en inflatie in % jaar-op-jaar).
- De economie in de VS draait al enige tijd op volle toeren, met zeer hoge inflatie als gevolg. We verwachten aanhoudend hoge groei tot het 4^e kwartaal, met een geleidelijke daling van de inflatie. De VS ondervindt weinig groei-impact van de oorlog en is nu gestart met inflatiebestrijding.
- Voor de Eurozone betekent de oorlog een abrupt einde aan het sterke herstel in het 1^e kwartaal, met fors minder groei en hoge inflatie in de komende kwartalen. China ervaart tot het 4^e kwartaal aanzienlijke groeivertraging door ‘zero-covidbeleid’ en hogere grondstoffenrijzen.

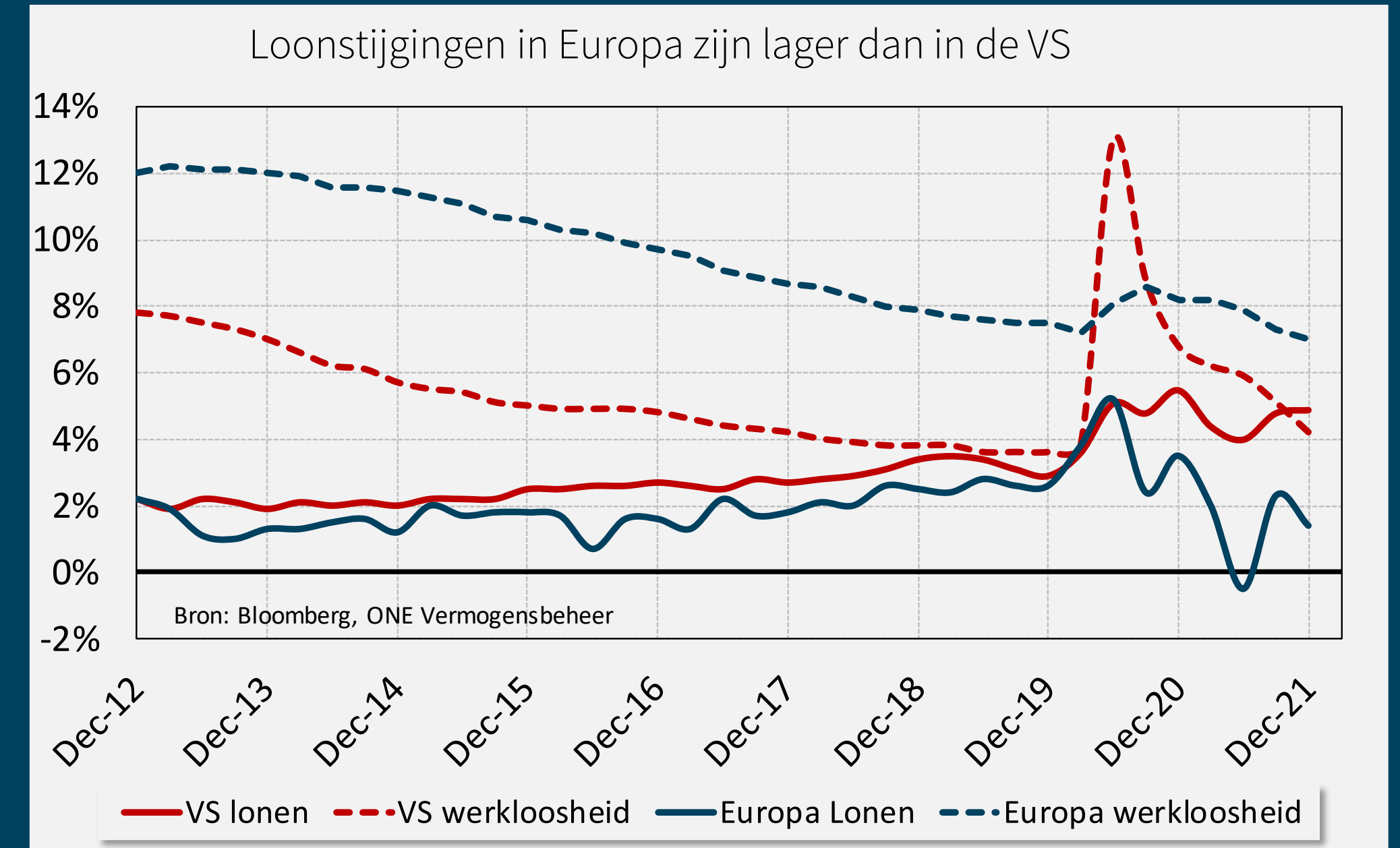
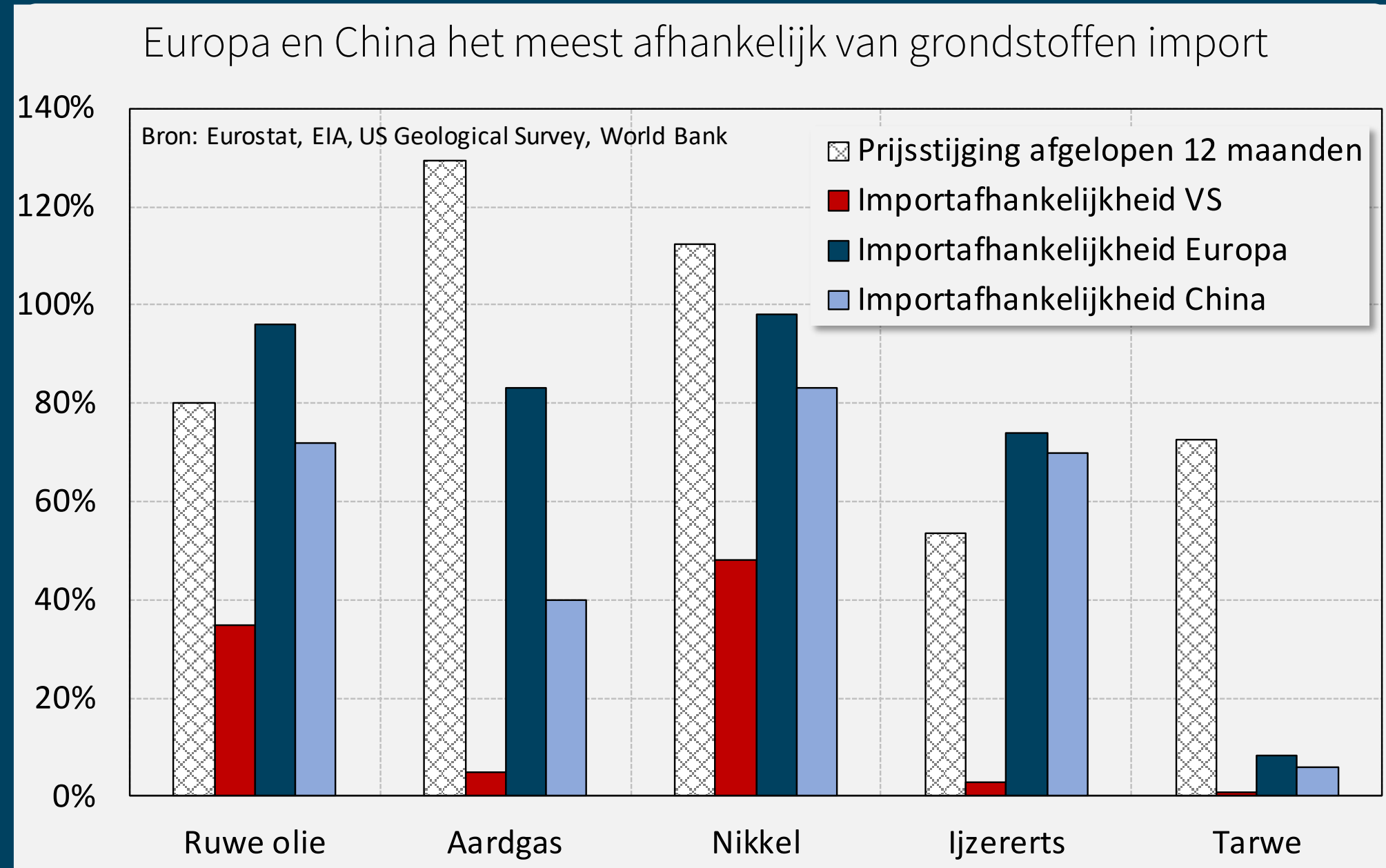
Verwachte economische groei neemt af door energie en rentes



- Terwijl de wereldeconomie herstelt van de coronacrisis in 2020, zijn er wel tegenvallers die het economische herstel vertragen. In 2021 waren dat logistieke problemen, onvoldoende computerchips en de besmettelijke Omicron variant.
- Dit jaar zorgt de Russische inval in Oekraïne voor een enorme humanitaire ramp. Oekraïne verdedigt zich krachtig zonder NAVO steun. President Biden probeert het Westen te verenigen om Rusland financieel en economisch te isoleren.

- Voor de Europese economie heeft de stijging van de energieprijzen en de oplopende kapitaalmarktrente een vergelijkbaar effect als een belastingverhoging. Hoge inflatie vermindert de koopkracht van burgers, waardoor de economische groei vertraagt.
- De kans op een Europese recessie achten wij klein vanwege de sterke arbeidsmarkt. Toenemende werkgelegenheid en hogere lonen zijn gunstig en bovendien hebben Europeanen door de coronacrisis de afgelopen 2 jaar meer gespaard dan normaal.

