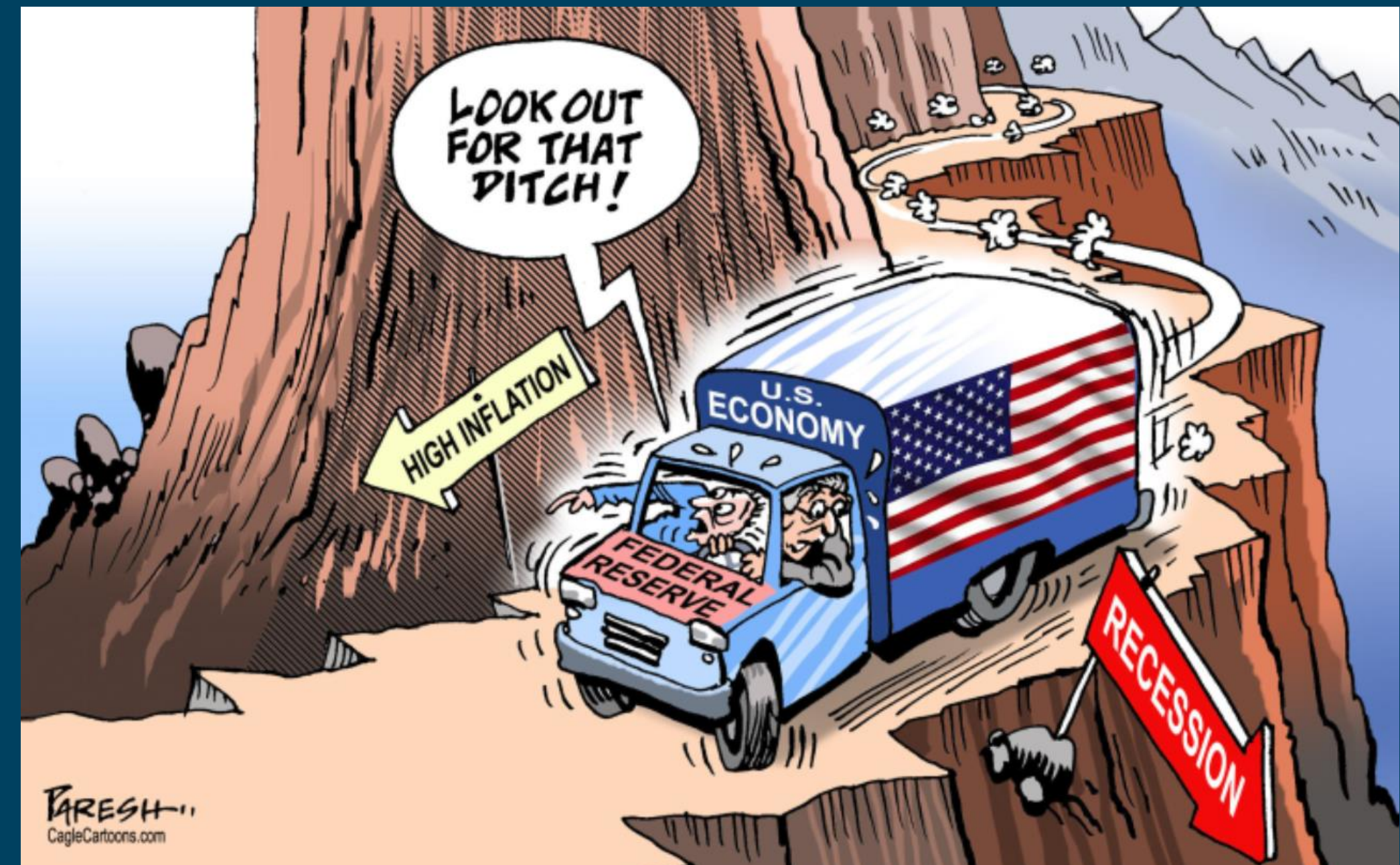


Kwartaalbericht Delen Private Bank

4^e kwartaal 2022

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



DELEN

PRIVATE BANK

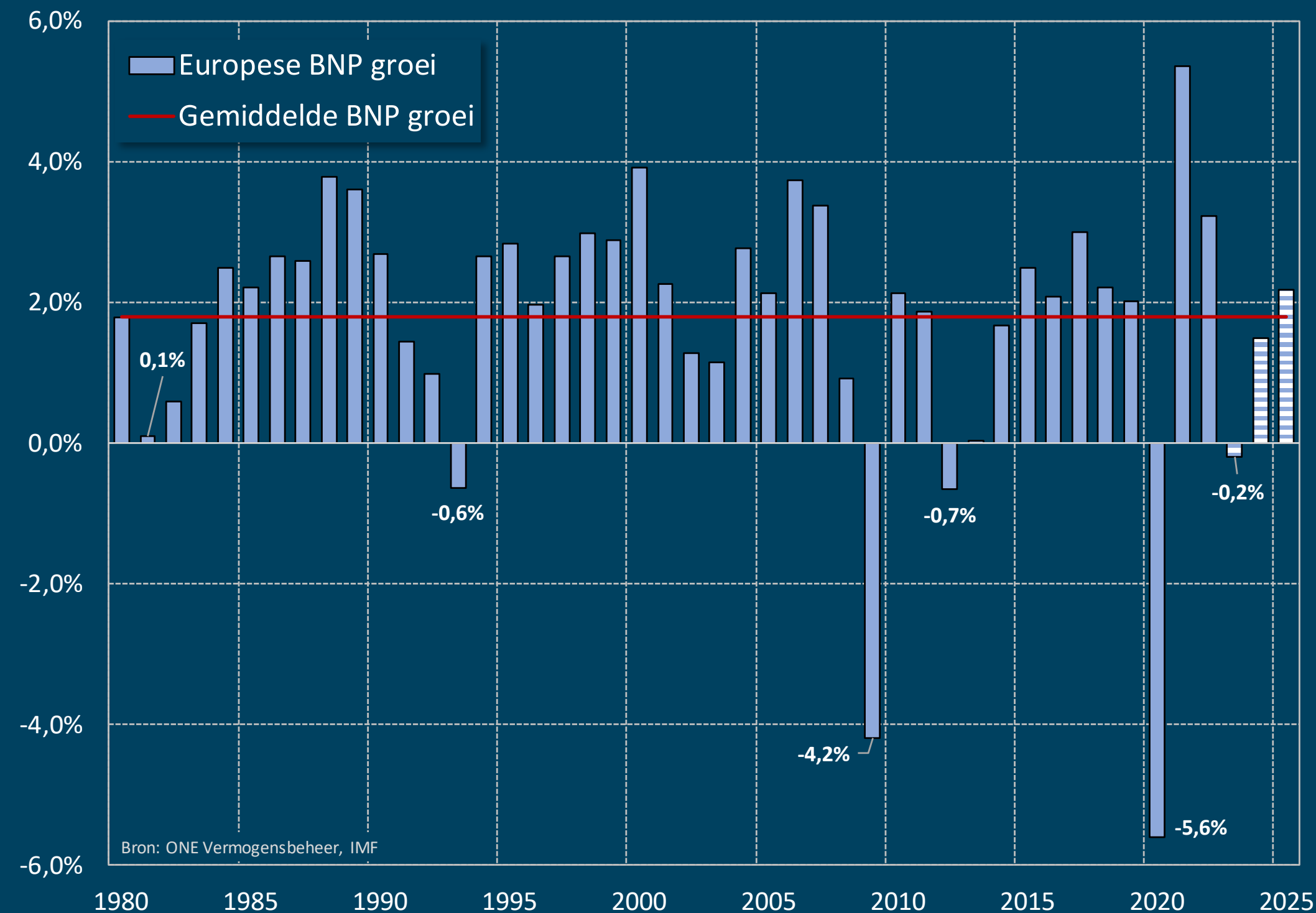
DELEN

PRIVATE BANK

Executive summary

- In de afgelopen jaren hebben de Centrale Banken extreem veel liquiditeiten beschikbaar gesteld om de economische groei te stimuleren en mogelijke deflatie te voorkomen. Financiële markten hebben hier sterk van geprofiteerd. In 2022 heeft de noodzakelijke verandering van het monetaire beleid een negatieve invloed gehad op alle beleggingscategorieën door de snelle rentestijging en oplopende risicopremies.
- Hoewel de inflatie inmiddels afneemt, verwachten we dat de kerninflatie voorlopig hoog blijft, mede door de krappe arbeidsmarkt. Daarom zullen Centrale Banken prioriteit geven aan inflatiebestrijding door de beleidsrentes verder te verhogen, zelfs als dit leidt tot een recessie. Wij verwachten een wereldwijde groeivertraging en een milde recessie in Europa.
- In 2022 heeft de sterke rentestijging geleid tot forse verliezen op de financiële markten. Door ons actieve beleggingsbeleid hebben we de schade wel weten te beperken. De ONE beleggingsportefeuilles hebben dit jaar netto rendementen behaald variërend van -7,8% tot -15,0%. Vanaf 2014 bedroeg het gemiddelde netto jaarrendement van de ONE beleggingsportefeuilles tussen de +0,1% en +7,4%.
- Vooruitkijkend zijn wij optimistischer geworden over de rendementsperspectieven voor de komende 5 jaar. Door de hogere kapitaalmarktrentes, aantrekkelijke risicopremies en genormaliseerde aandelenwaarderingen zijn de aanvangsrendementen sterk verbeterd. Voor spaargeld dat aan de zijlijn staat biedt dit voor lange termijn beleggers interessante instapmogelijkheden, ook gezien de aanhoudend lage spaarrentes bij grootbanken.

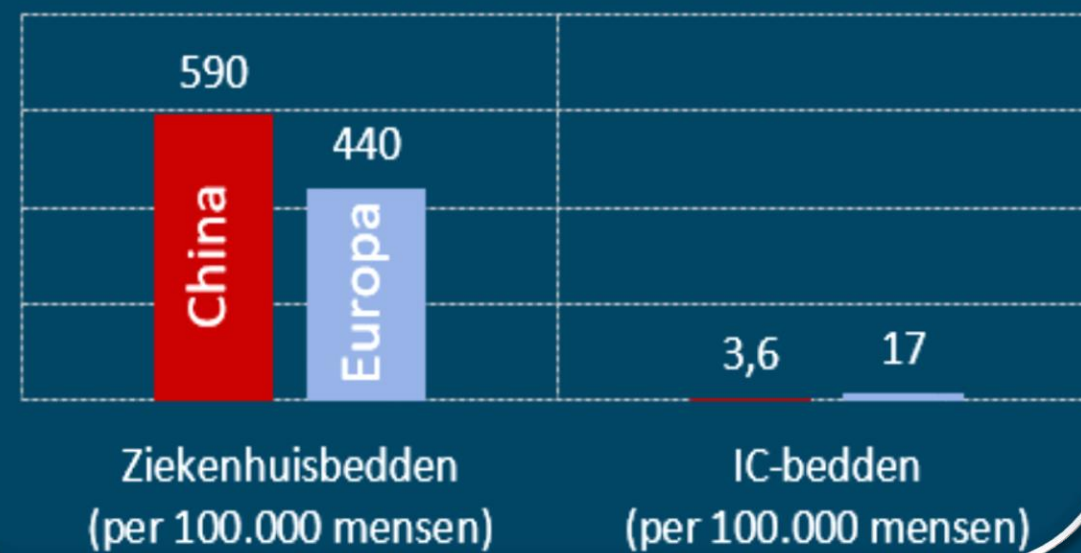
In historisch perspectief slechts een milde Europese recessie



- Europa is het zwakste gepositioneerd van alle regio's. Europa heeft te maken met een langdurige oorlog op het continent, hogere gasprijzen en veel te hoge consumenteninflatie.
- Toch zijn de groeivoorzichten voor Europa nog niet zo somber. Twee kwartalen met negatieve groei zullen het continent waarschijnlijk in een milde recessie brengen, volgens de laatste voorspellingen van economen.
- Maar Europa kan door de sterke arbeidsmarkt, de gezonde uitgangssituatie van veel bedrijven en het sociale vangnet van de overheden in 2023 de hoge gasprijzen, de hoge inflatie en de hogere rentekosten wel opvangen.
- Als we het in historisch perspectief bekijken is de groeiterugval beperkt, zeker als we het vergelijken met de recessies van de financiële crisis (2009) en de coronacrisis (2020).

