

Kwartaalbericht Delen Private Bank

1^e kwartaal 2023

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



DELEN

PRIVATE BANK

DELEN

PRIVATE BANK



Executive summary

- De financiële markten zijn in 2023 goed van start gegaan door beter dan verwachte economische cijfers en meevallende bedrijfsresultaten. In maart werden de markten opgeschrikt door specifieke problemen bij enkele Amerikaanse regionale banken. Dankzij snel en doeltreffend ingrijpen van de centrale banken nam de marktonrust weer snel af.
- Voor de centrale banken is het bestrijden van de inflatie een lastige puzzel geworden aangezien financiële stabiliteit een belangrijke randvoorwaarde is voor het monetaire beleid. Hoewel de inflatie inmiddels afneemt, blijft de kerninflatie nog hardnekkig hoog. In Amerika en Europa verwachten we dat de negatieve impact van de eerdere renteverhogingen later dit jaar zichtbaar zal worden. In Azië verwachten we aantrekkende economische groei vooral door de Chinese inhaalvraag.
- In maart hebben we in de portefeuilles ingespeeld op de fors gedaalde kapitaalmarktrentes en lagere aandelenkoersen door aandelen bij te kopen ten koste van vastrentende waarden. In het eerste kwartaal van 2023 realiseerden de ONE profielfondsen een netto rendement variërend van +1,3% tot +4,5%.
- Ondanks de onzekere macro-economische omgeving vinden wij de huidige risicopremies in de vastrentende en aandelenmarkten aantrekkelijk voor de lange termijn belegger. Voor de komende periode verwachten we aanhoudend lage spaarrentes bij grootbanken, waardoor vooral de defensievere risicoprofielen een interessant alternatief kunnen zijn.

Centrale Banken staan voor een uitdagende puzzel

Door verkrappende monetair beleid neemt de kans op een recessie toe



Onrust in bankensector voedt angst voor financiële instabiliteit



Kerninflatie blijft hoog door consumenten- & overheidsuitgaven

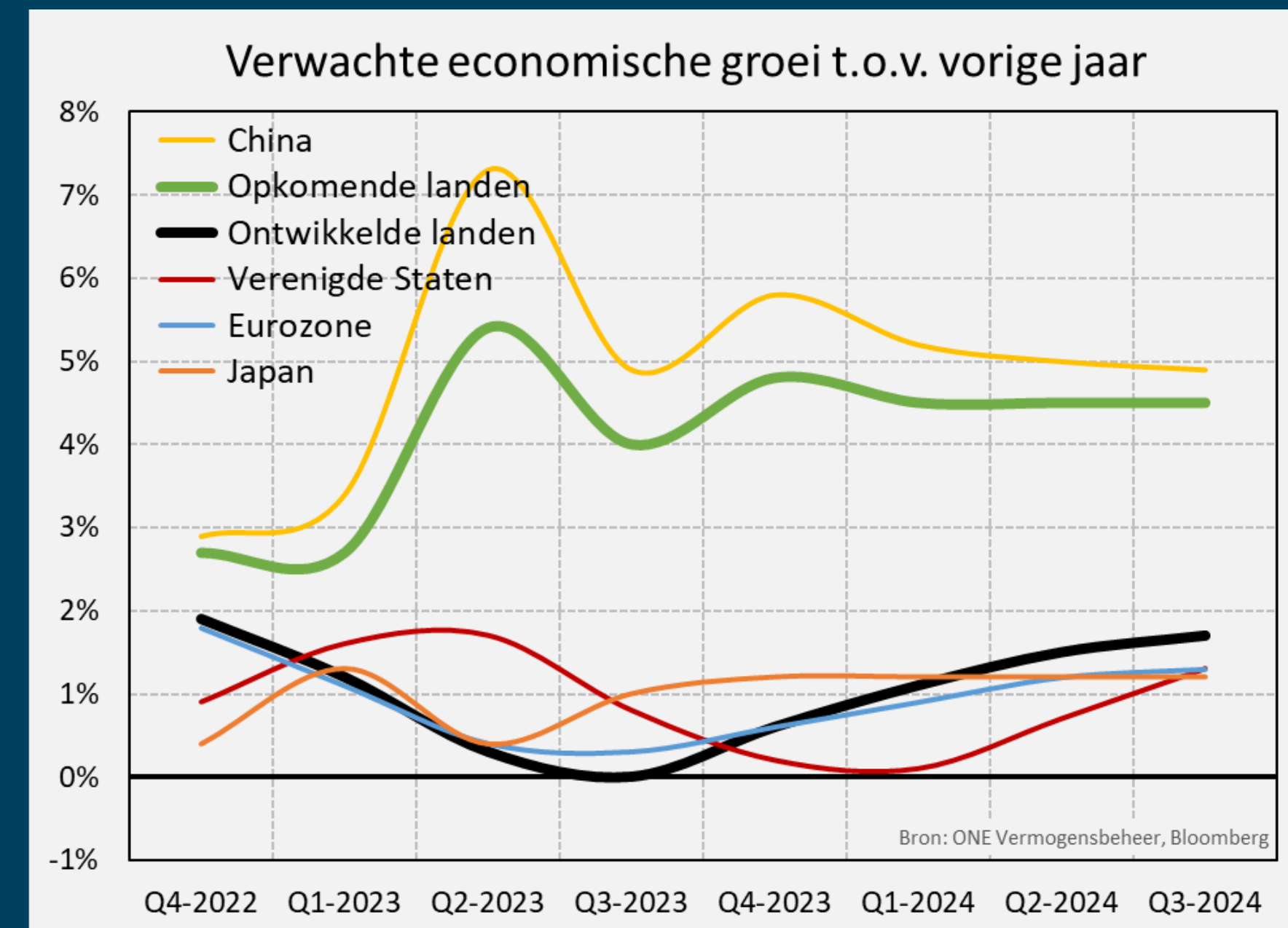
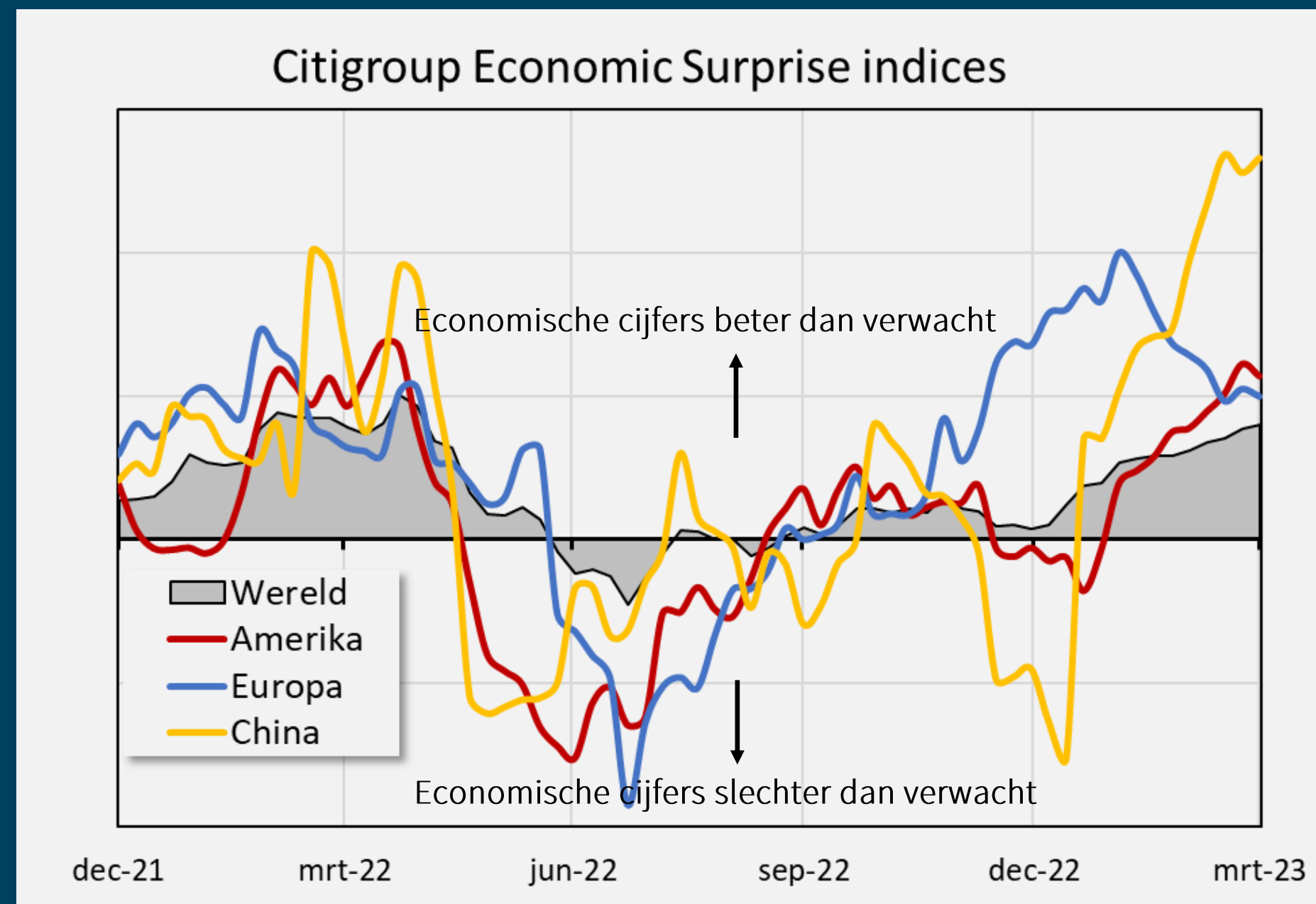
Centrale Banken



Structurele krapte op de arbeidsmarkt leidt tot loonstijgingen



Meevallende macro cijfers en regionale groeivoorzichten

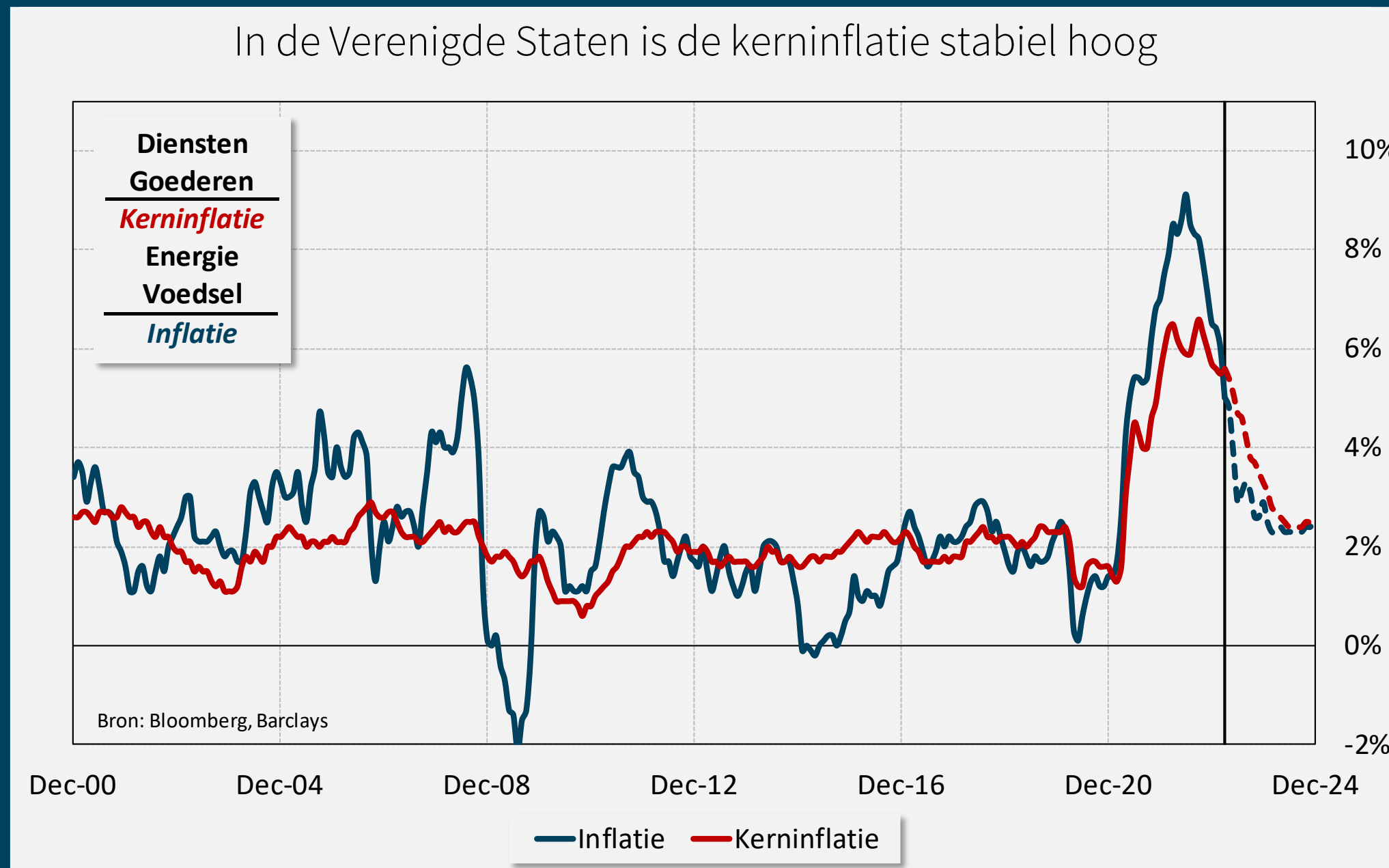


- In het eerste kwartaal van 2023 waren de meeste economische cijfers beter dan economen hadden verwacht. De arbeidsmarkt blijft sterk en daardoor kunnen consumenten blijven besteden, ondanks de veel hogere prijzen.
- Hoewel de economische cijfers wat meevielen verwachtten we dat het effect van de renteverhogingen en de hogere energieprijzen geleidelijk zichtbaar zal worden in steeds meer sectoren van de economie.