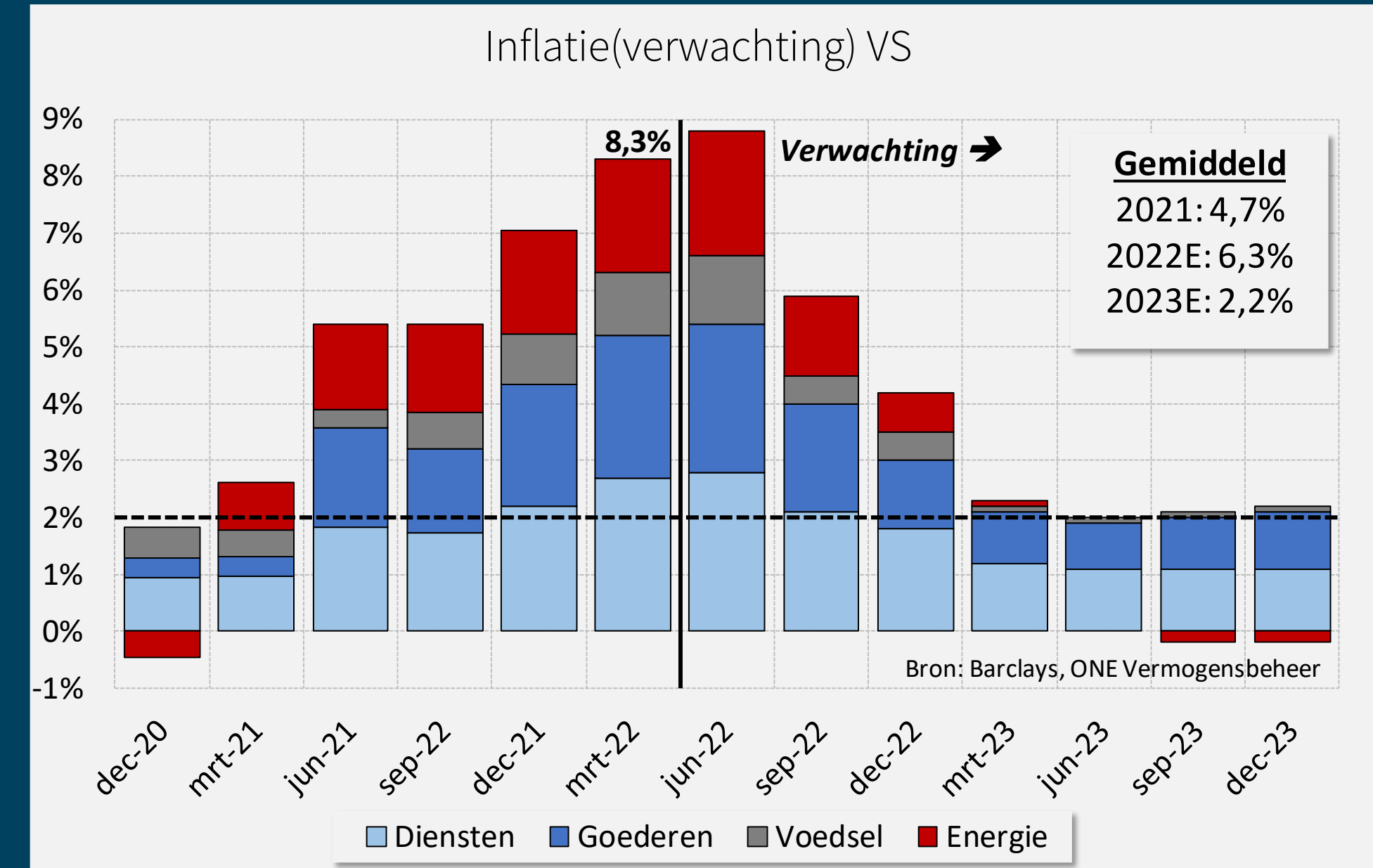
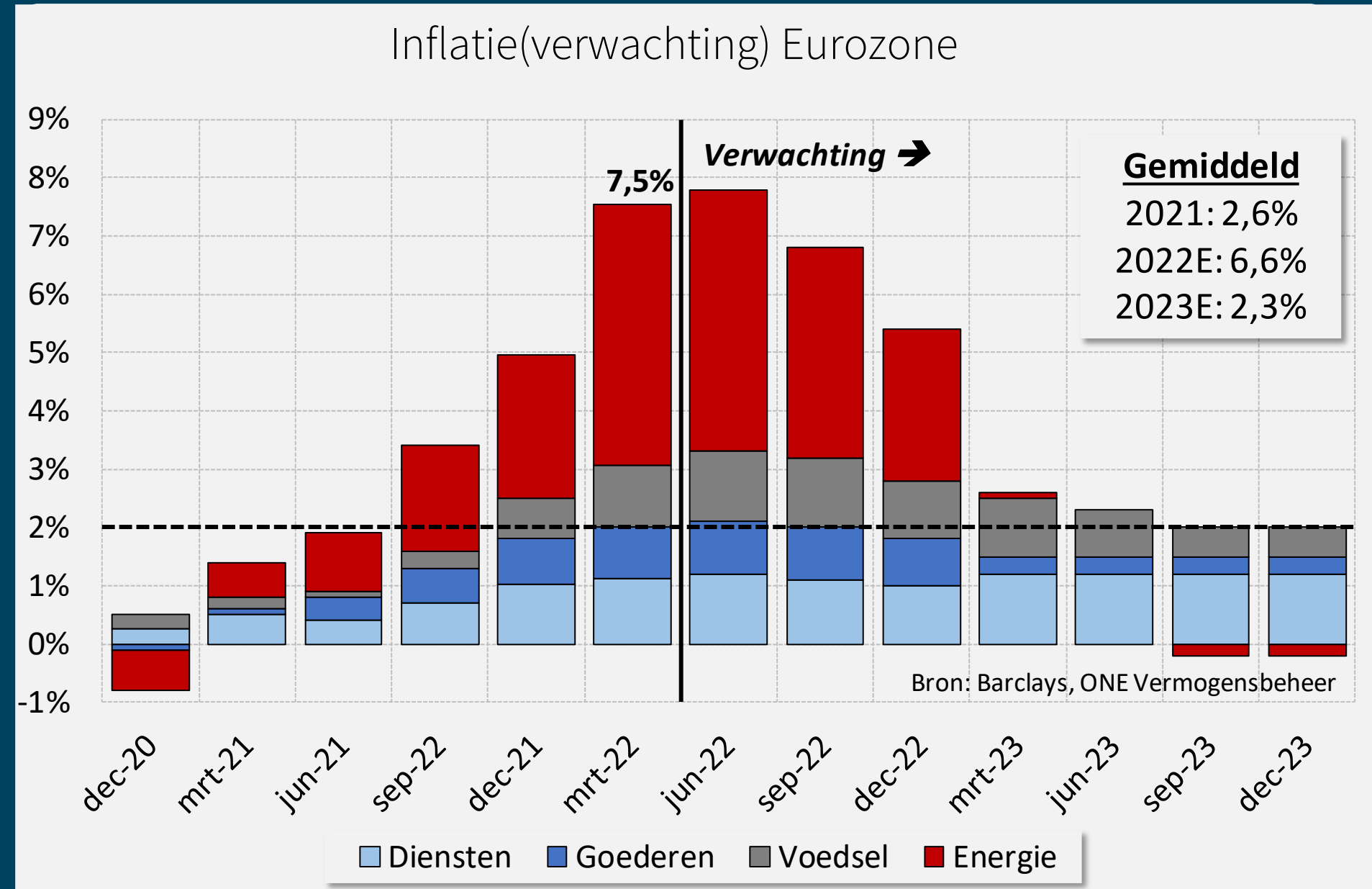
Import van grondstoffen en loonontwikkeling drijft regionale verschillen



- In de afgelopen 12 maanden zijn de prijzen van grondstoffen fors gestegen door het snelle economische herstel (toename vraag), het beperkte aanbod en de oorlog in Oekraïne.
- Het aandeel van de totale grondstofconsumptie dat wordt geïmporteerd vertoont grote regionale verschillen (rood, donkerblauw en lichtblauw). Door een hoge mate van afhankelijkheid zijn Europa en China extra gevoelig voor deze prijsstijgingen.

- In het 1^e kwartaal zette de daling van de werkloosheid zich door in de VS en Europa (stippellijnen). Met name in de VS is er sprake van een enorme krapte op de arbeidsmarkt door enerzijds de hoge groei en anderzijds de lage participatiegraad.
- Deze krapte vertaalt zich in een sterke stijging van de Amerikaanse lonen (rode lijn). In Europa (blauwe lijn) zijn de loonstijgingen veel beperkter door de minder krappe arbeidsmarkt en het behoud van werkgelegenheid tijdens de pandemie.

Inflatiepiek verschuift naar 2^e kwartaal

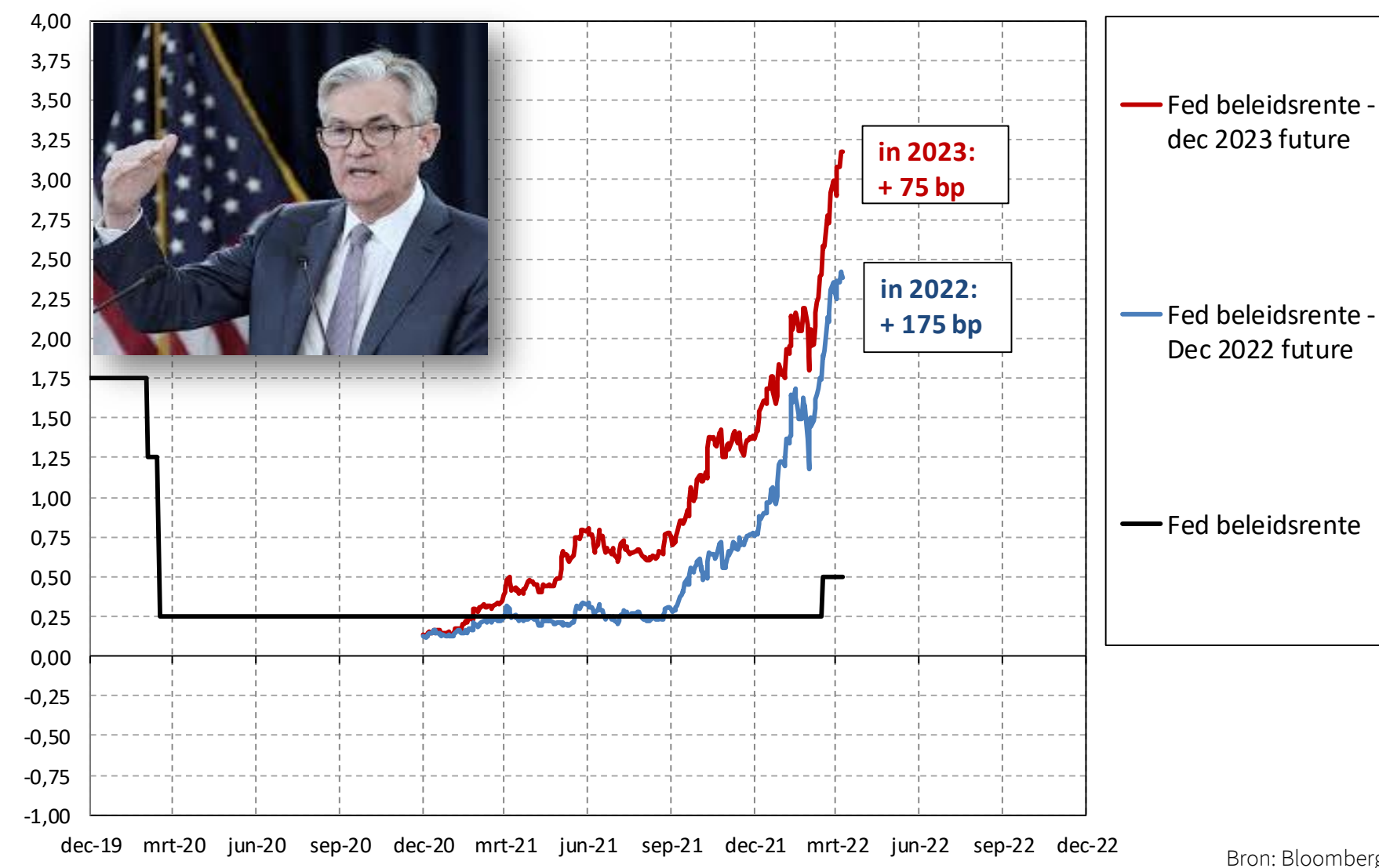


- In de Eurozone is de inflatie in maart opgelopen tot 7,5%. De volatiele componenten energie en voedsel stegen hard als gevolg van de oorlog en leverden een bijdrage van ruim 70%. Tegelijkertijd toonden diensten en goederen gematigde prijsstijgingen.
- Dit betekent dat de prijsstijgingen nog niet in het hart van de economie zijn genesteld als reactie op de vraag- en aanbodschokken sinds begin 2021. Dit verkleint de kans op een langdurige periode van bovengemiddelde inflatie.

