

## Marktvooruitzichten DoubleDividend

### Terugblik 2021

- De financiële markten hebben een sterk jaar achter de rug met goede resultaten voor de westerse aandelenmarkten. De meeste westerse beurzen staan op een rendement van boven de 20%, dankzij het herstel van de economie en een forse winstgroei bij bedrijven. Obligaties hadden een moeilijker jaar. Als gevolg van de sterke economische groei en oplopende inflatie is de langjarige trend van een dalende rente gestopt en lijkt een rentestijging nabij.
- Met de sterke economische groei en stijging van de beurzen is het herstel van de crash in 2020 een feit. Het afgelopen jaar werd gekenmerkt door behoorlijk wat beweeglijkheid, vooral in de tweede helft van het jaar. De koerswijziging van de Amerikaanse centrale bank (de FED) en de opkomst van de omikronvariant zorgden voor forse koersschommelingen van zowel aandelen als obligaties.
- Binnen de aandelenmarkten bleven de opkomende landen en groeiaandelen achter. De economie in veel opkomende landen kon mede door een lagere vaccinatiegraad minder herstellen, waardoor ook de beurzen minder zijn hersteld. Groeiaandelen hadden last van een oplopende rente. Bij groeiaandelen ligt de winst verder in de toekomst en als deze wordt verdisconteerd tegen een hogere rente daalt de waarde op dit moment. Cyclische sectoren zoals grondstoffen, chemie en banken deden het na jaren van matige prestaties daarentegen juist goed in het afgelopen jaar.
- China verdient een aparte vermelding. Na een snel en sterk herstel van de pandemie is de economische groei in het derde kwartaal van 2021 teruggevallen tot 4,9% op jaarbasis. Daarnaast heeft de overheid de grip op de economie in het algemeen, en de technologiebedrijven in het bijzonder, flink verstevigd met de introductie van een reeks van regels op het gebied van onder andere privacy, gebruik van data, werknemersrechten en concurrentieverhoudingen. Als gevolg hiervan zijn Chinese aandelen fors gedaald het afgelopen jaar.



## Centrale banken

- Centrale banken vervullen al enige tijd een hoofdrol op de financiële markten. De afgelopen jaren hebben de centrale banken de markten wereldwijd overspoeld met steunmaatregelen. De monetaire autoriteiten hebben de rente tot een historisch laag niveau gedrukt en daarnaast voor biljoenen dollars en euro's obligaties opgekocht om zo de markt van liquiditeiten te voorzien.
- Centrale banken en overheden verdienen enig krediet voor de wijze waarop ze hebben gereageerd op de pandemie. De snelheid en omvang van de monetaire en budgettaire steunmaatregelen hebben een belangrijke bijdrage geleverd aan het snelle herstel van de economie en hiermee is veel maatschappelijke ellende voorkomen. Echter, nu de economie grotendeels is hersteld van de pandemie en de inflatie wereldwijd fors is gestegen, staan de centrale banken voor een veel grotere uitdaging: het op een ordentelijke wijze normaliseren van het monetaire beleid.
- De omvang van deze uitdaging is moeilijk te onderschatten en de monetaire autoriteiten zullen daarom ook de komende periode nog een hoofdrol blijven vervullen op de financiële markten. Het ruime monetaire beleid heeft er namelijk ook toe geleid dat de waardes van activa (onder andere aandelen, vastgoed en obligaties) fors zijn gestegen. Financiële markten moeten zich nu voorbereiden op minder steun van centrale banken.
- Voor Europa geldt dat de rente al een decennium lang 'niet normaal' is. Sinds juli 2012 bedraagt de belangrijkste beleidsrente van de ECB 0% en sinds juni 2014 is deze zelfs negatief. Voor de VS geldt dat de beleidsrente van de FED in december 2018 nog 2,5% bedroeg en dat deze sinds april 2021 0,25% is.