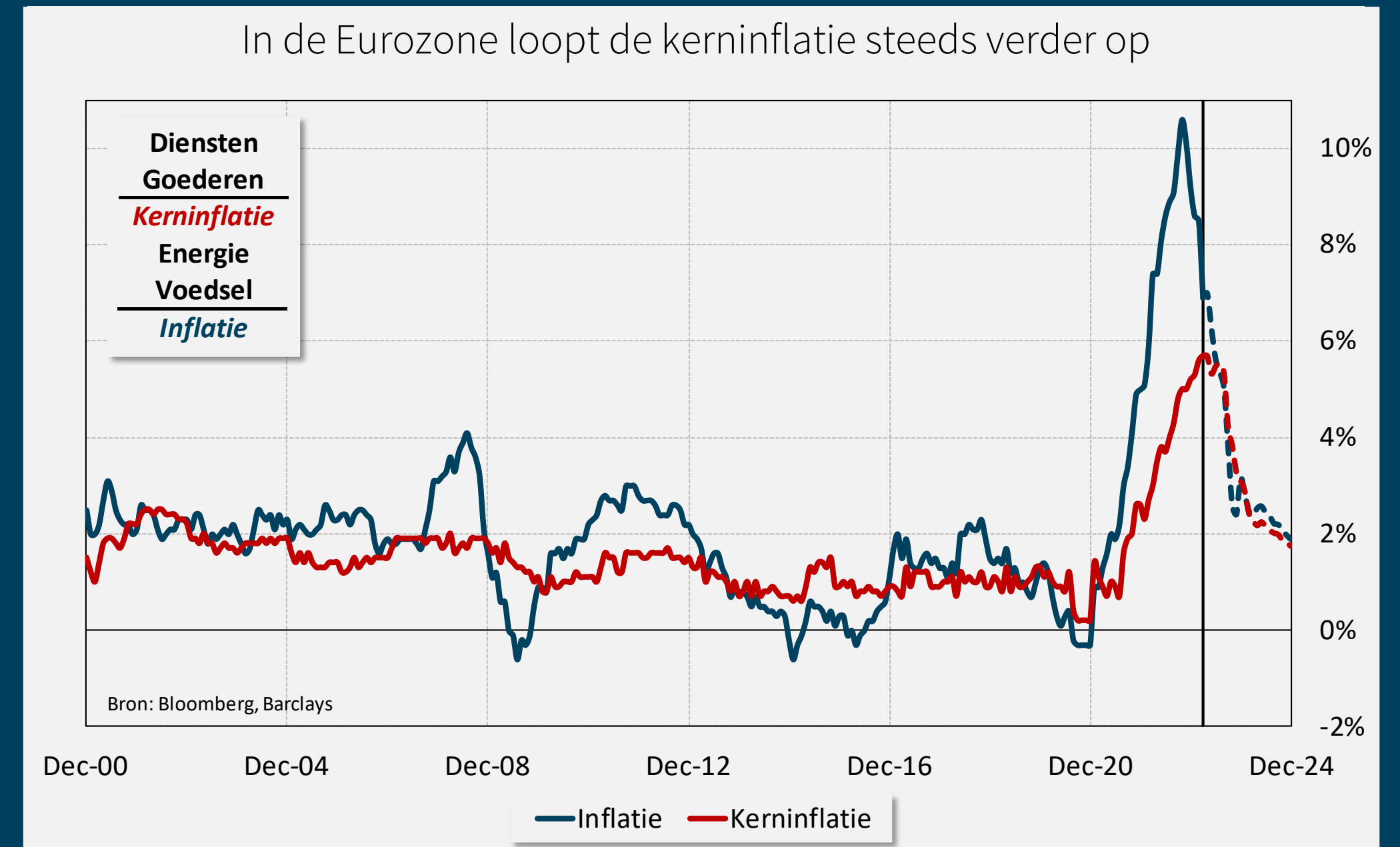
- In bovenstaande grafiek worden de groeiverwachtingen vergeleken met dezelfde periode in het vorige jaar. Voor het 2^e en 3^e kwartaal verwachten economen een lagere economische groei in Ontwikkelde landen (zwarte lijn).
- Voor Opkomende landen (groene lijn) verwachten ze een krachtig herstel vooral door de beëindiging van het strenge Chinese zero-covid beleid. Dit komt precies op het moment dat de Westerse groei wat vertraagt.

Inflatie daalt, maar kerninflatie is leidend

In de Verenigde Staten is de kerninflatie stabiel hoog



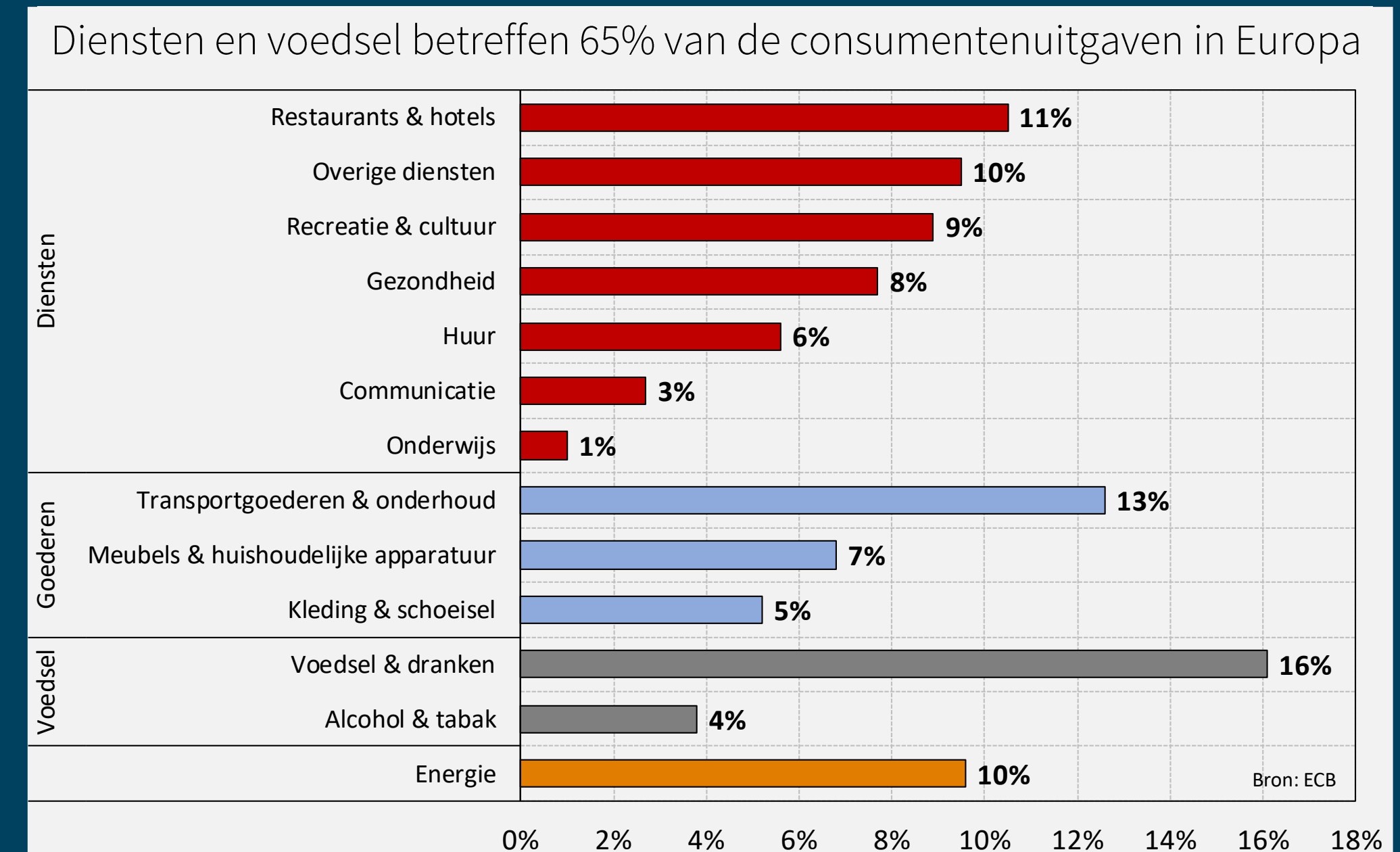
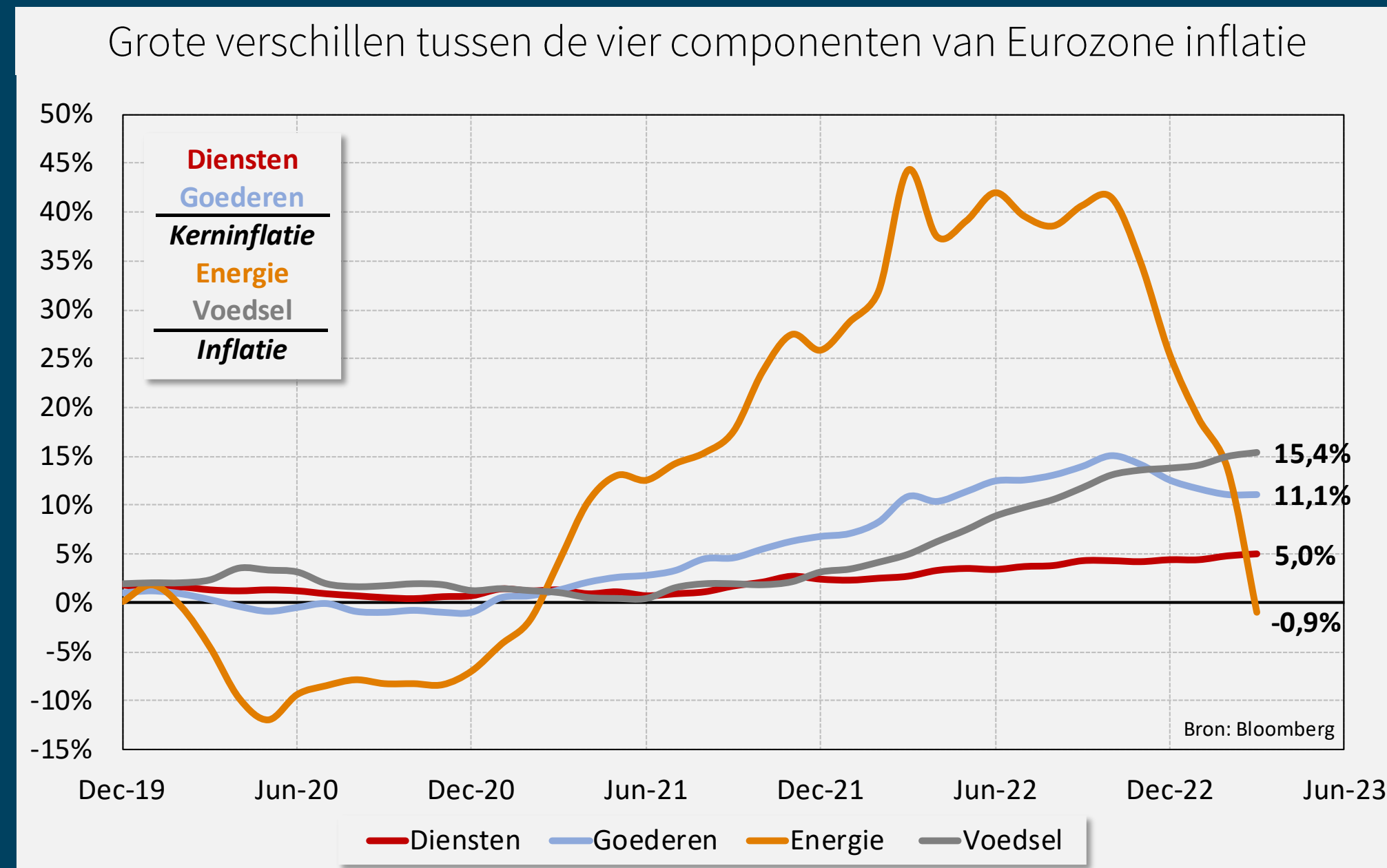
In de Eurozone loopt de kerninflatie steeds verder op



- In de VS neemt de inflatie weliswaar geruime tijd af (blauw), maar blijft de kerninflatie al anderhalf jaar tussen 5,5% en 6,5% (rood). De kerninflatie is exclusief volatiele componenten en biedt een zuiver beeld van de onderliggende inflatie.
- In de komende maanden wordt een snelle daling van de Amerikaanse inflatie verwacht, hoofdzakelijk vanwege de normalisering van energieprijzen. Voorlopig blijft de kerninflatie hoog door aanhoudend hoge consumentenuitgaven.