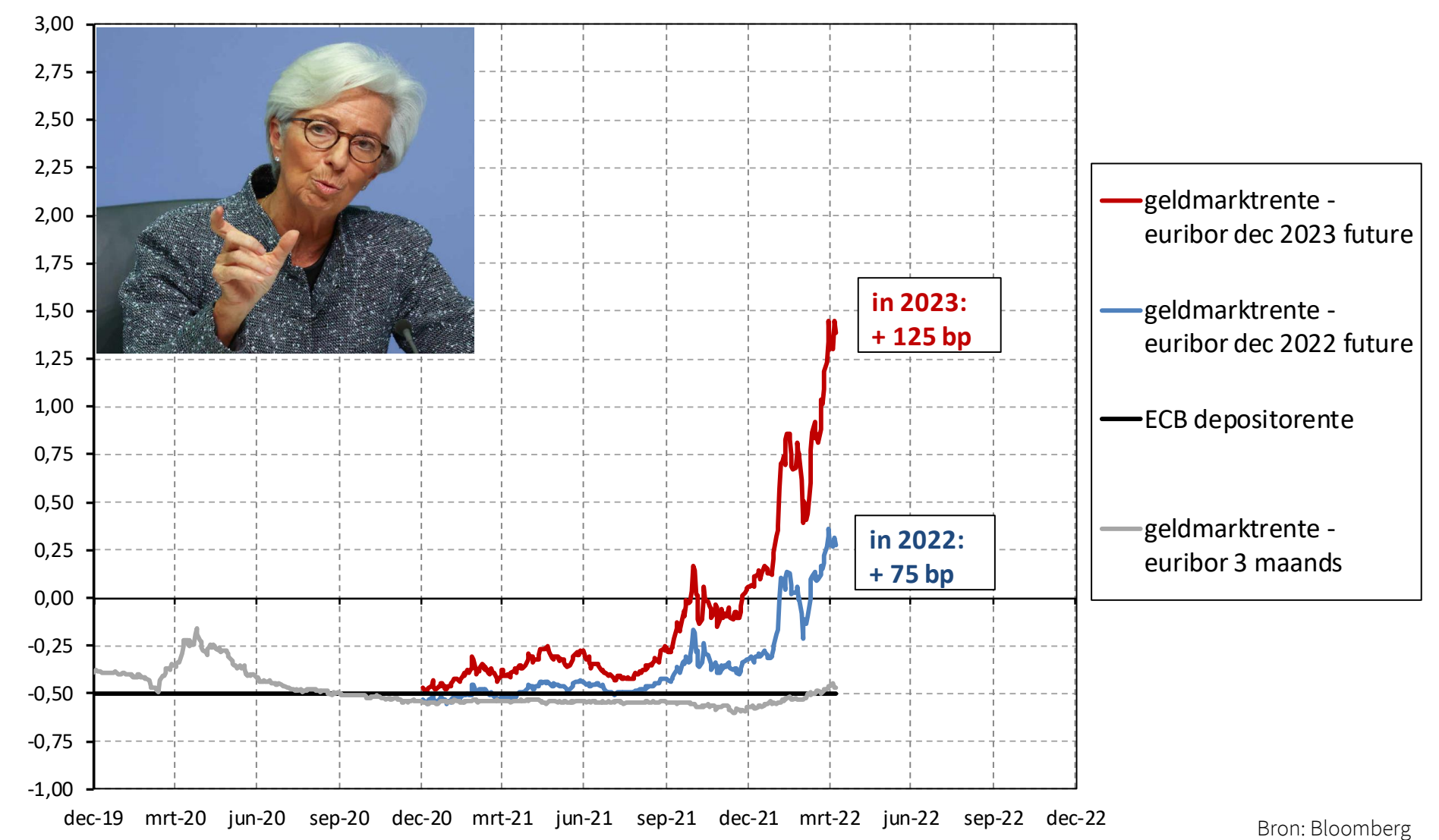
- Wij verwachten dat de Amerikaanse inflatie in maart rond de 8,3% zal uitkomen. Anders dan in de Eurozone vormen juist diensten en goederen hier de grootste bijdrages, waardoor de Amerikaanse consument overal sterke prijsstijgingen ervaart.
- Een sneller en omvangrijker economisch herstel, meer logistieke knelpunten en hogere loonstijgingen maakt de VS kwetsbaarder voor langdurig hoge inflatie, in vergelijking tot de Eurozone. Een rem op de economische groei is hier noodzakelijk.

Centrale banken gaan beleidsrentes verhogen door te hoge inflatie

Fed wordt 'hawkisher' en zal de rente sneller en meer gaan verhogen



De markt verwacht dat ook ECB de beleidsrente flink zal gaan verhogen

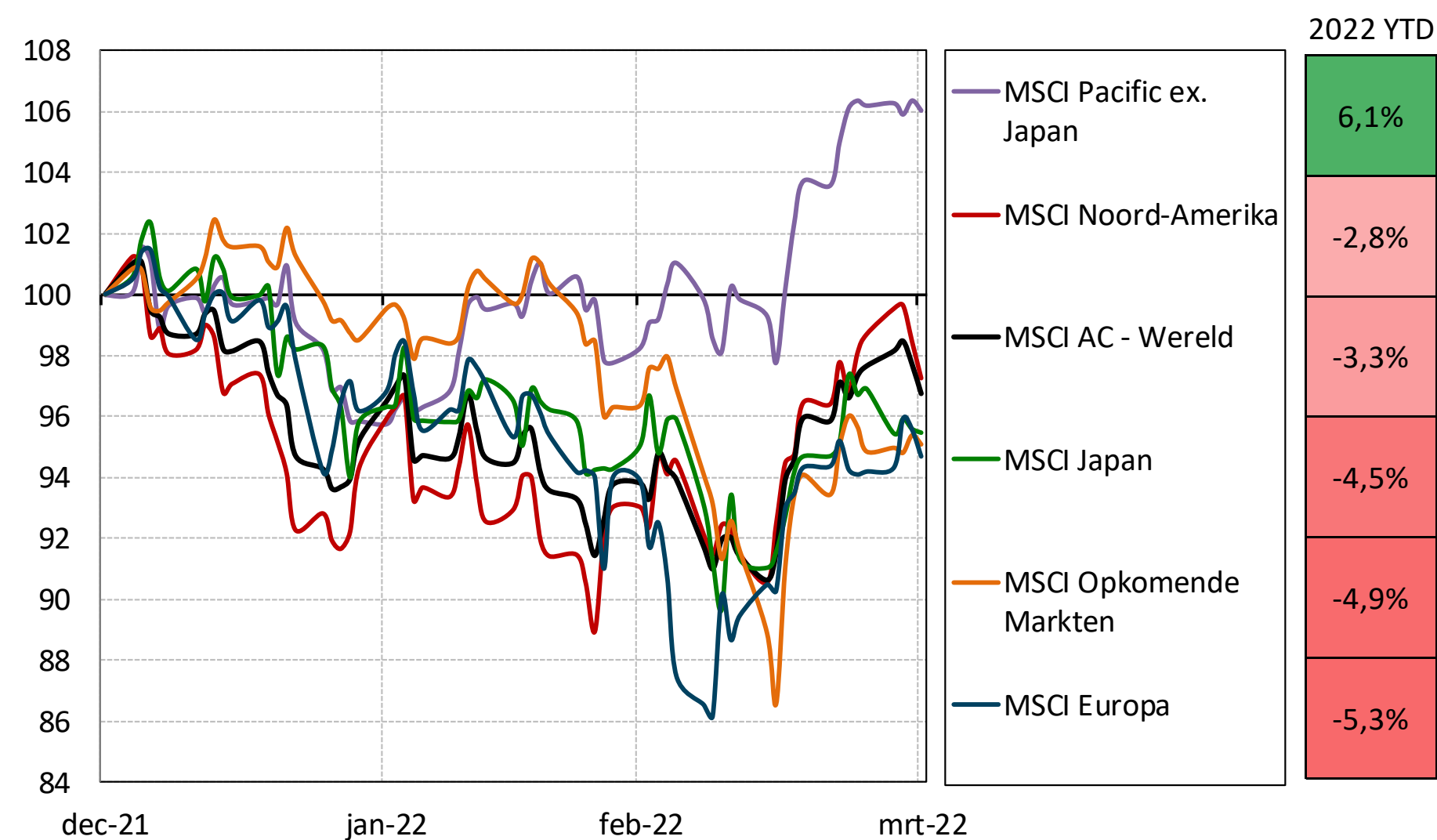


- o Vanwege de zeer hoge inflatie is de Fed in de afgelopen maanden steeds 'hawkisher' (meer anti-inflatie gericht) van toon geworden. Halverwege maart verhoogde de Fed de beleidsrente met 0,25%, de eerste renteverhoging sinds 2018.
- o Duidelijk werd dat dit slechts de eerste van een langere reeks renteverhogingen zal zijn, waarbij de Fed ook grotere stappen van +0,50% overweegt. De markt gaat er nu vanuit dat de beleidsrente zal worden verhoogd tot 3% eind 2023.

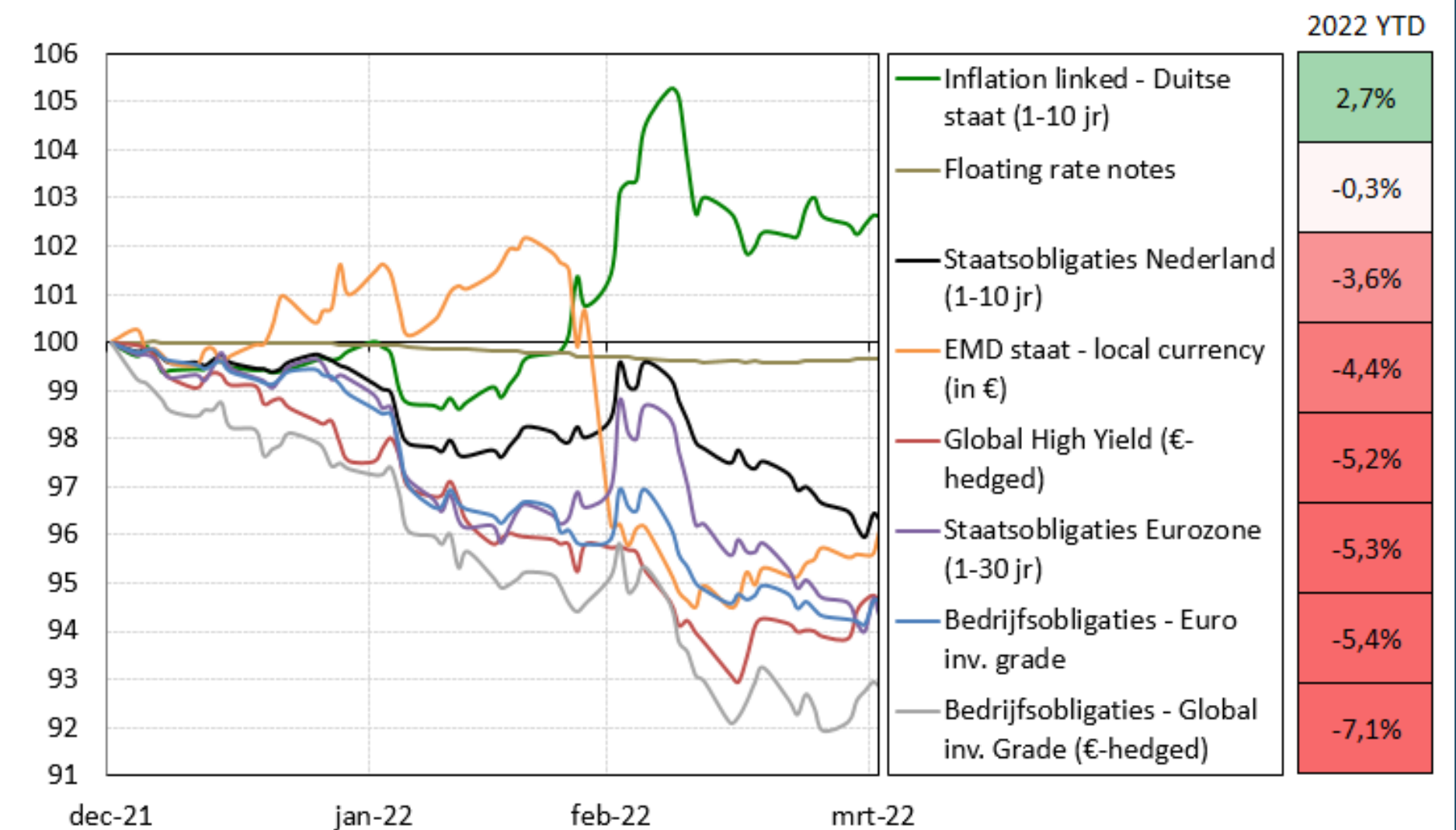
- o Ook de ECB is inmiddels overstag en heeft haar voorzichtige toon laten varen. De ECB liet in maart weten in al in september te willen stoppen met het opkopen van obligaties om daarmee de weg vrij te maken voor de eerste renteverhoging.
- o De markt gaat er nu vanuit dat de ECB in 2022 en 2023 de beleidsrente (depositorente) zal gaan verhogen: van de huidige -0,5% tot circa +1,5% eind 2023. Hiermee zou een lange periode van negatieve beleidsrentes worden afgesloten.

