

# Kwartaalbericht Delen Private Bank

2<sup>e</sup> kwartaal 2022

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



**DELEN**

PRIVATE BANK

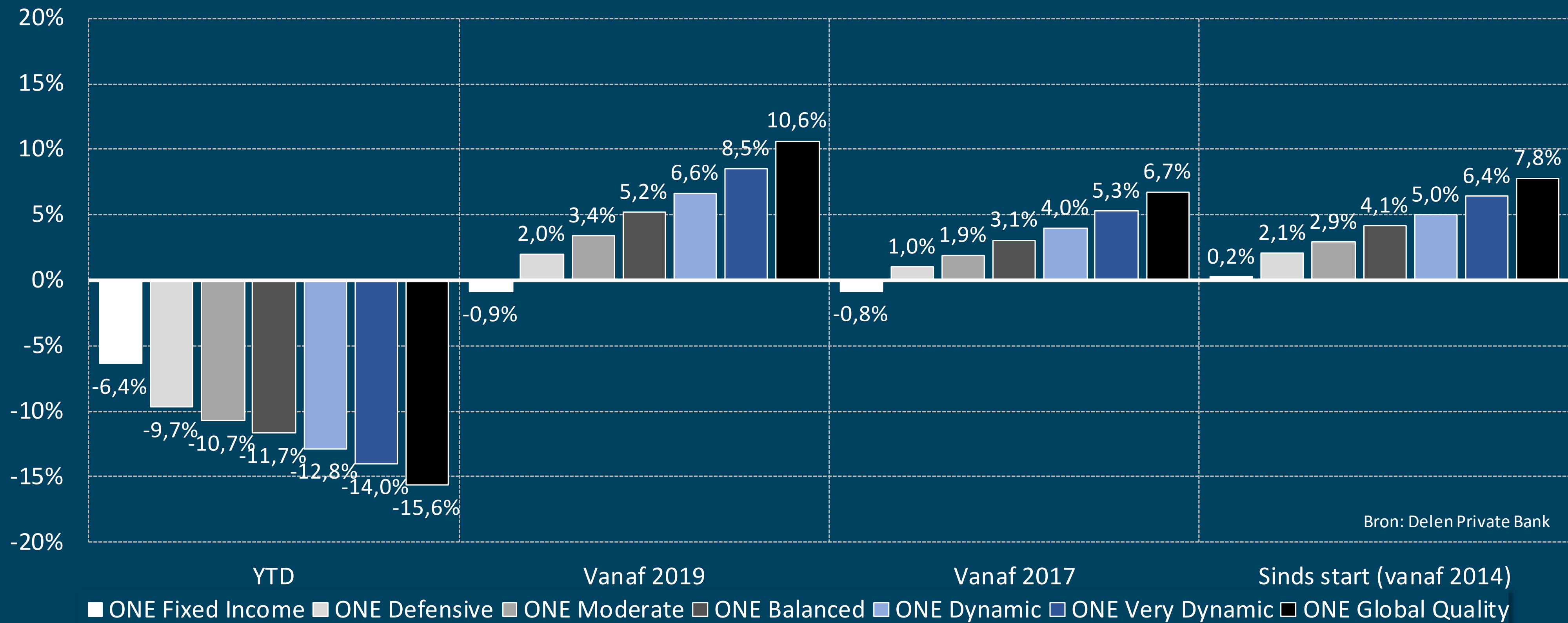
# DELEN

PRIVATE BANK

## Executive summary

- Het was een slecht half jaar voor de financiële markten. De aanhoudend hoge inflatie dwong de centrale banken de hoogste prioriteit te geven aan inflatiebestrijding, waardoor kapitaalmarktrentes en risicopremies flink stegen. Vanaf half juni maken beleggers zich meer zorgen over een mogelijke recessie dan over de hoge inflatie.
- Voor het jaar 2022 zijn de economische groeiverwachtingen gedaald. Echter voor het tweede halfjaar verwachten economen aanhoudende economische groei, mede door de stimuleringsmaatregelen in China. In de eurozone worden er meerdere renteverhogingen van de ECB verwacht, maar lijkt de inflatie vanaf het vierde kwartaal te gaan dalen.
- Staatsobligaties, bedrijfsobligaties en aandelen hadden veel last van de sterke stijging van de kapitaalmarktrentes. In het eerste halfjaar van 2022 hebben de ONE profielfondsen netto rendementen behaald variërend van -6,4% tot -15,6%. Vanaf 2014 bedroeg het gemiddelde netto jaarrendement van de ONE profielfondsen tussen de +0,2% en +7,8%.
- In onze scenario-analyse vinden wij een wereldwijde groeivertraging waarschijnlijker dan een wereldwijde recessie, al bevindt Europa zich in een kwetsbare positie bij verder oplopende energieprijzen. Hoewel de korte termijn vooruitzichten onzeker zijn en de nieuwsstroom voorlopig somber kan blijven, hebben de financiële markten inmiddels veel slecht nieuws ingeprijsd. De huidige aanvangsrendementen vinden wij aantrekkelijk voor lange termijn beleggers.

# Beleggingshorizon en profiel bepalen uw jaarlijks netto rendement



○ In 2022 hebben de ONE profielfondsen netto rendementen tussen de -6,4% en -15,6% behaald. Normalisatie van monetair beleid, hoge inflatie, geopolitieke spanningen en recessie-angst vormden een tegenwind voor financiële markten.

○ Over een langere belegginshorizon realiseren de profielfondsen rendementen in lijn met lange termijn verwachtingen. Vanaf 2014 hebben de ONE profielfondsen een gemiddeld netto jaarrendement tussen de +0,2% en +7,8% behaald.

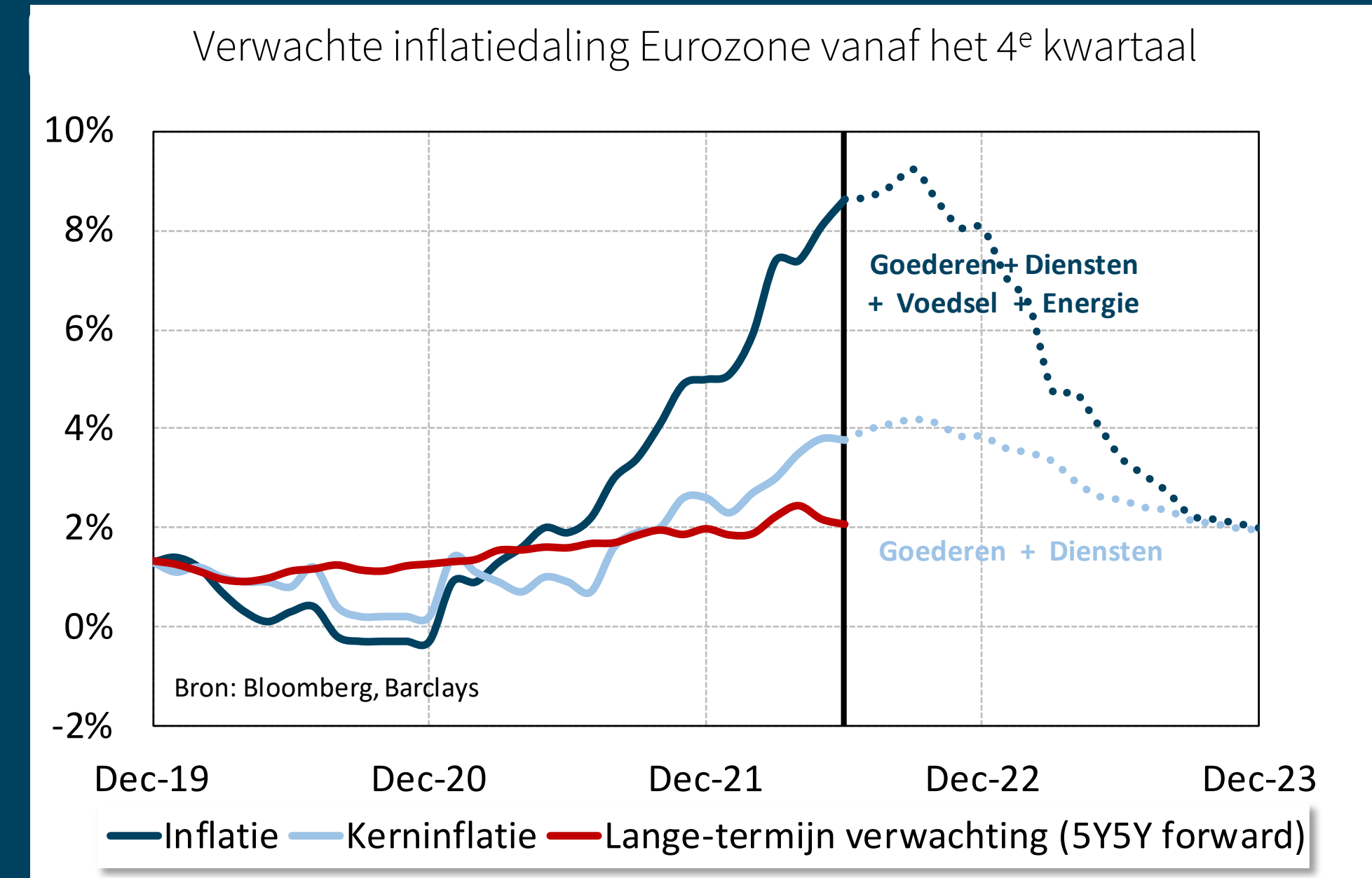
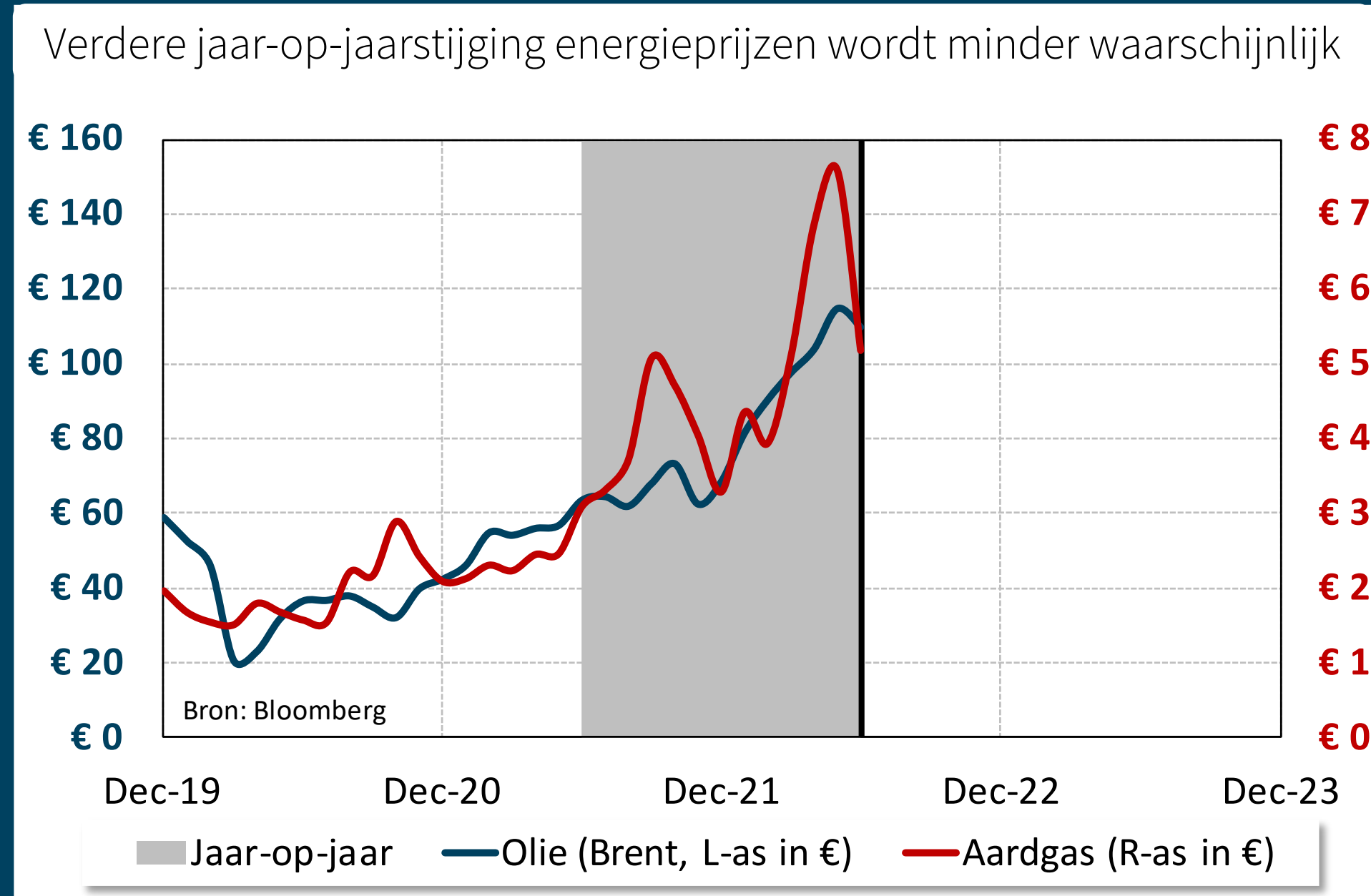
# Dynamische economische omgeving stuurt financiële markten



## Veel gestelde vragen:

- Wanneer gaat de inflatie dalen?
- Hoeveel renteverhogingen kunnen we verwachten?
- Komt er een recessie?
- Wat is de impact op de financiële markten?
- Hoe gaan we hier mee om in het beleggingsbeleid?