- Ook in de Eurozone nam de inflatie in de afgelopen maanden af (blauw), voornamelijk als gevolg van de normalisering van extreme energieprijzen. Tegelijkertijd is de kerninflatie juist verder opgelopen naar een record van 5,7% (rood).
- De verwachting is dat de kerninflatie in de Eurozone pas significant zal gaan dalen vanaf de tweede helft van 2023. Dit vergt een afzwakking van consumentenuitgaven in zowel diensten als goederen, waardoor ook de kerninflatie kan gaan dalen.

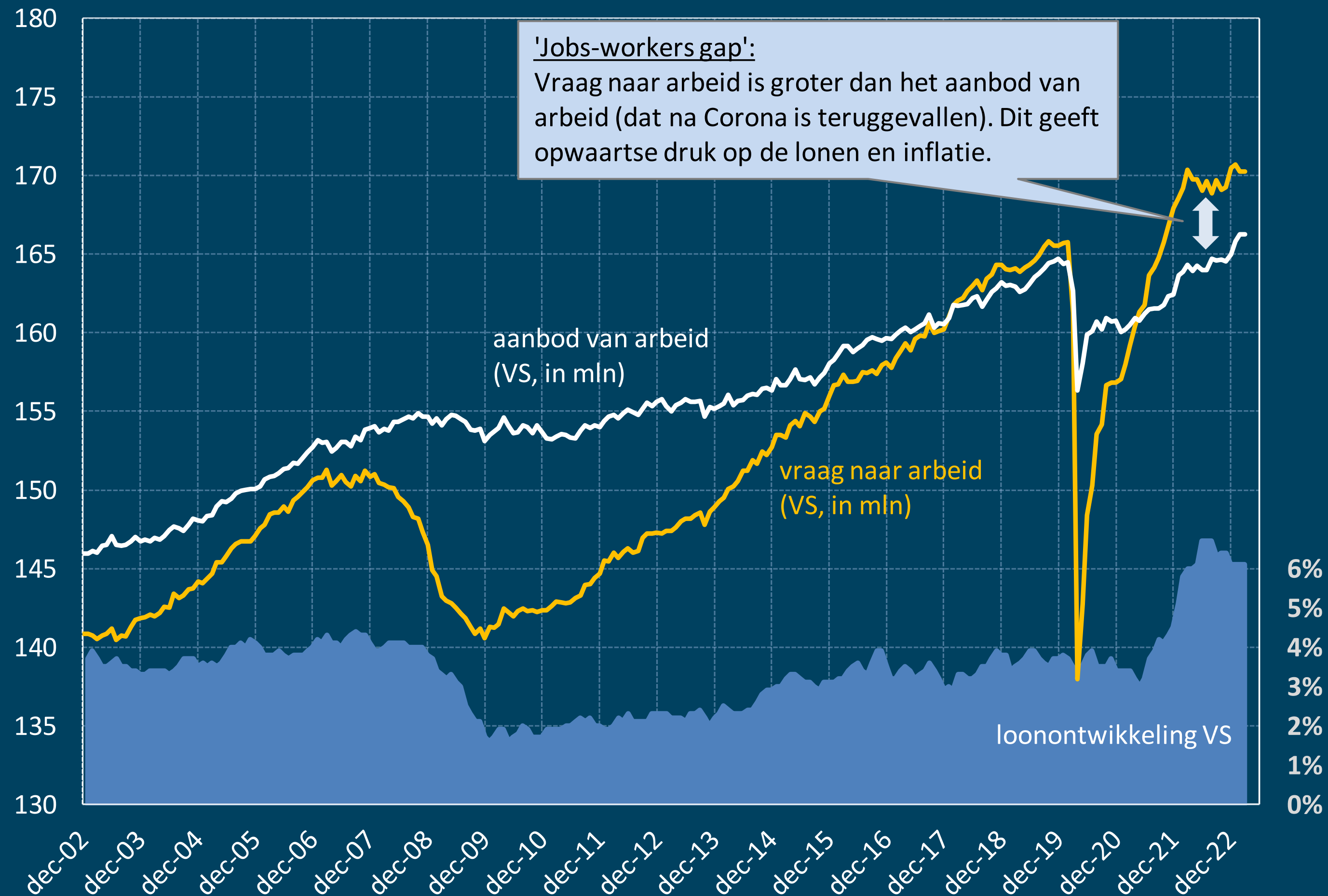
Inflatie verschuift van energie & goederen naar diensten & voedsel



- De heropening van de Europese economie in 2021 leidde tot veel vraag naar energie en goederen enerzijds en een structureel aanbodtekort anderzijds. Hierdoor stegen deze prijzen van deze componenten naar recordhoogtes.
- Begin 2022 werd dit effect versterkt door de oorlog in Oekraïne. In de afgelopen 12 maanden was er sprake van een inflatietransitie naar diensten en voedsel, waarbij prijsstijgingen geleidelijk werden doorgegeven in de economische keten.

- Inflatie wordt gemeten aan de hand van een samengestelde index van diensten, goederen, voedsel en energie. De bovenstaande gewichten vertegenwoordigen de uitgaven van een gemiddelde consument in de Eurozone.
- Diensten en voedsel vormen samen 65% van de totale consumentenuitgaven (rood en grijs), waardoor de stijgende inflatie van juist deze twee componenten een sterke indicatie biedt dat de inflatie voorlopig nog niet onder controle is.

Hoge loonstijgingen door structurele krapte op de arbeidsmarkt



Bron: ONE vermogensbeheer, Bloomberg

- Hoewel de inflatie inmiddels flink afneemt, blijft de onderliggende kerninflatie hardnekkig hoog. Een belangrijke oorzaak is de krapte op de arbeidsmarkt. Dit leidt tot hoge loonstijgingen die bedrijven doorberekenen in hun prijzen.
- De krapte op de Amerikaanse arbeidsmarkt blijkt onder meer uit de 'jobs-workers gap'. Het probleem ligt vooral bij het arbeidsaanbod dat zich na de Corona-periode niet volledig heeft hersteld, terwijl de vraag wel weer sterk is gestegen.
- Met het verkrappende monetaire beleid wil de Fed de economische groei en hiermee de vraag naar arbeid afremmen om zo de arbeidsmarkt weer in evenwicht te brengen.
- In de laatste maanden lijkt de 'jobs-workers gap' geleidelijk aan iets af te nemen, terwijl ook de loonstijgingen in de VS wat afzwakken.

Centrale banken houden vast aan verkrapping van monetair beleid

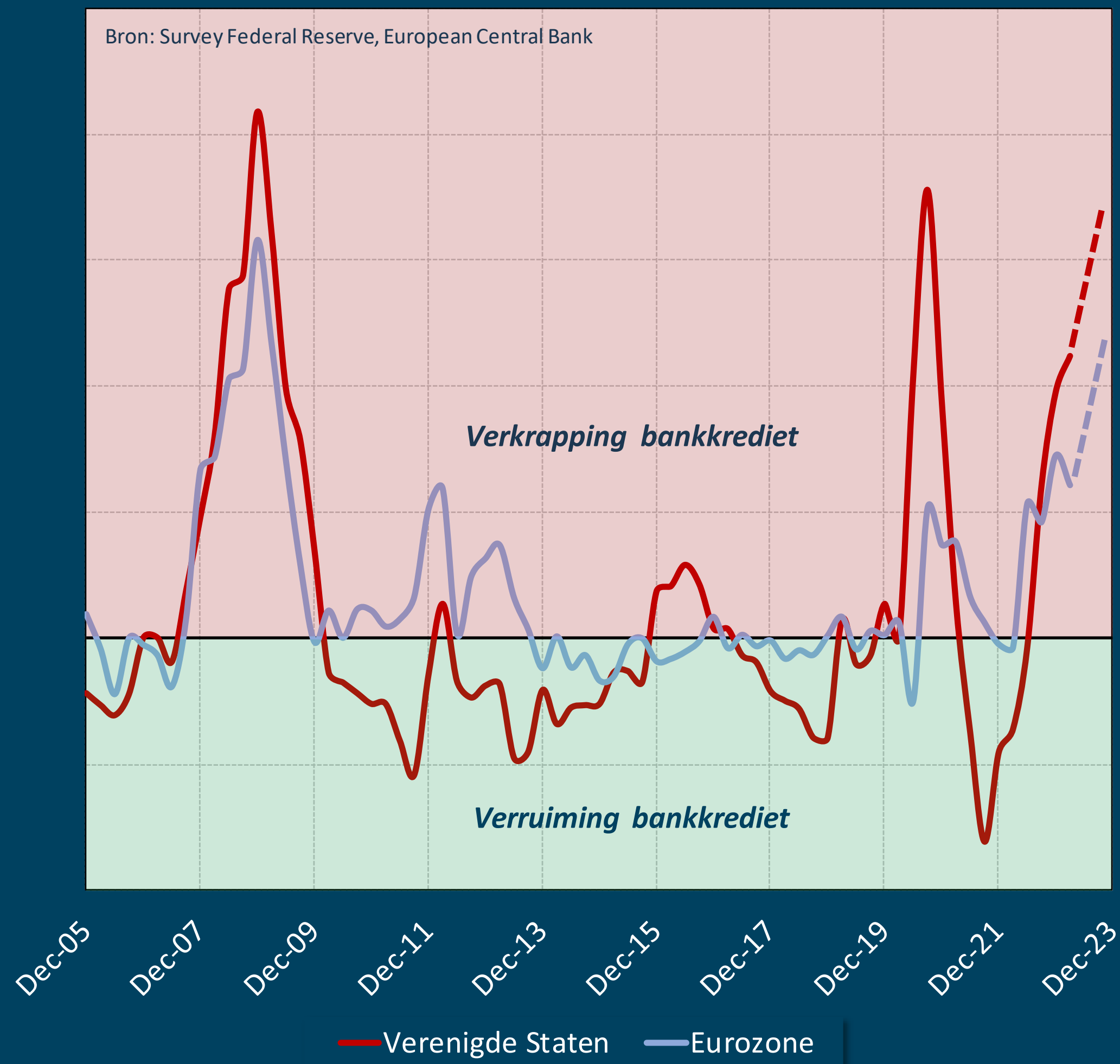


- Voor de Fed is het einde van de renteverhogingen in zicht. In maart werd de rente opnieuw verhoogd, dit keer met 0,25% naar 5%. De Fed liet weten nog één renteverhoging van 25 bp te verwachten en dan een pauze in te lassen.
- Opvallend is dat sinds medio maart (onrust bankensector) de door de markt verwachte Fed-beleidsrente sterk is gedaald. Anders dan de Fed verwacht de markt dat later in 2023 de rente al weer zal worden verlaagd.