Rendementen financiële markten

Beperkte daling aandelenmarkten in een lastige beleggingsomgeving



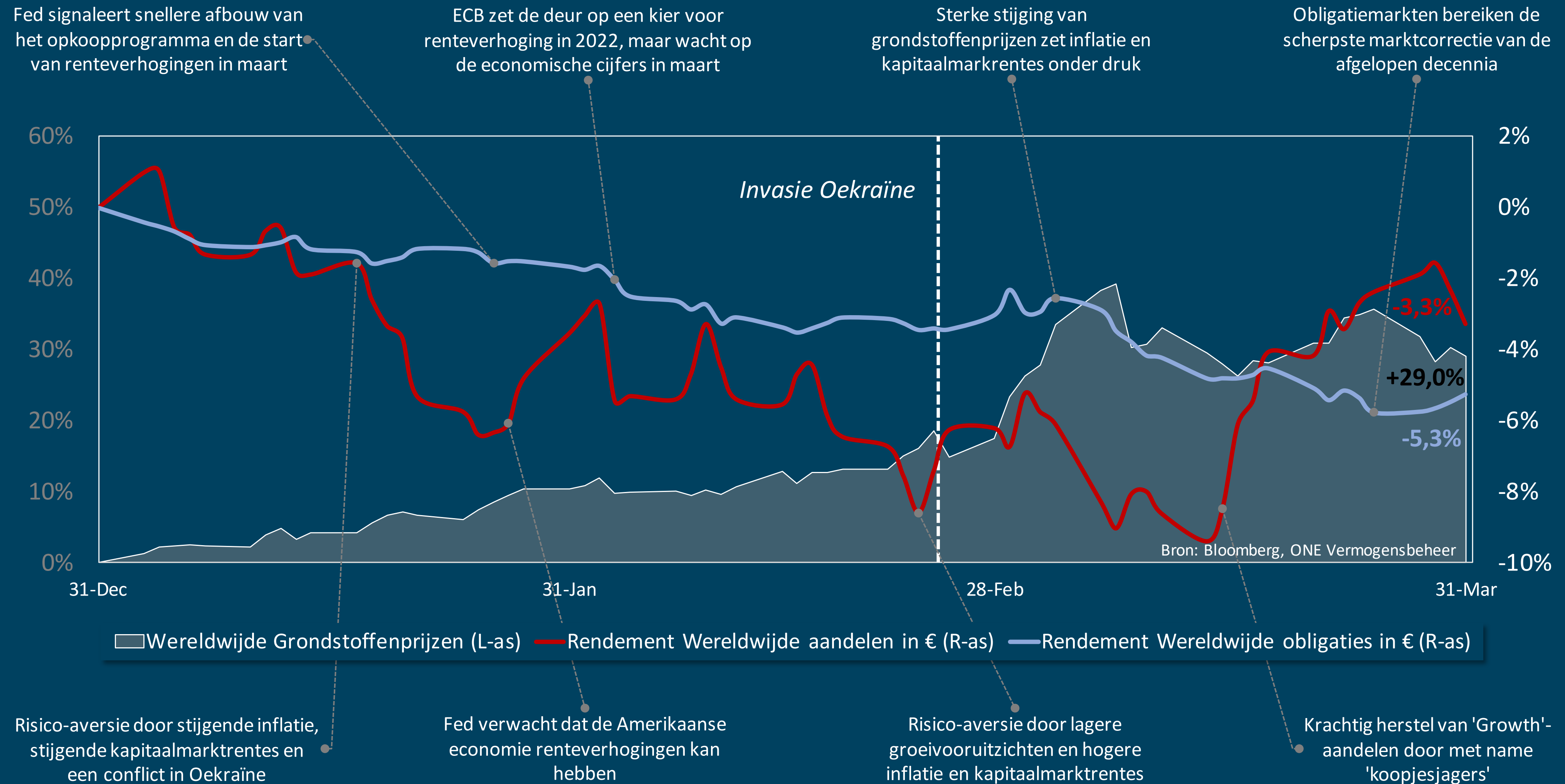
Vastrentende markten hadden ongekend zwak eerste kwartaal



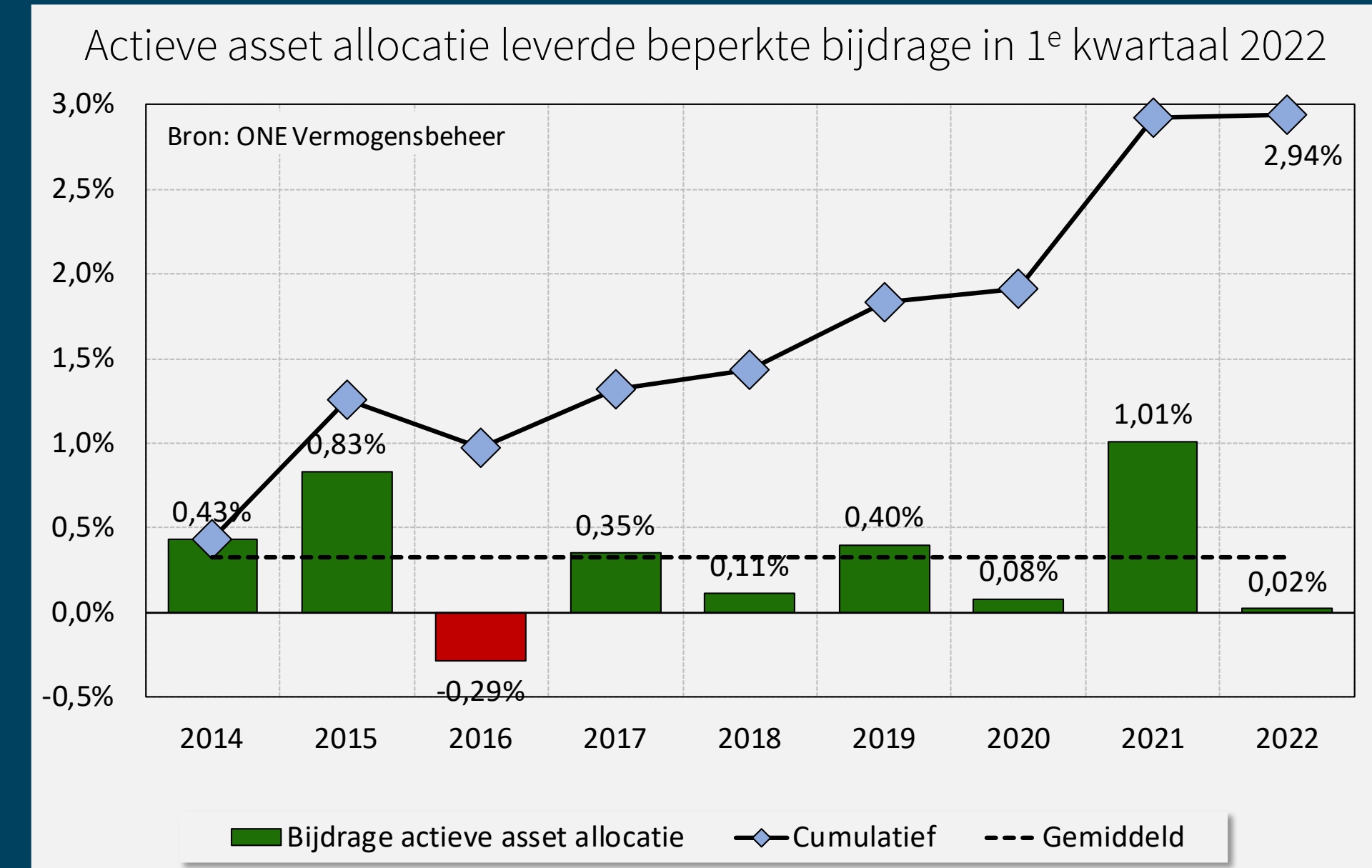
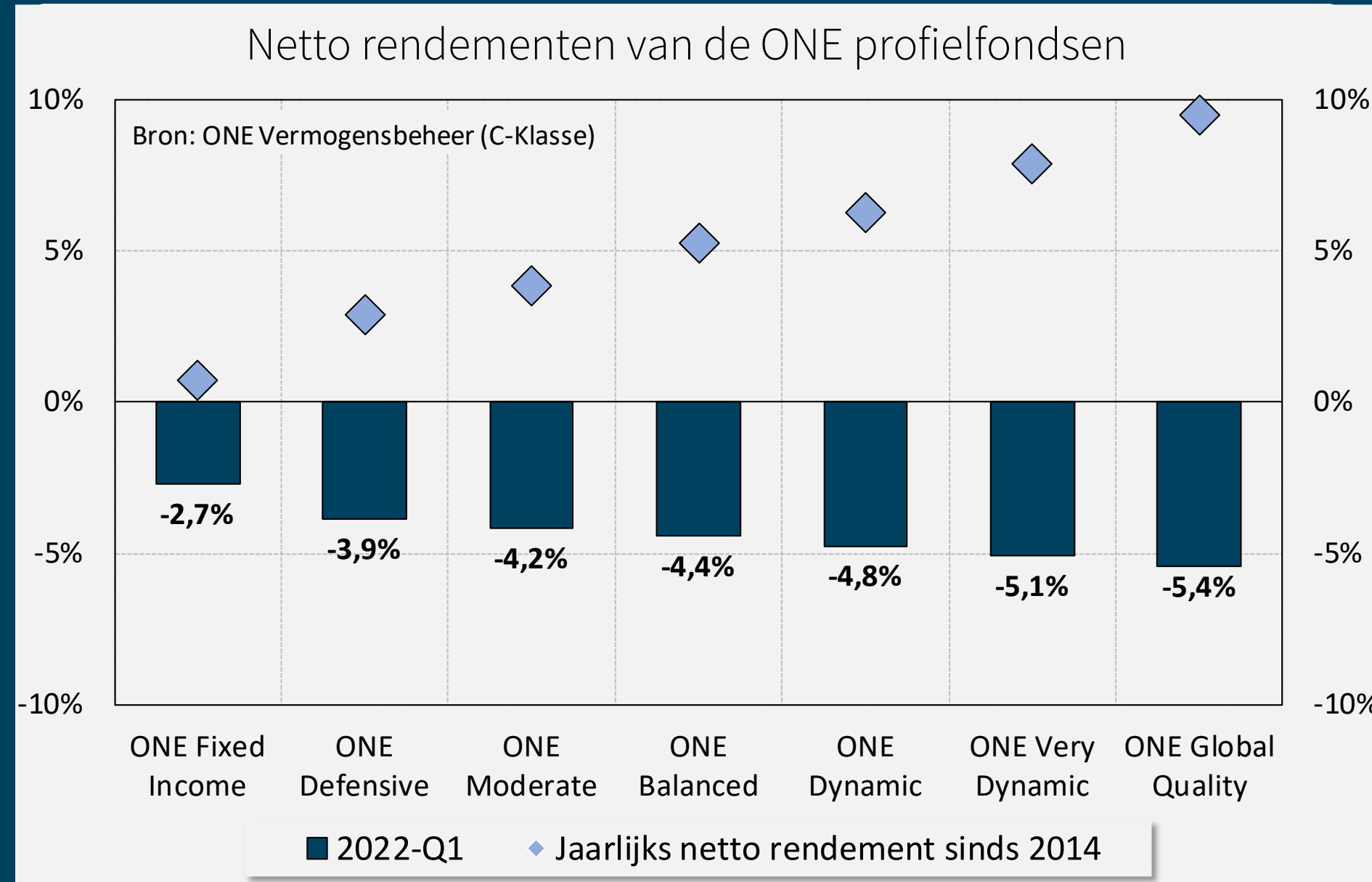
- o In het eerste kwartaal van 2022 hadden de aandelenmarkten veel nieuws te verwerken. Snel stijgende energieprijzen, hogere inflatie, minder ruim monetair beleid, hogere kapitaalmarktrentes en de Russische inval in Oekraïne.
- o Amerikaanse aandelen hadden het meeste last van de rentestijging vanwege de hoge waarderingen. Na de Russische inval kwamen vooral de Europese beurzen en Opkomende markten onder druk. Australië profiteerde van de hoge olieprijs.