- Het risico op beleidsfouten is aanzienlijk. Centrale banken zitten in de spagaat vanwege de opgelopen inflatie. In de eurozone bedroeg de inflatie in november 4,9% ten opzichte van een jaar eerder. In de VS bedroeg de inflatie in november zelfs 6,8%, het hoogste niveau sinds 1982! De centrale banken hebben lang volgehouden dat de inflatie tijdelijk hoger is vanwege problemen in de toevvoerketens (supply chains), een gevolg van de pandemie en het heropstarten van de economie. Inmiddels is duidelijk dat de hoge inflatie hardnekkiger is, maar het monetaire beleid is daar nog niet op aangepast. Ter vergelijking: in maart 1982 bedroeg de FED Funds Rate 15%, nu slechts 0,25%.

- De FED heeft de hoge inflatie inmiddels als vijand bestempeld en staat aan de vooravond van een reeks renteverhogingen. De FED gaat nu uit van drie verhogingen in 2022, drie in 2023 en twee in 2024. Hiermee zou de rente uiteindelijk uitkomen op 2-2,25%. Europa is echter nog niet zover. De ECB houdt vast aan de visie dat de inflatie tijdelijk is en dat een renteverhoging in 2022 onwaarschijnlijk is. Wel wordt voorzichtig een begin gemaakt met de afbouw van de opkoopprogramma's. Het risico bestaat dat wanneer centrale banken het beleid te laat aanpassen, ze in een later stadium gedwongen worden keihard in te grijpen als de situatie uit de hand loopt en daarmee dan de economie schaden.

## Basisscenario

- In het basisscenario zet het economische herstel van 2021 in 2022 voort. De wereldwijde groei van het bruto nationaal product (bnp) zal naar verwachting wat dalen, van 6% in 2020 naar circa 4,5% in 2022. De ECB verwacht voor de eurozone een groei van 4,2% in 2022 en de FED verwacht een groei van 3,9% in de VS. De inflatie zal naar verwachting iets dalen (naar 4,3% in de VS en 3,2% in de eurozone volgens de laatste voorspellingen), maar zal dus nog steeds relatief hoog zijn. Ook de werkloosheid zal naar verwachting licht dalen. De rente zal per saldo stijgen tot circa 1% in de VS, terwijl de vraag is of de ECB het hele jaar stil kan blijven zitten.
- In dit scenario zijn aandelen nog steeds de te prefereren beleggingscategorie. Voor obligaties blijven de rendementsvooruitzichten in dit scenario matig. Een stijging van de rente betekent veelal een daling van de koers van obligaties. Aangezien de rente op obligaties op dit moment zeer laag is, worden beleggers nauwelijks gecompenseerd voor dit risico. Aandelen daarentegen kunnen profiteren van de sterke economische groei, al zijn ook hier de risico's toegenomen. De hogere inflatie is zowel voor aandelen als obligaties een probleem. Bij obligaties wordt het reële rendement verder uitgehold, terwijl bij aandelen een hogere rente en druk op winstmarges een negatief effect kunnen hebben.
- Aandelen in opkomende landen, en China in het bijzonder, zijn aantrekkelijk gewaardeerd. Xi Jinping begint aan een nieuwe (derde) termijn in 2022. Analisten verwachten dat het rustiger zal worden op het gebied van regulering en dat de Chinese overheid de economie zal steunen om de groei aan te jagen. Mogelijk kunnen hierdoor ook de aandelenkoersen herstellen in China. Groot risico blijft de situatie op de vastgoedmarkt en de relatie met de VS.



- Duurzaamheid, en klimaatverandering in het bijzonder, zijn een blijvend thema geworden op de financiële markten. Bedrijven en sectoren die zich niet aanpassen hebben te maken met toenemende druk van beleggers en overheden en zullen uiteindelijk in een existentiële crisis belanden. Maar ook bedrijven en beleggers die wel veranderen zullen kritisch moeten zijn op de wijze waarop ze veranderen. Duurzaamheid gaat in toenemende mate over uitsluiten, statistieken en *ranking the stars*, terwijl er te weinig in termen van intrinsieke oplossingen wordt gedacht. Technologie en innovatie zijn de sleutel tot deze oplossingen.