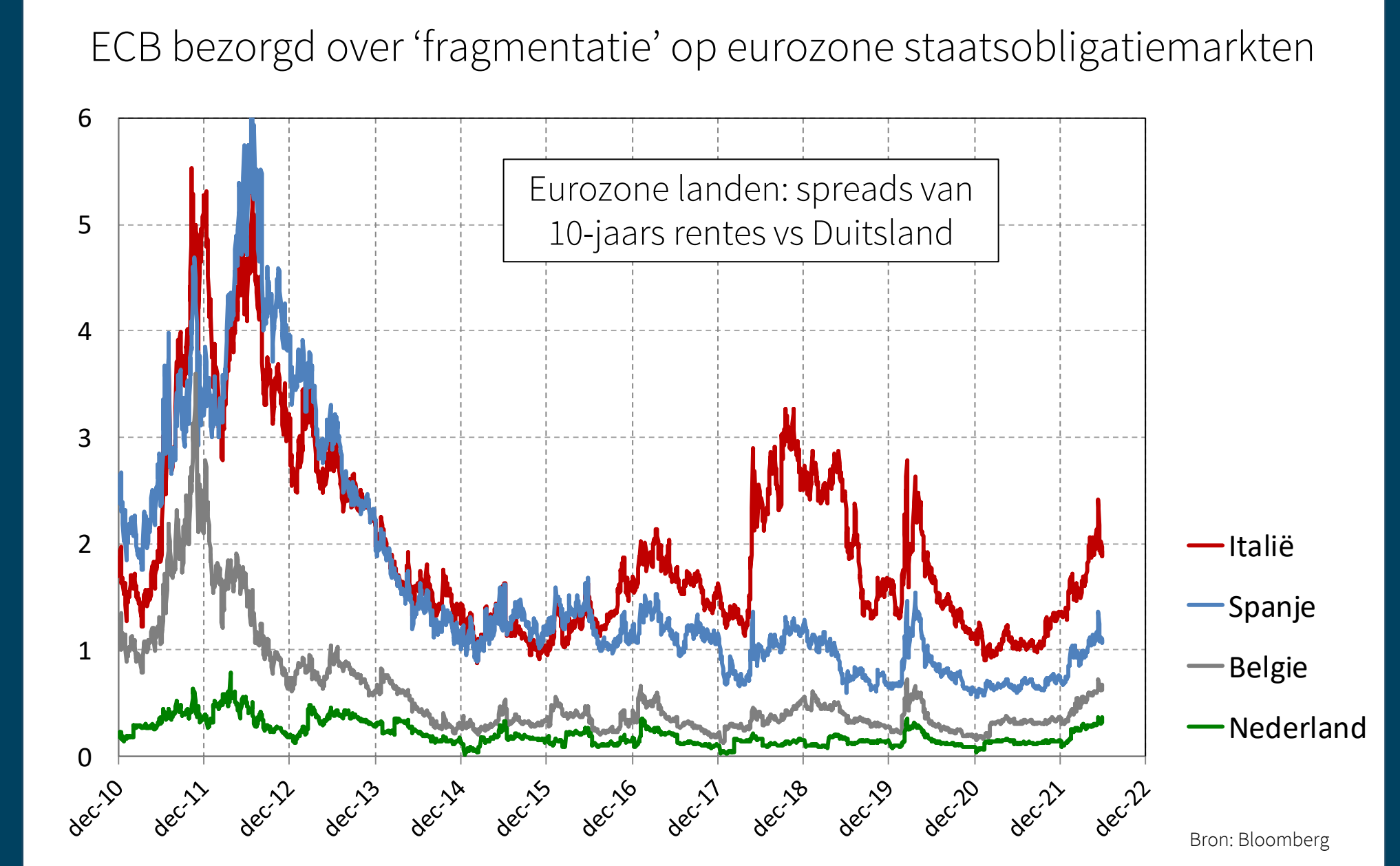
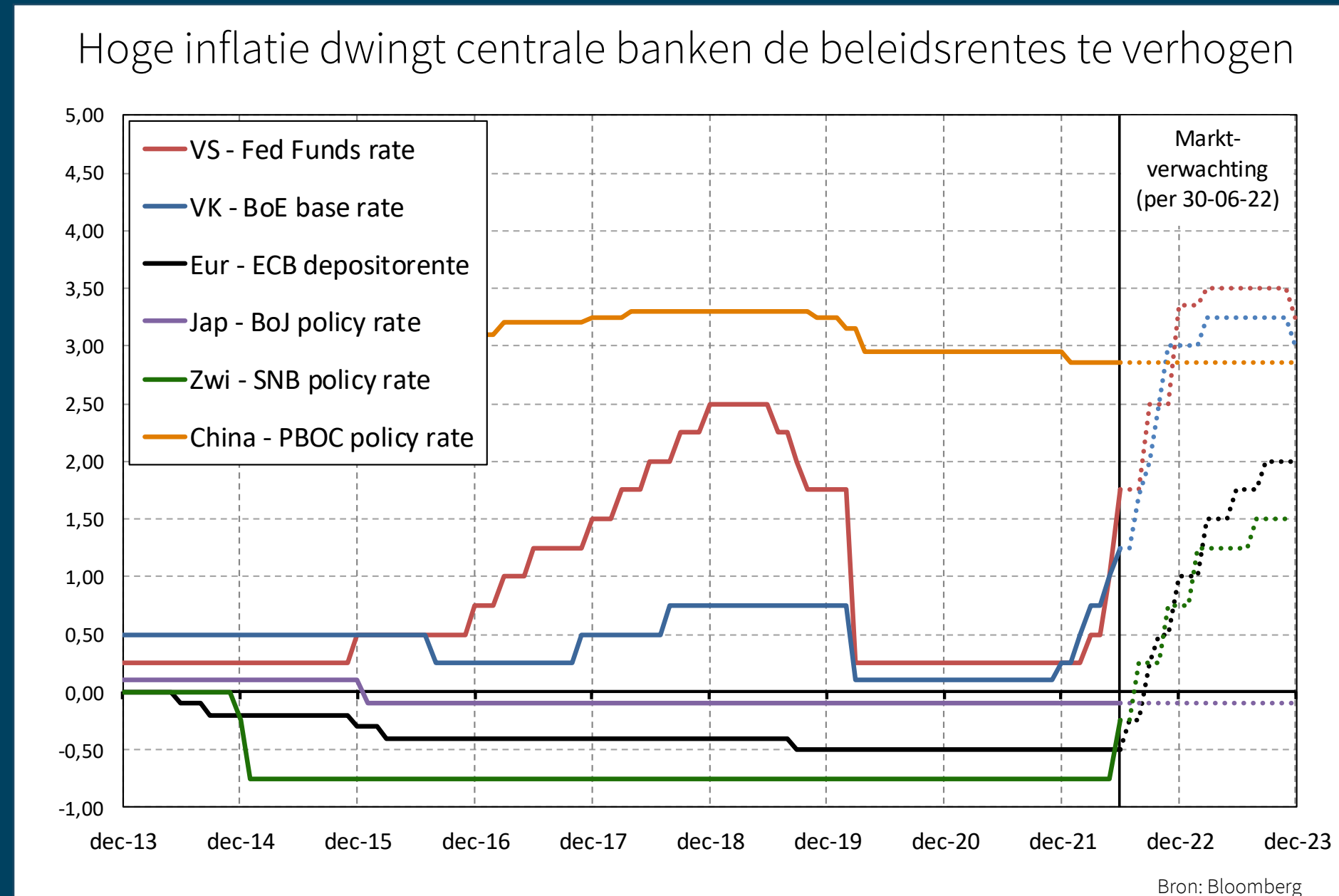
# Wanneer gaat de inflatie dalen?



- De inflatie in de Eurozone is in juni opgelopen tot 8,6%. Uitzonderlijk hoge prijsstijgingen voor o.a. olie en aardgas vormden ruim 50% van deze inflatie, ondanks verscheidene prijsdrukkende maatregelen van Europese overheden.
- In de 2<sup>e</sup> helft van dit kalenderjaar verwachten we dat de jaar-op-jaarvergelijking van energieprijzen gunstiger wordt. Dit ‘basiseffect’ zal naar verwachting leiden tot een lagere inflatie vanaf het 4<sup>e</sup> kwartaal.

- Op dit moment verwachten wij dat de inflatie in de Eurozone vanaf het 4<sup>e</sup> kwartaal zal gaan dalen. Energie en voedsel vormen op de korte termijn onzekere componenten, maar de kerninflatie vertoont de eerste tekenen van stabilisatie.
- Tegelijkertijd neemt de oververhitting aan de vraagkant van de economie af als gevolg van de oorlog in Oekraïne, lockdowns in China en minder ruim monetair beleid. Dit leidt tot een stabiele lange-termijn inflatieverwachting rond 2%.