- o Voor obligatiemarkten gaat het eerste kwartaal van 2022 de boeken in als het slechtste kwartaal sinds de jaren '90. Voor de wereldwijde obligatie-index (staats- en hoge kwaliteit bedrijfsobligaties) kwam het resultaat uit op -5,6%.
- o Obligatiemarkten kwamen in een 'perfect storm' terecht door de combinatie van verder oplopende inflatie, het vooruitzicht op renteverhogingen en hogere risicopremies ('spreads') door de onzekerheid rond de oorlog in Oekraïne.

Hogere grondstoffenprijzen treft obligatiemarkten



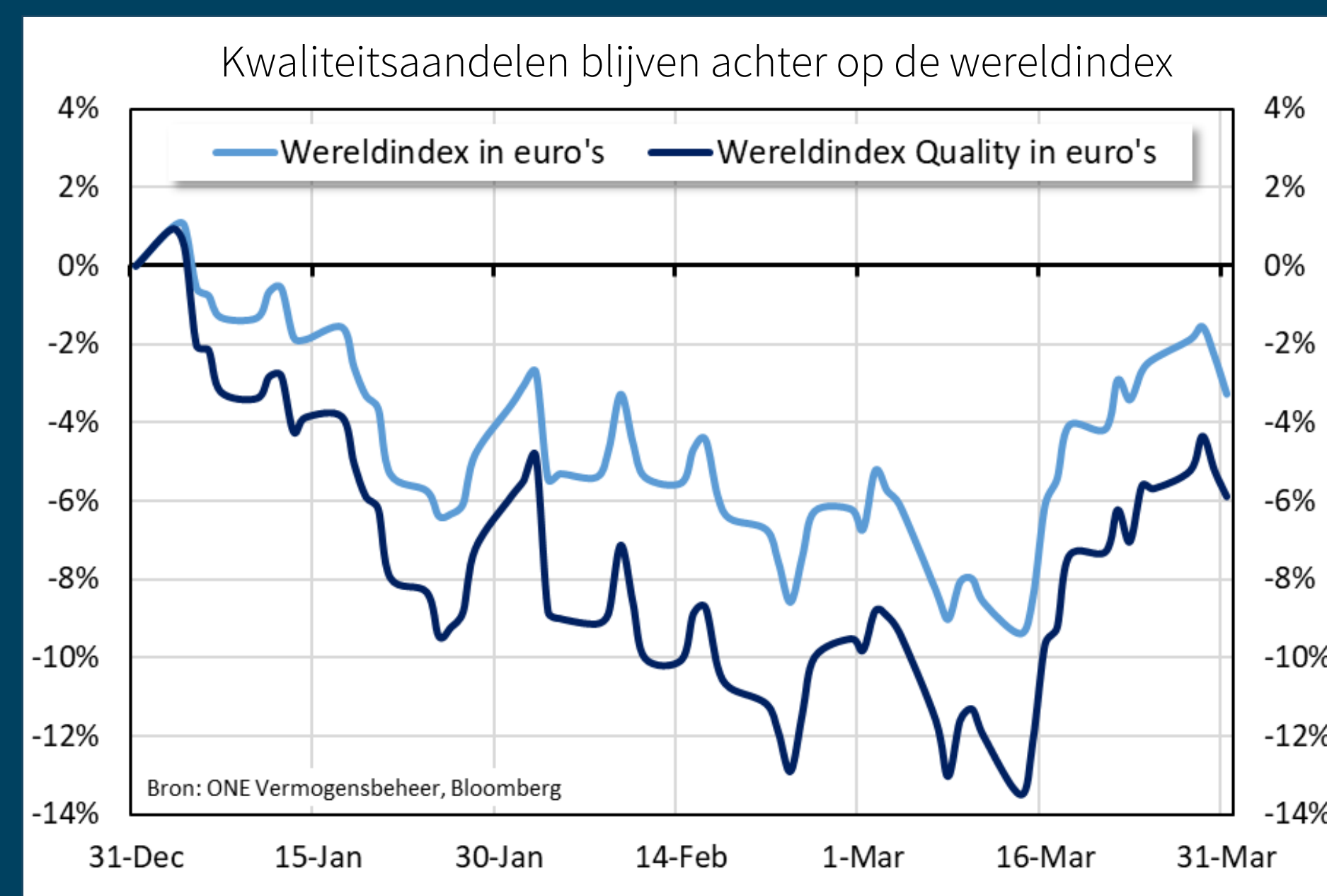
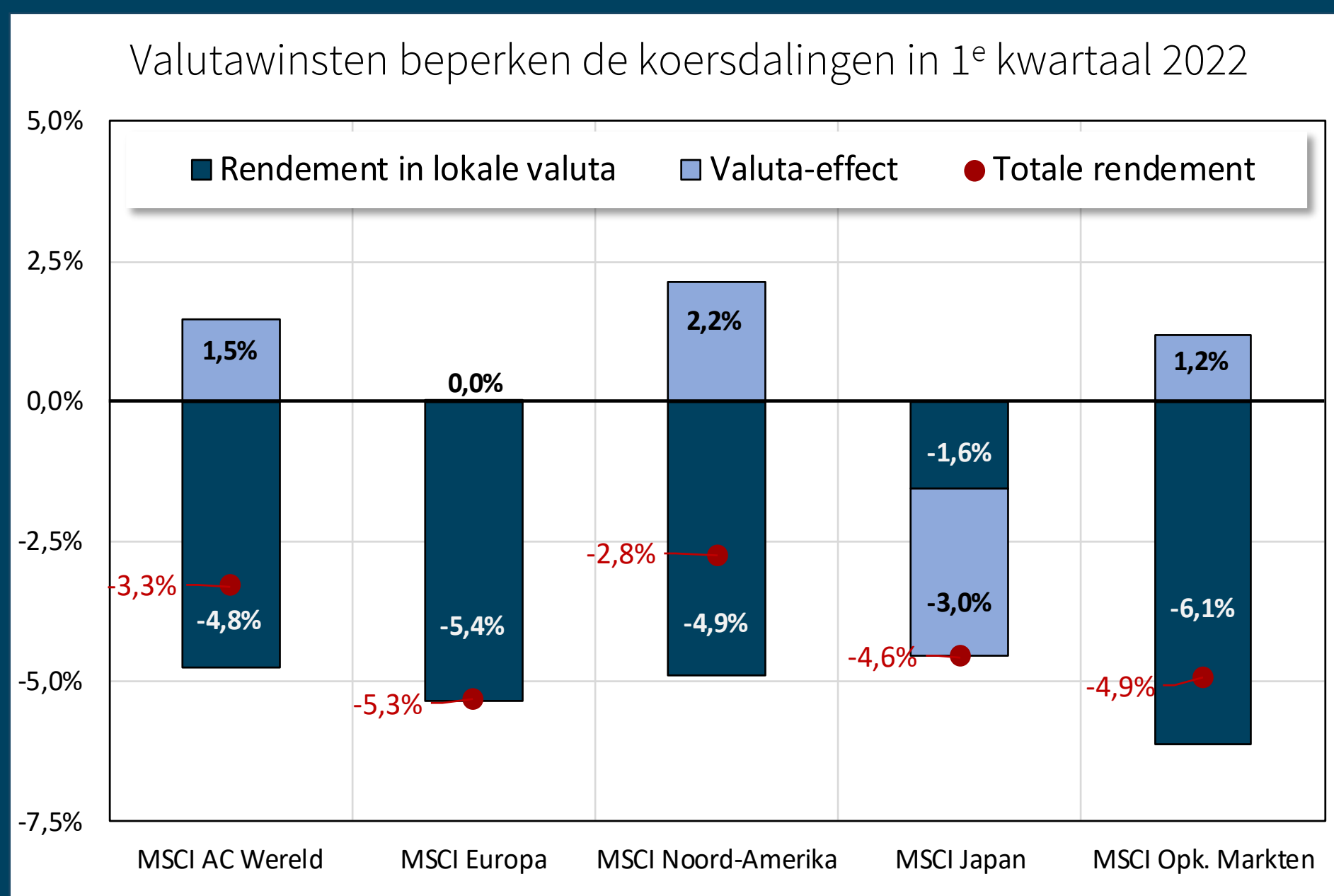
Rendementen zetten een kleine stap terug



- In 2022 hebben de ONE profielfondsen netto rendementen tussen de -2,7% en -5,4% behaald. De stijgende rentes, hogere grondstoffenprijzen en geopolitieke spanningen vormden een tegenwind voor vastrentende waarden en aandelen.
- Vanaf 2014 hebben de 7 profielfondsen netto rendementen gerealiseerd van +0,7% tot +9,5% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

- Gedurende dit kalenderjaar hebben wij vastgehouden aan de overweging van aandelen ten laste van vastrentende waarden. Dit heeft in het eerste kwartaal geresulteerd in een beperkte bijdrage in het totale netto rendement (+0,02%).
- Sinds 2014 is de bijdrage van de actieve asset allocatie gemiddeld 0,33% per jaar en betreft de cumulatieve bijdrage +2,94%. Met uitzondering van 2016 leverde de actieve asset allocatie in alle kalenderjaren een positieve bijdrage.