Herstel van de Chinese economie cruciaal voor de wereldwijde groei

I. Kan de gezondheidszorg de Covid-besmettingen aan?



II. Herstelt het Chinese consumentenvertrouwen?



III. Heeft de huizenmarkt een 'soft landing'?

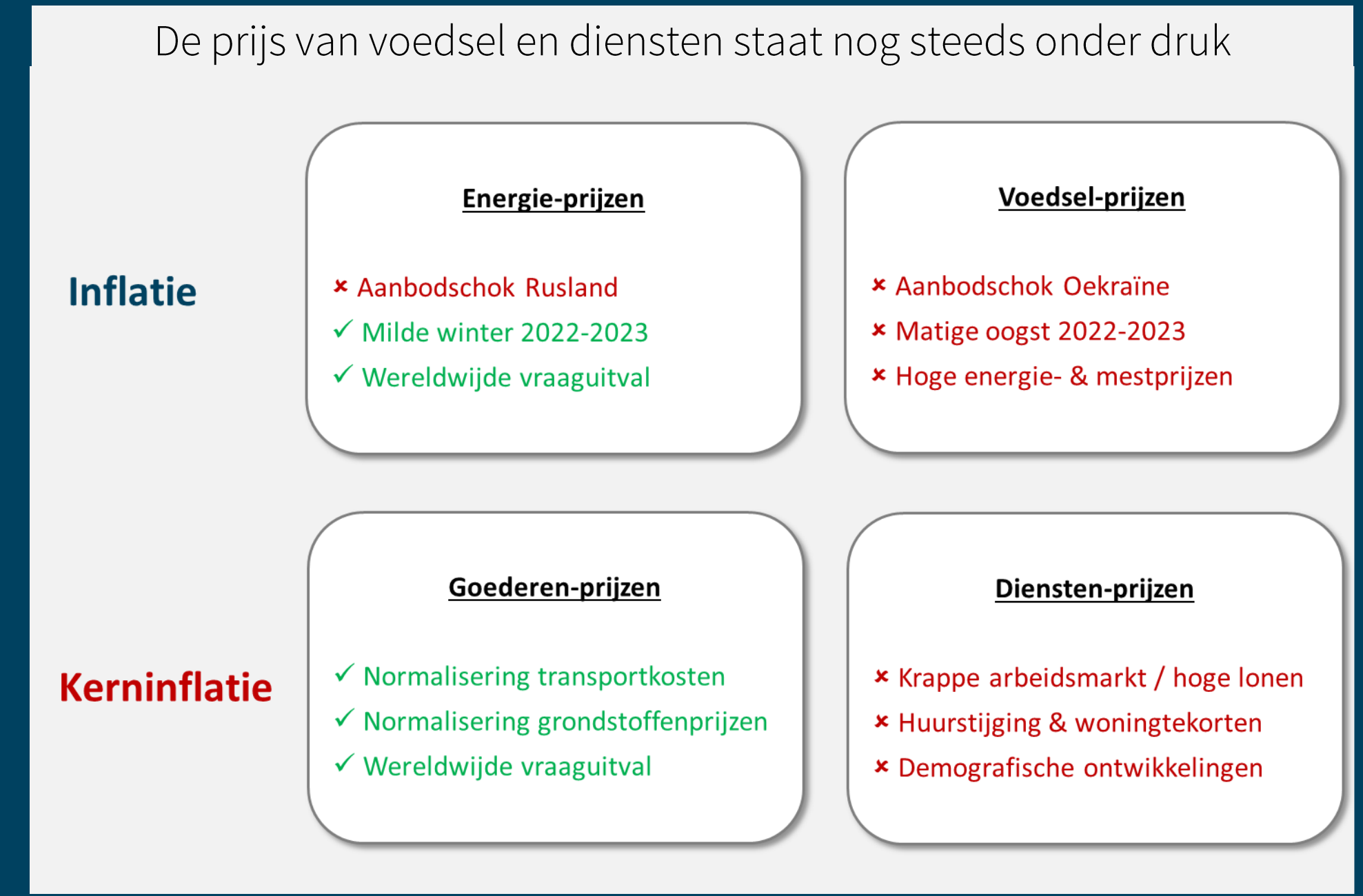
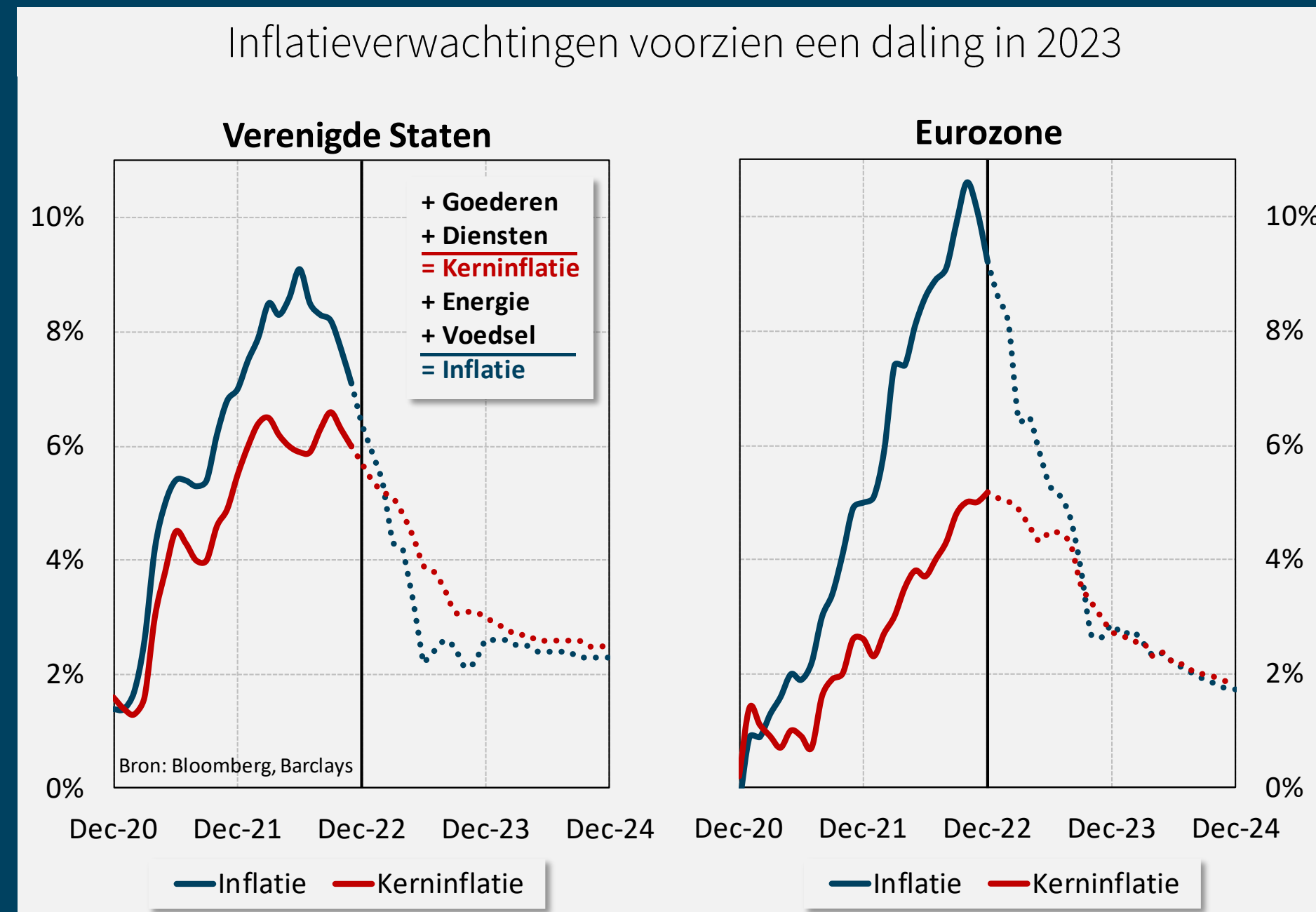


IV. Blijft de buitenlandse investeerder & handel intact?



- Sinds de heropening van de Chinese samenleving in december staat de Chinese gezondheidszorg ernstig onder druk, vanwege relatief weinig IC-bedden, veel ouderen en beperkte immuniteit.
- De Chinese consumenten kunnen weer vrij consumeren, maar toch staat het consumentenvertrouwen op een laagterecord, mede door het laten leeglopen van de huizenmarktbubbel.
- Sinds 2018 zijn de internationale betrekkingen gespannen en is het vertrouwen van buitenlandse investeerders afgenomen. Daarom heeft de Chinese overheid recent de regelgeving voor directe investeringen en aandeelhouderschap versoepeld.
- Op korte termijn kan de Chinese economie nog verzwakken door toenemende Covid-besmettingen. Vanaf het 2^e kwartaal verwachten we een inhaalvraag en een meer groeigericht overheidsbeleid. Aantrekkende economische groei in China kan de wereldeconomie uit een recessie houden.

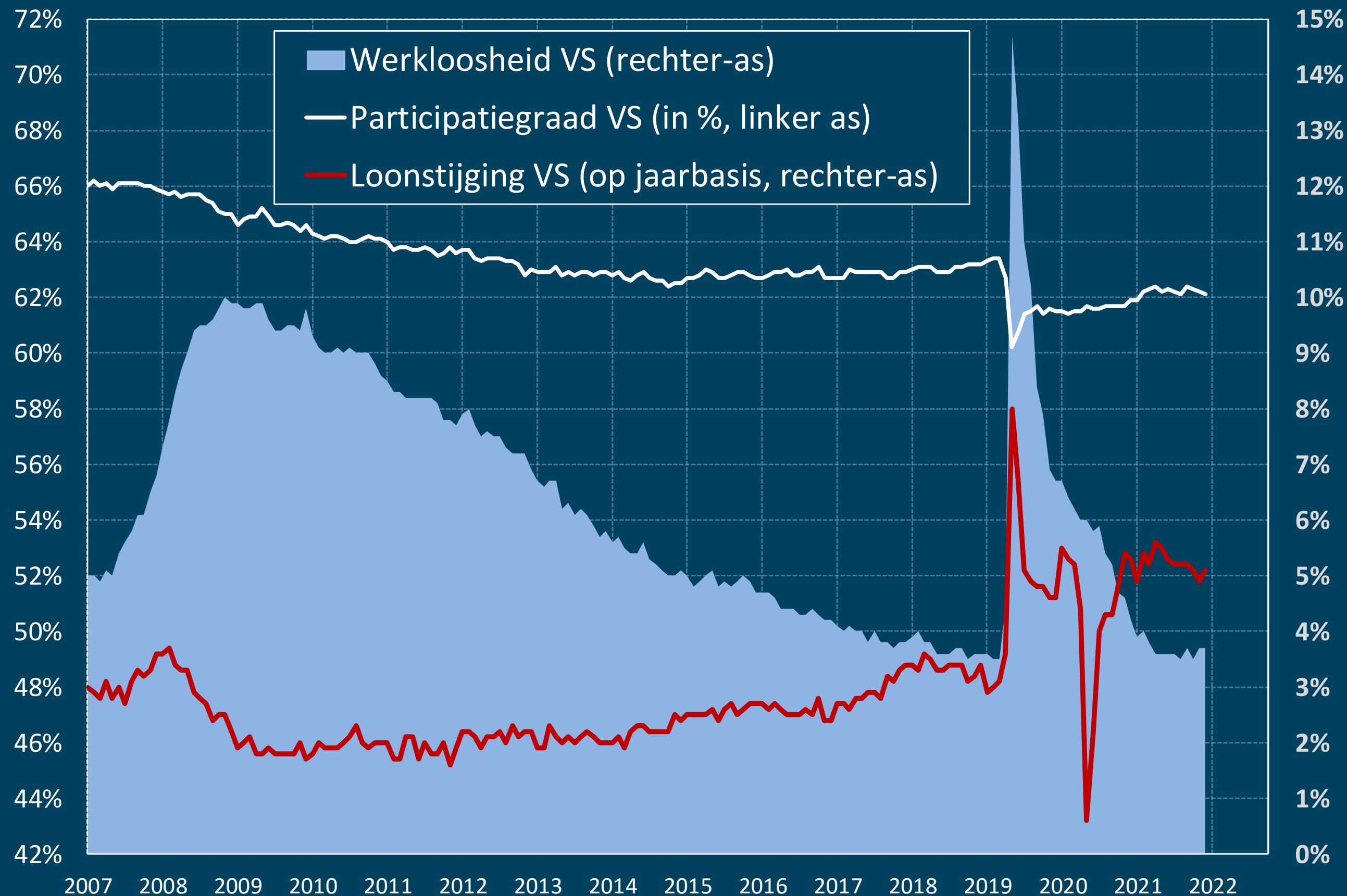
De inflatie heeft gepiekt, maar kerninflatie blijft hoog



- In de VS is de inflatiepiek nu ruimschoots gepasseerd, waarbij de kerninflatie inmiddels de grootste bijdrage levert. Voor 2023 wordt een snelle daling verwacht, waarbij loonstijgingen en hogere huurprijzen risico's blijven.
- In december daalde de inflatie van de Eurozone naar 9,2%, waarmee voor het eerst sinds twee jaar weer sprake is van een dalende trend. Toch blijven energieprijzen, voedselprijzen en lonen gevoelige en relatief hoge risico's vormen in 2023.

- Vooruitkijkend zijn er meerdere ontwikkelingen die de prijzen van energie en goederen neerwaarts (positief, groen) beïnvloeden. Dit uit zich op dit moment al in een minder sterke stijging van de producentenprijzen en uiteindelijk ook consumentenprijzen.
- Voor voedsel en diensten is er juist sprake van een opeenstapeling van factoren met een opwaarts (negatief, rood) prijseffect. Decentralisatie van productie, de wereldwijde oogst en de arbeidsmarkt zijn op de kortere termijn moeilijk te sturen.