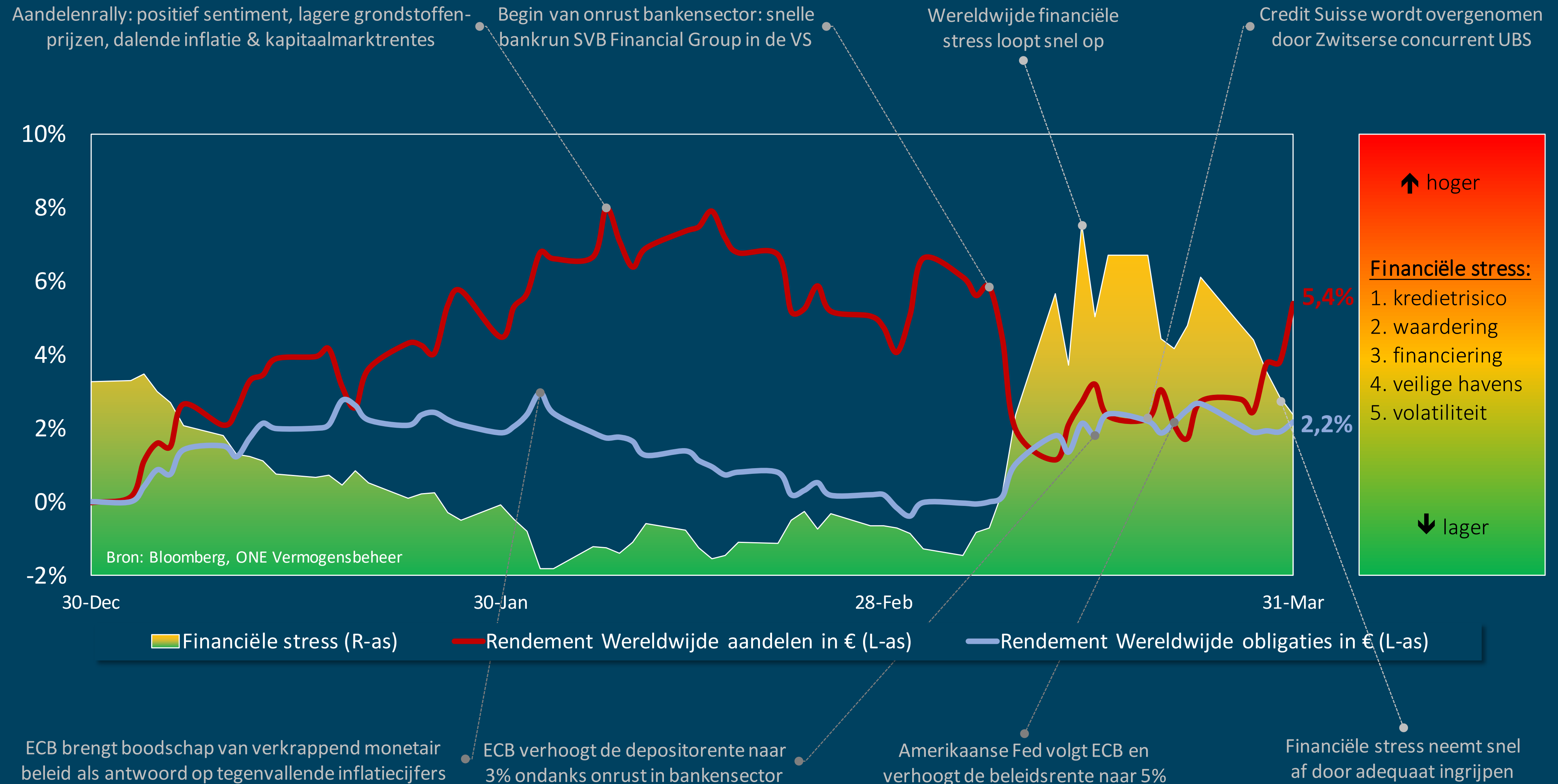
- Net als in februari verhoogde de ECB half maart haar beleidsrente met 0,5%. Dit ondanks de toegenomen stress in de bankensector. De ECB gaf aan nog niet klaar te zijn met de renteverhogingen, maar benadrukte dat dit 'data dependent' zal zijn.
- Gezien de hardnekkig hoge kerninflatie in de eurozone, die ook volgens de ECB nog geruime tijd ruim boven de 2% zal blijven, lijken verdere renteverhogingen onvermijdelijk. Dit ondanks het toegenomen optimisme hierover in de markt.

Minder bankkrediet door onrust in de bankensector

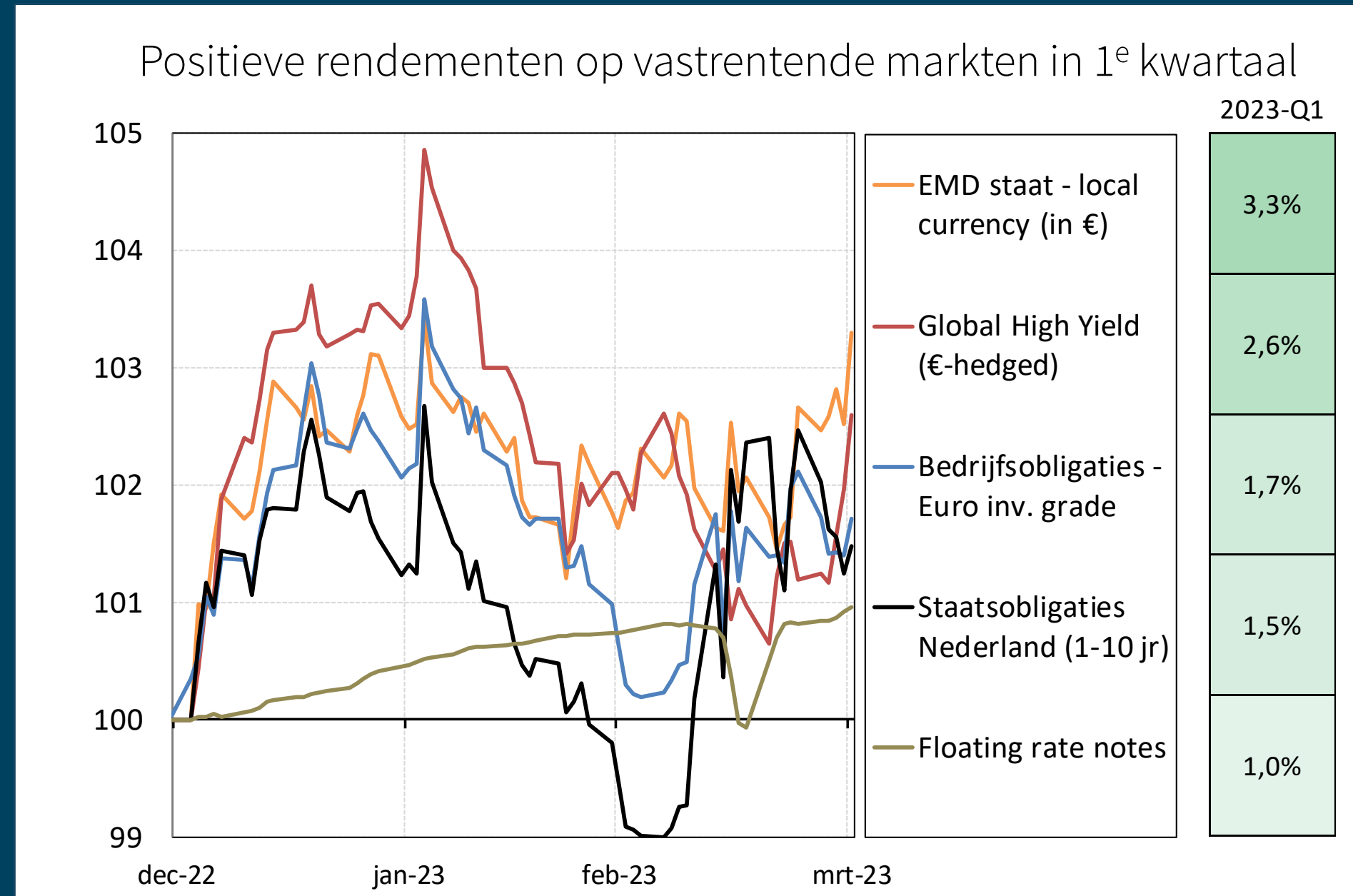


- Sinds het verkrappende monetaire beleid van centrale banken staat de rentemarge van commerciële banken onder druk. Hierdoor verwachten bedrijven in de Verenigde Staten en de Eurozone sinds 2022 steeds meer verkrapping van bankkrediet (links).
- De recente onrust in de bankensector versterkt deze trend en leidt tot een toenemende verkrapping en afnemende vraag naar bankkrediet door bedrijven. Met name de risicovollere leningen worden minder vaak verstrekt.
- In de VS zijn grofweg 30% van de bedrijven afhankelijk van banken voor de financiering, terwijl dit in Europa ruim 50% betreft. Daarnaast zijn kleine(re) bedrijven en bedrijven in cyclische sectoren bovenmatig gebonden aan bankkrediet.
- In potentie leidt de toenemende verkrapping van bankkrediet tot een gematigd negatieve impact op economische groei. Dit effect vormde nog nooit de aanleiding voor een recessie, maar fungeerde juist als katalysator van een voortgaande recessie.

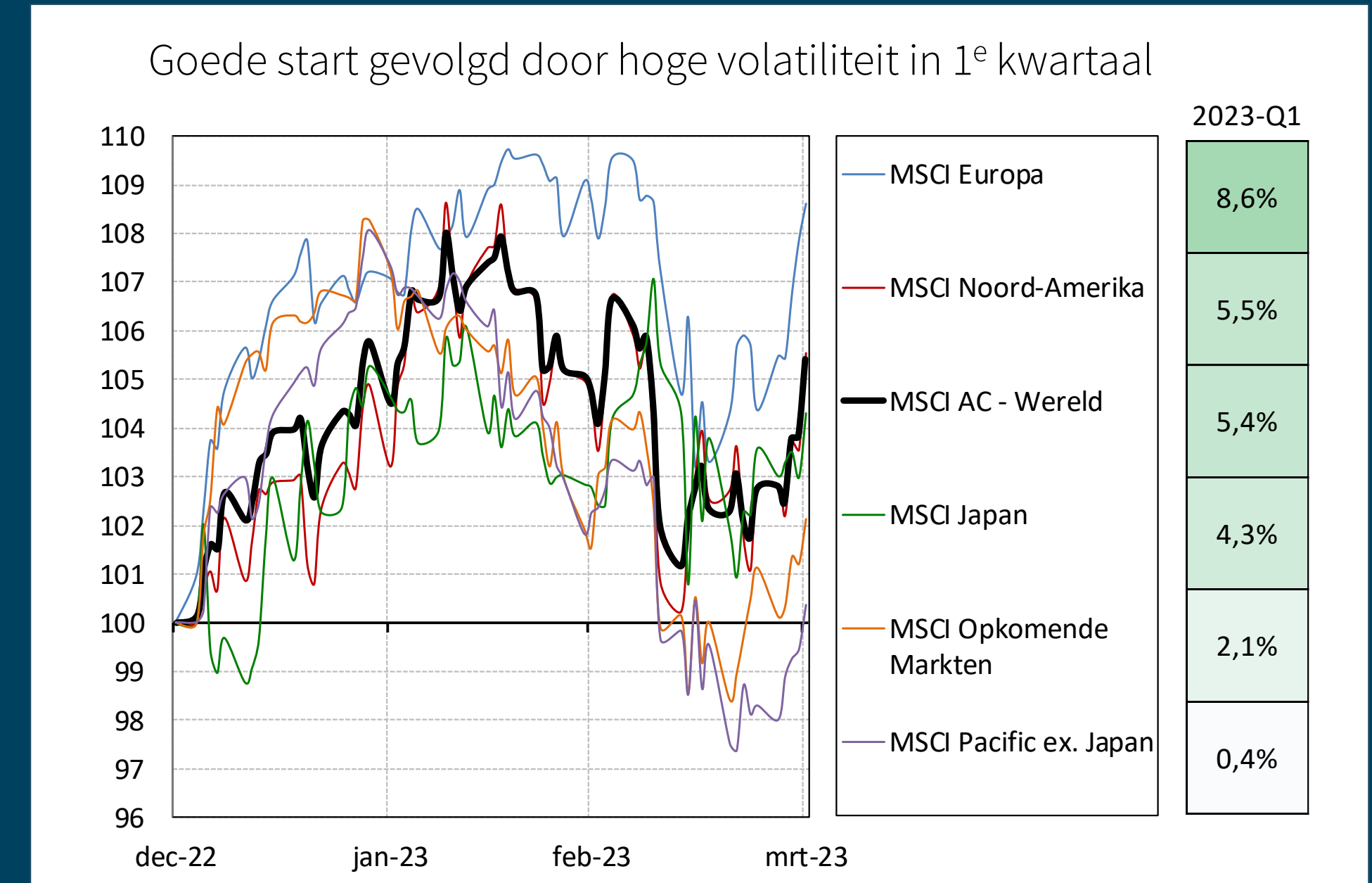
Marktvolatiliteit door kortstondige financiële stress



Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten in 2023

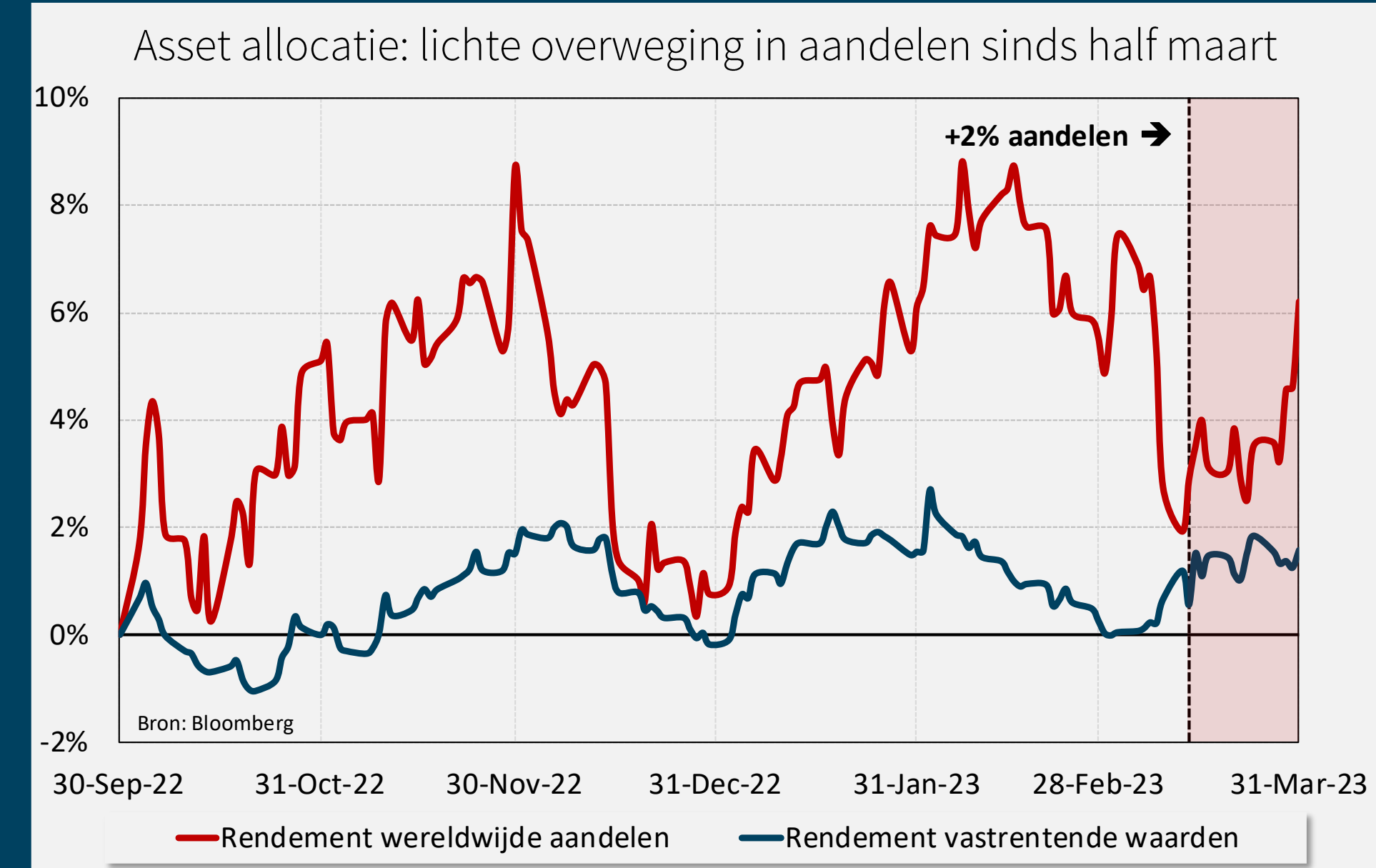
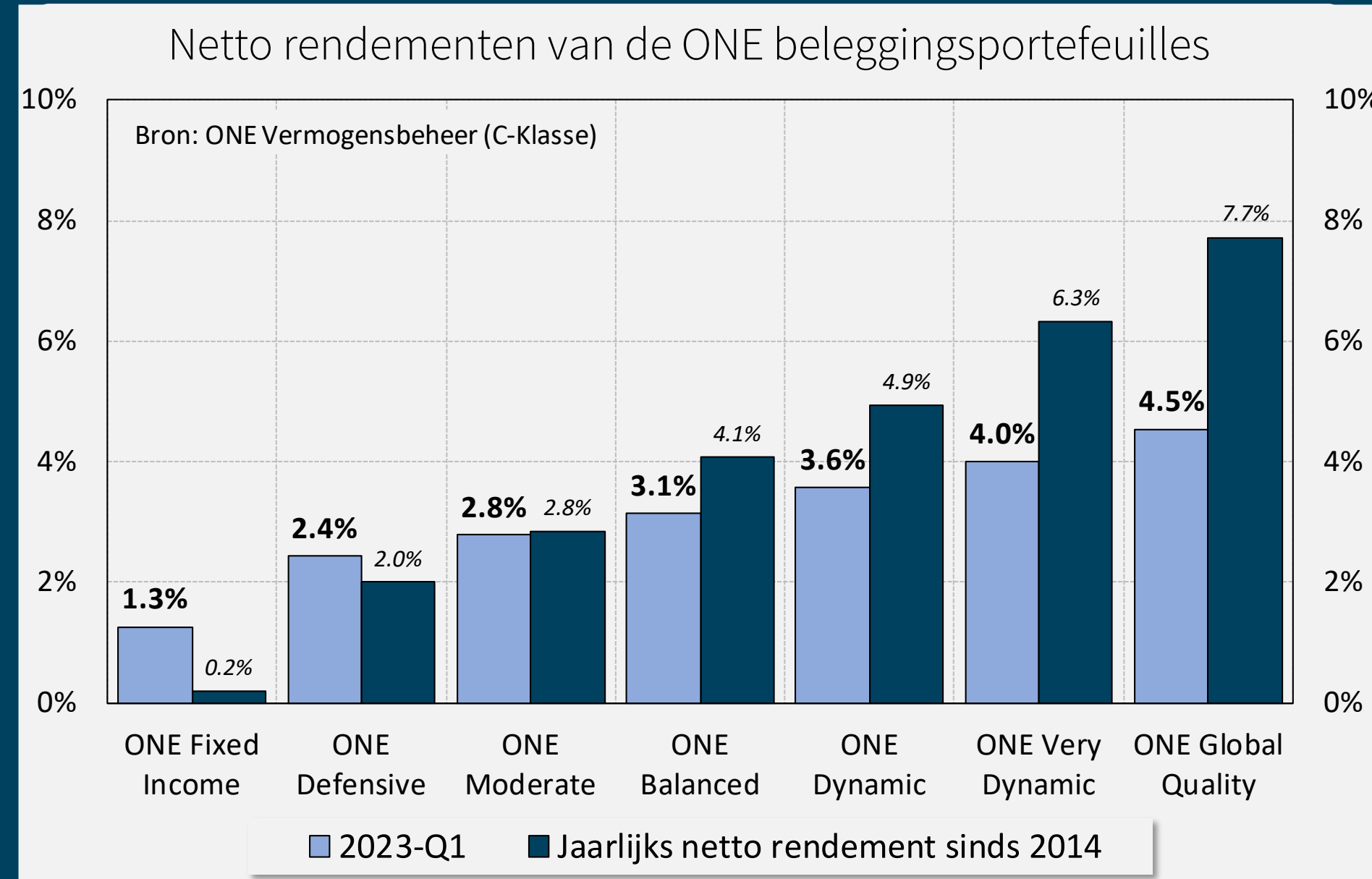


- o In het eerste kwartaal van 2023 lieten obligatiemarkten over een breed front positieve rendementen zien. De positieve resultaten werden vooral gedreven door de per saldo licht gedaalde kapitaalmarktrente.
- o De tussentijdse schommelingen waren echter groot. Na een goede start in januari, vielen obligatiemarkten flink terug in februari. In maart herstelden de markten zich weer door de sterke rentedaling als gevolg van de onrust in de bankensector.



- o In de eerste helft van het kwartaal waren aandelenbeleggers optimistisch na het moeizame beleggingsjaar 2022. Bovendien vielen de 4^e kwartaalresultaten van beursgenoteerde bedrijven mee, ondanks de beperkte omzet- en winstgroei.
- o Maart was een heel onrustige beleggingsmaand door specifieke problemen bij enkele Amerikaanse regionale banken en de overname van het verzwakte Credit Suisse door UBS in Zwitserland. In de laatste week keerde de rust weer terug.

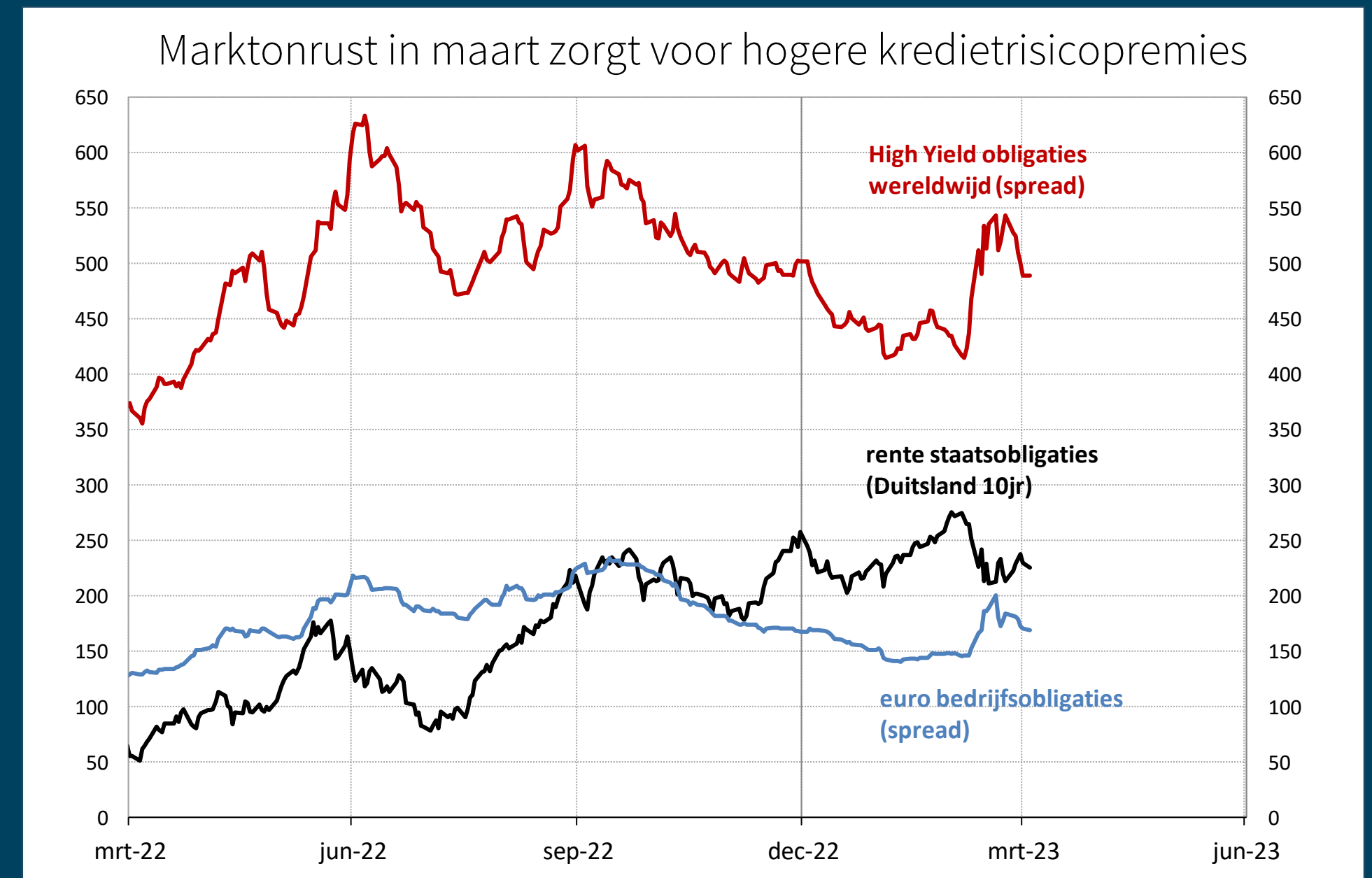
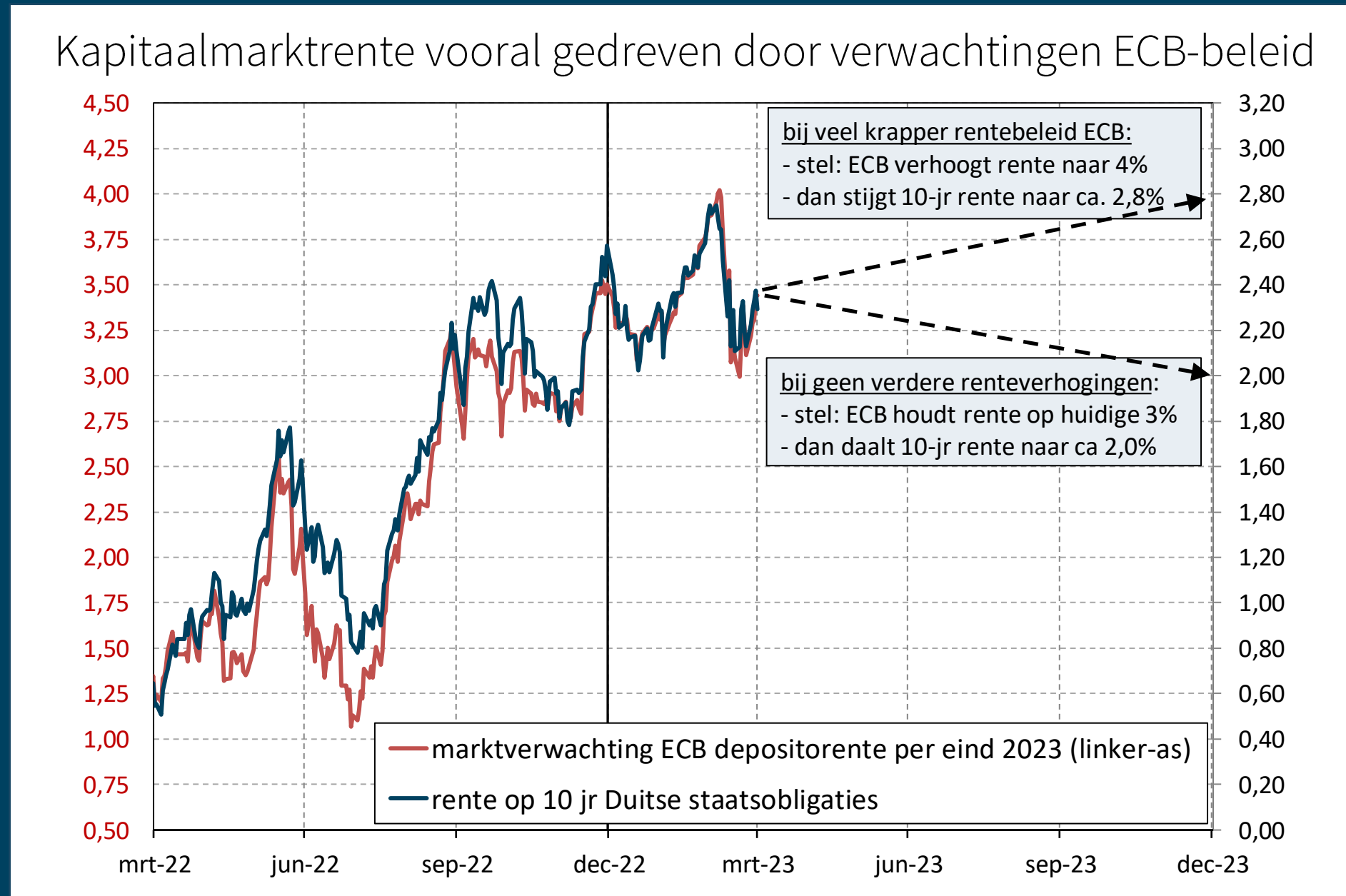
Sterke start van ONE portefeuilles in 2023