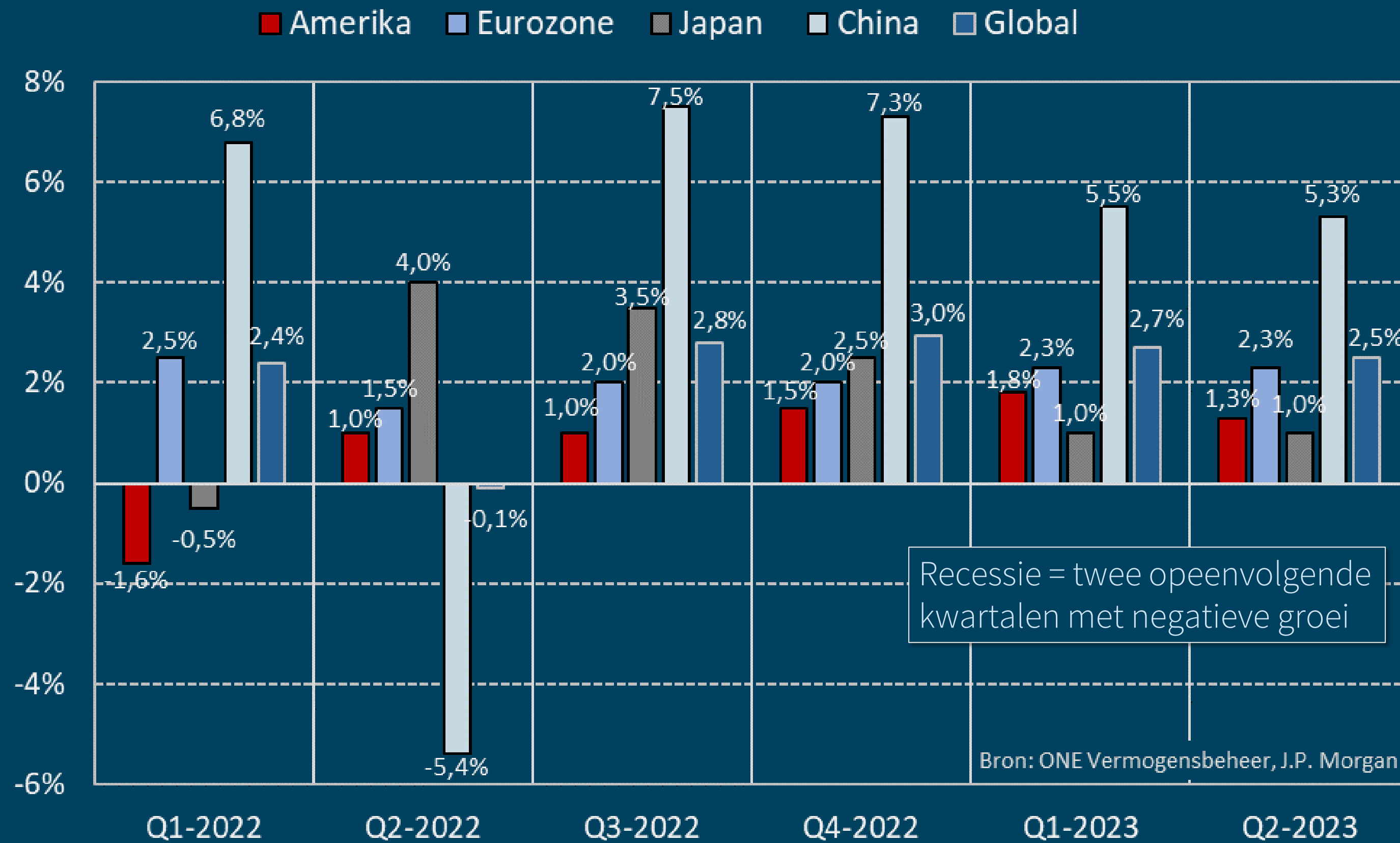
# Hoeveel renteverhogingen kunnen we verwachten?



- Centrale banken hebben aanvankelijk te lang gewacht met het bestrijden van de veel te hoge inflatie, dat zij eerst als een tijdelijk fenomeen zagen. Hierdoor moeten zij nu extra hard ingrijpen met forse renteverhogingen.
- In navolging van de Fed en de BoE is de ECB inmiddels ook overstap. De ECB zal vanaf juli haar beleidsrentes gaan verhogen. De markt verwacht dat de ECB-depositorente tot eind 2023 zal worden verhoogd van -0,5% naar circa 2%.

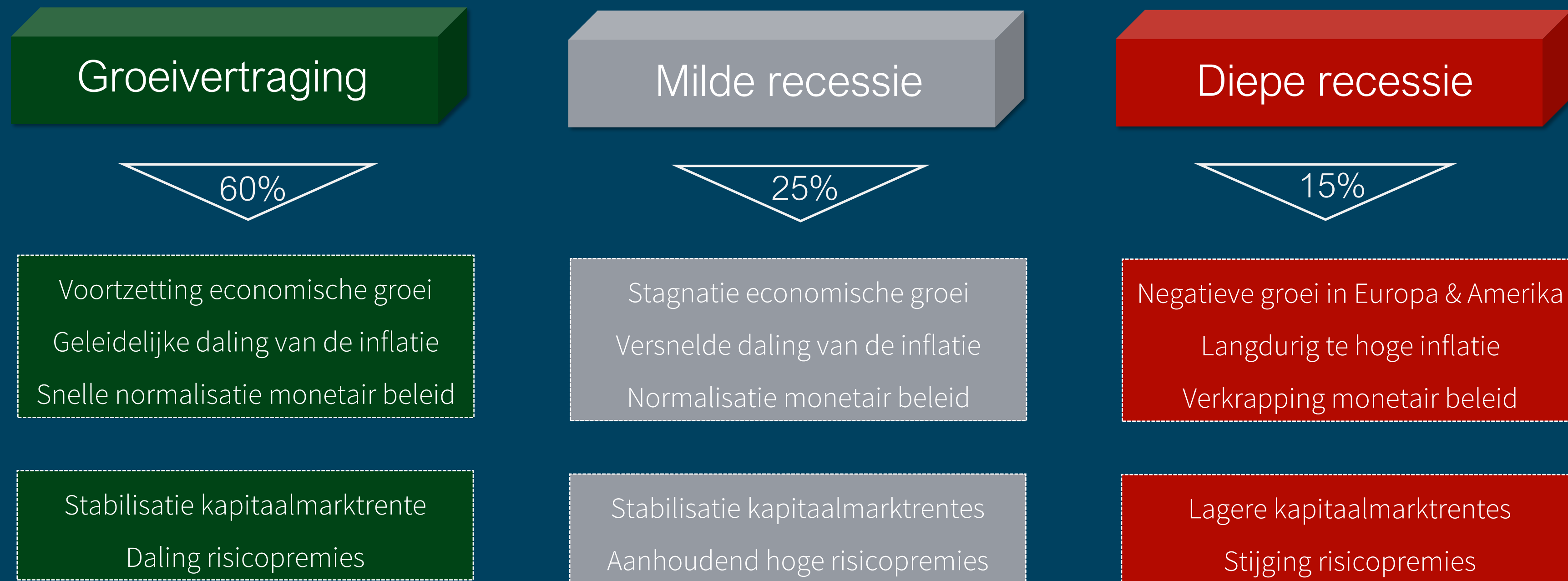
- Naast de hoge inflatie worstelt de ECB nog met een ander probleem: de renteversillen ('spreads') tussen de zwakke en sterke eurolanden zijn onder invloed van de aanstaande renteverhogingen de laatste maanden hard opgelopen.
- Bij een verdere stijging van deze 'spreads' zou de eurozone in een nieuwe eurocrisis (zoals in 2011/12) kunnen belanden. De ECB heeft daarom aangekondigd op korte termijn met een nieuw instrument te komen om deze 'fragmentatie' te bestrijden.

# Komt er een recessie?



- De wereldeconomie kreeg in het 1<sup>e</sup> halfjaar een aantal negatieve schokken waardoor de inflatie sterk is opgelopen en de groei werd afgeremd. Door de gezonde uitgangssituatie van consumenten en bedrijven werd dit goed opgevangen.
- Veel bedrijven konden de kostenstijgingen aan klanten doorberekenen en hun winstmarge soms wat verbeteren. Voorraadopbouw en uitbreidingsinvesteringen droegen bij aan de wereldwijde economische groei.
- In 2022 dragen vooral consumenten de pijn en hun koopkracht daalt door de hoge inflatie. Toch blijven de consumentenbestedingen op peil dankzij de krappe arbeidsmarkt en enorme besparingen uit de coronaperiode.
- Voor het 2<sup>e</sup> halfjaar verwachten economen aanhoudende economische groei, mede door de stimuleringsmaatregelen van China. Toch wordt er veel gesproken over recessie na de rentestijgingen en de hoge energieprijzen. Met wat we nu weten lijkt groeivertraging waarschijnlijker dan recessie.

# Scenario's wereldeconomie voor de komende 12 maanden



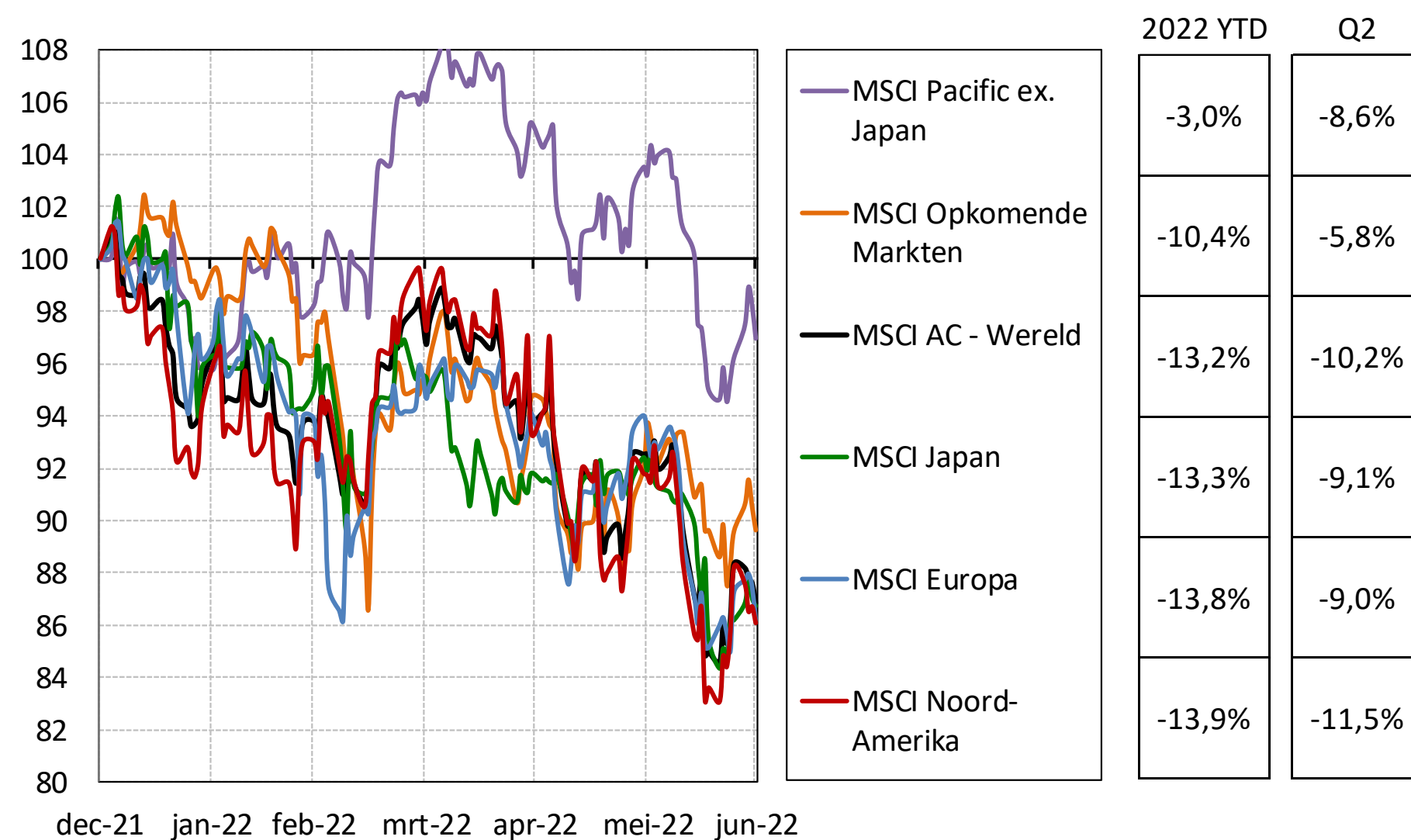
## Belangrijke variabelen

Energieprijzen	➡	↘	↗
Inflatie ontwikkeling	↘	↘↘	➡
Verloop Oekraïne oorlog	✋	✋	💣
Covid-19 beheersbaar	✓	✓	✓ / ✗