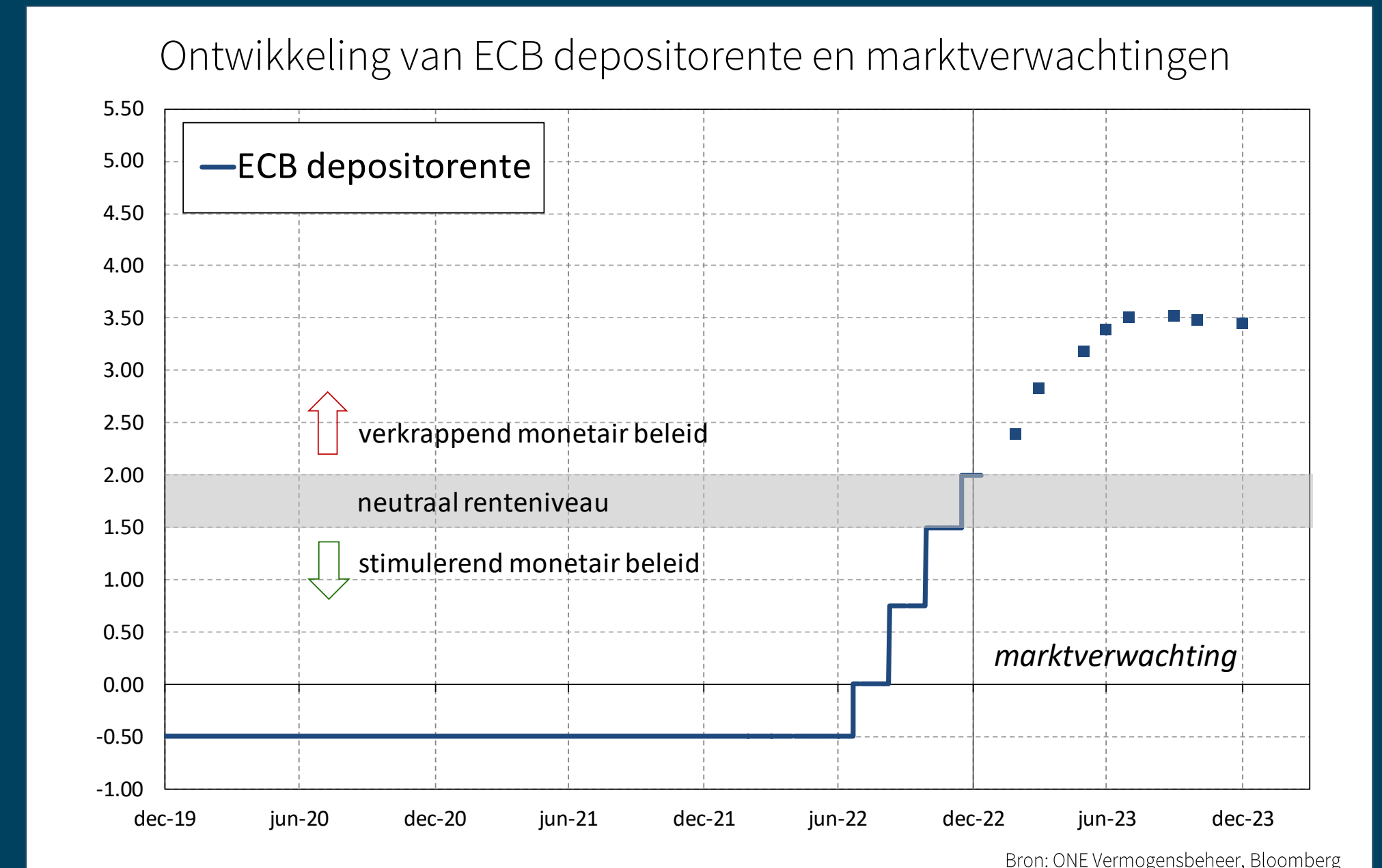
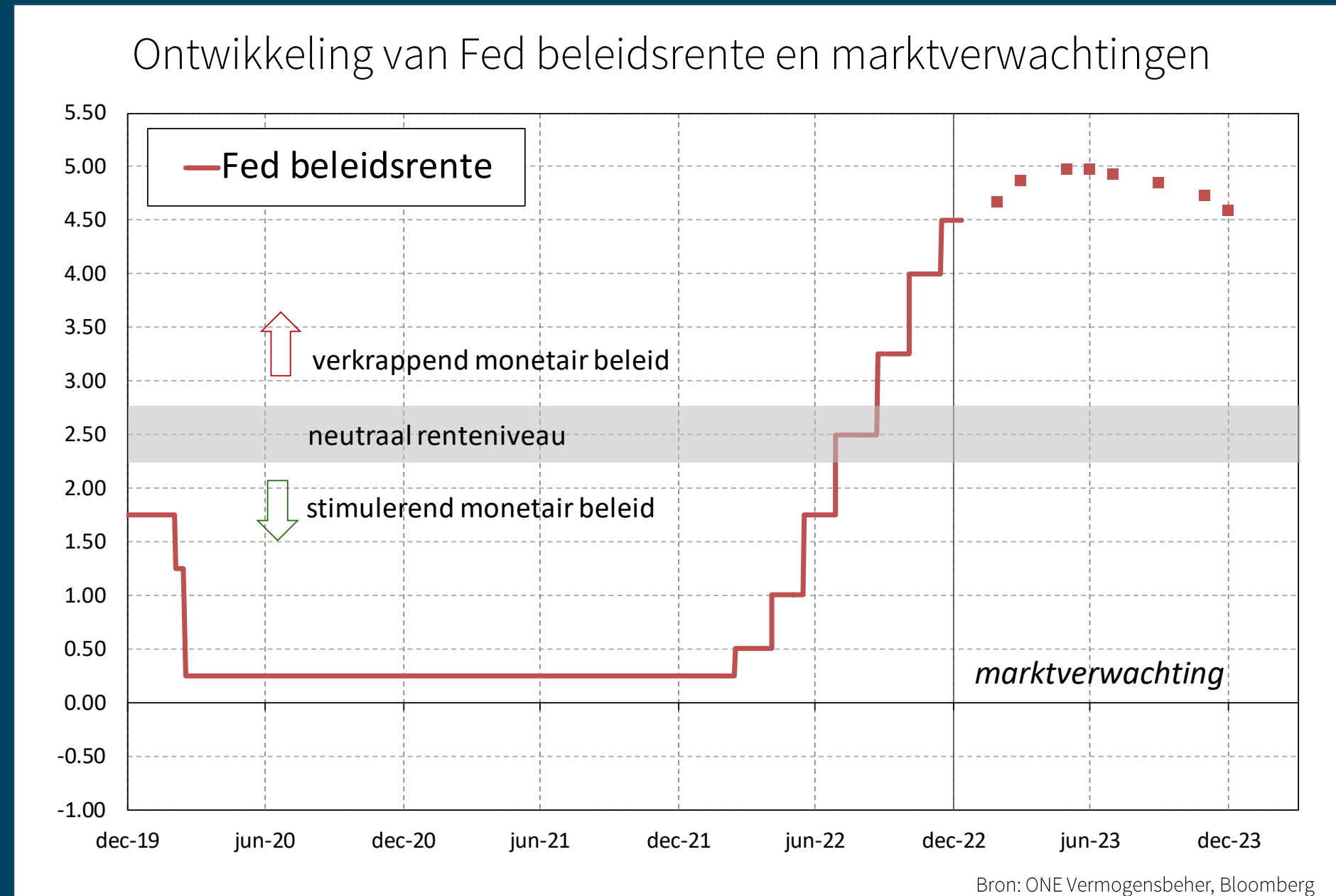
Krappe arbeidsmarkt aanjager van aanhoudend hoge kerninflatie



Bron: ONE vermogensbeheer, Bloomberg

- Terwijl de inflatie in de VS inmiddels flink daalt, blijft de kerninflatie (exclusief de volatiele energie- en voedselcomponent) hardnekkig hoog. De belangrijkste oorzaak hiervan is de zeer krappe arbeidsmarkt.
- Op de arbeidsmarkt is de vraag naar arbeid simpelweg groter dan het aanbod. Dit komt tot uiting in de zeer lage werkloosheid en de aanhoudend hoge loonstijgingen.
- Na de coronacrisis is een deel van het arbeidsaanbod weggevallen. Een belangrijke reden is de gedaalde participatiegraad (= aantal mensen dat kan en wil werken). Deze participatiegraad is nog niet hersteld na de coronapandemie.
- De Federal Reserve maakt zich zorgen over de krappe arbeidsmarkt en een mogelijke loon-prijsspiraal. De Fed wil het evenwicht op de arbeidsmarkt herstellen door via renteverhogingen de vraag naar arbeid af te remmen. Zelfs als dit leidt tot een economische recessie.

Centrale banken verrassen met verdere verkrapping monetair beleid



- o De Amerikaanse centrale bank (de Fed) heeft inmiddels doorgeschakeld naar een zeer verkrappend monetair beleid. Zij verhoogde in december de beleidsrente naar 4,5% en gaf aan dat er nog meer renteverhogingen nodig zijn.

- o Dit was een tegenvaller voor de markt die optimistischer is dan de Fed. Terwijl de Fed verwacht dat zij de rente zal moeten verhogen tot ruim boven de 5% gaat de markt uit van een minder hoge piek en renteverlagingen later in 2023.

- o De ECB heeft in december de depositorente verhoogd naar 2% en bovendien aangegeven nog lang niet klaar te zijn met het verhogen van de rente. Hiermee was de toon van de ECB veel 'hawkisher' dan de markt verwachtte.

- o De verwachting is dat de ECB de depositorente in 2023 zal verhogen tot ruim boven de 3%. Daarnaast zal de ECB beginnen met het afbouwen van de balans met opgekochte obligaties, waarmee het monetaire beleid duidelijk verkrappend wordt.

Scenario's wereldeconomie voor de komende 12 maanden

Lage groei (60%)



Milde recessie (30%)



Diepe recessie (10%)

Economische omgeving

Beperkte economische groei
Geleidelijke daling van de inflatie
Verkrappend monetair beleid

Stagnatie economische groei
Snelle daling van de inflatie
Verkrappend monetair beleid

Negatieve economische groei
Loon-prijsspiraal
Sterk verkrappend monetair beleid

Financiële markten

Oplopende kapitaalmarktrente
Normalisatie risicopremies

Stabilisatie kapitaalmarktrentes
Aanhoudend hoge risicopremies

Sterk inverse rentecurve
Stijging risicopremies

Portefeuille voorkeur

Bedrijfsobligaties, High Yield
Aandelen

Bedrijfsobligaties
Aandelen

Liquiditeiten, Floating Rate Notes
Staatsobligaties

Bron: ONE Vermogensbeheer, januari 2023

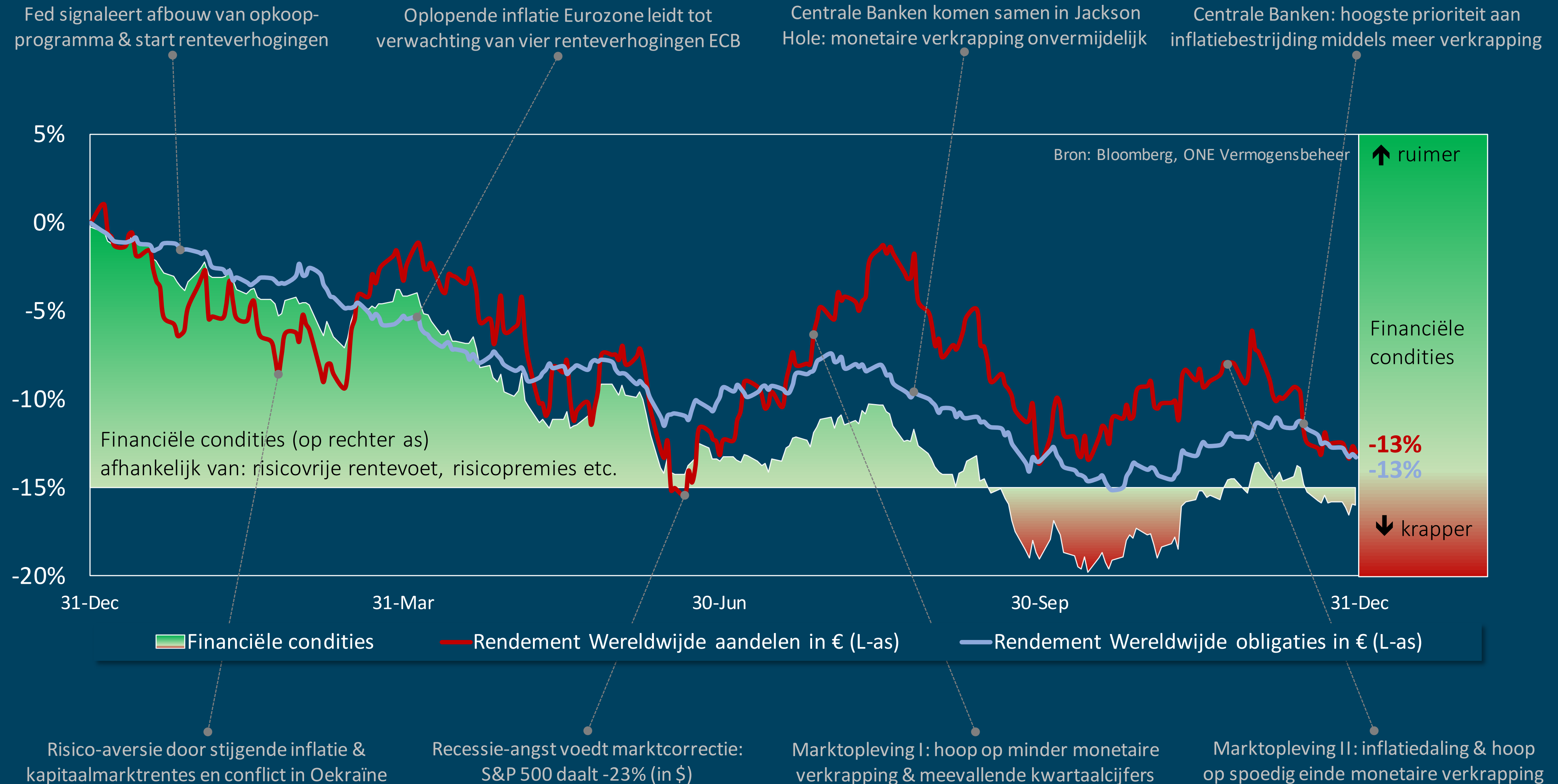
Grote rendementsverschillen tussen beleggingscategorieën in 2022