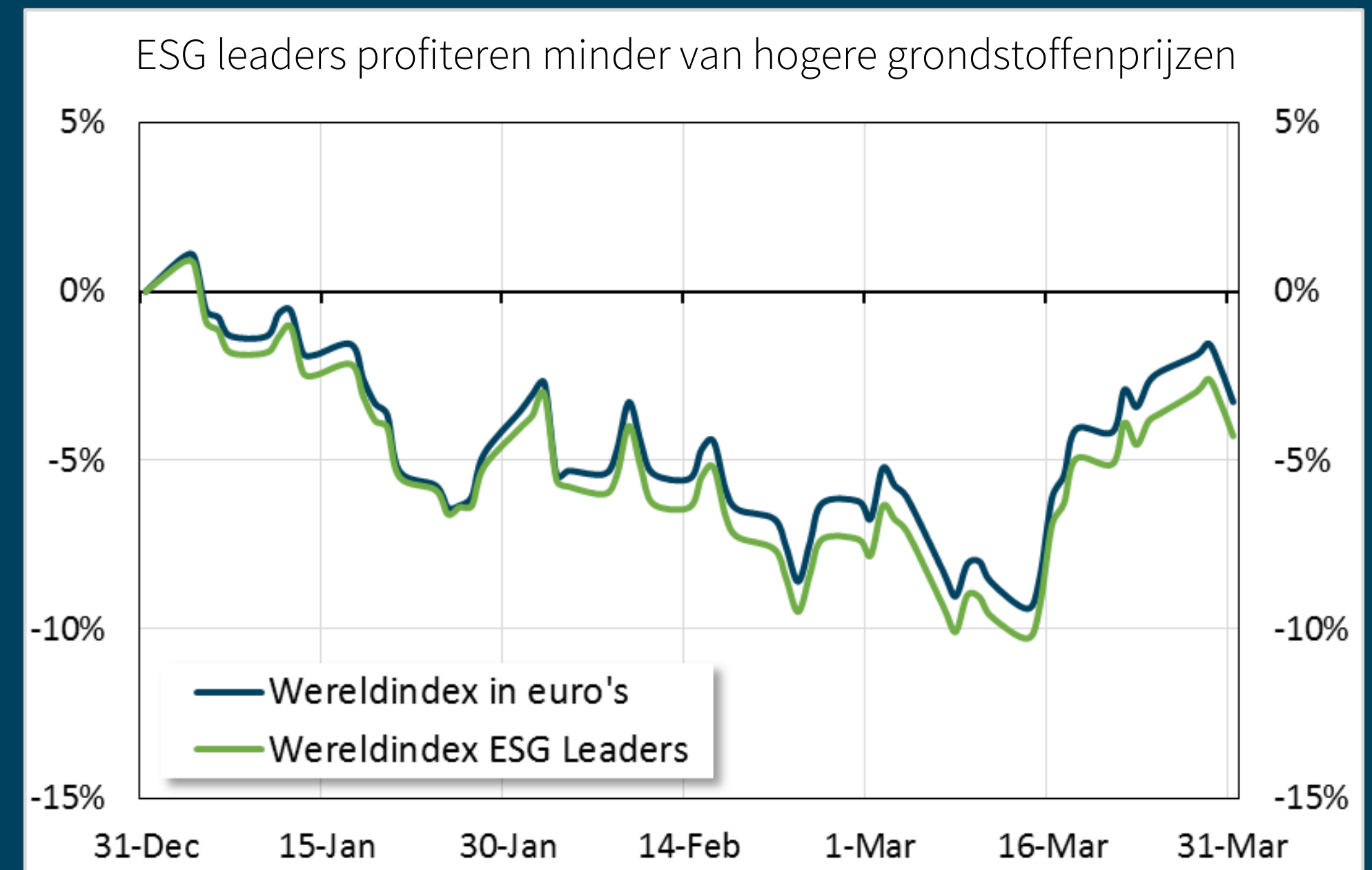
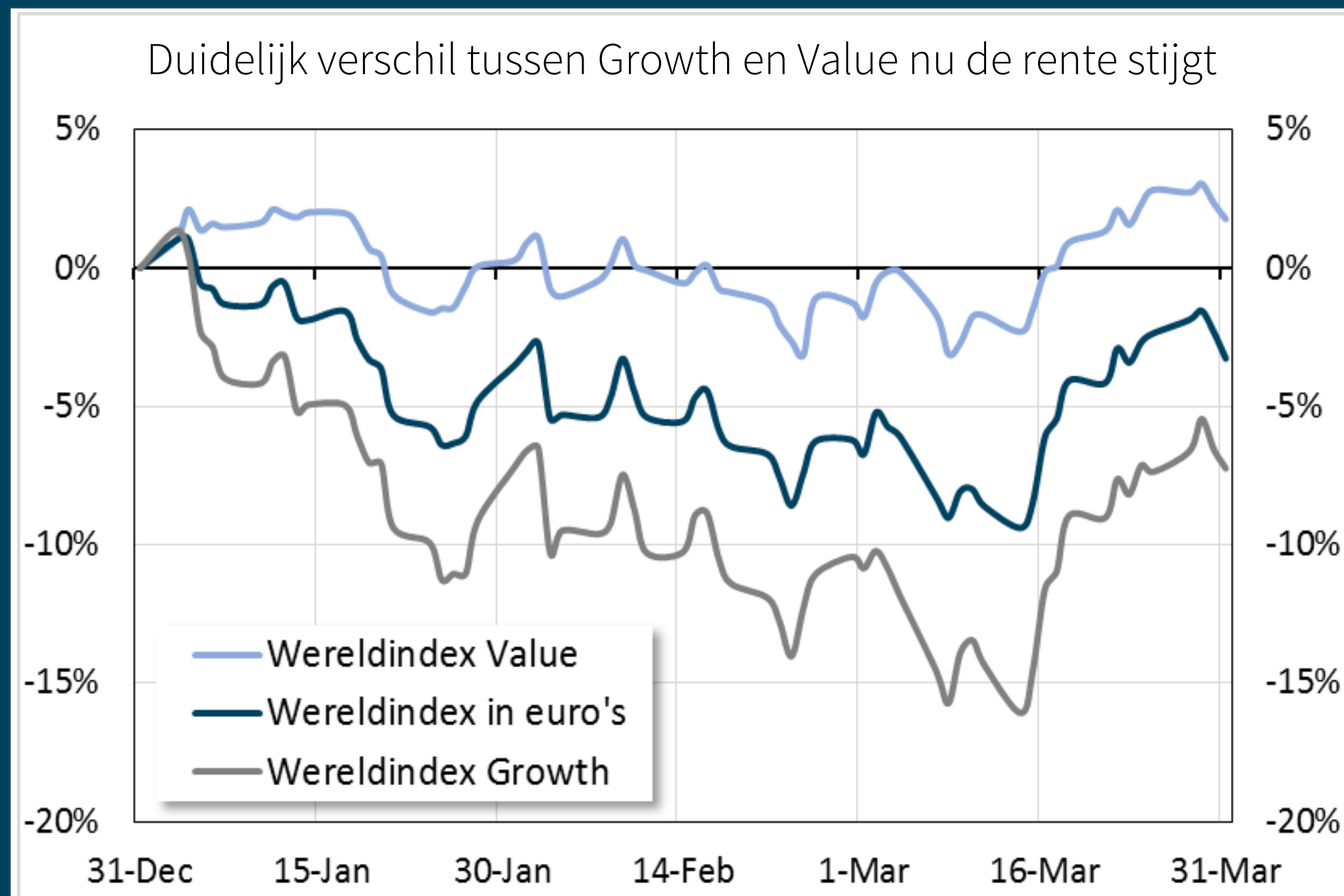
Europese beleggers behalen valutawinst op buitenlandse beleggingen



- In het eerste kwartaal hebben de aandelenmarkten zich relatief goed gehouden, ondanks de sterke stijging van de grondstoffenprijzen, de wereldwijde rentestijgingen en de toenemende geopolitieke spanningen.
- In de grafiek is te zien dat de aandelenkoersen daalden door al deze onzekerheden (donkerblauwe balken). Europese beleggers behaalden mooie valutawinsten door de zwakkere euro (lichtblauwe balken), waardoor de rendementen nog meevielen.

- In het 1^e kwartaal van 2022 verdween de krachtige rugwind van het ultra-ruime monetaire beleid doordat de Amerikaanse en Europese centrale banken overgaan van een 'groestimulerend' naar een 'inflatiebeperkend' monetair beleid.
- Hierdoor daalden kwaliteitsaandelen wat meer dan de wereldindex omdat ze wat duurder zijn door de hogere winstmarges. Kwaliteitsbedrijven kunnen door hun sterke marktpositie kostenstijgingen vaak wel doorberekenen aan hun klanten.

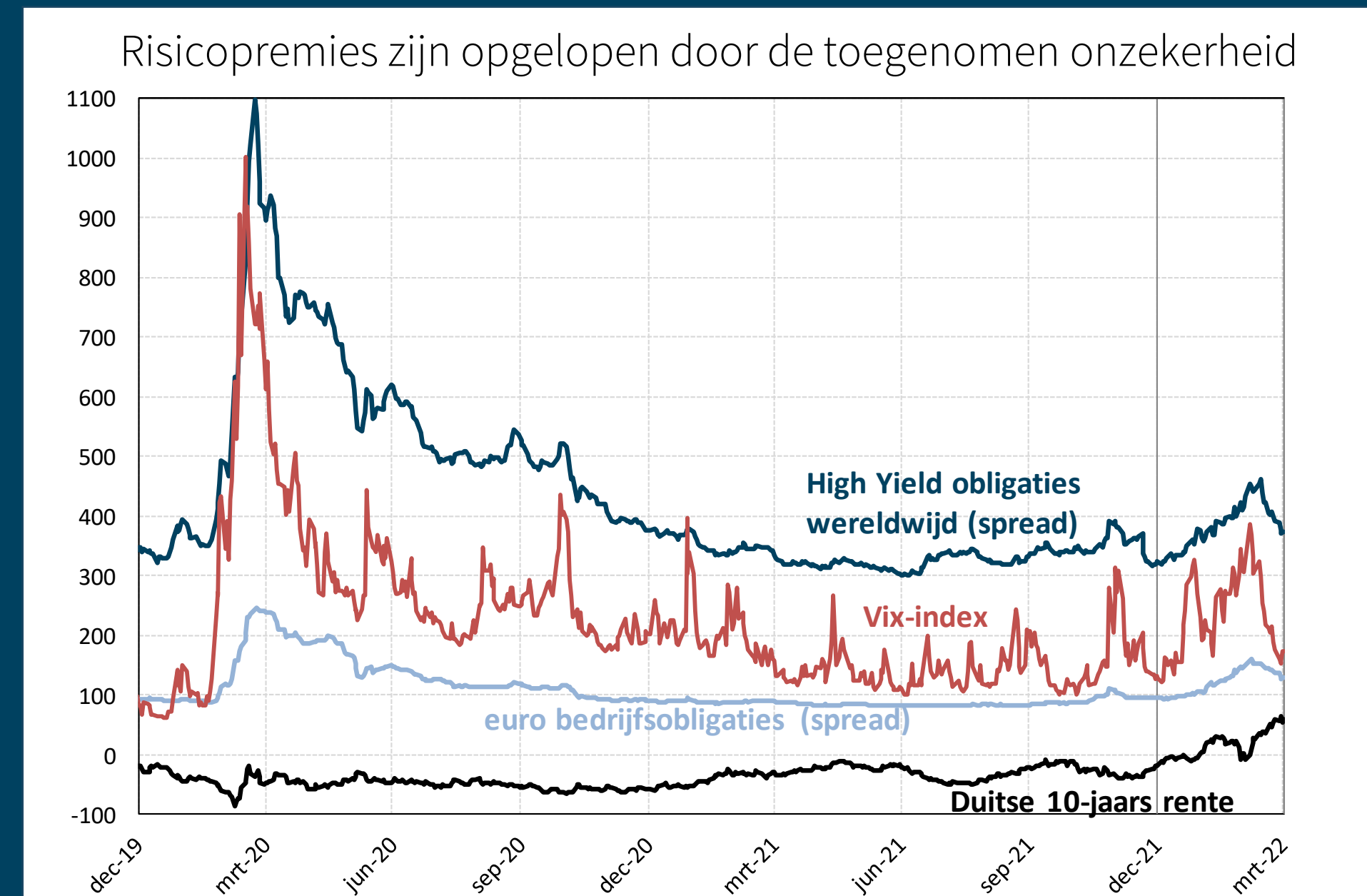
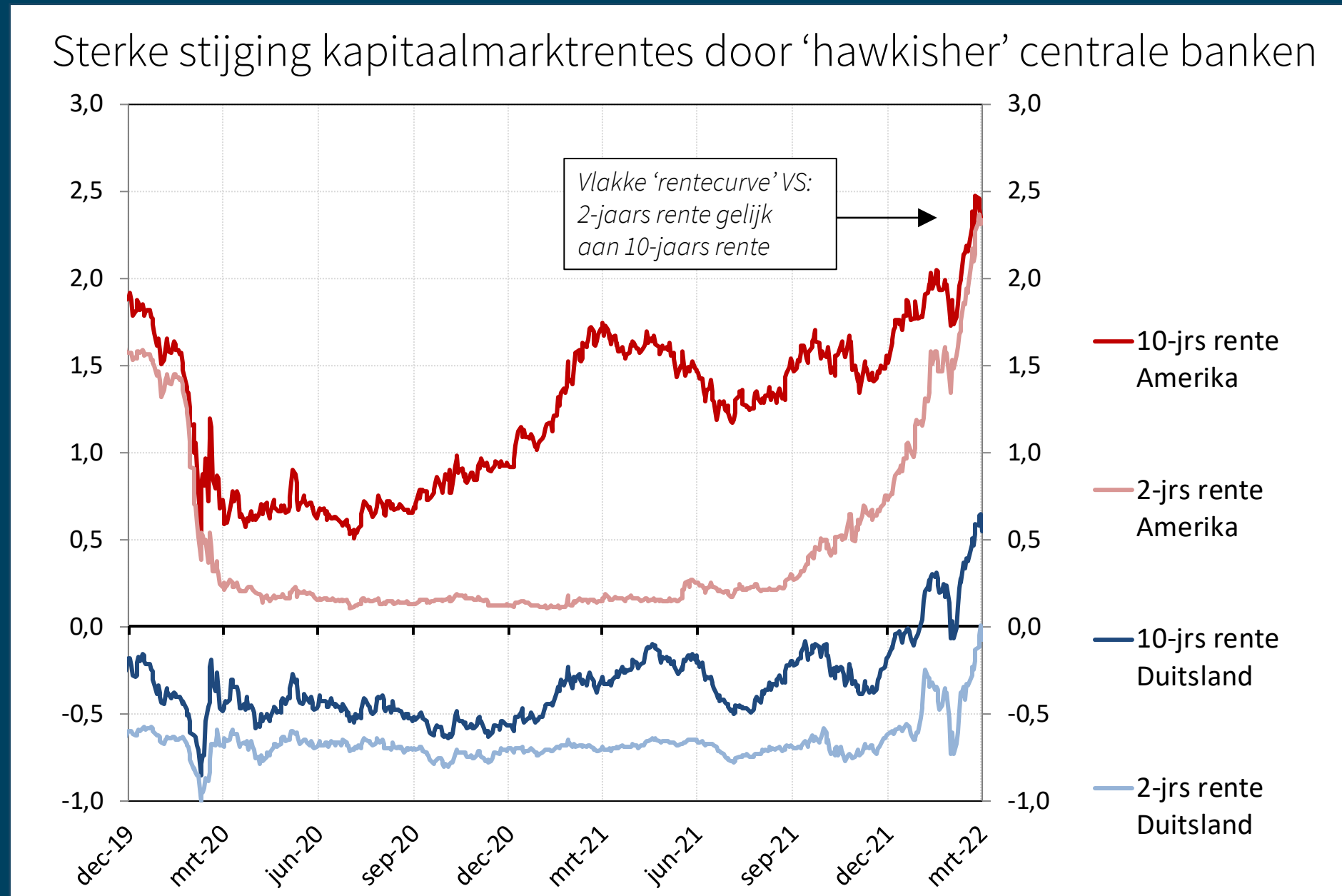
Effecten van hogere rente en energie zichtbaar in het 1^e kwartaal