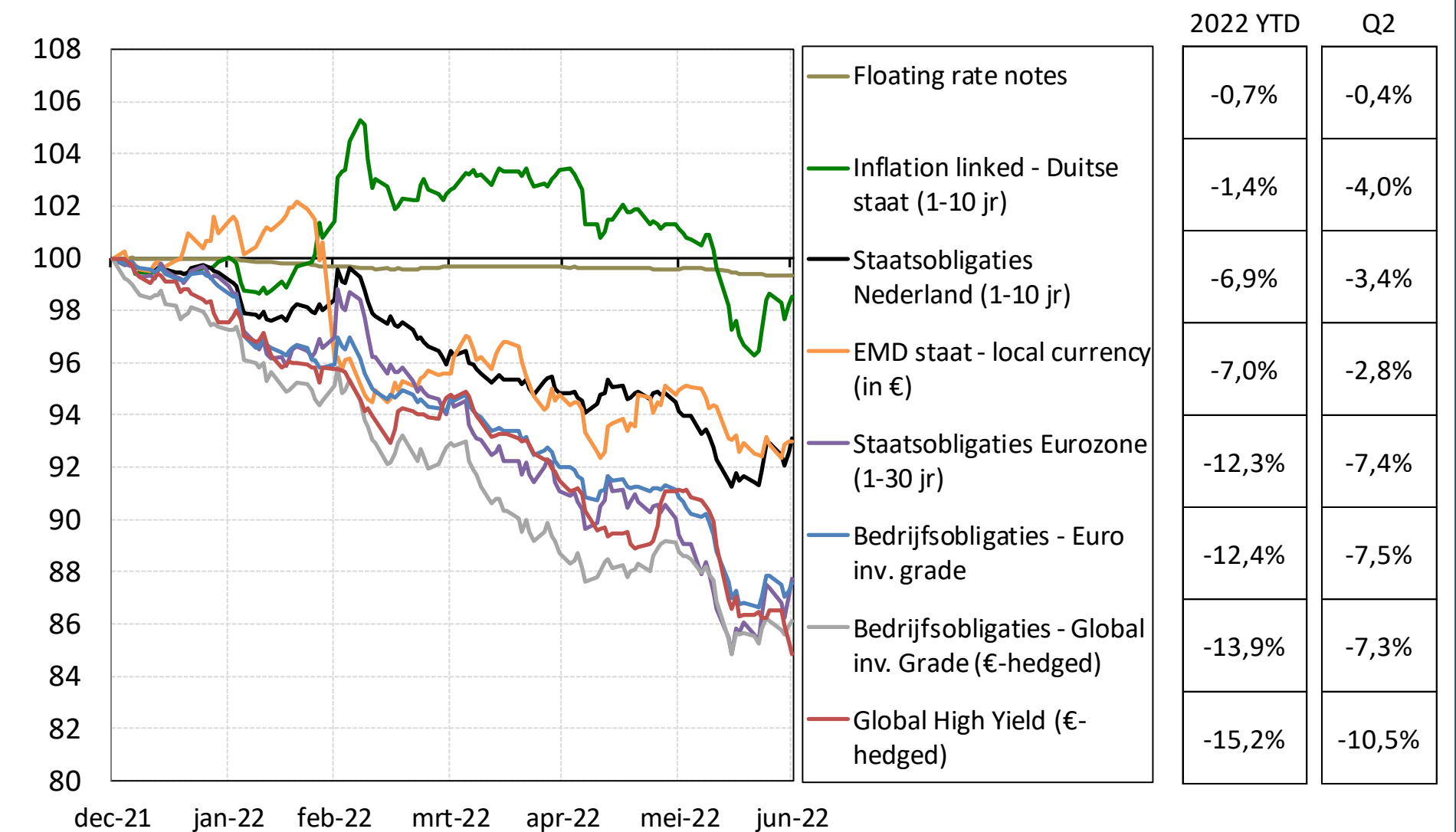


# Wat is de impact op de financiële markten?

Flinke daling aandelenmarkten in een lastige beleggingsomgeving



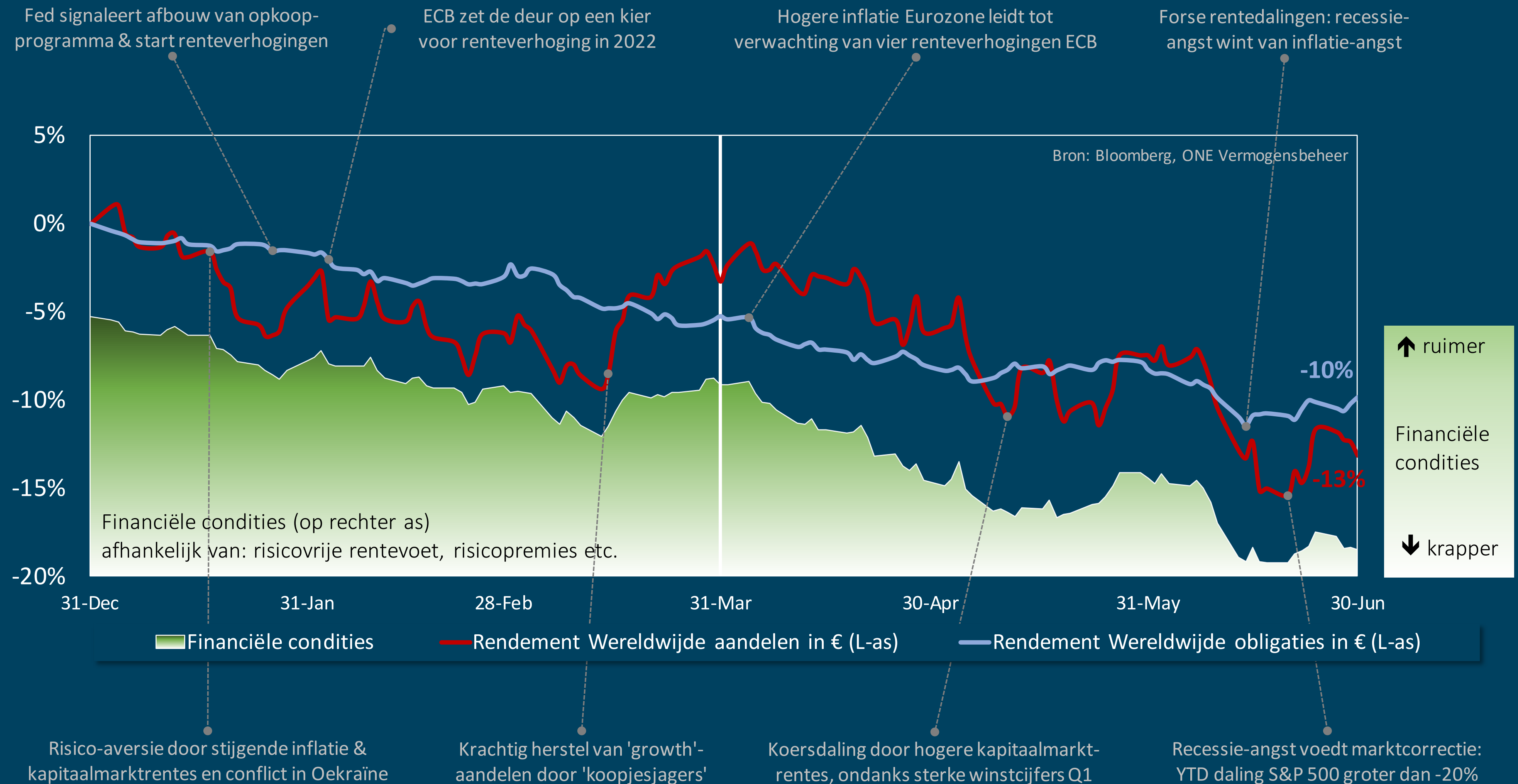
Vastrentende markten hadden ongekend zwak eerste half jaar



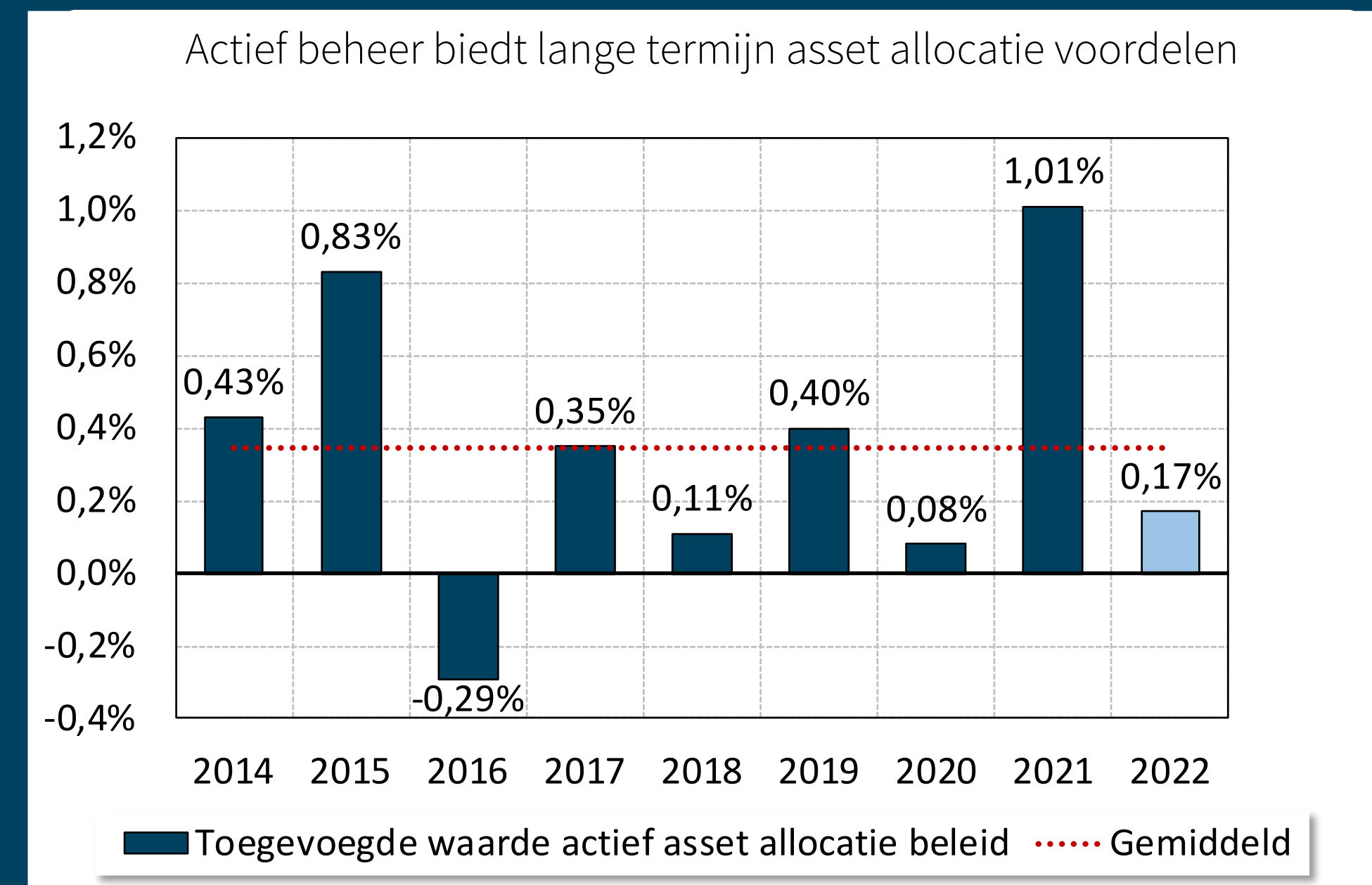
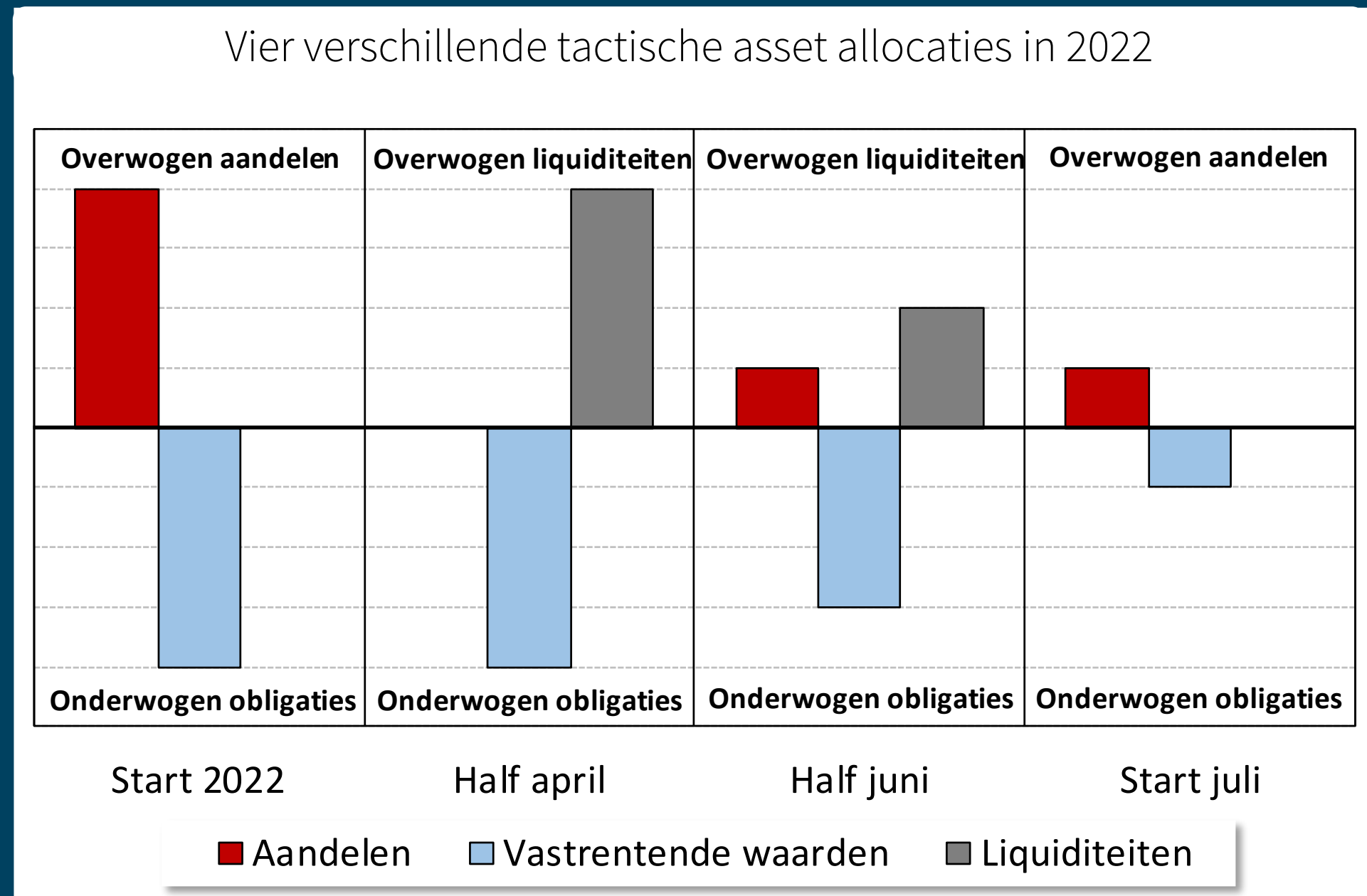
- In het 2<sup>e</sup> kwartaal hadden aandelen veel last van de ontwikkelingen op de vastrentende markten. De warme monetaire rugwind is veranderd in een kille monetaire tegenwind, waardoor de kapitaalmarktrentes sterk zijn gestegen.
- De aanhoudend hoge inflatie en afnemende groei is een moeilijker omgeving voor bedrijven. Voor beleggers nam de onzekerheid over omzet, winsten, winstmarges en kapitaalmarktrentes toe, waardoor aandelenkoersen daalden.