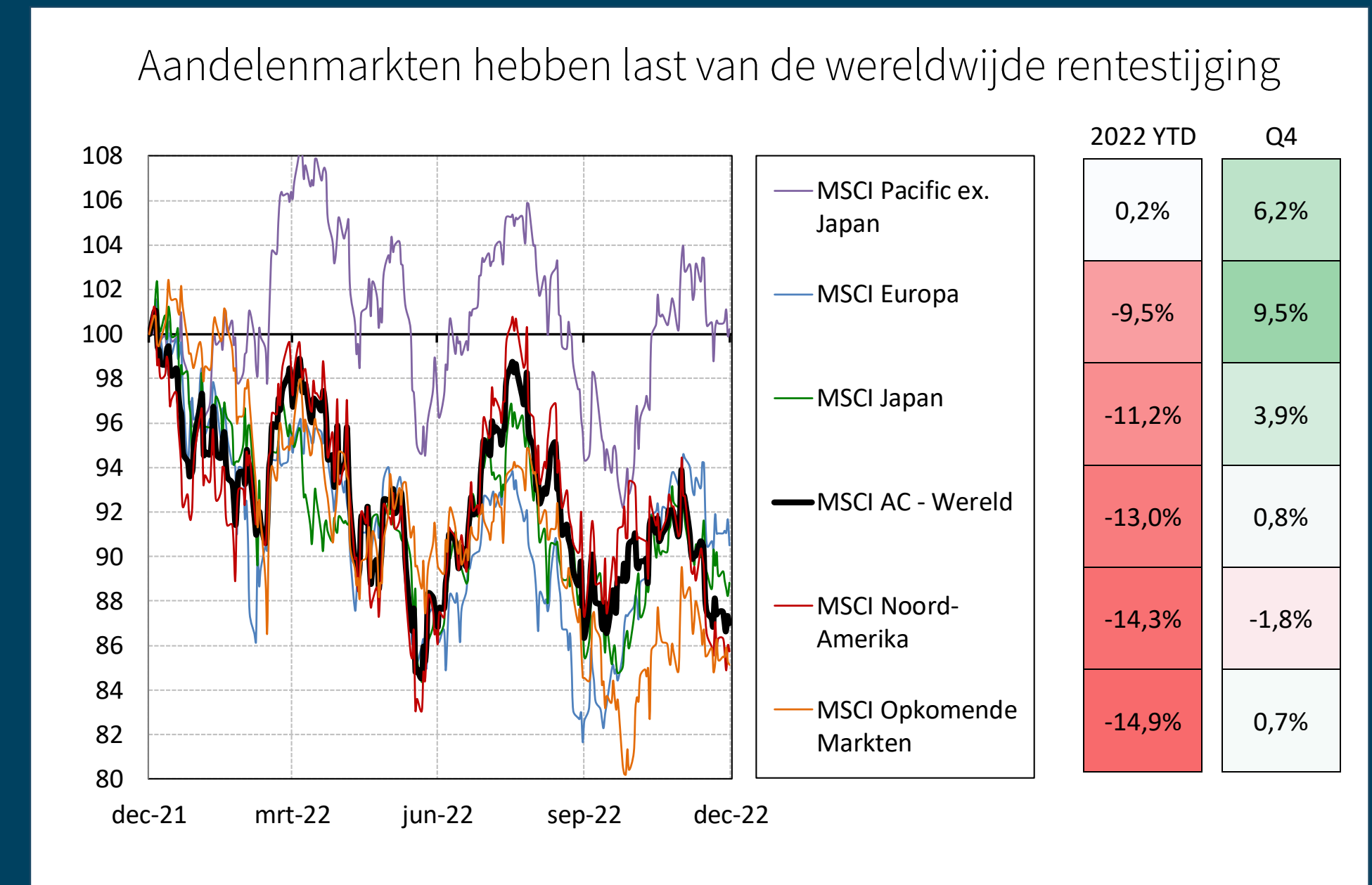
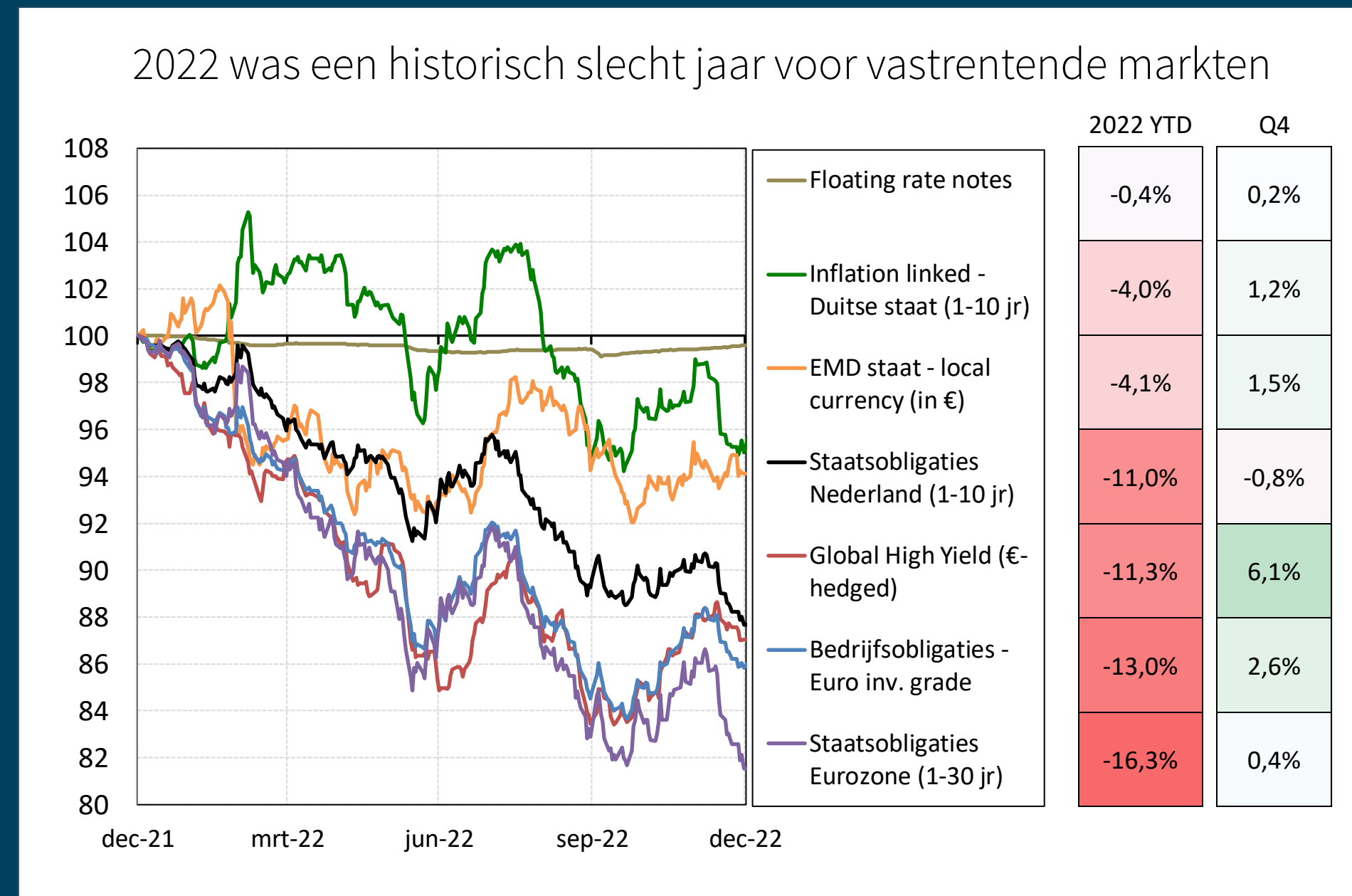
- Centrale Banken hebben zich in 2022 gecommitteerd aan inflatiebestrijding middels het stoppen van obligatie-opkoopprogramma's en het stapsgewijs verhogen van de beleidsrentes om de economische groei af te remmen.
- Hierdoor is de kapitaalmarktrente fors gestegen, welke de basis vormt voor de waardering van obligaties, aandelen, vastgoed en private equity. De meeste van deze beleggingscategorieën leden daarom zware verliezen in 2022.
- De minder liquide beleggingen zoals vastgoed, private equity en crypto's moesten een forse herwaardering ondergaan. De liquiditeit in deze markten is inmiddels flink verslechterd.
- Grondstoffen vormden hierop een uitzondering. Door kunstmatige aanbodschokken als gevolg van de oorlog in Oekraïne, productieverlagingen van de OPEC en logistieke verstoringen was er een structureel tekort aan grondstoffen.