## Belangrijkste risico's

- Bovenstaand scenario voor de economie en financiële markten is met zeer veel onzekerheden omgeven. Het belangrijkste risico voor de financiële markten is op dit moment de ontwikkeling van de inflatie, de rente en het beleid van de centrale banken. Hogere of lagere dan verwachte inflatie en beleidswijzigingen van centrale banken zullen de markt in 2022 veelvuldig in beweging brengen. Het is op dit moment *het* centrale thema voor zowel aandelen- als obligatiemarkten.
- Andere belangrijke risico's zijn onder andere nieuwe uitbraken en varianten van het coronavirus, geopolitieke spanningen rond onder andere Taiwan en de relatie tussen China en de VS, anarchie op de cryptomarkten, aanvullende regulering in zowel het westen als China en een substantiële verslechtering van de economische situatie in China.



## Strategie DD Equity Fund

- De strategie van het DD Equity Fund is ongewijzigd, maar de afgelopen periode wel aangescherpt. De portefeuille is opgebouwd rond een aantal trendmatige thema's waarvan de hoofdthema's digitalisering, innovatie, gezondheidszorg en verduurzaming zijn. Rond de hoofdthema's zijn sectoren geselecteerd die de komende jaren kunnen profiteren van trendmatige groei en een "purpose" oftewel maatschappelijke bijdrage hebben. Enkele van deze thema's en sectoren die in de portefeuille zijn vertegenwoordigd zijn: de chipsector, cloud-dienstverlening, digitaal betalen, biotechnologie, medische technologie, genetica, duurzame energie en e-commerce.
- We kiezen er bewust voor in bepaalde bedrijven en sectoren te investeren. In een groot deel van de markt zijn we bewust niet belegd. Het rendement van het fonds wijkt daarom



ook af van de markt. We sturen op een optimale verhouding tussen risico en rendement, maar het verslaan van de markt is geen doel op zich. De lange termijn jaarlijkse rendementsdoelstelling is 8% na kosten met oog voor risico. Op dit moment bedraagt het gemiddelde jaarlijkse netto rendement van het fonds 12,5% sinds de start in 2013.

- We kiezen er ook bewust voor in meerdere regio's actief te zijn. De afgelopen jaren hebben we de positie van het fonds in de Aziatische regio vergroot. Momenteel is circa 20% in Azië geïnvesteerd waarvan ongeveer de helft in China. Azië biedt niet alleen goede kansen, maar ook diversificatie. Het feit dat westerse beurzen dit jaar sterk presteerden en de opkomende landen in het algemeen en China in het bijzonder juist achterbleven, laat zien dat die diversificatie werkt.
- Het aantal posities in de portefeuille is flink gegroeid de afgelopen tijd. Op dit moment heeft het fonds bijna 80 aandelen in portefeuille. Deze groei is het gevolg van het toevoegen van een aantal nieuwe thema's aan de portefeuille, waaronder digitale security en genetica, maar ook van meer spreiding binnen reeds bestaande thema's en sectoren. Door meer posities toe te voegen wordt het risico beter gespreid in een markt die te maken heeft met toenemende beweeglijkheid.
- De selectie van aandelen vindt plaats op basis van kwaliteit, met de schijf van vijf als belangrijkste instrument. Deze schijf van vijf is sinds de start van het fonds het belangrijkste onderdeel van ons beleggingsproces. Als gevolg van maatschappelijke en socio-economische veranderingen en ontwikkelingen binnen de portefeuille van het fonds heeft de invulling van deze schijf van vijf gedurende de jaren ook een evolutie doorgemaakt.
- De belangrijkste evolutie in ons beleggingsproces heeft plaatsgevonden binnen de duurzaamheidsanalyse en de waardering van aandelen. In 2013 waren we nog pioniers op het gebied van integratie van duurzaamheid in het beleggingsproces, maar nu heeft duurzaamheid veel meer aandacht in de financiële wereld. Op zich is dit natuurlijk een goede zaak, maar de financiële wereld valt gemakkelijk terug in oude gewoontes. Veel beleggers proberen de duurzaamheid van hun portefeuille te vangen in uitsluitingen, statistieken en benchmarking. Hetzelfde geldt voor veel ondernemingen. Dit leidt vaak tot verkeerde keuzes of greenwashing in plaats van echte oplossingen. Voor ons is duurzaamheid vooral een onderdeel van de kwaliteitsanalyse van een onderneming. We zijn steeds meer op zoek naar de intrinsieke maatschappelijke bijdrage van een onderneming in plaats van een simpele statistiek over bijvoorbeeld CO<sub>2</sub>-uitstoot. Overigens scoort onze portefeuille ook op de traditionele criteria erg goed.
- Op het gebied van waardering heeft onze selectieprocedure ook een ontwikkeling doorgemaakt. Voorheen keken we meer naar een waarderingsmethodiek als bijvoorbeeld koers-winstverhouding, terwijl nu de (lange termijn) kasstroomanalyse leidend is. Deze past niet alleen beter bij onze lange termijn beleggingshorizon, maar past ook beter bij het groeiprofiel van de aandelen in portefeuille en de disruptie die momenteel plaatsvindt in veel sectoren. Een bedrijf kan wel op een aantrekkelijke koers-winstverhouding handelen, maar als de winst niet houdbaar is doordat het bedrijfsmodel is verouderd, zegt dat niet zoveel. Ook bij de waardering wordt dus nog meer naar de lange termijn gekeken.