- Op de obligatiemarkten werden in het eerste halfjaar alle negatieve records gebroken. Door de zeer scherpe rentestijging in combinatie met de oplopende risicopremies leden bijna alle vastrentende categorieën flinke verliezen.
- Eind juni lieten staatsobligaties door de toenemende recessie-angst bij beleggers een licht herstel zien. Voor de risicovolle categorieën, met name High Yield obligaties, liepen de verliezen juist verder op door de stijgende risicopremies.

# Normalisatie monetair beleid en recessie-angst raken markten



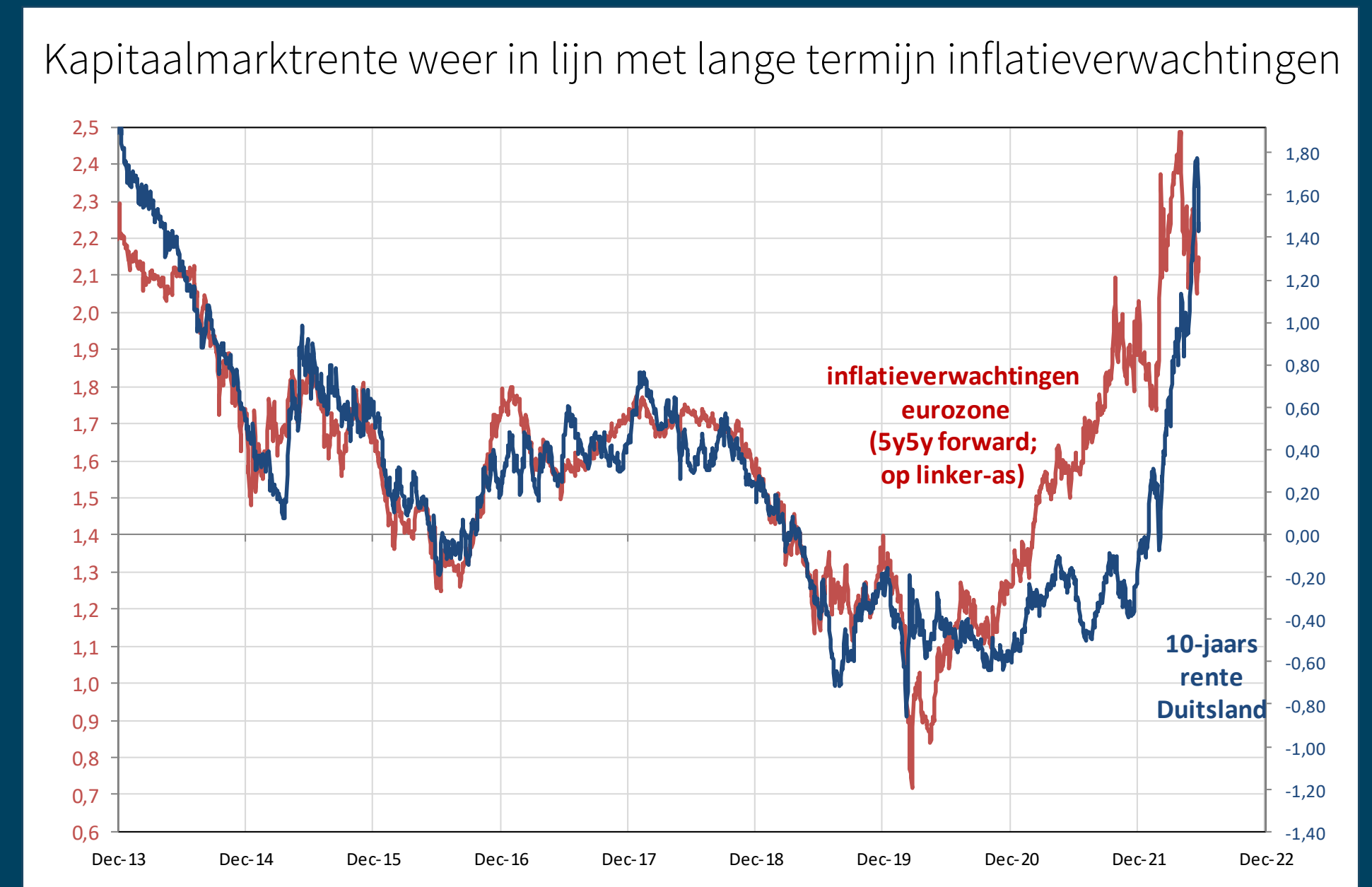
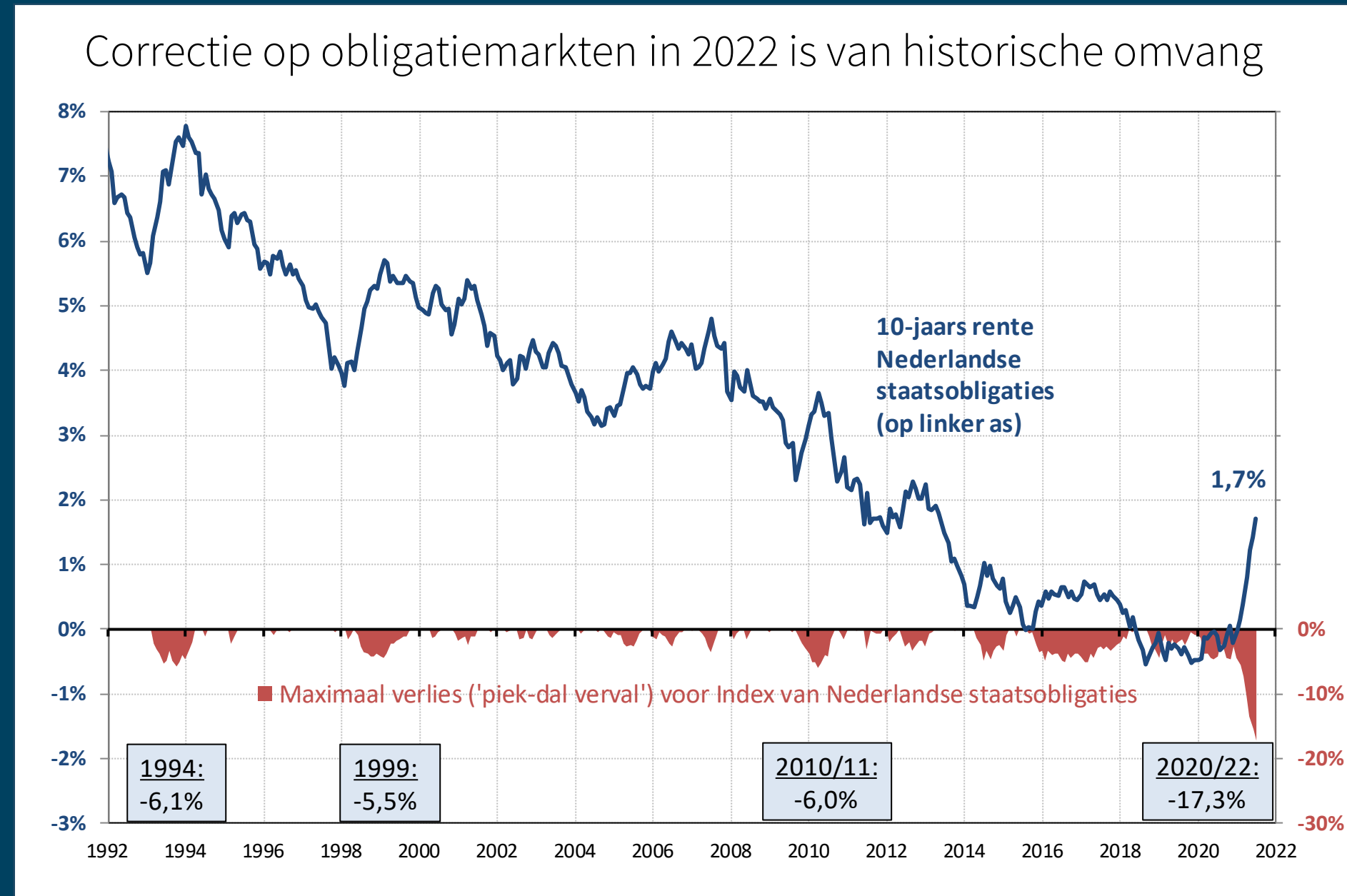
# Liquiditeiten waren een nuttige buffer in 2<sup>e</sup> kwartaal



- In 2022 zijn wij gestart met een overweging in aandelen. Half april hebben wij gekozen om risico af te bouwen en tijdelijk liquiditeiten aan te houden, geheel ten laste van vastrentende waarden.
- Door de combinatie van snel stijgende kapitaalmarktrentes, hoge volatiliteit en economische onzekerheden waren zowel aandelen als obligaties kortstondig minder aantrekkelijk. Sinds juli zijn wij weer licht overwogen in aandelen.