- In het eerste kwartaal van 2023 hebben de ONE beleggingsportefeuilles netto rendementen tussen de +1,3% en +4,5% behaald. Een positief sentiment, meevallende economische groei en lagere rentes vormden een rugwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsportefeuilles netto rendementen gerealiseerd van +0,2% tot +7,7% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

- Sinds eind september 2022 waren wij neutraal geïmponeerd in aandelen en vastrentende waarden. Sinds half maart zijn wij licht overwogen in aandelen, vanwege de scherpe rentedaling en relatief aantrekkelijke aandelenpremie.
- Sinds 2014 is de bijdrage van de actieve asset allocatie gemiddeld +0,3% per jaar en betreft de cumulatieve bijdrage +3,1%. Met uitzondering van 2016 leverde de actieve asset allocatie in alle kalenderjaren een positieve bijdrage.

Dalende rentes en oplopende spreads door onrust in bankensector

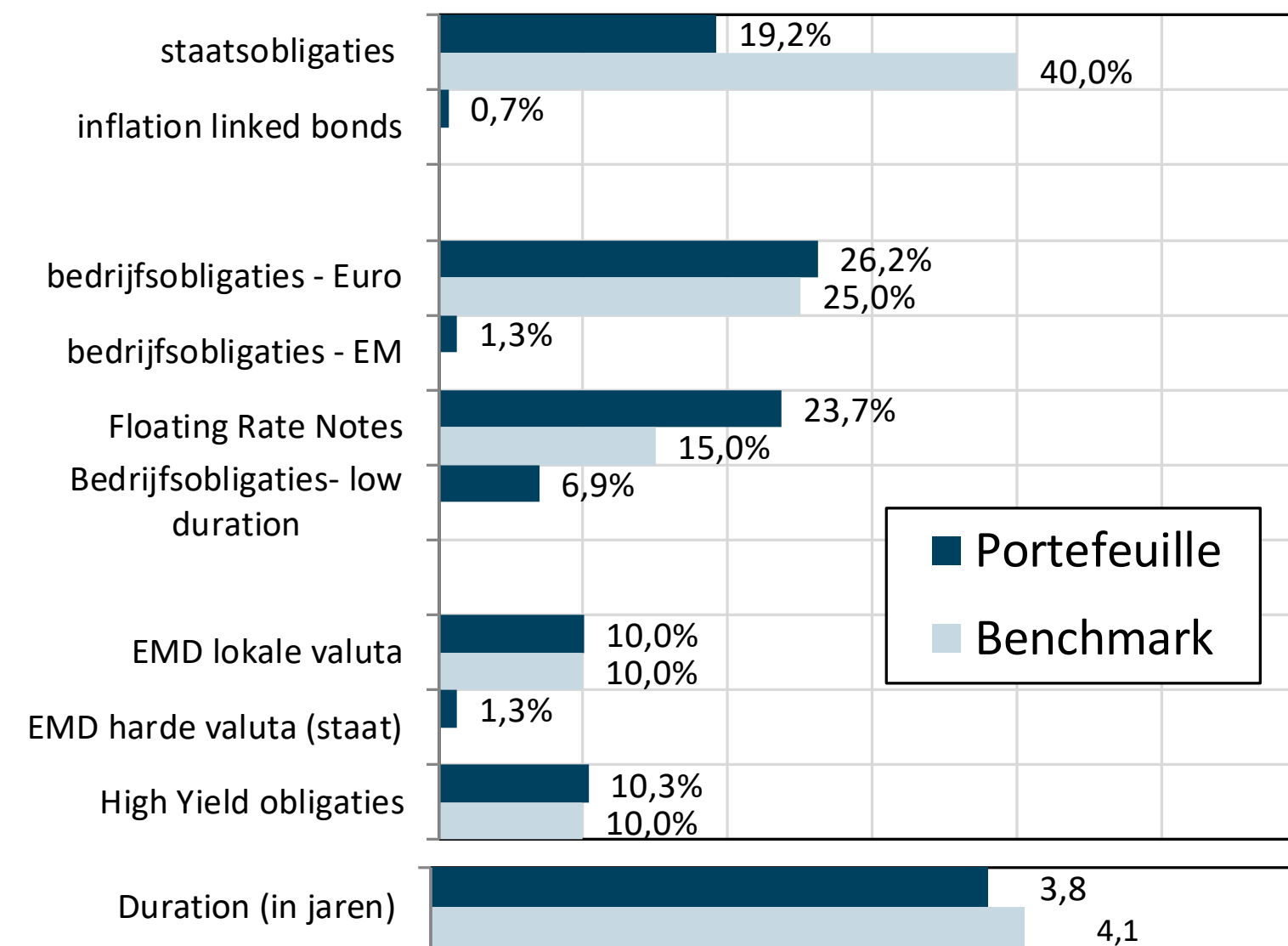


- o Voor de ontwikkeling van de kapitaalmarktrente is vooral het verwachte beleid van centrale banken bepalend. Deze grafiek toont het sterke verband tussen de marktverwachtingen over het toekomstige ECB-rentebekleid en de Duitse 10-jaars rente.
- o Ook zijn twee mogelijke uiteenlopende scenario's weergegeven: (1) bij een ECB renteverhoging naar 4% zal de Duitse 10-jaars rente stijgen naar ca. 2,8%. (2) als de ECB de rente handhaaft op 3% dan zal de 10-jaars rente kunnen dalen naar ca. 2%.

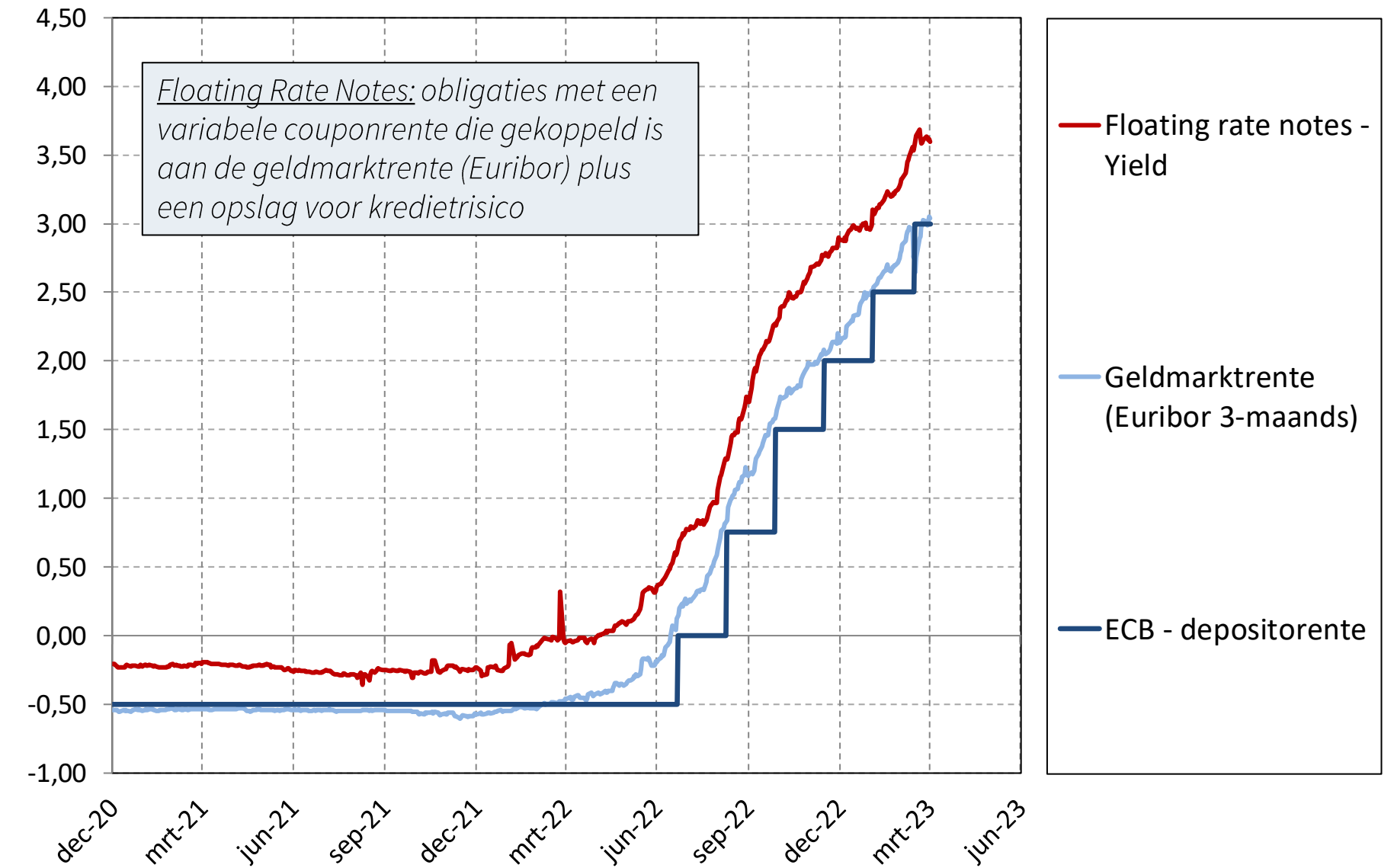
- o Door de onrust in de bankensector daalden de staatsobligatierentes sterk in maart. Beleggers zochten (tijdelijk) hun toevlucht tot veilige staatsobligaties. Ook werd de markt optimistischer over het rentebekleid van centrale banken.
- o Na een goede start van 2023 kwamen de bedrijfsobligatiemarkten in maart onder druk te staan. De risicopremies (spreads) van bedrijfsobligaties en High Yield liepen flink op. Later in de maand nam de marktonrust af en vond een licht herstel plaats.