- Hogere kapitaalmarktrentes verminderen de waarde van toekomstige winsten en dividenden. Growth-aandelen zijn hier gevoeliger voor dan Value-aandelen. Bovendien vertegenwoordigen Value-aandelen meer cyclische sectoren.
- In de portefeuille hebben we een voorkeur voor Quality Growth, maar we hebben deze beleggingen wat verminderd ten gunste van Quality Value. Ook hebben in Amerika en Europa Small Caps omgezet naar Value Small Caps.

- Grondstoffenprijzen zijn de afgelopen 12 maanden ruim 50% gestegen door de aantrekkende vraag (wereldwijde economische herstel), beperkt aanbod (OPEC en weinig investeringen) en de recente oorlog in Oekraïne.
- In de portefeuille hebben we een voorkeur voor duurzame beleggingen en streven we naar een duidelijk lagere CO₂ uitstoot dan de wereldindex. Hierdoor hebben we dit jaar minder kunnen profiteren van de hogere grondstoffenprijzen.

Hoge inflatie en oorlog zorgen voor rentestijging en oplopende spreads

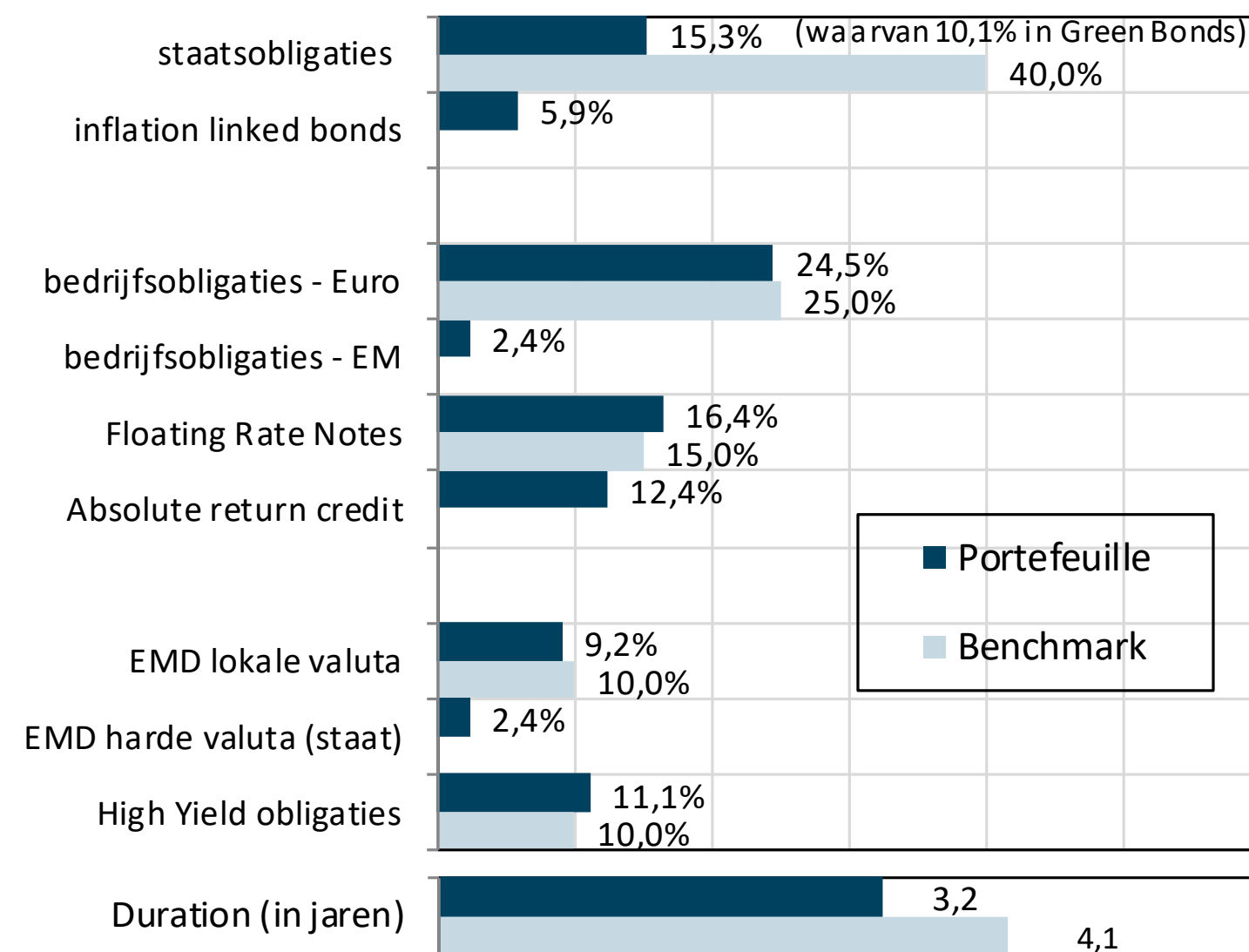


- Op de staatsobligatiemarkten stegen de rentes sterk, gedreven door de verdere inflatiestijging en de 'hawkisher' toon van centrale banken. De uitbraak van de oorlog eind februari had slechts een kortstondig drukkend effect op de rentes.
- In de VS is door de sterke stijging van de 2-jaars rente de rentecurve inmiddels bijna invers (2-jr rente boven 10-jr rente) geworden. Hoewel dit vaak gezien wordt als een mogelijke recessie-indicator verwachten wij geen recessie in de VS in 2022.

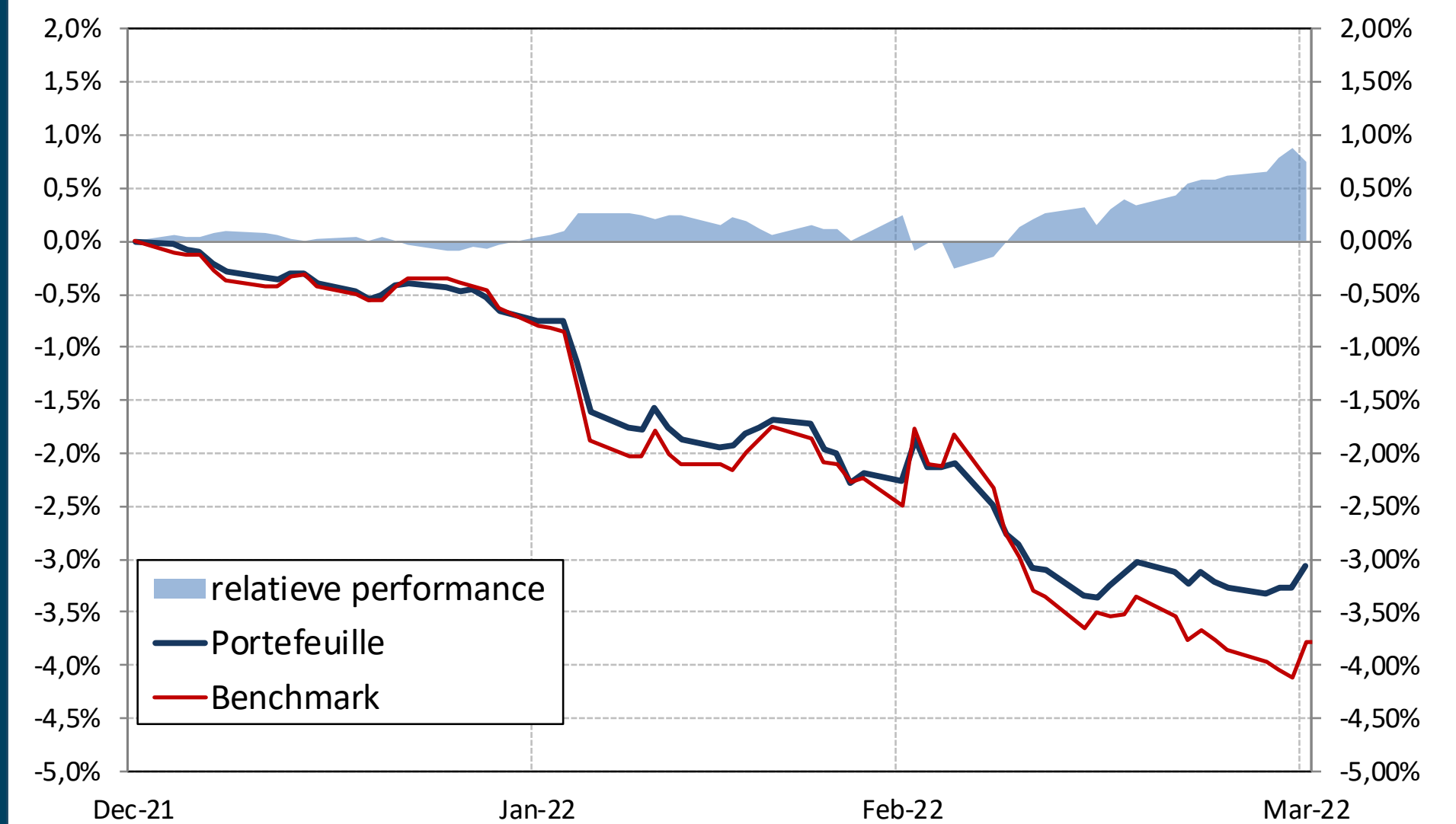
- Voor bedrijfsobligaties, High Yield was de impact nog groter. Naast de stijging van de kapitaalmarktrente werden deze markten ook geraakt door de oplopende risicopremies door de toegenomen onzekerheid rond de oorlog.
- De onrust bij beleggers werd weerspiegeld in een flinke stijging van de VIX-index (ook wel gezien als de 'angstindicator'). In maart verbeterde het sentiment van beleggers enigszins waardoor ook de risicopremies weer wat konden dalen.

Voorzichtig beleggingsbeleid heeft het verlies beperkt in 1^e kwartaal

Vastrentende portefeuille: positionering versus benchmark



Performance vastrentende portefeuille versus benchmark in Q1 2022



- o In het eerste kwartaal bleef het voorzichtige beleggingsbeleid gehandhaafd. Dit kwam vooral tot uiting in de relatief lage rentegevoeligheid van de portefeuille, waarmee de kwetsbaarheid voor een rentestijging beperkt werd gehouden.
- o In de portefeuille bleef de focus daarom liggen op kortlopende staats- en bedrijfsobligaties in combinatie met obligaties met een variabele rente ('floating rate notes'). Hiermee bleef de duration van de portefeuille beperkt tot ca. 3 jaar.