- De actieve tactische asset allocatie op basis van ons gestructureerde beleggingsproces en marktvisie heeft in 2022 geresulteerd in een positieve bijdrage aan het totale netto rendement van +0,17%.
- Sinds 2014 is de bijdrage van de actieve asset allocatie gemiddeld +0,34% per jaar en betreft de cumulatieve bijdrage +3,09%. Met uitzondering van 2016 leverde de actieve tactische asset allocatie in alle kalenderjaren een positieve bijdrage.

# Sterke rentestijging leidt tot historische correctie op obligatiemarkten

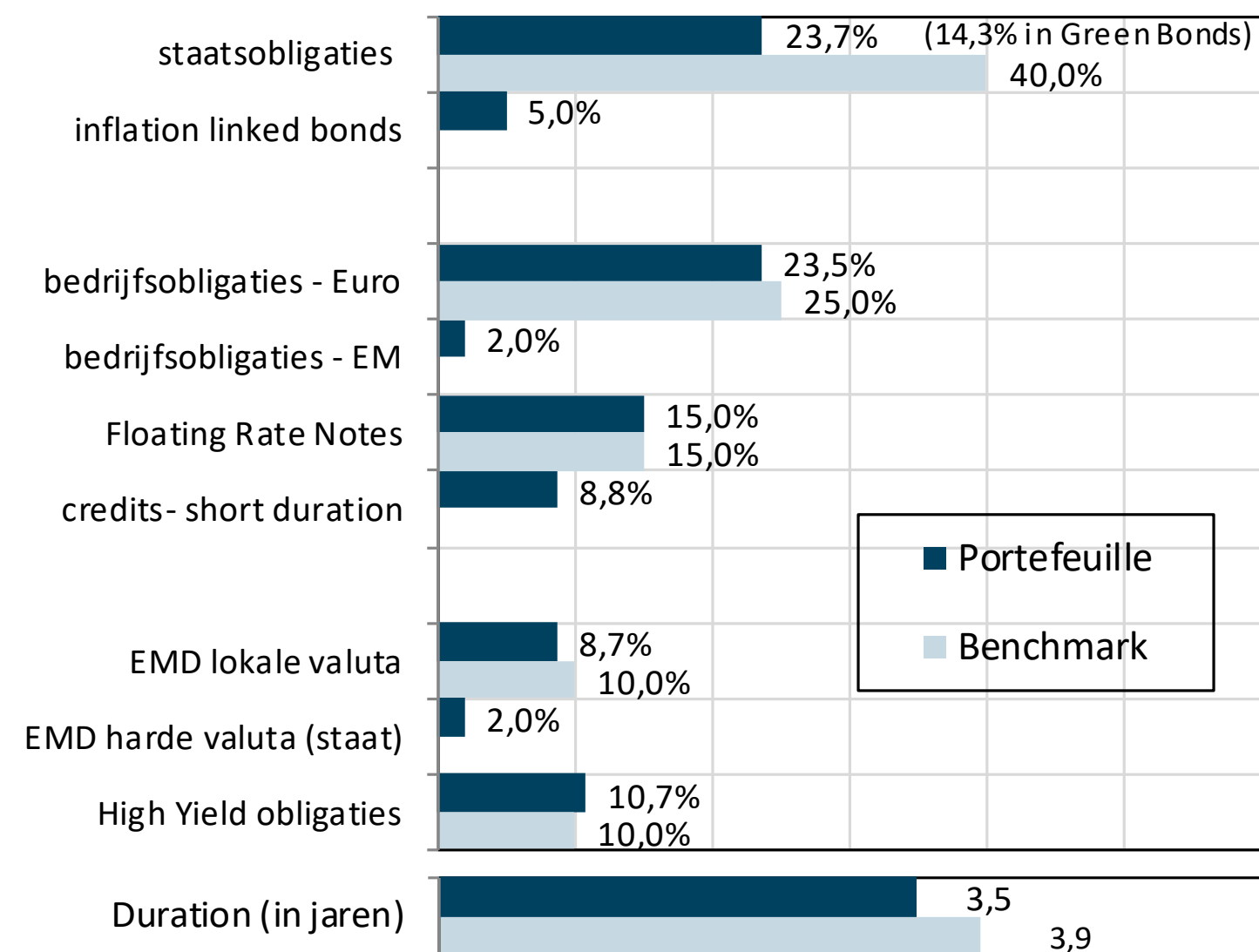


- o Bovenstaande grafiek plaatst de correctie op de obligatiemarkten in historisch perspectief. Het verlies van de huidige correctie (piek-dal verval, het rode vlak) is veel groter dan alle voorgaande correcties in de laatste 30 jaar.
- o Naast de mate van rentestijging wordt dit vooral verklaard door: (1) het uitgangspunt van extreem lage rentes (geen buffer van coupon-inkomsten) en (2) de langere looptijden (hogere rentegevoeligheid) van de huidige obligatiemarkten.

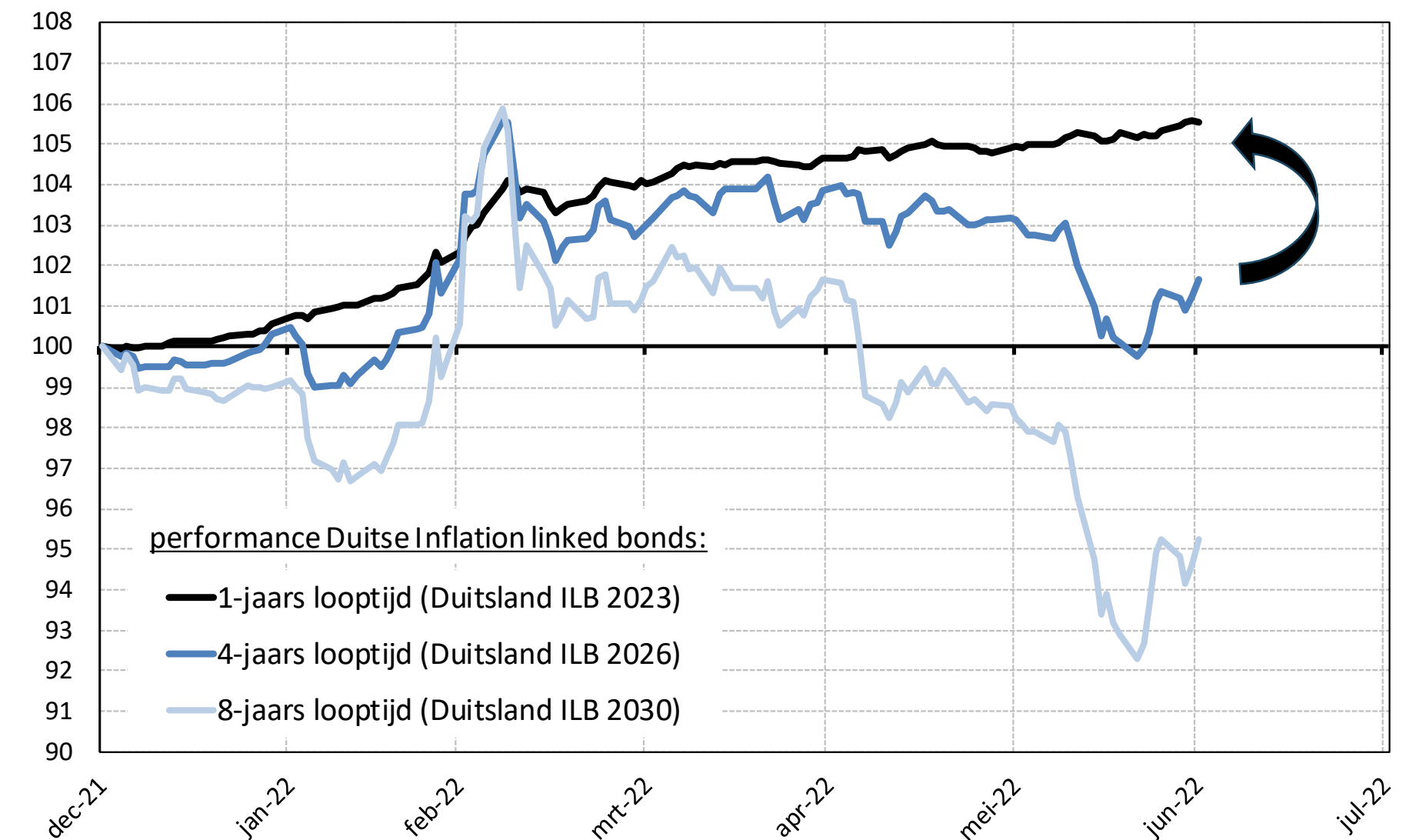
- o De kapitaalmarktrente wordt op lange termijn vooral gedreven door de verwachtingen t.a.v. inflatie. Dit verband is tijdelijk verstoord door het ultra-ruime monetaire beleid van centrale banken waarmee zij de rente kunstmatig drukten.
- o Het feit dat centrale banken nu hun monetaire beleid normaliseren (middels het verhogen van beleidsrentes en het stoppen met het opkopen van obligaties) heeft dit jaar een sterke extra impuls gegeven aan de stijging van de kapitaalmarktrente.