- De kwaliteit van het bedrijfsmodel en de groeivoorzichten was en blijft het belangrijkste selectiecriteria binnen de schijf van vijf en zoals gezegd is duurzaamheid een onderdeel hiervan. Ook management en track record blijft een belangrijk selectiecriteria, al is dit bij jongere groeiondernemingen soms lastiger te bepalen. Een sterke balans tenslotte blijft een randvoorwaarde om te kunnen groeien en door moeilijke periodes te kunnen manoeuvreren.
- De schijf van vijf zorgt ervoor dat de huidige portefeuille uitstekend is gepositioneerd om aan onze doelstellingen te voldoen, ook onder de huidige onzekere marktomstandigheden. We zijn belegd in sectoren die worden gesteund door aantrekkelijke lange termijn groeiperspectieven op het gebied van onder andere digitalisering, gezondheidszorg en verduurzaming. De groei in deze sectoren is minder afhankelijk van de conjunctuur. Naast bedrijven met goede groeivoorzichten investeren we veelal in bedrijven met hoge winstmarges en een sterke marktpositie. Deze bedrijven hebben minder last van inflatie en meer mogelijkheden om hogere kosten door te berekenen aan klanten. De sterke balanspositie zorgt ervoor dat deze bedrijven minder last hebben van een stijgende rente en conjunctuurschommelingen goed kunnen opvangen.
- Het grootste risico voor de portefeuille zit waarschijnlijk in de waardering. Maar dit is alleen een risico voor de kortere termijn. Bij een stijgende rente staan groeiaandelen veelal onder druk. De toekomstige winst en kasstromen worden immers tegen een hogere rente verdisconteerd. Dit is echter maar een eenmalig en bovendien tijdelijk effect. De uitkomst op de lange termijn blijft hetzelfde, alleen verschuift de winst meer naar achteren. Voor lange termijn beleggers mag dat dus niet zoveel uitmaken.

### Strategie DD Income Fund

- De strategie van het DD Income Fund heeft de afgelopen jaren goed gewerkt onder moeilijke marktomstandigheden. Ondanks structurele veranderingen in de rentecurve heeft het fonds een positief resultaat weten te realiseren. De lange termijn vooruitzichten voor obligaties blijven echter matig; de rente is laag, een stijging van de rente is waarschijnlijk en beleggers worden nauwelijks gecompenseerd voor de risico's.
- Desondanks vervullen obligaties een rol in een gemengde portefeuille. Over het algemeen zijn obligaties minder beweeglijk dan aandelen, en sommige onderdelen van de obligatiemarkt hebben een lage of zelfs negatieve correlatie met aandelen. Obligaties dempen hiermee de beweeglijkheid van een gemengde portefeuille en vooral voor beleggers met een kortere beleggingshorizon vervullen ze dus een belangrijke rol.
- Het DD Income Fund is een multi-strategie fonds; het belegt onder andere in staatsobligaties van ontwikkelde- en opkomende landen, bedrijfsobligaties en high yield obligaties. Hierdoor kan het fonds actief inspelen op de veranderende marktomstandigheden.
- Onder de huidige marktomstandigheden neemt het fonds een mix van risico's om zo, ondanks de lage rente en een verwachte stijging hiervan, toch nog een positief verwacht rendement te realiseren. De belangrijkste risico's die het fonds loopt zijn looptijdrisico (duration), kredietrisico en valutarisico.
- Vanwege de verwachte stijging van de rente zijn we voorzichtig met langlopende veilige obligaties met een lage rente, zoals langlopende Europese staatsobligaties. Bedrijfsobligaties en high yield obligaties bieden betere kansen zeker als de economie