Marktontwikkelingen

Verkrappend monetair beleid treft financiële markten



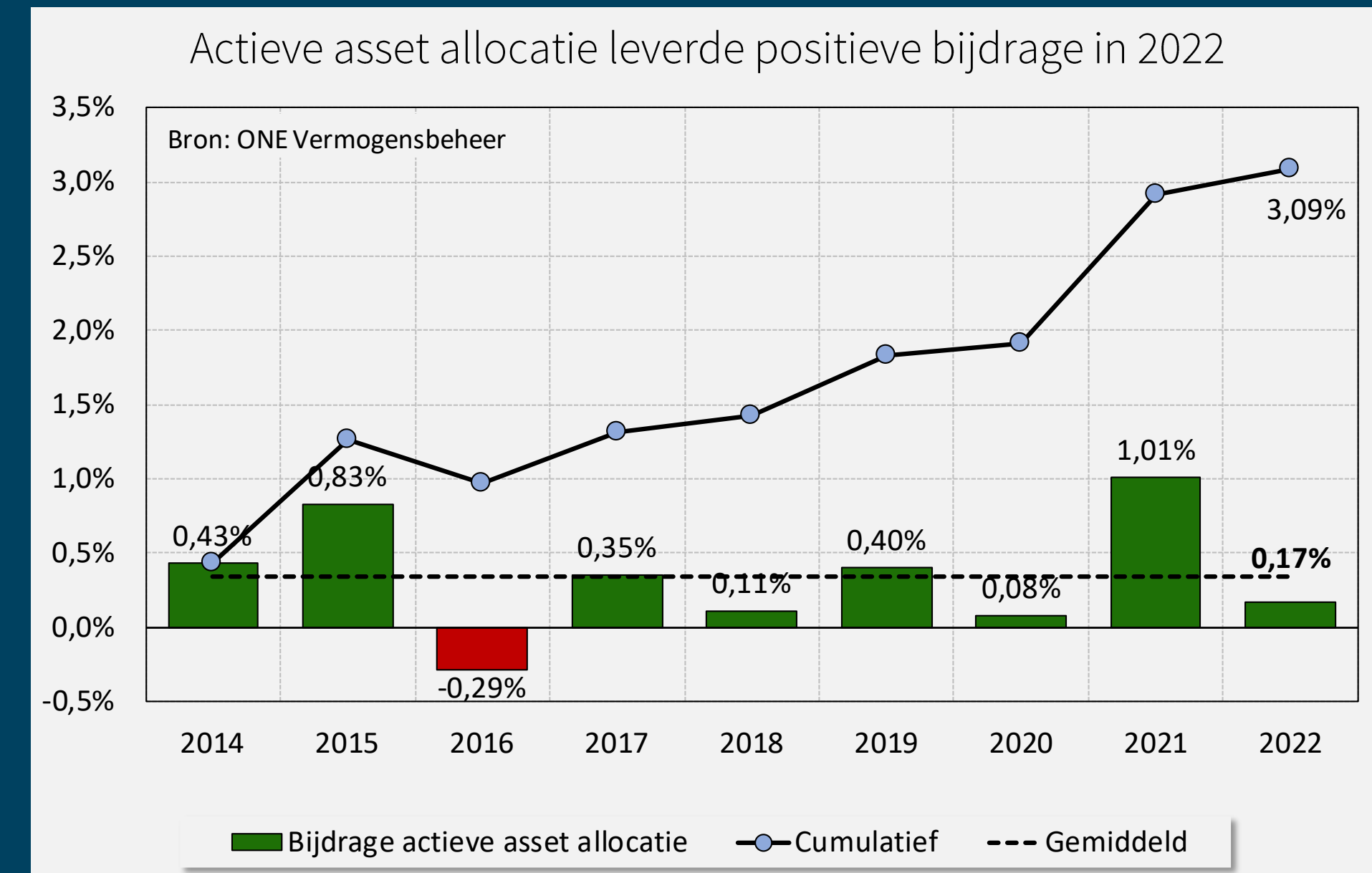
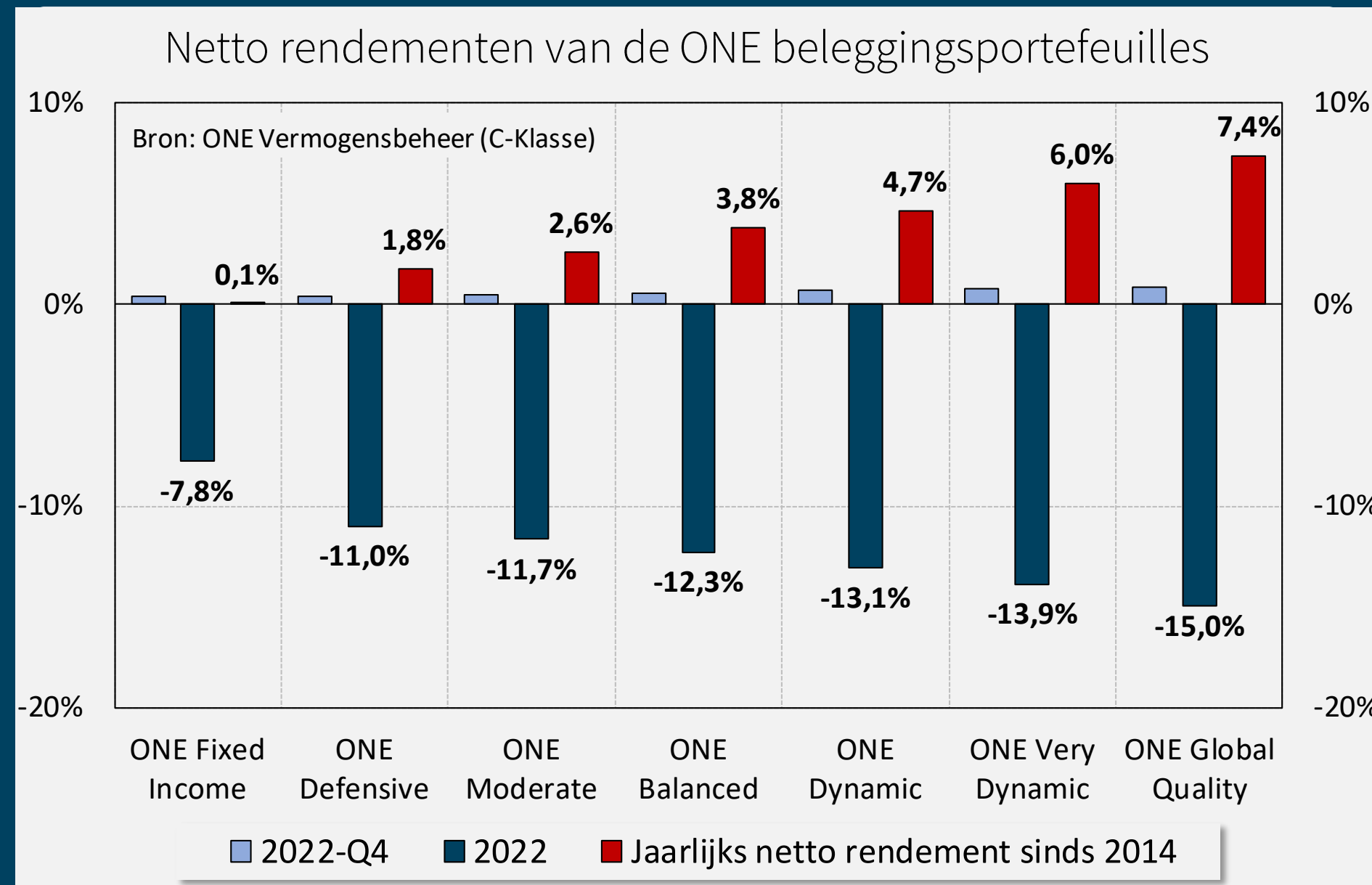
Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten in 2022



- Op de obligatiemarkten werden in 2022 alle negatieve records gebroken. Door de zeer scherpe rentestijging leden bijna alle obligatiemarkten flinke verliezen. In het vierde kwartaal waren er wel flinke verschillen tussen de diverse categorieën.
- Risicovolle markten (vooral High Yield obligaties) lieten in Q4 een herstel zien door de afnemende risicopremies. Hier stond tegenover dat staatsobligaties onder druk bleven staan door de verdere stijging van de kapitaalmarktrente.

- De normalisatie van het monetaire beleid heeft veel invloed gehad op de aandelenkoersen in 2022. De hogere kapitaalmarktrentes en de toenemende onzekerheid over de economische groei leidden tot lagere aandelenwaarderingen.
- In het vierde kwartaal waren de regionale verschillen opvallend groot. Europese en Aziatische aandelenkoersen stegen, terwijl de Amerikaanse rendementen tegenvielen, mede door de verzwakking van de Amerikaanse dollar.

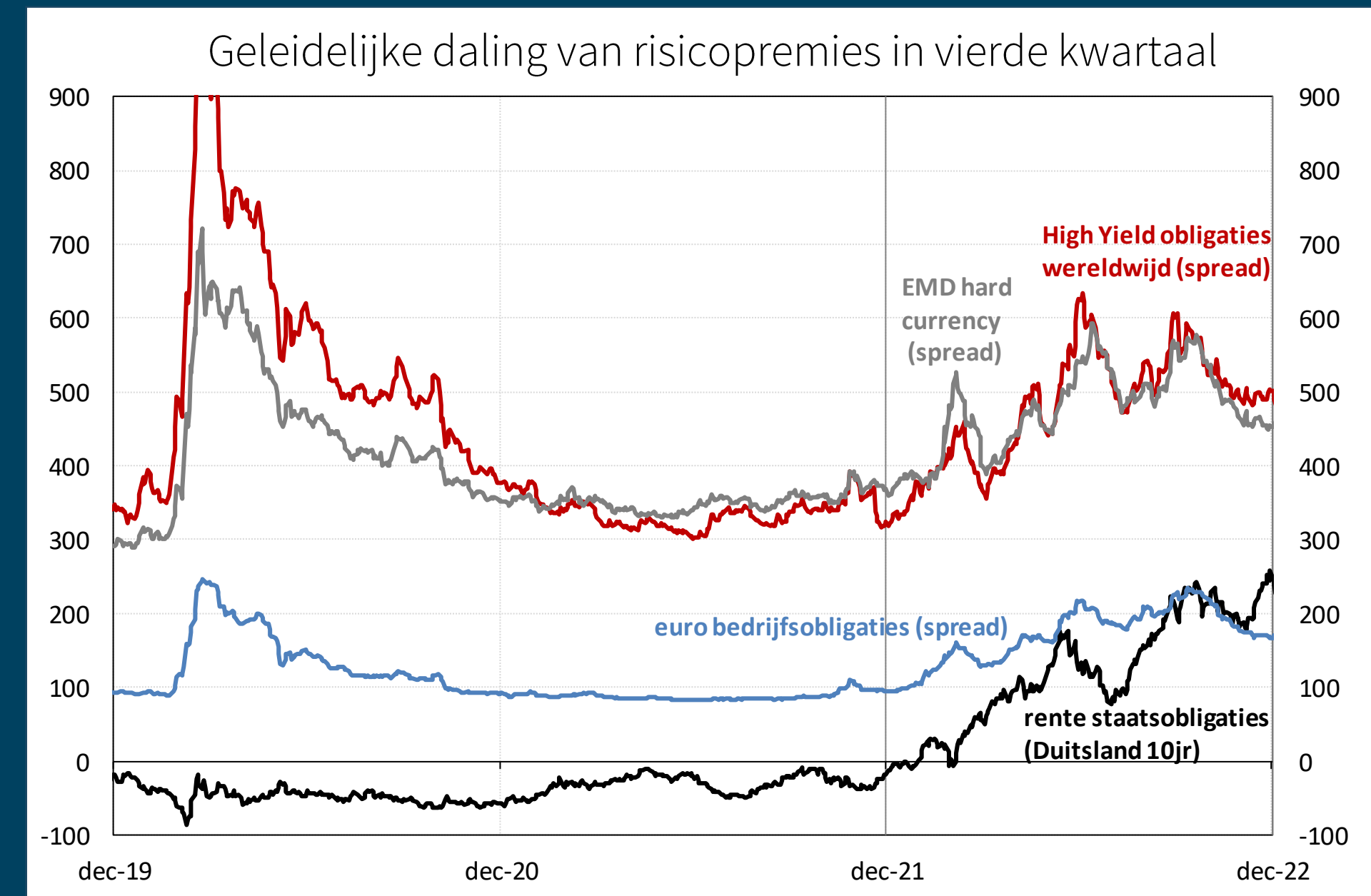
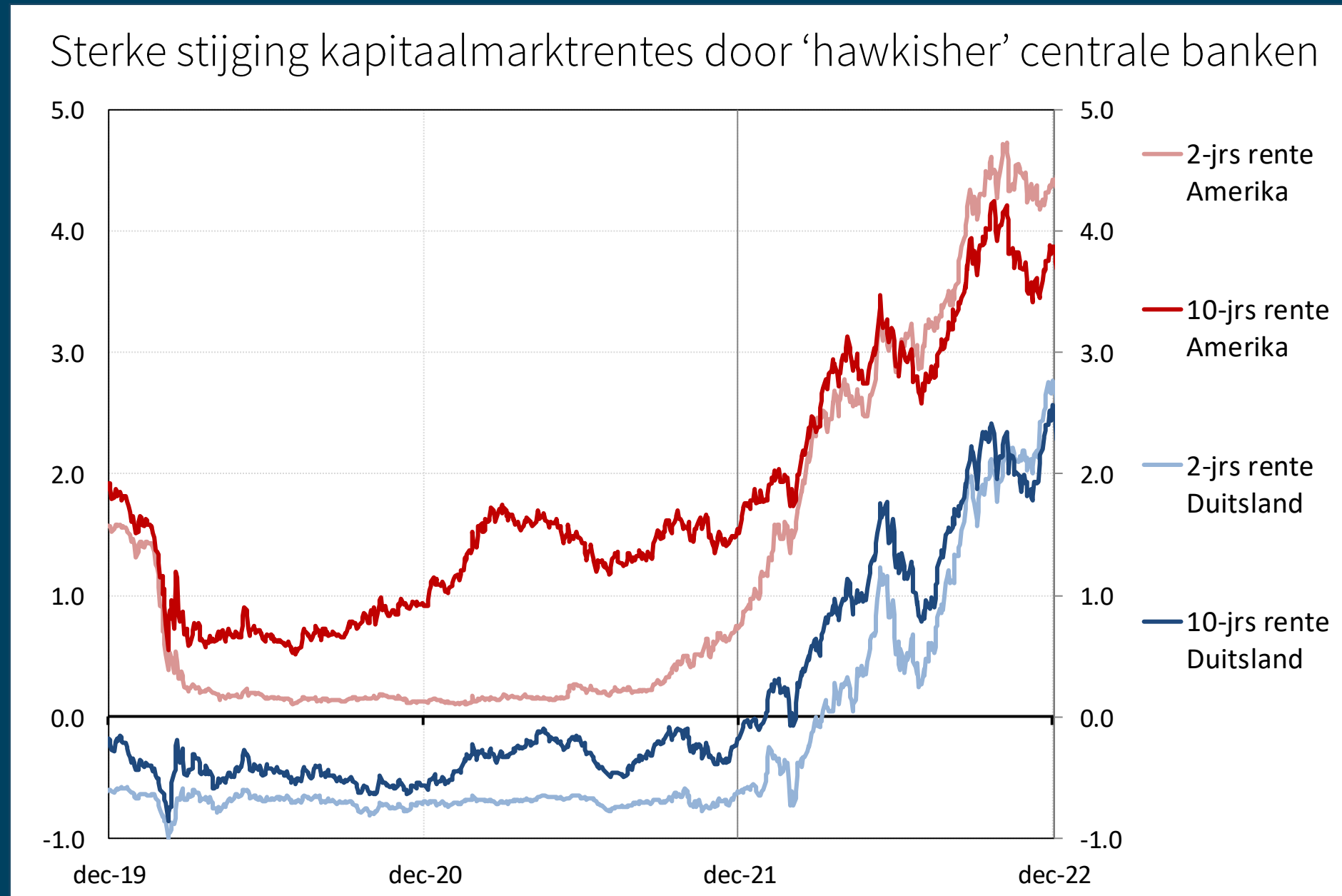
Netto rendementen negatief in 2022



- In 2022 hebben de ONE beleggingsportefeuilles netto rendementen tussen de -7,8% en -15,0% behaald. De stijgende rentes, hoge grondstoffenprijzen en geopolitieke spanningen vormden een tegenwind voor obligaties en aandelen.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsportefeuilles netto rendementen gerealiseerd van +0,1% tot +7,4% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

- Gedurende een deel van 2022 hadden wij een voorkeur voor aandelen en liquiditeiten ten laste van vastrentende waarden. Het actieve asset allocatiebeleid heeft op portefeuilleniveau een positieve bijdrage van +0,17% opgeleverd.
- 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 asset allocatie in alle kalenderjaren een positieve bijdrage.