# Rentegevoeligheid en positie in staatsobligaties verhoogd in 2<sup>e</sup> kwartaal

Vastrentende portefeuille: positionering versus benchmark



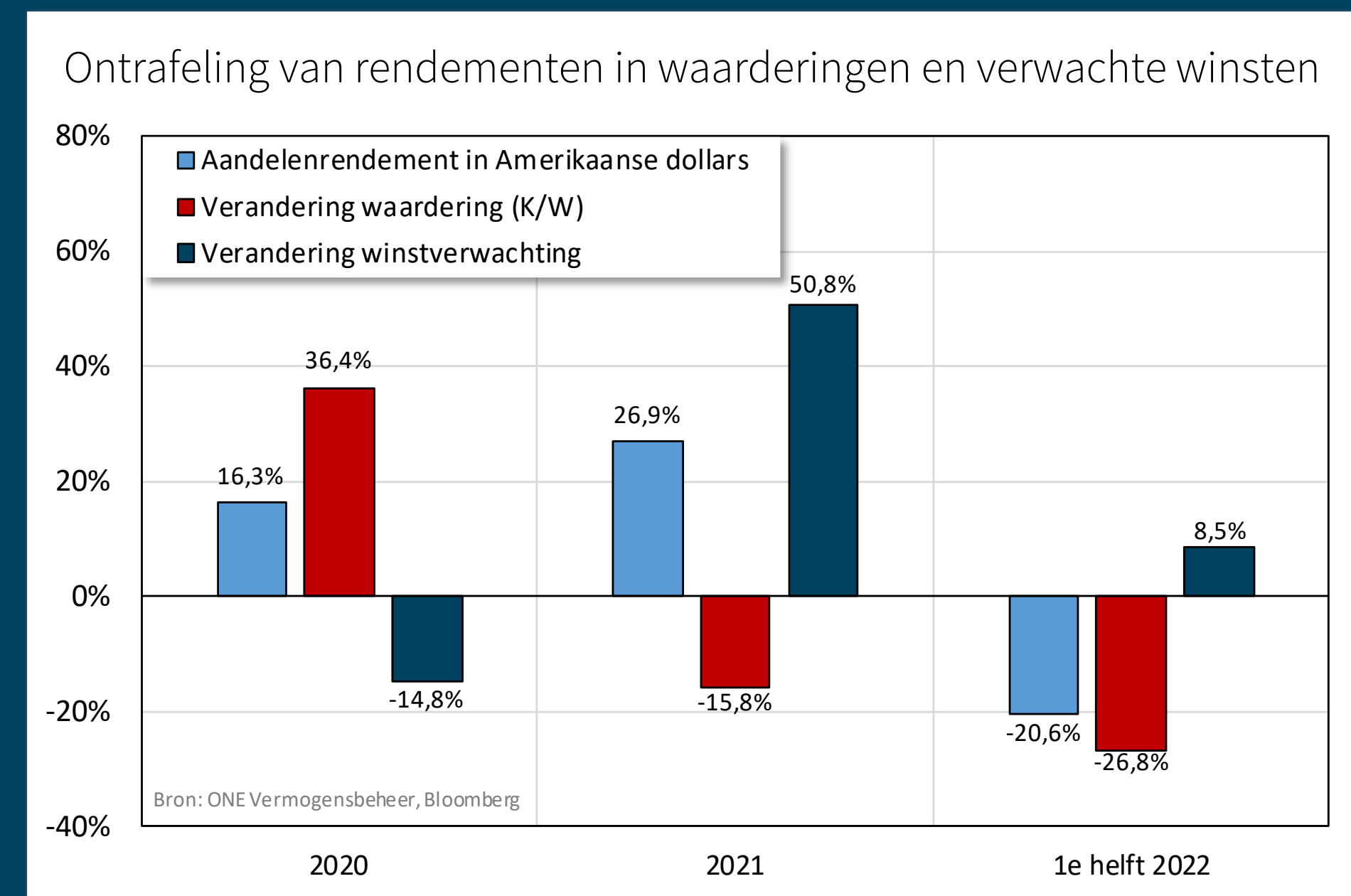
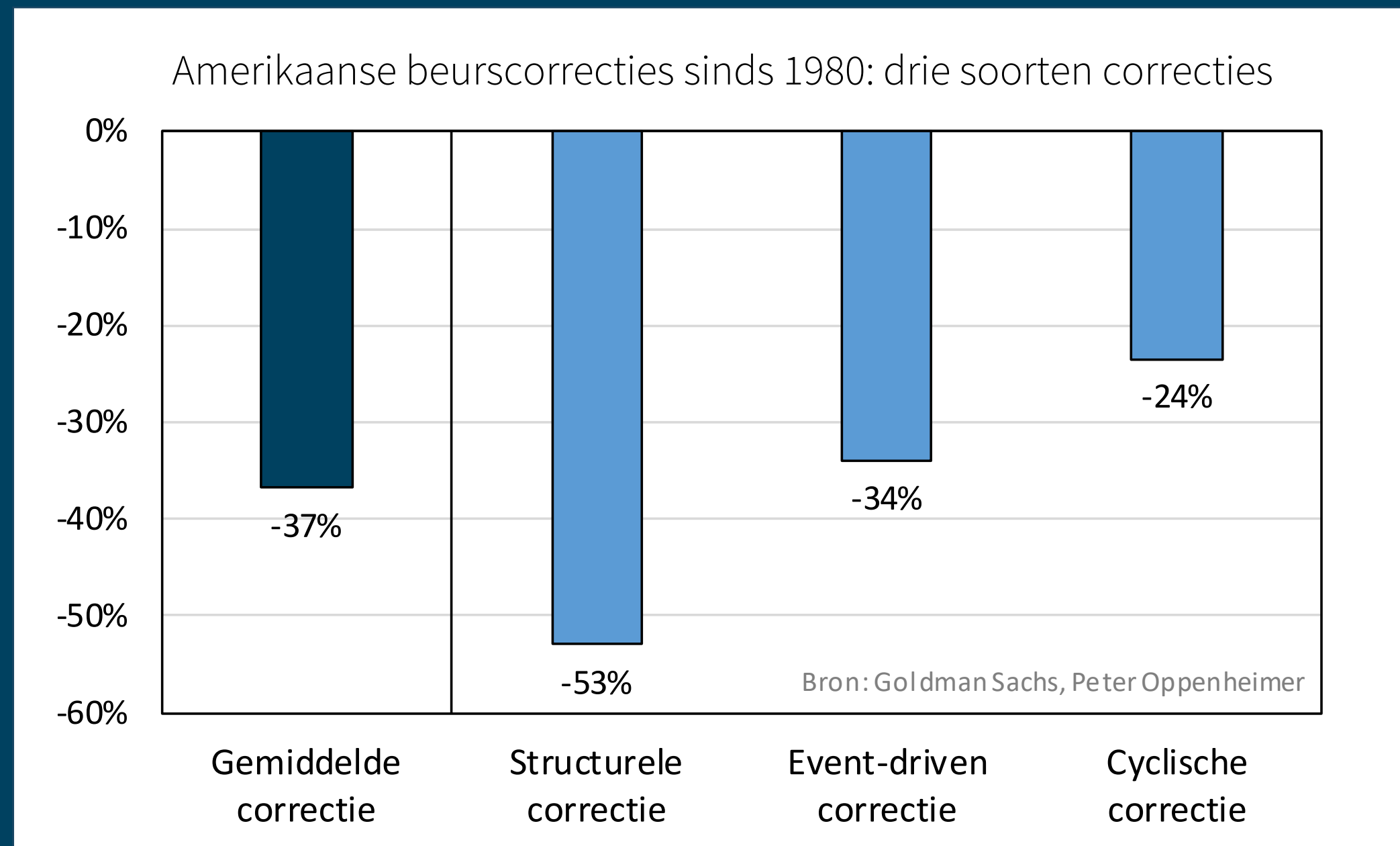
Positie in inflation linked bonds gedraaid naar 1-jaars looptijd



- In het tweede kwartaal bleef het voorzichtige beleggingsbeleid gehandhaafd. Dit kwam vooral tot uiting in de relatief lage rentegevoeligheid van de portefeuille, waardoor de portefeuille minder hard werd geraakt door de sterke rentestijging.
- Met het oog op de verbeterde waardering (hogere rentevergoeding) is de positie in staatsobligaties in mei/juni uitgebreid. Ook is de duration (rentegevoeligheid) iets verhoogd. Beiden zijn nog wel onderwogen in relatie tot de benchmark.

- In het staatsobligatiegedeelte van de portefeuille houden we nog steeds een positie van ca. 5% aan in Duitse inflation linked bonds (ILB's). Dit type obligaties biedt een goede bescherming tegen een stijging van de inflatie.
- We hebben hierbij de positionering wel aangepast door alleen nog te kiezen voor ILB's met een zeer korte looptijd. Enerzijds vanwege de lagere rentegevoeligheid, maar ook omdat de inflatierisico's op de korte termijn het hoogst zijn.

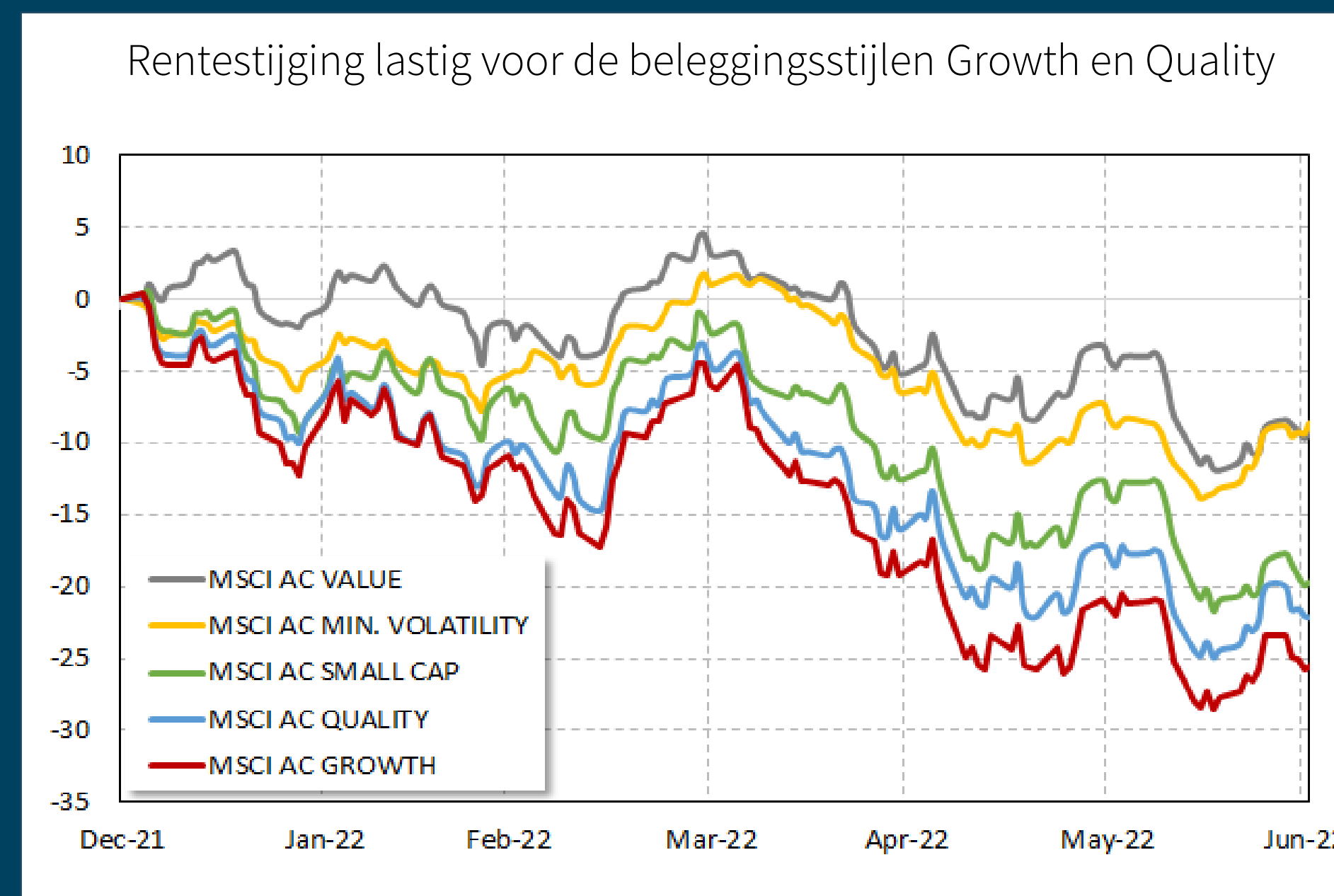
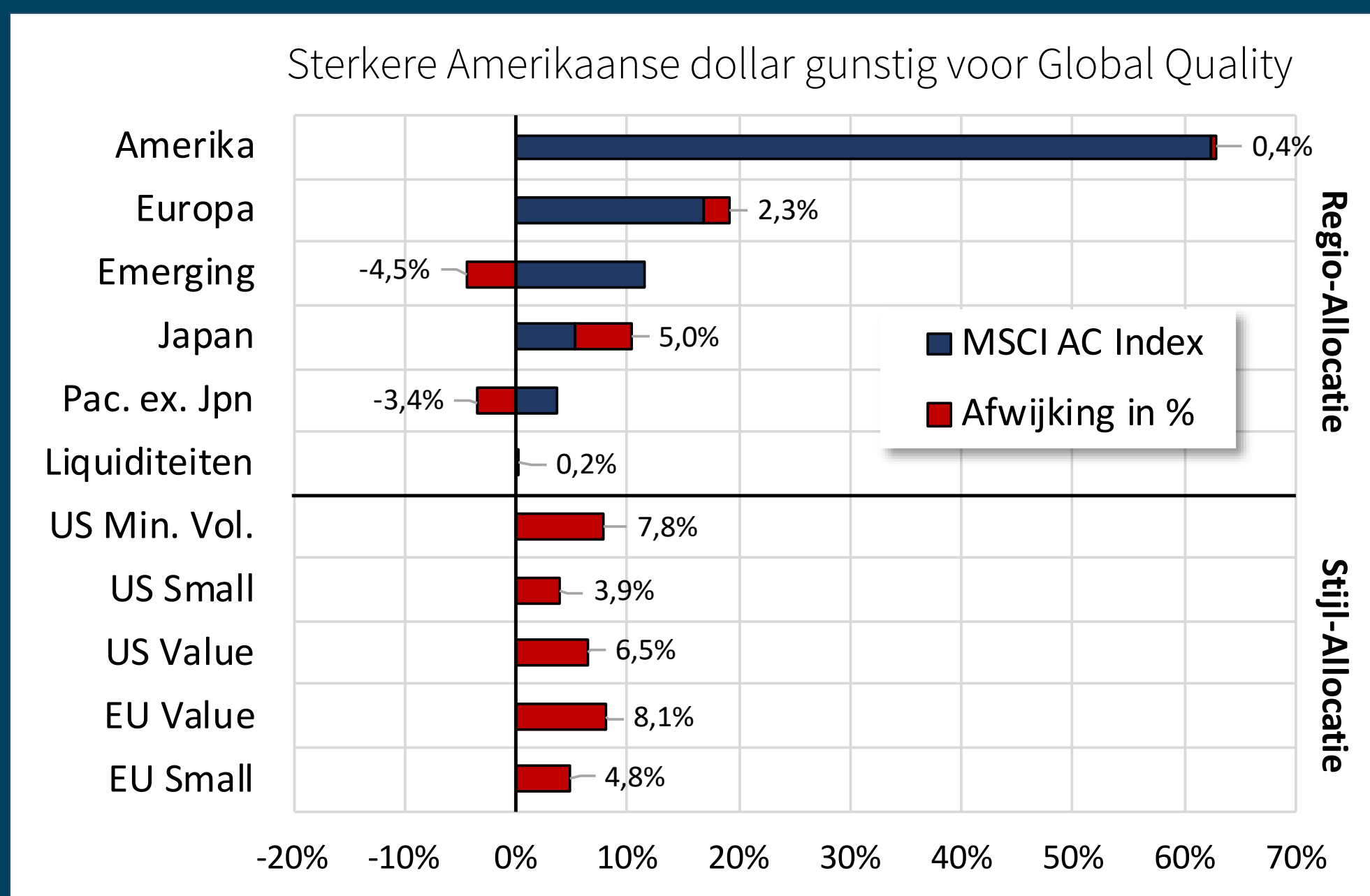
# Slechte start van het beleggingsjaar 2022