- o Ondanks het voorzichtige beleggingsbeleid kon een negatief resultaat in deze negatieve marktomgeving niet worden voorkomen. Maar door het actieve beleggingsbeleid kon het verlies wel enigszins worden beperkt.
- o Naast de lage rentegevoeligheid van de portefeuille leverde ook de positie in 'inflation linked bonds' een positieve bijdrage. Door de verdere stijging van de inflatie was dit de enige categorie met een positief resultaat in het 1^e kwartaal.

Positieve & negatieve bijdragen in 1^e kwartaal 2022

+

Positieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Licht positieve bijdrage van Tactische Allocatiebeleid door voorkeur voor Aandelen t.o.v. Vastrentende waarden*

TACTISCH: Aandelen

- *Stijl-Allocatie: voorkeur voor US Value en EU Value*

TACTISCH: Vastrentend

- *Relatief lage rentegevoeligheid (duration)*
- *Positie in inflation linked staatsobligaties*
- *Outperformance van geselecteerde externe managers*

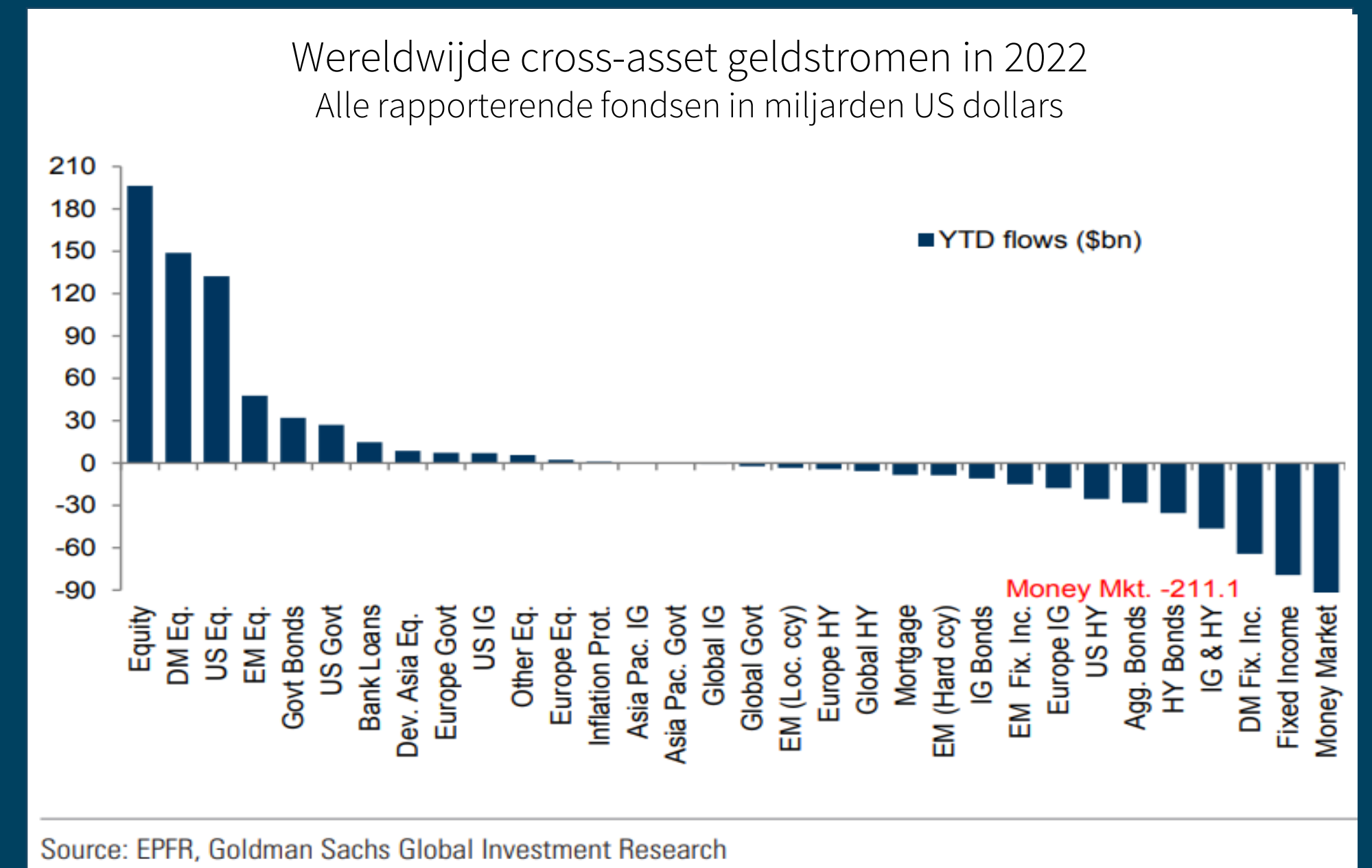
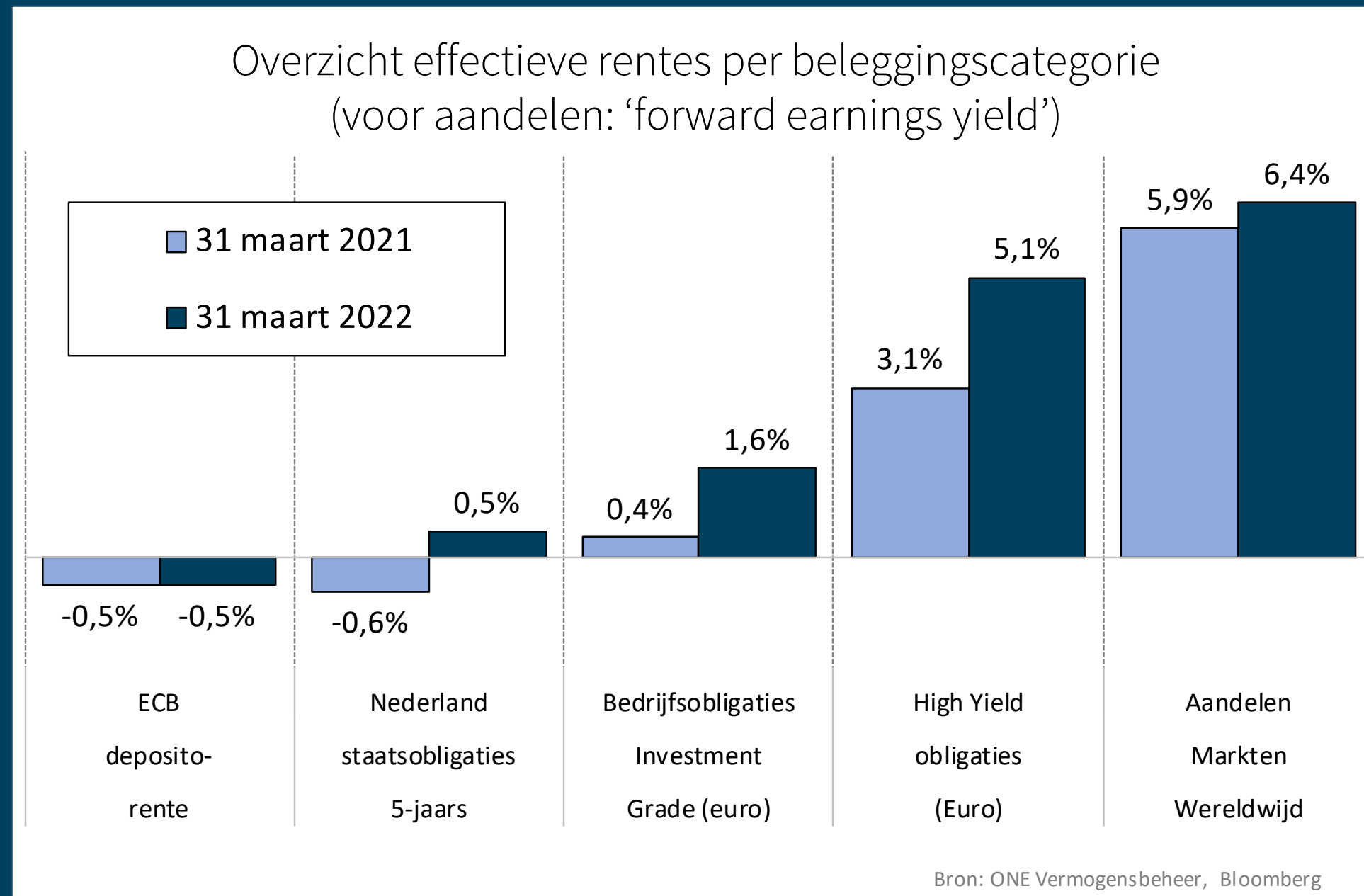
-

Negatieve bijdrage aan rendement

- *Regio-Allocatie: voorkeur voor Europa en weinig Australië*
- *Manager selectie: Quality managers en ESG managers*

- *Voorkeur voor kredietrisico boven renterisico (overweging in bedrijfsobligaties en High Yield)*

Rentenormalisatie brengt grote geldstromen op gang



- o Centrale banken zijn begonnen met de normalisatie van het monetaire beleid en de effecten hiervan zijn al direct zichtbaar in de financiële markten. Door de stijging van de rentes zijn de aanvangsrendementen nu al aantrekkelijker dan vorig jaar.
- o Beleggers worden nog ruim beloond als ze bereid zijn hoger op de risicocurve te beleggen. Voor de ONE Profiefondsen doen we dat ook met een voorkeur voor bedrijfsobligaties, High Yield obligaties en aandelen, ten koste van staatsobligaties.

- o In het 1^e kwartaal van 2022 zijn er enorme geldstromen geweest tussen de verschillende beleggingscategorieën. De aanhoudend hoge inflatie en de negatieve vastrentende rendementen lijken hier wel een rol te hebben gespeeld.
- o Beleggers verminderden hun beleggingen in geldmarktfondsen en vastrentende fondsen om dit te herinvesteren in wereldwijde en VS aandelenfondsen. Wij verwachten dat deze nieuwe beweging ook de komende periode door zal gaan.

Voorkeur voor aandelen en bescherming tegen inflatie

Allocatie	-	N	+
Aandelen			€
Vastrentende waarden	€		
<i>Aandelen</i>			
Aandelen Europa			€
Aandelen Amerika	€		
Aandelen Japan			€
Aandelen Pacific ex-Japan	€		
Aandelen Opkomende Landen	€		
<i>Vastrentende waarden</i>			
Staatsobligaties Kernlanden	€		
Floating Rate Notes		€	
Bedrijfsobligaties Investment Grade			€
High Yield			€
Emerging Market Debt		€	

- Met een beleggingshorizon van 12 maanden hebben we een voorkeur voor Aandelen ten opzichte van Vastrentende waarden, met name vanwege de aantrekkelijke risicopremie van aandelen.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Europa en Japan ten opzichte van Australië, Hong Kong en Opkomende markten. In de Amerikaanse en Europese portefeuille zijn de Value-beleggingen uitgebreid om in te spelen op de verandering in het monetaire beleid en de nieuwe rente-omgeving.
- Hoewel er al veel renteverhogingen zijn ingeprijsd, verwachten wij dat de kapitaalmarktrente nog wat verder kan oplopen. Daarom houden wij de rentegevoeligheid van de portefeuille relatief laag. Inflatierisico dekken wij deels af middels ‘inflation linked bonds’. Wij blijven een voorkeur houden voor kredietrisico boven renterisico, zeker gezien de toegenomen risicopremies van bedrijfsobligaties en High Yield.

Delen Private Bank

Amsterdam

Delen Private Bank
Apollo House
Apollolaan 15
1077 AB AMSTERDAM

Postbus 69634
1060 CR AMSTERDAM

T: 020 - 514 16 16

's-Hertogenbosch

Delen Private Bank
Parade 17
5211 KL 's-HERTOGENBOSCH

Postbus 3283
5203 DG 's-HERTOGENBOSCH

T: 088 - 520 10 20

Heerenveen

Delen Private Bank
Van Maasdijkstraat 20-22
8441 CM HEERENVEEN

T: 06 - 12 50 58 44

DELEN

PRIVATE BANK