Verdere stijging van kapitaalmarktrente, maar daling van spreads

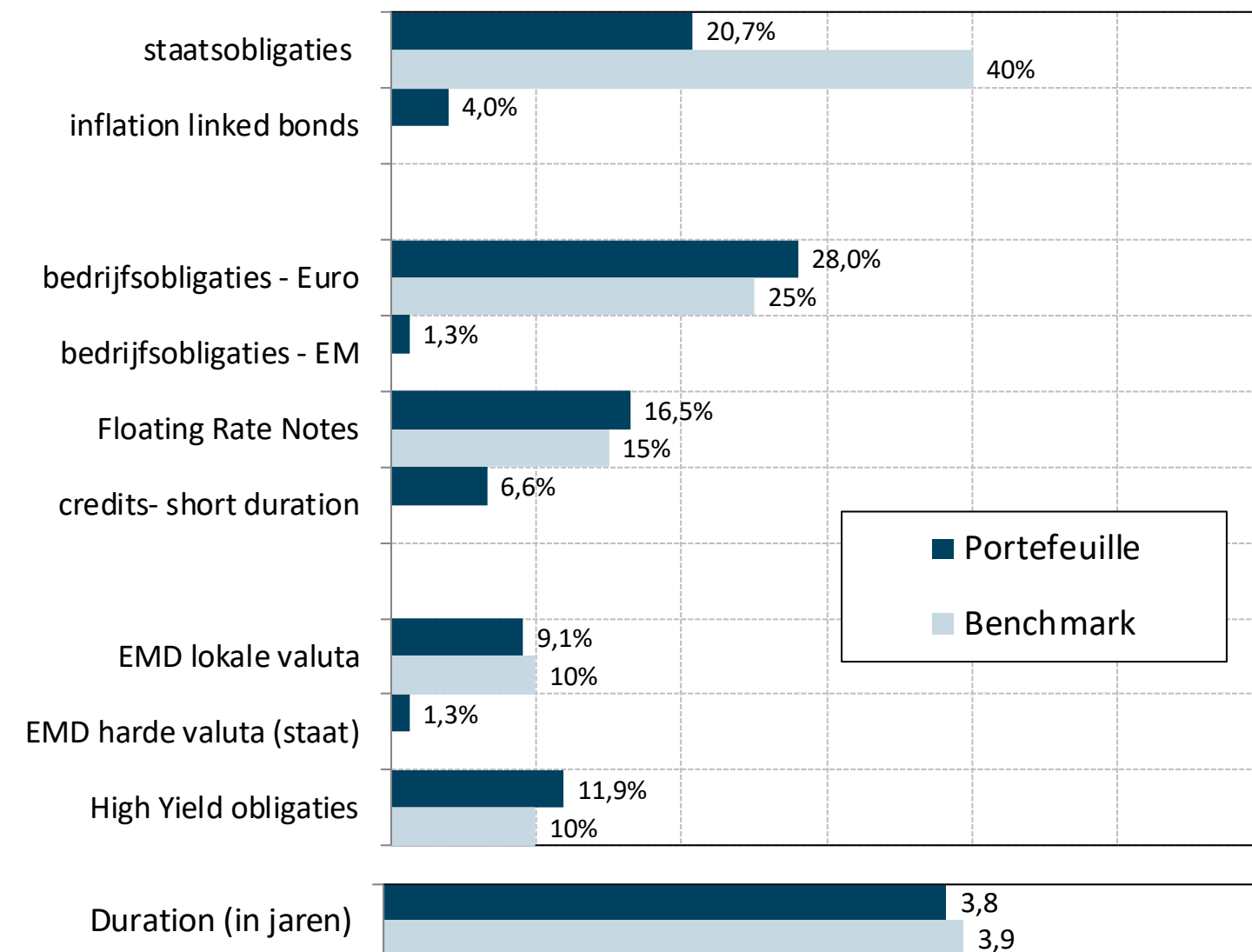


- o Op de staatsobligatiemarkten vertaalde de meer 'hawkish' toon van centrale banken zich in een verdere rentestijging. Vooral in Europa steeg de rente in december sterk, waardoor het renteverskil met de VS kleiner werd.
- o Opvallend is dat door de relatief sterke stijging van de Duitse 2-jaars rente ook in Europa de rentecurve inmiddels invers is (2-jr rente boven 10-jr rente). Dit wordt vaak gezien als een indicator van een mogelijke toekomstige recessie.

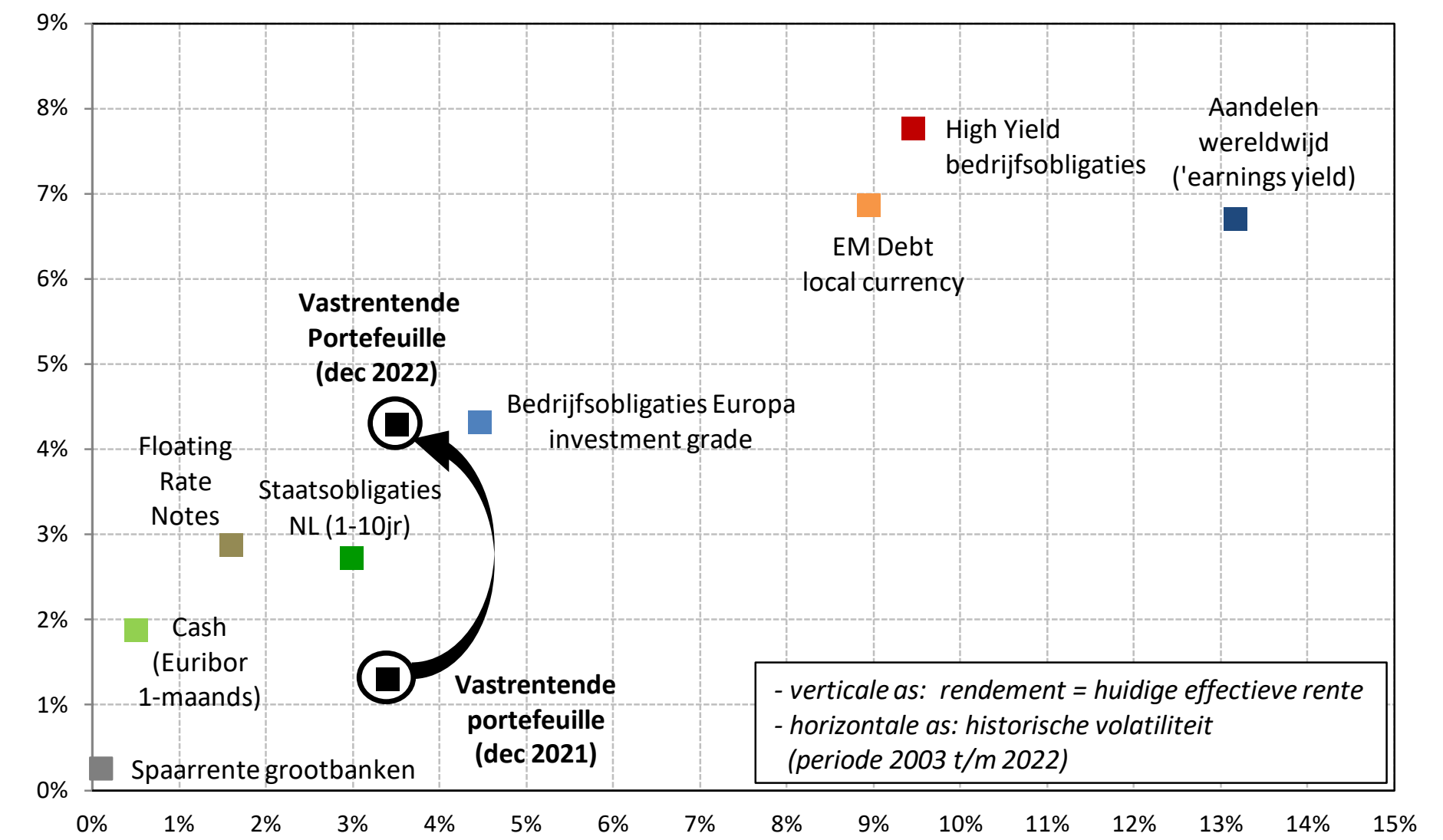
- o In het vierde kwartaal lieten de 'credit' markten een goed herstel zien. De risicopremies van bedrijfsobligaties, High Yield en EMD (opkomende markten) daalden geleidelijk, waardoor deze markten beter presteerden dan staatsobligaties.
- o De daling van de risicopremies kan vooral worden verklaard door de aantrekkelijke waardering van deze markten na de sterke correctie eerder in het jaar. Ook de per saldo meevallende macro-economische cijfers droegen bij aan het herstel.