- Sinds 1980 is de Amerikaanse aandelenindex (S&P500) zeven keer méér dan 20% gedaald. Peter Oppenheimer- specialist op dit gebied - onderscheidt drie soorten beurscorrecties: Structurele, Event-driven en Cyclische beurscorrecties. Gemiddeld daalden de Amerikaanse aandelenkoersen 37%. Uit de bovenstaande grafiek blijkt dat er toch grote verschillen zijn.
- In 2008 veroorzaakte de bubbel in de Amerikaanse huizenmarkt en te veel private schulden een structurele correctie. In 2020 hadden we te maken met een event-driven correctie door de wereldwijde pandemie. Een cyclische correctie wordt gekenmerkt door een oplopende inflatie en hogere kapitaalmarktrentes, waardoor beleggers een hoger recessierisico zien.

- De aandelen correctie in de eerste helft van 2022 lijkt het meeste op een cyclische correctie, veroorzaakt door oplopende inflatie en hogere kapitaalmarktrentes. Tijdens zo'n correctie daalt de koers/winstverhouding (rode balk) omdat beleggers minder voor toekomstige winsten willen betalen, terwijl de winsten nog toenemen.
- In het eerste halfjaar daalde de S&P500 index 20,6% in dollars gemeten en dat komt redelijk overeen met de vorige cyclische correcties van gemiddeld -24%. Aandelenmarkten hebben al geanticipeerd op een groeivertraging of milde recessie. In geval van een diepe recessie kunnen aandelenkoersen verder dalen.

# Stabielere aandelen in deze onzekere beleggingsomgeving



- o De verandering in het monetaire beleid van de centrale banken heeft geleid tot hogere kapitaalmarktrentes, een sterkere Amerikaanse dollar en toenemende volatiliteit in vastrentende markten en aandelenmarkten.
- o In het 2<sup>e</sup> kwartaal hebben we de beleggingen in Emerging Markets verminderd ten gunste van Amerika. Rentestijgingen en de sterke VS dollar vormen een extra tegenwind voor de opkomende landen door de omvangrijke dollarleningen.

- o De sterke rentestijging is lastig voor aandelen met langlopende winststromen, hierdoor doen de beleggingsstijlen Quality en Growth het relatief slecht dit jaar. De beleggingsstijlen Value en Small Caps presteren op dit moment wat beter.
- o In het 2<sup>e</sup> kwartaal hebben we vanwege de toenemende marktvolatiliteit de beleggingsstijl Minimum Volatility weer toegevoegd. Het gaat om stabielere Amerikaanse aandelen. Deze stijl heeft een gewicht van 8% in de portefeuille.

# Positieve en negatieve bijdragen in 2<sup>e</sup> kwartaal 2022

+

## Positieve bijdrage aan rendement

### TACTISCH: Asset Allocatie

- *Positieve bijdrage van Tactische Allocatiebeleid door onderweging Vastrentende waarden t.g.v Liquiditeiten*

### TACTISCH: Aandelen

- *Stijl-Allocatie: voorkeur voor Value en Minimum Volatility*

### TACTISCH: Vastrentend

- *Relatief lage rentegevoeligheid (duration)*
- *Positie in inflation linked staatsobligaties*
- *Positief selectie effect (staatsobligaties, externe managers)*

-

## Negatieve bijdrage aan rendement

- *Regio-Allocatie: weinig Emerging Markets en Australië*
- *Manager selectie: Amerikaanse en Japanse Quality Growth*

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

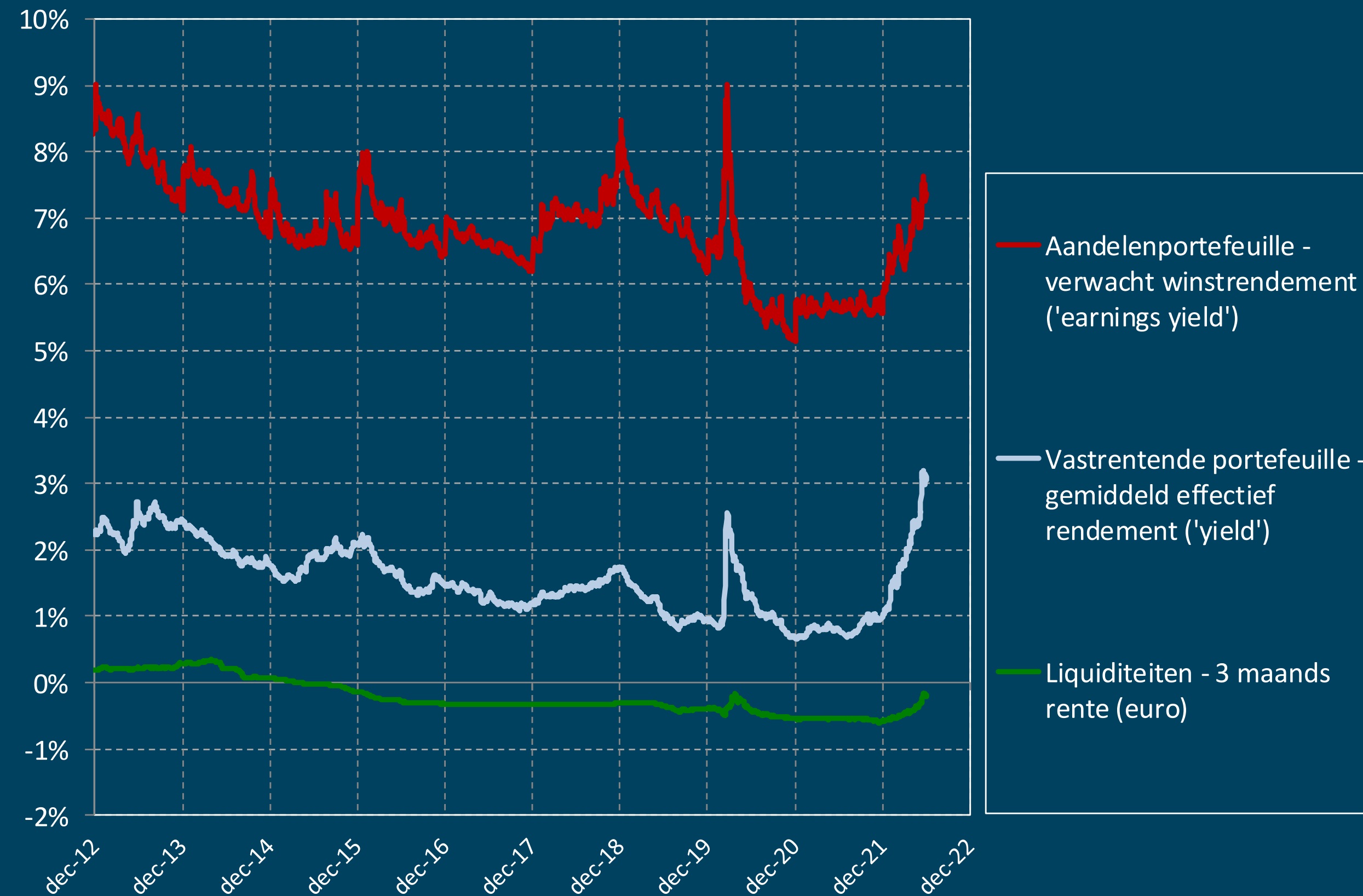


# Lichte voorkeur voor aandelen boven vastrentende waarden

Allocatie	-	N	+
<b>Aandelen</b>			⬆️
<b>Vastrentende waarden</b>	⬆️		
<b>Liquiditeiten</b>		⬆️	
<b>Aandelen</b>			
Aandelen Europa		⬆️	
Aandelen Amerika		⬆️	
Aandelen Japan			⬆️
Aandelen Pacific ex-Japan	⬆️		
Aandelen Opkomende Landen	⬆️		
<b>Vastrentende waarden</b>			
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. Vanwege de korte termijn onzekerheden hebben we gekozen voor een kleine actieve positie.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Japan ten opzichte van Australië en Opkomende landen (wel een voorkeur voor lokale Chinese aandelen). In Amerika beleggen we nu meer in stabiele aandelen en behouden we de voorkeur voor Amerikaanse en Europese Value-beleggingen om in te spelen op de nieuwe rente-omgeving.
- Gelet op de flink gestegen kapitaalmarktrente zijn we minder negatief geworden ten aanzien van staatsobligaties. We handhaven de relatief lage rentegevoeligheid maar hebben deze iets verhoogd. We houden een voorkeur voor hoge kwaliteit bedrijfsobligaties en High Yield obligaties vanwege de aantrekkelijke risicopremies en de nog steeds gunstige 'fundamentals'.

# Aantrekkelijke aanvangsrendementen



- Door de sterke rentestijging en de gestegen kredietrisico premies is het gemiddelde effectieve rendement op de vastrentende portefeuille inmiddels gestegen naar ruim 3%. Dit is het hoogste niveau in de afgelopen 10 jaar.
- Ook voor de aandelenportefeuille is de waardering gunstiger geworden door de winststijgingen in 2021 en de koersdalingen in 2022. Het verwachte winstrendement voor de wereldwijde aandelenportefeuille bedraagt ruim 7%.
- Hoewel de korte termijn vooruitzichten onzeker zijn vinden wij de huidige aanvangsrendementen aantrekkelijk voor de lange termijn belegger.

# 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