Defensief beleggingsbeleid in obligatieportefeuille gehandhaafd

Vastrentende portefeuille: positionering versus benchmark



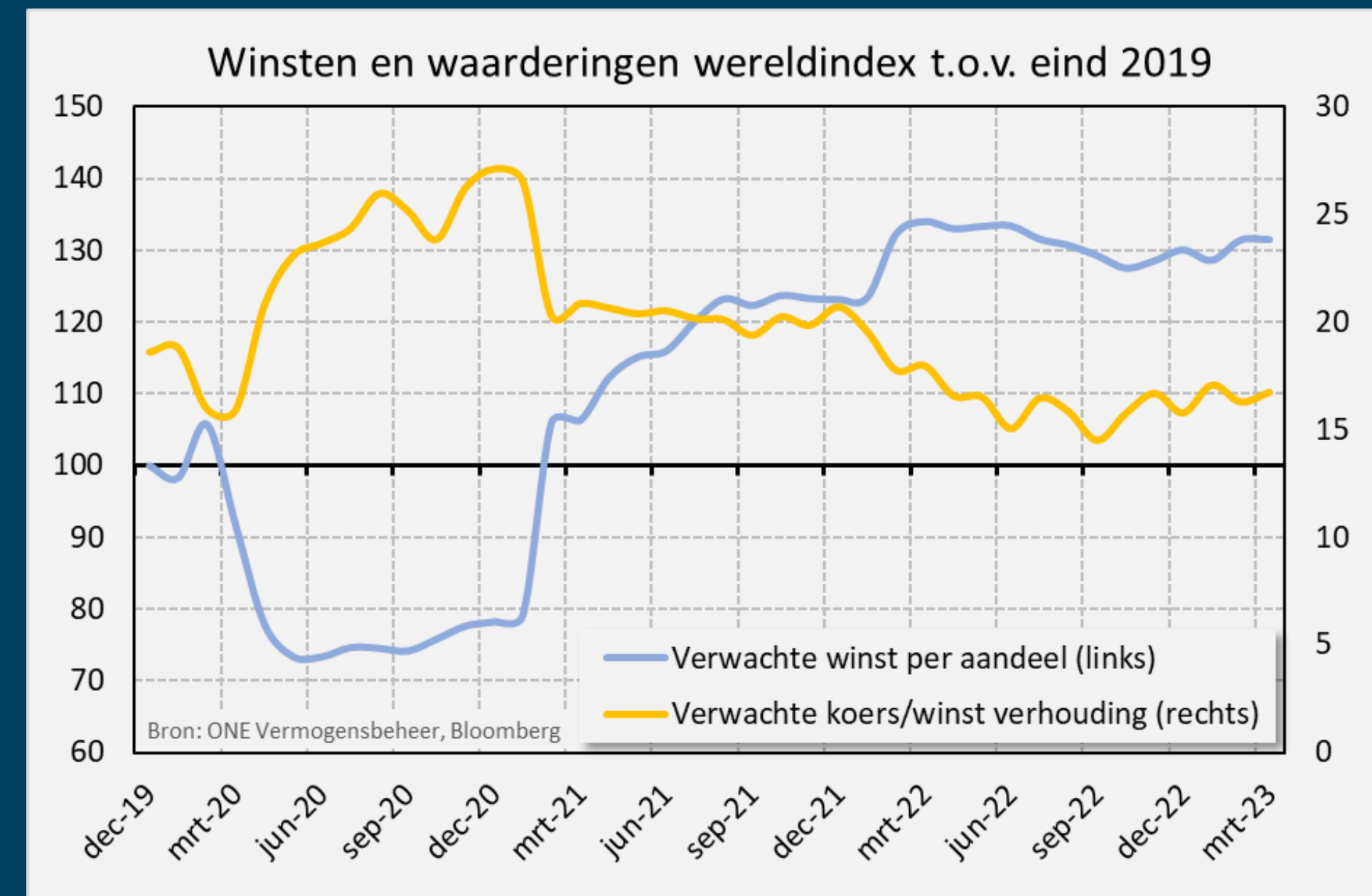
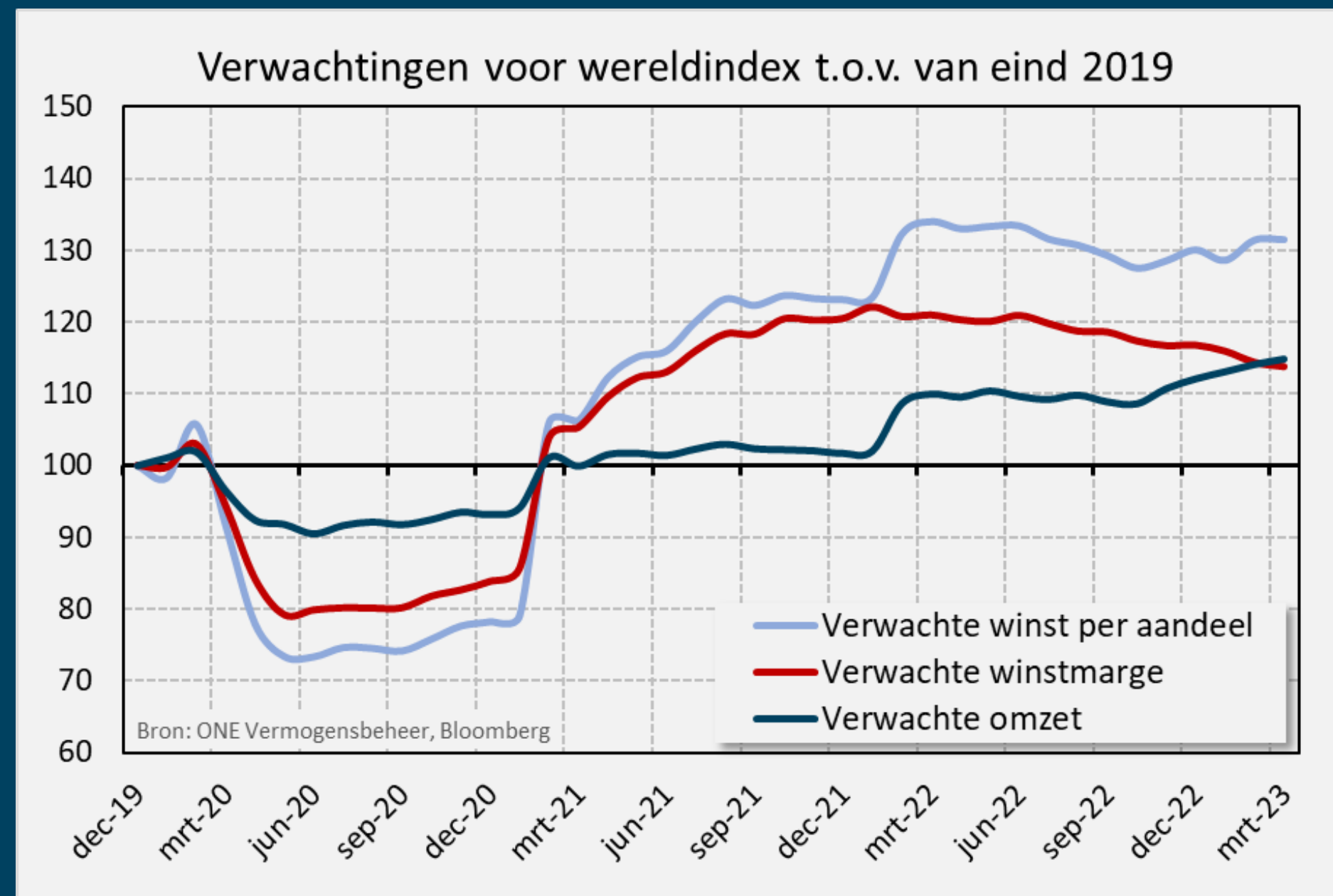
Floating rate notes aantrekkelijker door gestegen ECB-rente



- o Na de flinke daling van de kapitaalmarktrente hebben we in januari de rentegevoeligheid van de portefeuille licht verlaagd. Ook hebben we de positie in 'Floating Rate Notes' in het eerste kwartaal stapsgewijs verhoogd.
- o Hiertegenover stond een verlaging van de positie in staatsobligaties. Daarnaast hebben we in februari ook de posities in bedrijfsobligaties en High Yield verkleind nadat de risicopremies van deze credit markten waren gedaald.

- o In het eerste kwartaal hebben we het belang in 'Floating Rate Notes' (FRN's) vergroot. In de huidige marktomgeving vinden we FRN's (met een huidige yield van 3,6%) een interessant alternatief voor kortlopende staatsobligaties.
- o Een aantrekkelijk kenmerk van FRN's' is de zeer lage duration, waardoor de koers niet gevoelig is voor een rentestijging. Door de variabele couponrente kan wel worden geprofiteerd van de verwachte verdere stijging van de ECB-rente.