Obligaties weer een interessant alternatief door yield van ruim 4%

Vastrentende portefeuille: positionering versus benchmark



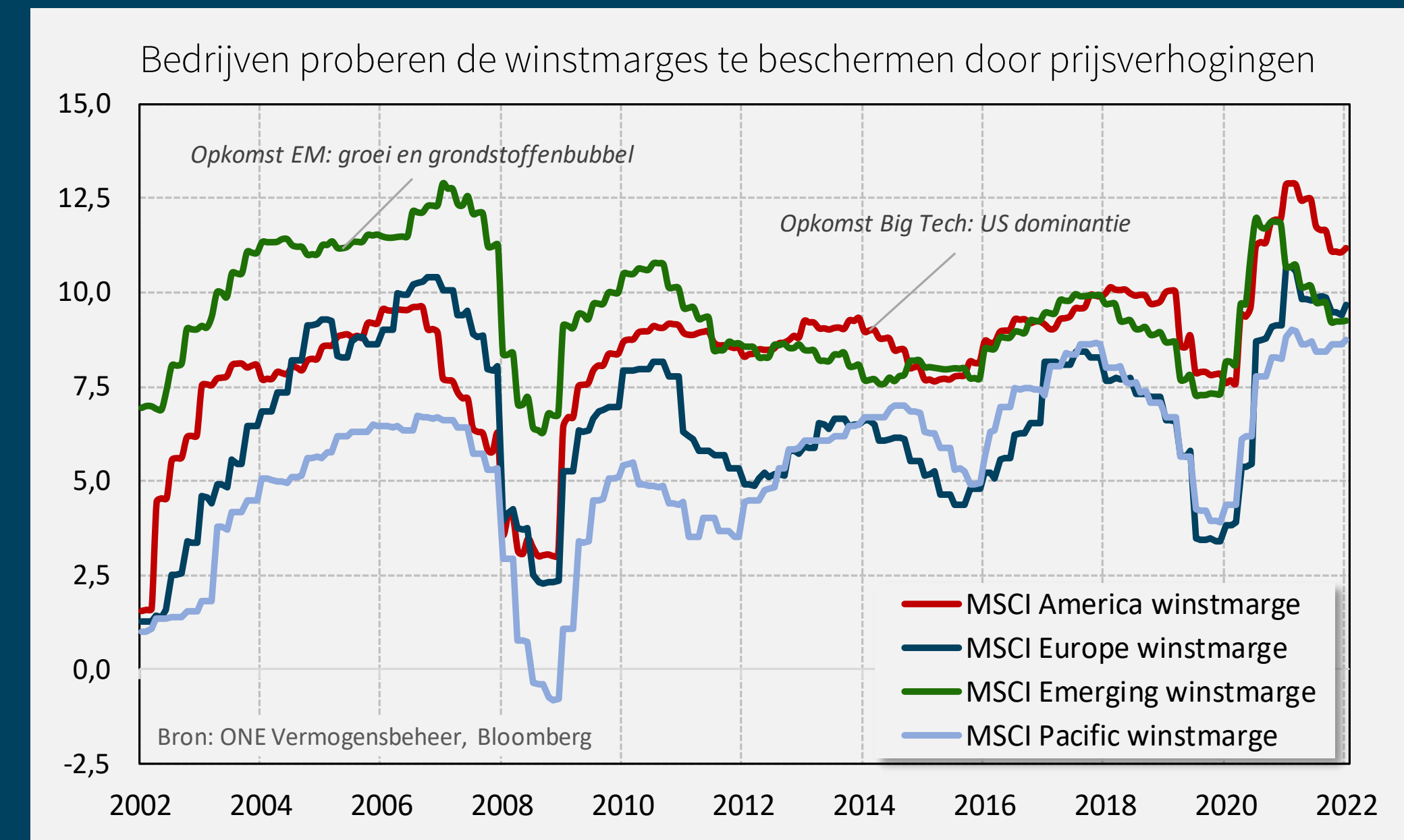
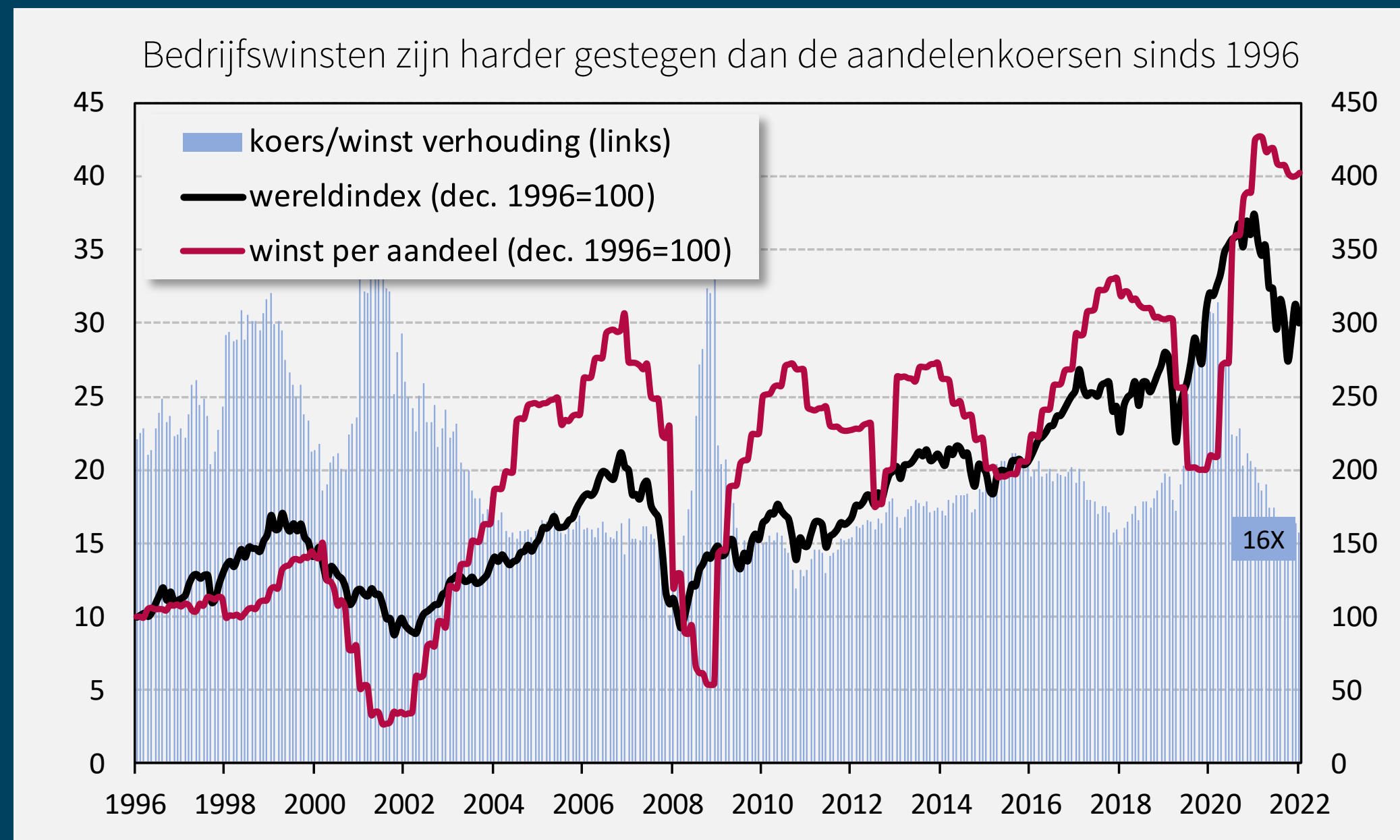
Vastrentende portefeuille biedt aantrekkelijke 'yield' van ruim 4%



- o In 2022 heeft het actieve beleid in de obligatieportefeuille (vooral de relatief lage rentegevoeligheid en de positie in 'inflation linked bonds' en 'floating rate notes ') geholpen om de schade door de flinke rentestijging te beperken.
- o Inmiddels hebben we (na de sterke rentestijging) de rentegevoeligheid weer wat verhoogd naar ca. 4 jaar duration. Ook is de positie in hoge kwaliteit bedrijfsobligaties uitgebreid en de positie in inflation linked bonds verkleind.

- o In bovenstaande grafiek is voor de verschillende categorieën in het universum de yield (effectieve rente) afgezet tegen het risico. De gemiddelde yield van de vastrentende portefeuille is in 2022 gestegen van 1,1% naar 4,3% (dec-2022).
- o Door de sterke rentestijging in 2022 zijn obligaties weer een interessant alternatief geworden voor aandelen. Ook voor spaarders zijn obligaties inmiddels weer een interessant alternatief, mede door de nog zeer lage spaarrentes bij grootbanken.

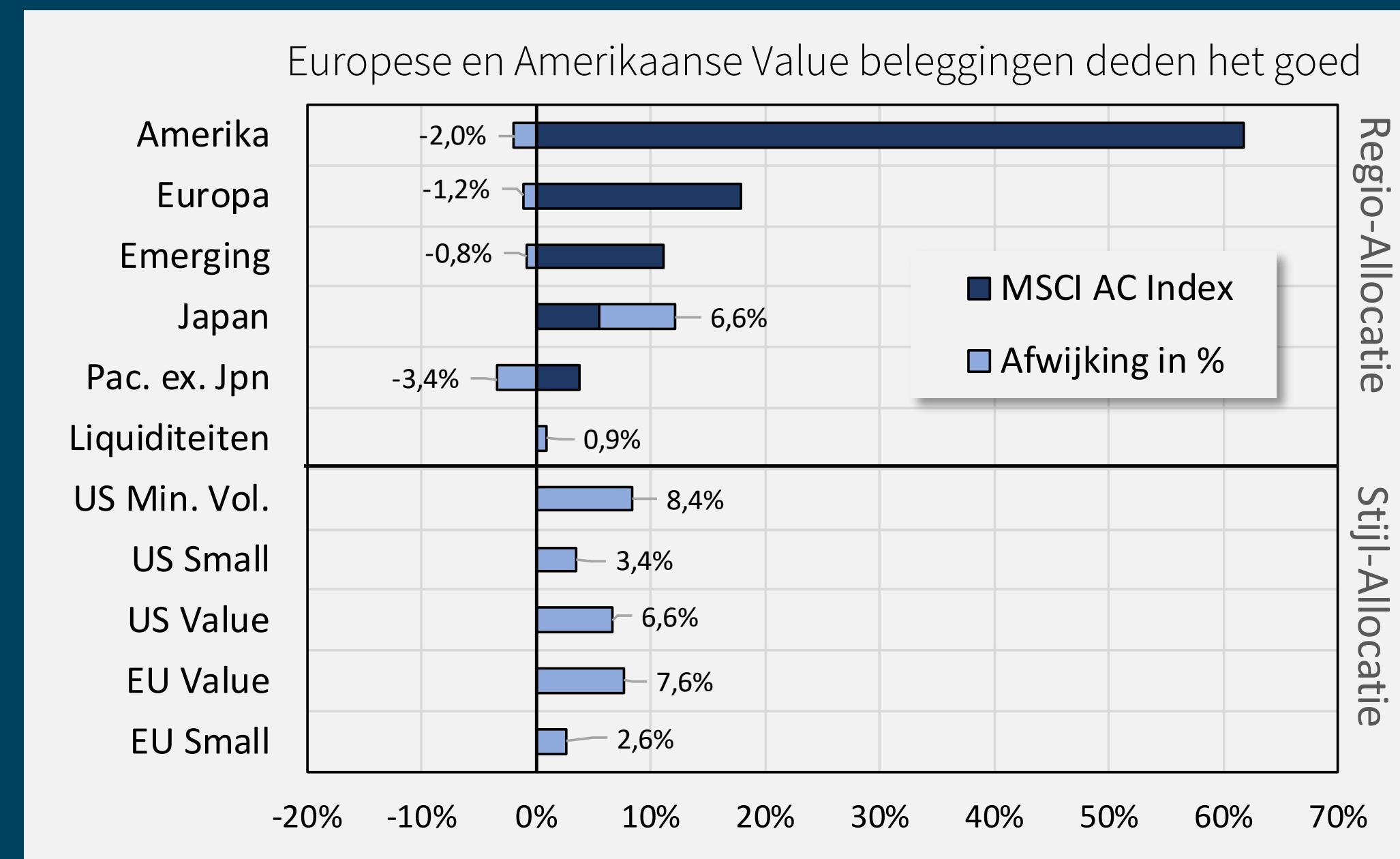
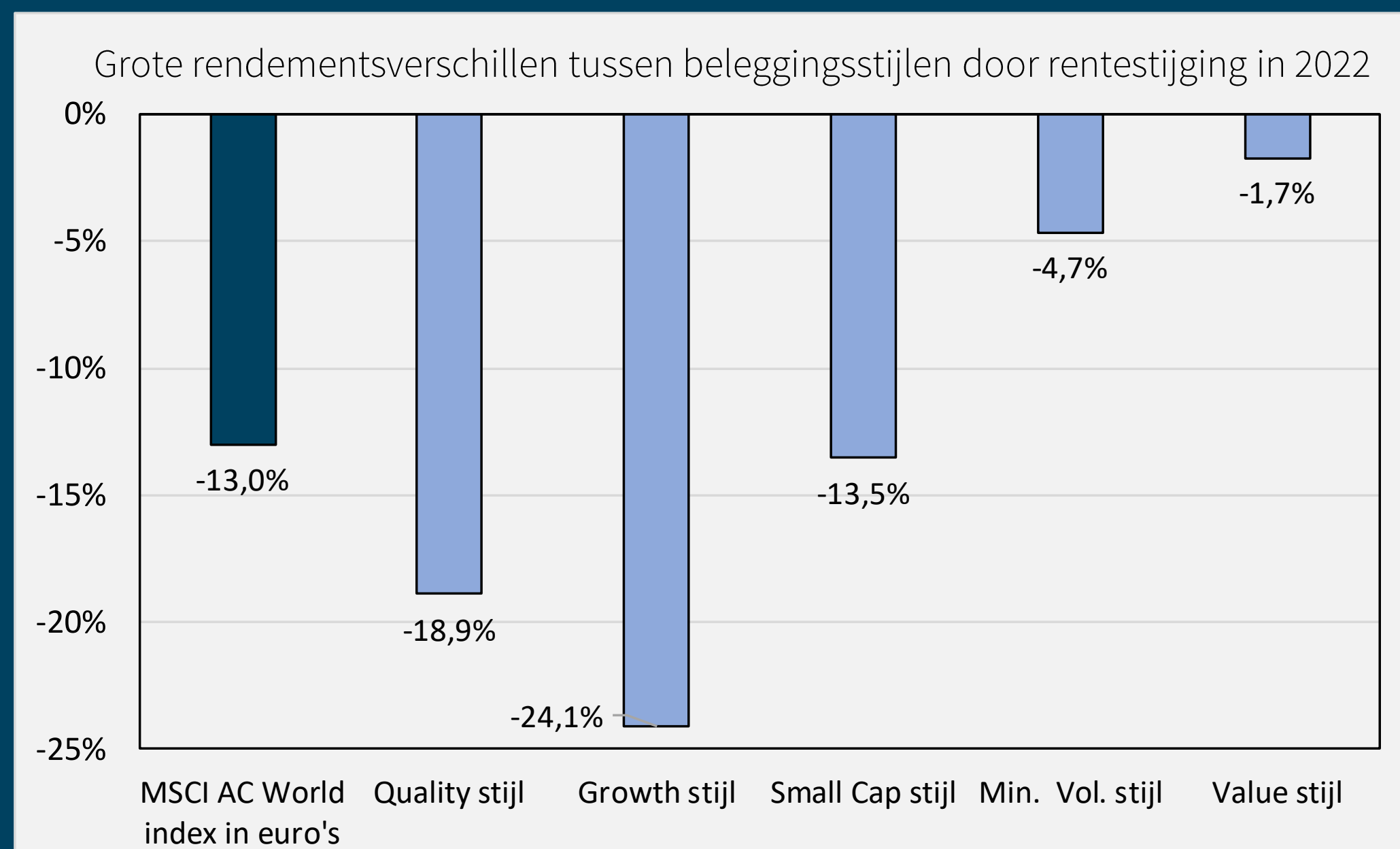
Aandelenwaardering genormaliseerd door winstgroei en stijgende rente



- o In bovenstaande grafiek zijn de winstontwikkeling en de koersontwikkeling van de MSCI AC Wereldindex vergeleken met december 1996. In ruim 25 jaar zijn de bedrijfswinsten met 300% gestegen en de aandelenkoersen met 200%.
- o Als gevolg van de winstgroei en de oplopende kapitaalmarktrentes willen beleggers op dit moment 16 keer de winst betalen vergeleken met 20 keer de winst in 1996. De huidige koers/winst-verhouding is conform de lange termijn koers/winst-verhouding.