herstelt, maar het nadeel is weer een hogere correlatie met aandelenmarkten. Staatsobligaties van opkomende landen bieden een relatief aantrekkelijk rendement. Ook obligaties in andere valuta, waaronder US dollars, kunnen interessant zijn als de rente in deze landen stijgt omdat dan vaak ook de valuta in waarde stijgt.

### Strategie DD Alternative Fund

- De strategie van het DD Alternative Fund is sinds de uitbraak van de coronapandemie grondig gewijzigd. Naast vastgoed belegt het fonds sindsdien in duurzame infrastructuur zoals zonne- en windmolenparken en waterkrachtcentrales, distributie van elektriciteit en watervoorziening en levert daarmee een positieve bijdrage aan de verduurzaming van de energievoorziening. Daarnaast belegt het DD Alternative Fund in digitale infrastructuur zoals datacenters en telecommasten. Deze beleggingen zijn niet alleen cruciaal voor het goed functioneren van de economie, maar bieden beleggers ook specifieke voordelen zoals langjarige kasstromen en bescherming tegen inflatie.
- Vanwege de aanhoudende coronapandemie werken mensen steeds vaker (gedeeltelijk) thuis en hebben fysieke winkels het lastig. We denken dat deze trends onomkeerbaar zijn en hebben daarom binnen vastgoed de focus verlegd van winkels en kantoren naar alternatieve vastgoedbeleggingen zoals zorgvastgoed (ziekenhuizen, seniorenwoningen en zorgcentra), mini-opslag, logistiek, supermarkten en studentenwoningen. Deze beleggingen in alternatieve vastgoedsectoren zijn minder gevoelig voor conjuncturele schommelingen en kunnen zelfs profiteren van de gevolgen van het coronavirus. Ook profiteren deze sectoren naar verwachting van de hogere inflatie.
- Het aantal namen in de portefeuille is dit jaar wederom gegroeid, van 40 naar 46. De weging van duurzame infrastructuur is in 2021 bijna verdubbeld tot 32%. Door de toevoeging van meer namen en een bredere spreiding over sectoren en landen is het risico-rendementsprofiel van het DD Alternative Fund verder verbeterd.
- De impact van inflatie en de mogelijke rentestijging die daarvan het gevolg kan zijn, is van groot belang voor kapitaalintensieve sectoren als infrastructuur en vastgoed. Hoewel de precieze impact per bedrijf verschilt, is de verwachting dat de bedrijven in portefeuille veelal in staat zijn de contracten aan te passen aan inflatie. Bovendien zijn leningen voor lange tijd afgesloten en is het grootste gedeelte van de rente voor meerdere jaren vastgezet.



\*Disclaimer

DoubleDividend Management B.V. heeft een AFM-vergunning en staat onder toezicht van de AFM en DNB. Beleggen gaat gepaard met risico's, waaronder marktfluctuaties, verandering van wetgeving, tegenpartijrisico, mogelijke vertraging in terugbetaling en verlies van inkomen en inleg. De waarde van beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Ook kan de waarde van beleggingen tussentijds fluctueren en afhankelijk van de soort belegging kan het vermogen hierdoor geheel of gedeeltelijk verloren gaan. Prognoses zijn gebaseerd op aannames, schattingen, meningen en hypothetische modellen of analyses die niet correct kunnen blijken. Er wordt geen garantie gegeven dat voorspellingen of doelstellingen worden gehaald. Er kunnen geen rechten worden ontleend aan dit document; DoubleDividend Management B.V., december 2021.