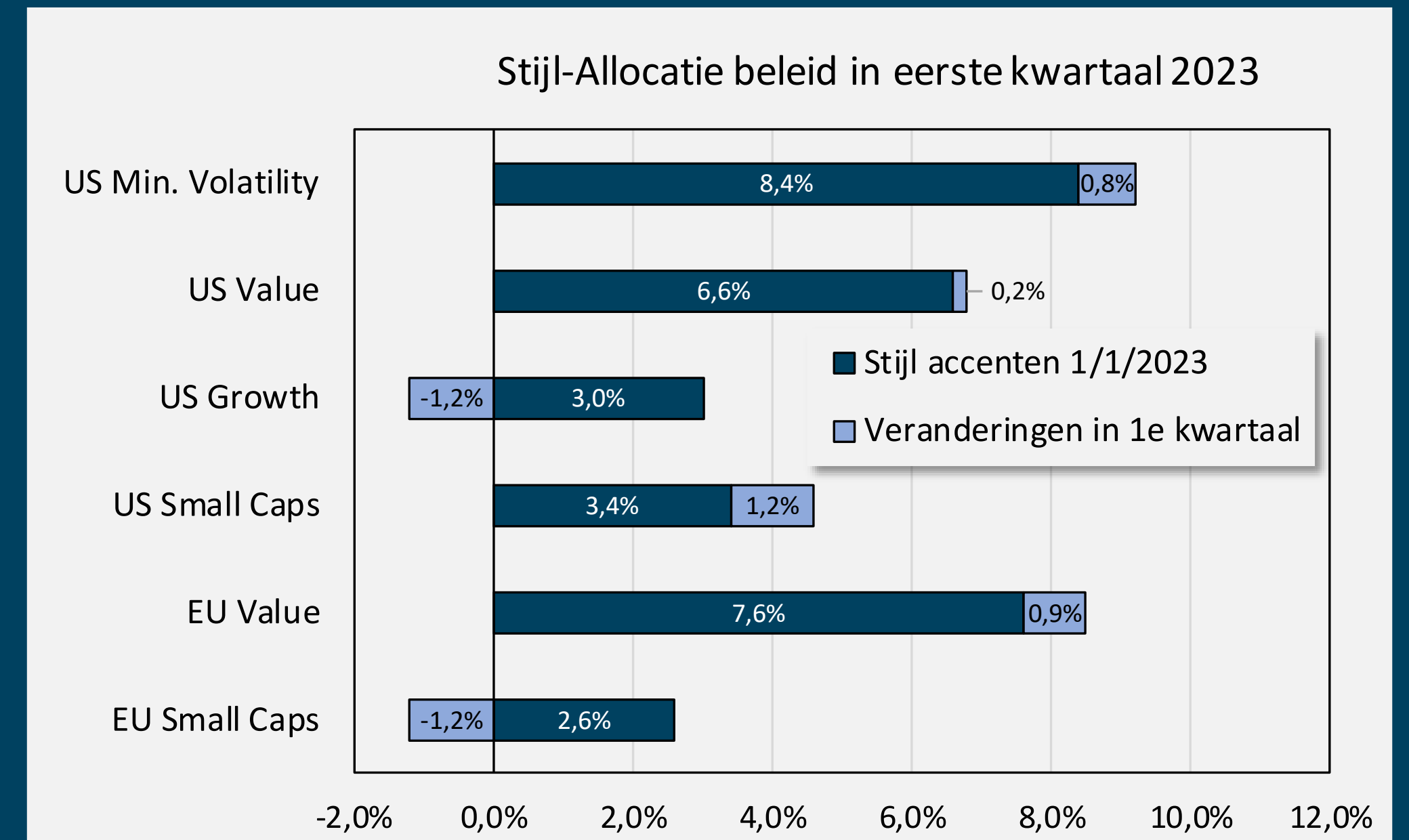
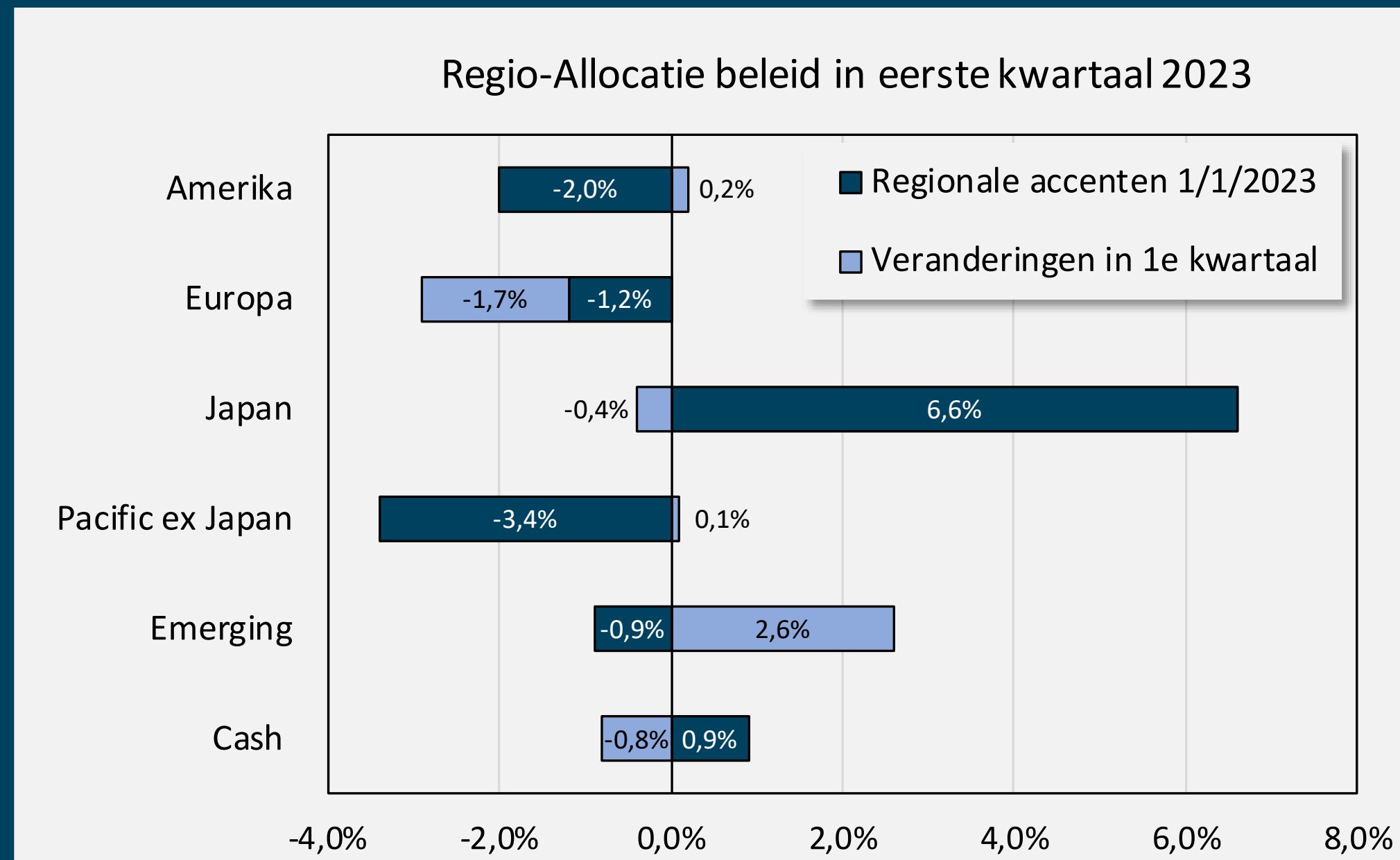
Winstgroei wordt bepaald door meevallende omzet en lagere winstmarge



- In het coronajaar 2020 daalde de verwachte winst per aandeel sterk door minder omzet en lagere winstmarges. In 2021 stegen de winstmarges door meevallende bedrijfskosten waardoor de verwachte winst per aandeel steeg tot boven het niveau van eind 2019.
- In 2022 en 2023 staan de winstmarges onder druk door hogere rentekosten, hogere energiekosten en hogere loonkosten. Toch blijft de winst per aandeel redelijk op peil doordat de omzet stijgt terwijl de winstmarge daalt.

- In de 2e helft van 2020 keken beleggers vooruit naar het verwachte winstherstel in 2021, waardoor de aandelenkoersen en koerswinstverhoudingen sterk stegen. Dankzij de sterke winstgroei daalden de waarderingen tot het niveau van eind 2019.
- In 2022 heeft de stijging van rentetarieven en kapitaalmarktrentes geleid tot een herwaardering van alle beleggingscategorieën. Vergeleken met eind 2019 zijn de verwachte winsten gestegen en is de koerswinstverhouding gedaald.

Inspelen op Aziatische groei en onderwaardering van Value aandelen



- o Met het Regio-Allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de MSCI AC Wereldindex. We begonnen 2023 met een voorkeur voor de relatief goedkope en defensieve Japanse aandelenmarkt, ten laste van de andere regio's.
- o Om te profiteren van het verwachte economische herstel in China en omliggende landen zijn de beleggingen in de regio Emerging 2,6%-punt uitgebreid in het eerste kwartaal. Dit hebben we gefinancierd uit liquiditeiten en door Europese Small Caps te verkopen.

- o Met het Stijl-Allocatie beleid kiezen we voor beleggingsstijlen die op langere termijn een risicopremie opleveren ten opzichte van de aandelenmarkt. We begonnen 2023 met een voorkeur voor Europese en Amerikaanse Value aandelen en Small Cap aandelen.
- o Na de koersdalingen in maart hebben we de stijl-accenten in stabielere Amerikaanse aandelen en Europese Value uitgebreid. Daarnaast hebben we iets winstgenomen op de beleggingsstijl US Growth en de positie in Amerikaanse Small Caps aandelen uitgebreid.

Positieve en negatieve bijdragen in 2023-Q1

+

Positieve bijdrage aan rendement

-

Negatieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Licht positieve bijdrage van Tactische Allocatiebeleid*

TACTISCH: Aandelen

- *Vooral de managers in Europa en Japan leverden een positieve bijdrage.*

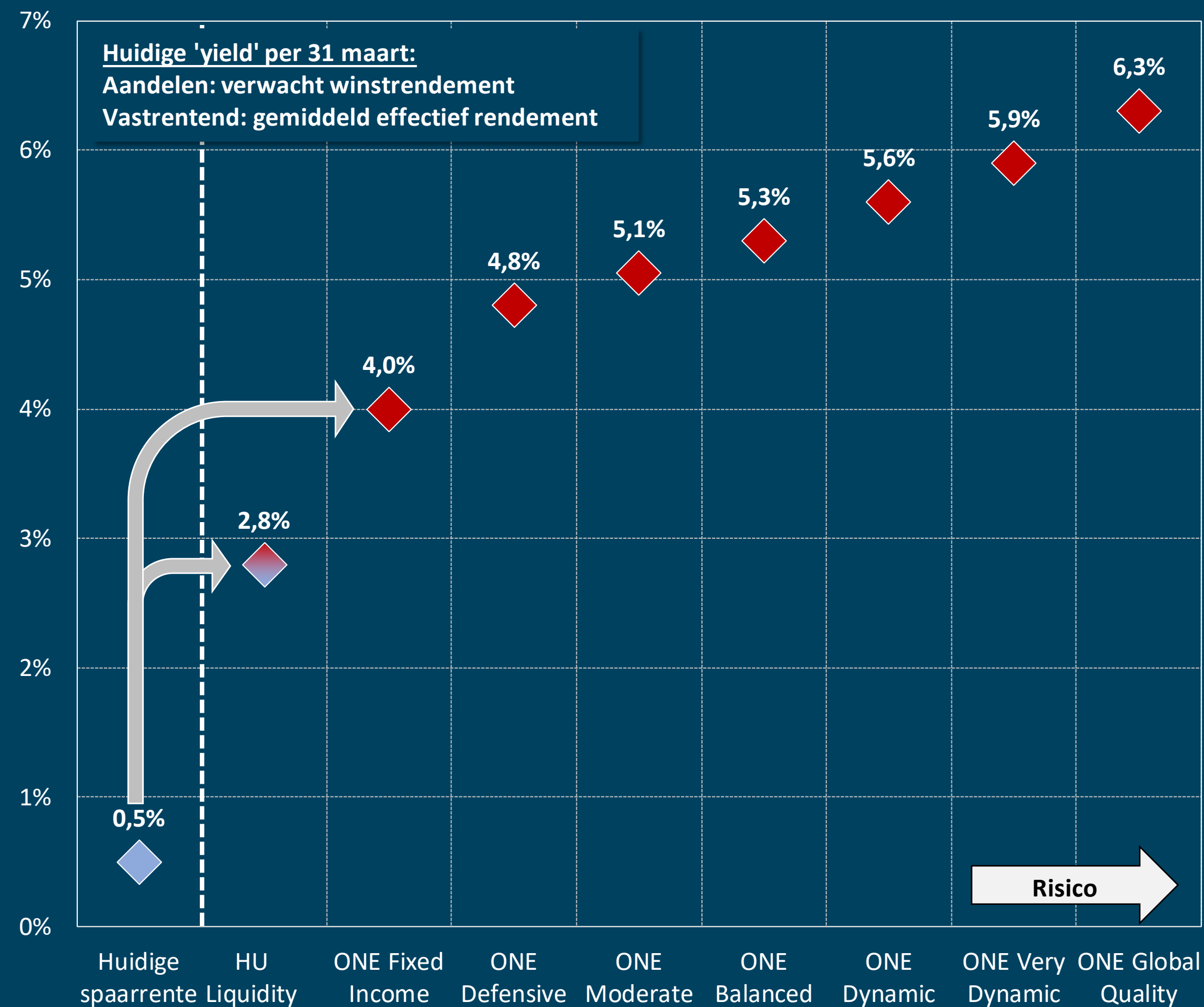
TACTISCH: Vastrentend

- *Onderwogen positie in staatobligaties, overwogen positie in bedrijfsobligaties en High Yield*

- *Stijl-Allocatie: de voorkeur voor stabielere, goedkopere en kleinere VS bedrijven leverde een flinke negatieve bijdrage.*

- *Relatief lage rentegevoeligheid (duration)*

Beleggen loont in de huidige renteomgeving



- De huidige spaarrentes van de grootbanken (blauw) blijven sterk achter bij de actuele geldmarktrente. Wij verwachten dat dit renteverskil nog geruime tijd zal kunnen aanhouden.
- Tegelijkertijd is de huidige 'yield' van ONE Balanced (onze neutrale beleggingsportefeuille) nu opgelopen naar 5,3%. Dit is een samenstelling van het verwachte winstrendement op wereldwijde aandelen (6,3%) en het gemiddelde effectieve rendement van vastrentende waarden (4,3%).
- Hierdoor loont beleggen in vergelijking tot sparen. Met name een behoudende tussenstap naar het geldmarktfonds (HU Liquidity) of een volledige vastrentende belegging (ONE Fixed Income) is nu zeer aantrekkelijk geworden.
- Daarnaast illustreert dit dat het aantrekkelijk is om beschikbare liquiditeiten stapsgewijs toe te voegen aan het bestaande ONE risicoprofielfonds.

Lichte voorkeur voor aandelen na scherpe rentedaling

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

- De onrust in de banken sector heeft geleid tot fors lagere kapitaalmarktrentes en lagere aandelenkoersen. We denken dat deze onrust tijdelijk is en daarom hebben we half maart aandelen bijgekocht ten koste van vastrentende waarden.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Japan en Opkomende markten ten koste van Pacific ex Japan en Europa. In de Amerikaanse portefeuille hebben we een voorkeur voor goedkopere, stabielere en kleinere beursgenoteerde ondernemingen en in Europa hebben we een duidelijke voorkeur voor goedkopere kwaliteitsbedrijven.
- In de vastrentende portefeuille handhaven we de relatief lage rentegevoeligheid en hebben we een voorkeur voor investment grade bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Daarnaast vinden we Floating Rate Notes interessant vanwege de oplopende geldmarktrente. Binnen de hoogrentende markten zijn we iets voorzichtiger geworden met een neutrale weging voor zowel High Yield obligaties als EM Debt (opkomende markten).

Delen Private Bank

Amsterdam

Delen Private Bank
Apollo House
Apollolaan 15
1077 AB 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

Hengelo

Delen Private Bank
Hazenweg 110
7556 BM HENGELO

T: 074 – 310 01 00

DELEN

PRIVATE BANK