- o Na de sterke winstgroei in de afgelopen jaren maken beleggers zich zorgen over de winstmarges van bedrijven. Kunnen bedrijven de hogere kosten wel doorberekenen aan hun klanten? In de grafiek zijn de regionale winstmarges weergegeven vanaf 2002.
- o We verwachten minder druk op de winstmarges dan in de recessie jaren 2009 en 2020. Verschil is dat de bedrijfsomzet nu flink toeneemt door de prijsverhogingen, waardoor de winstmarges minder afhankelijk zijn van de verkoopvolumes van bedrijven.

Kwaliteitsbedrijven en groeibedrijven hadden veel last van rentestijging



- Het verkrappende monetaire beleid en de stijgende kapitaalmarktrentes waren moeilijk voor bijna alle beleggingscategorieën. In 2022 daalde de MSCI AC Wereldindex in euro's 13,0%, waardoor bijna de helft van de koersstijging van 2021 (+27,5%) werd ingeleverd.
- De beleggingsstijlen Quality en Growth daalden meer vanwege hogere waarderingen en een hogere rentegevoeligheid. De beleggingsstijl Value met een lagere rentegevoeligheid deed het relatief goed, evenals de stabielere aandelen in de stijl Minimum Volatility.

- Ook in het 4^e kwartaal leverden de Amerikaanse en Europese Value beleggingen een flinke positieve bijdrage aan de portefeuille. Net als de stabielere aandelen van de beleggingsstijl Minimum Volatility in het Amerikaanse deel van de portefeuille.
- In 2022 hebben we weinig belegd in Emerging Markets i.v.m. de oplopende Amerikaanse kapitaalmarktrente en de sterke VS dollar. In het 4^e kwartaal hebben we de beleggingen in Emerging Markets (China & Zuid-Korea) uitgebreid ten koste van Amerika en Europa.

Positieve en negatieve bijdragen in 2022

+

Positieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Positieve bijdrage van Tactische Allocatiebeleid*

TACTISCH: Aandelen

- *Regio-Allocatie: onderwogen in Emerging Markets*
- *Stijl-Allocatie: voorkeur voor Europese en Amerikaanse Value stijl en stabielere Amerikaanse aandelen (Min. Vol.)*

TACTISCH: Vastrentend

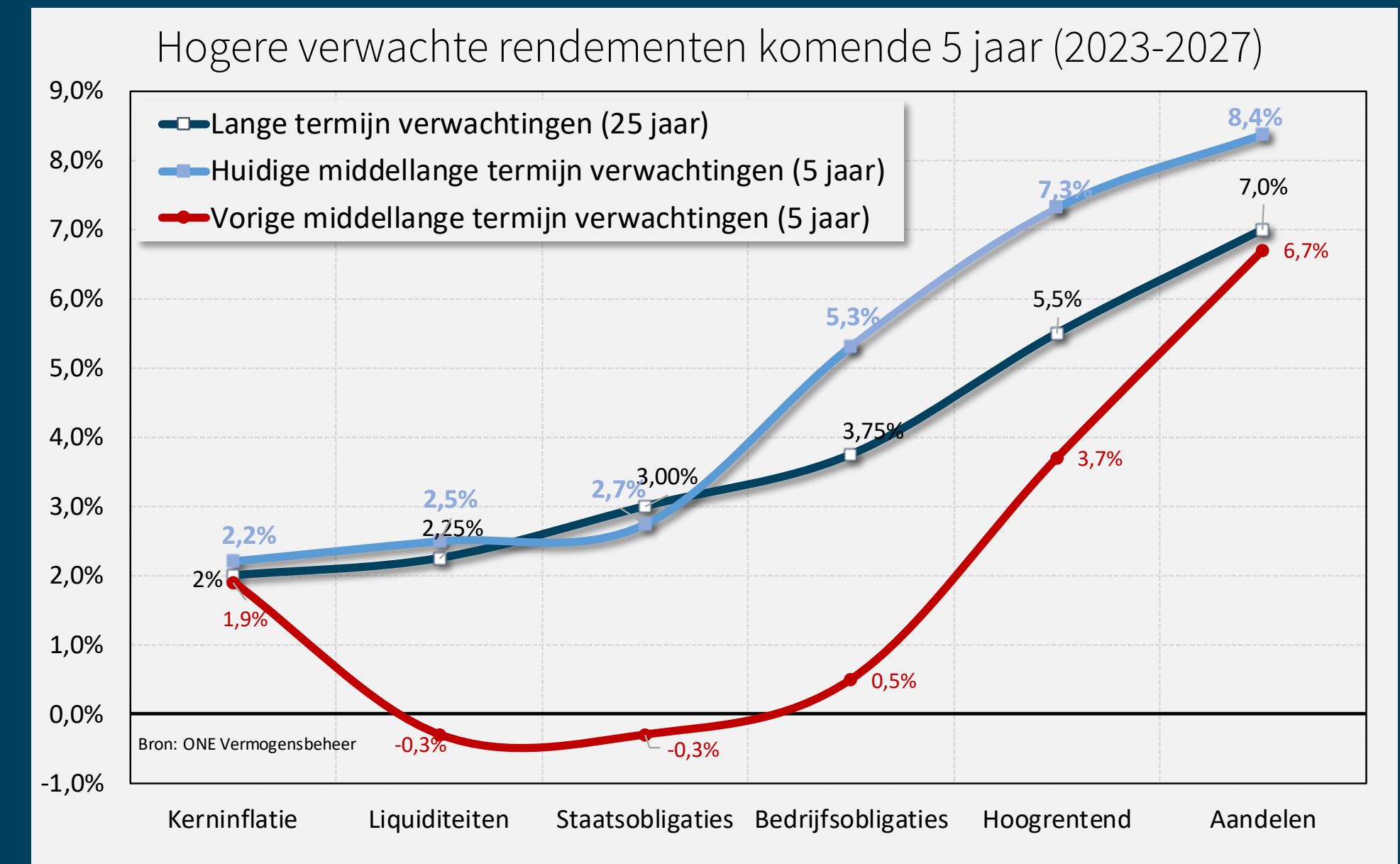
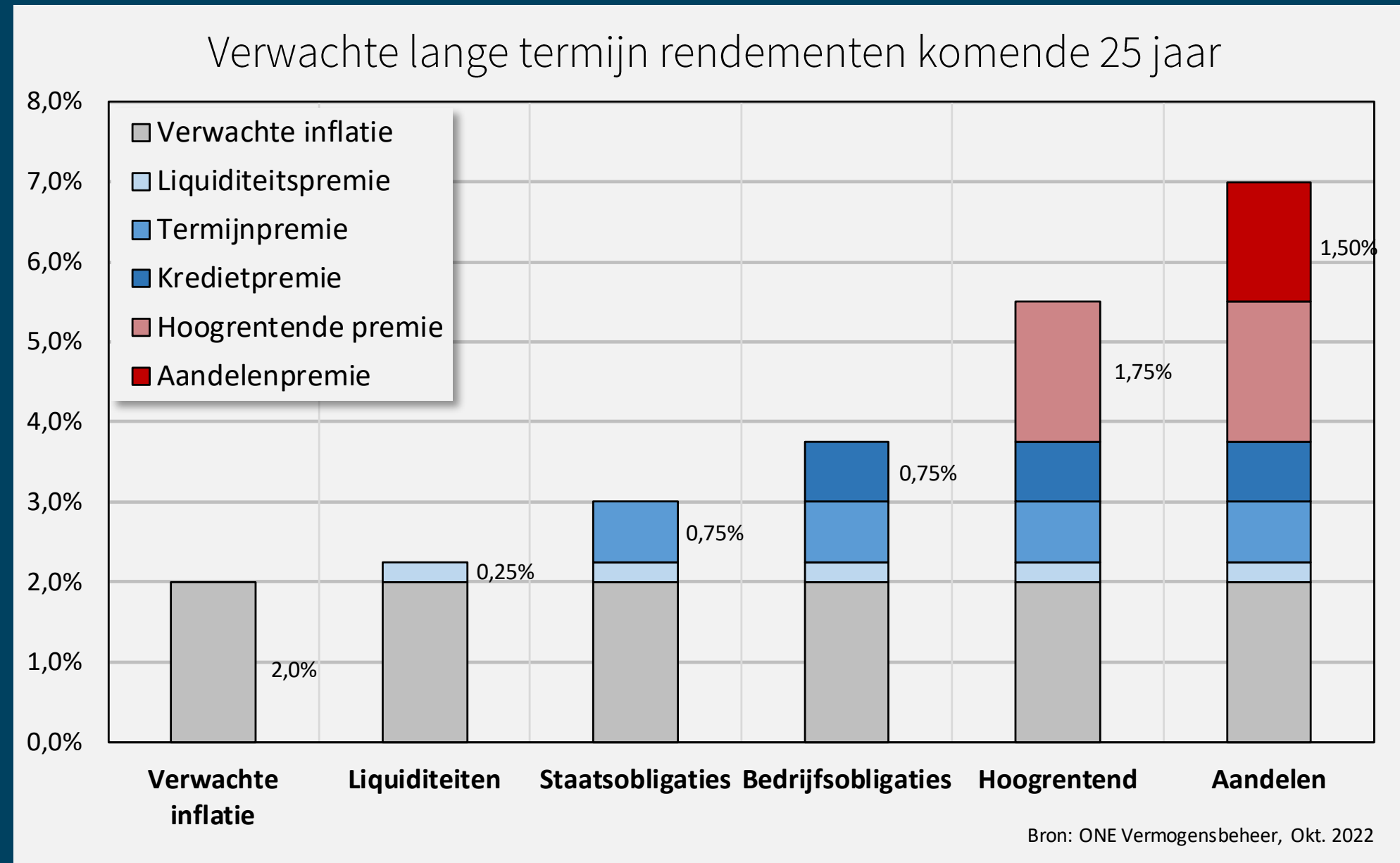
- *Relatief lage rentegevoeligheid (duration)*
- *Posities in Inflation linked bonds en Floating Rate Notes*
- *Outperformance van geselecteerde externe managers*

-

Negatieve bijdrage aan rendement

- *Regio-Allocatie: onderwogen Pacific ex. Jpn (grondstoffen)*
- *Manager selectie: de voorkeur voor Quality managers en Duurzame beleggingen leverden negatieve bijdragen*

Gunstig rendementsperspectief voor middellange en lange termijn



- Al vele jaren bepalen wij op basis van een gestructureerde methodiek de verwachte lange termijn rendementen voor de belangrijkste beleggingscategorieën. Als startpunt nemen we de verwachte lange termijn inflatie, die we dit jaar wat hebben verhoogd.
- We gaan er vanuit dat beleggers een risicopremie ontvangen als ze meer beleggingsrisico nemen, waarbij de risicopremies zijn gebaseerd op lange historische reeksen. Zo komen we tot de verwachte lange termijn rendementen voor de komende 25 jaar.

- Na het moeilijke beleggingsjaar 2022 zijn de aanvangsrendementen voor de beleggingscategorieën sterk verbeterd. Dit komt door de normalisering van de waarderingen. Vergeleken met 12 maanden geleden zijn we veel optimistischer.
- Voor bedrijfsobligaties, hoogrentende obligaties en aandelen verwachten we bovengemiddelde rendementen voor de komende 5 jaar. Als de geopolitieke en economische onzekerheden verminderen zullen de risicopremies weer dalen.

Vastrentende waarden weer aantrekkelijk na rentestijging

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 financiële markten lopen vooruit op de verwachte inflatiedaling en een mogelijke versoepeling van het monetaire beleid. Dat laatste vinden wij onwaarschijnlijk en daarom nemen we nog geen actieve allocatie positie in.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille houden we een voorkeur voor Japan en hebben we het gewicht van Emerging Markets de afgelopen periode wat uitgebreid. We verwachten de komende kwartalen een inhaalvraag in Azië na de versoepeling van Covid-maatregelen. In Amerika en Europa houden we in de portefeuille een Value-accent via de geselecteerde actieve managers.
- In de vastrentende portefeuille hebben we een voorkeur voor investment grade bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Daarnaast vinden we Floating Rate Notes interessant vanwege de oplopende geldmarktrente en de lage rentegevoeligheid. Binnen de hoogrentende markten hebben we een lichte voorkeur voor High Yield obligaties boven obligaties van opkomende markten.

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