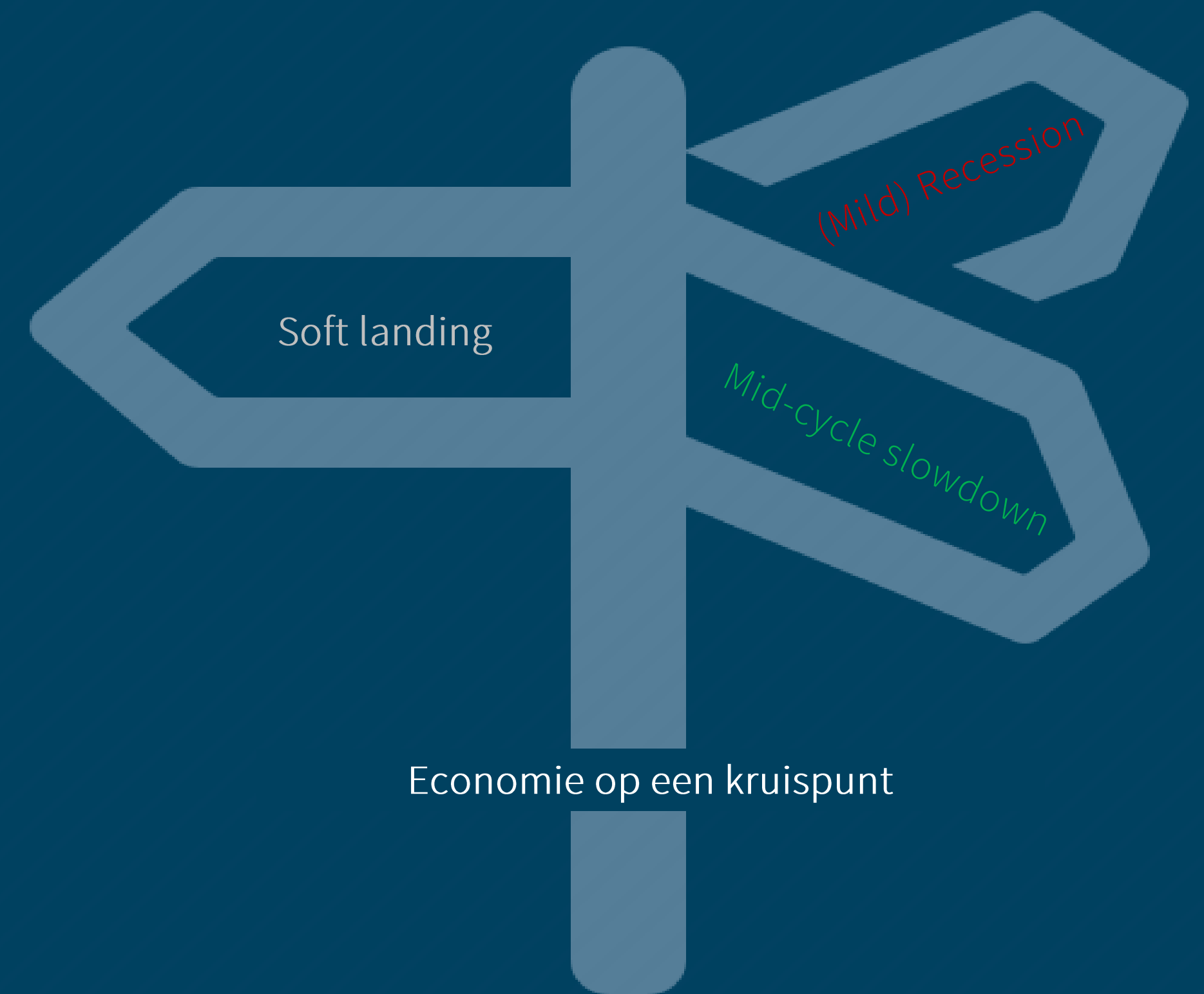


Kwartaalbericht Delen Private Bank

3^e kwartaal 2023

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



DELEN

PRIVATE BANK

DELEN

PRIVATE BANK

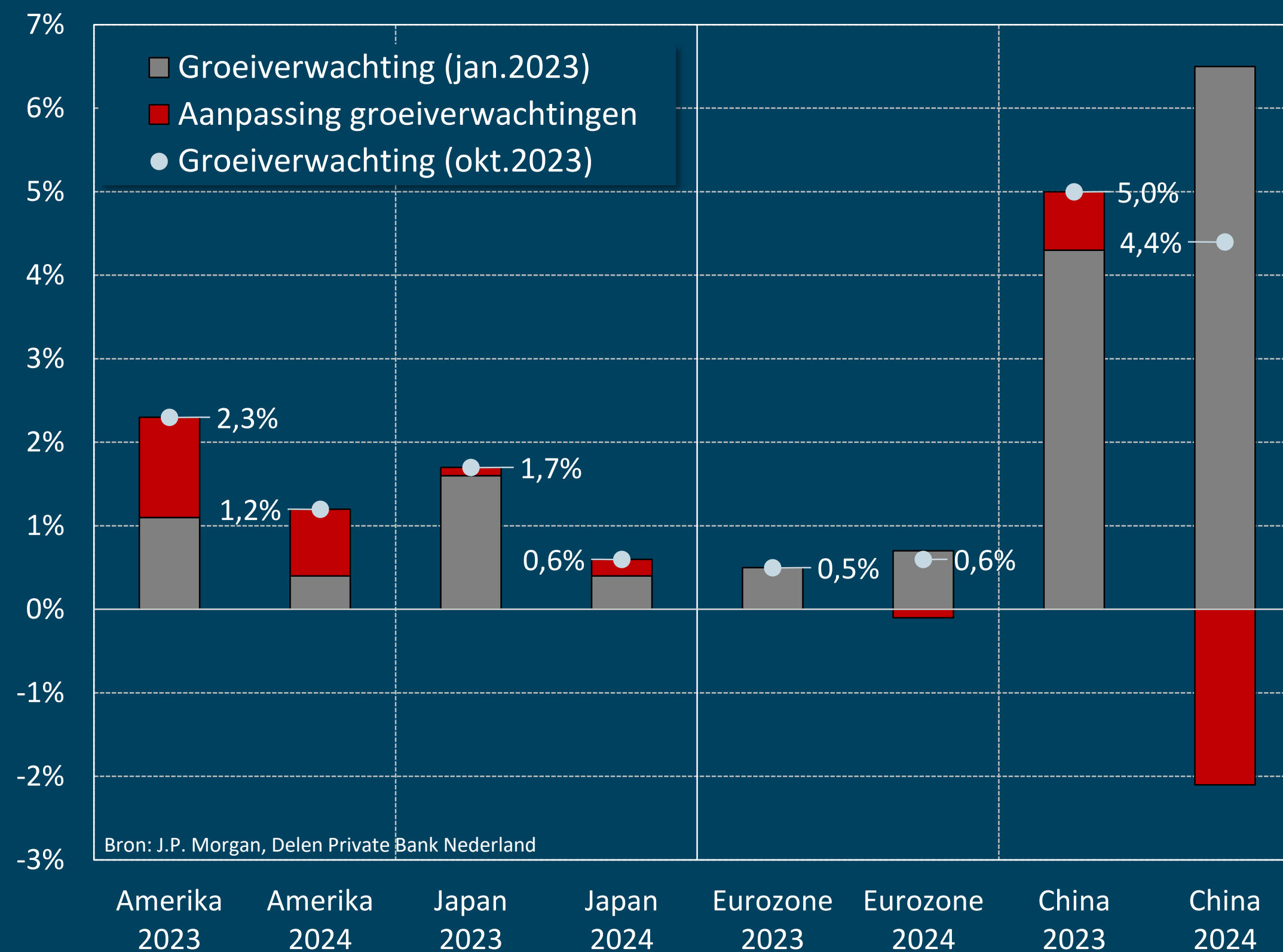


Executive summary

- De wereldwijde economische groei verrast positief in 2023, zeker in vergelijking met de sombere vooruitzichten aan het begin van het jaar. Wel neemt de divergentie tussen de regio's toe: in Amerika en Japan verbeteren de groeivooruitzichten, terwijl in de Eurozone en China het beeld somber blijft. De inflatie is inmiddels flink gedaald, maar de daling vertraagt wel.
- Vanwege de hardnekkig hoge kerninflatie blijven centrale banken streng. Zowel de Fed als de ECB benadrukten dat zij na een lange reeks renteverhogingen nu de beleidsrentes voor een langere tijd hoog willen houden. Voor de staatsobligatiemarkten, met name die in de VS, was deze 'higher for longer' boodschap een tegenvaller, waardoor kapitaalmarktrentes flink stegen.
- In het 3e kwartaal hebben we vastgehouden aan onze neutrale weging tussen aandelen en vastrentende waarden. Ondanks de rentestijging was de daling van wereldwijde aandelen in euro's gemeten beperkt, mede door de sterkere VS dollar. In 2023 realiseerden de verschillende beleggingsprofielen bovengemiddelde netto rendementen variërend van +2,1% tot +9,0%.
- De spaarrentes van de grootbanken blijven nog steeds flink achter bij de sterk gestegen geldmarktrentes. Gelet op de huidige risicopremies in de vastrentende en aandelenmarkten is het voor de lange termijn belegger aantrekkelijk om beschikbare liquiditeiten toe te voegen aan de beleggingsportefeuille.

Toenemende divergentie in de regionale groeivoorzichten

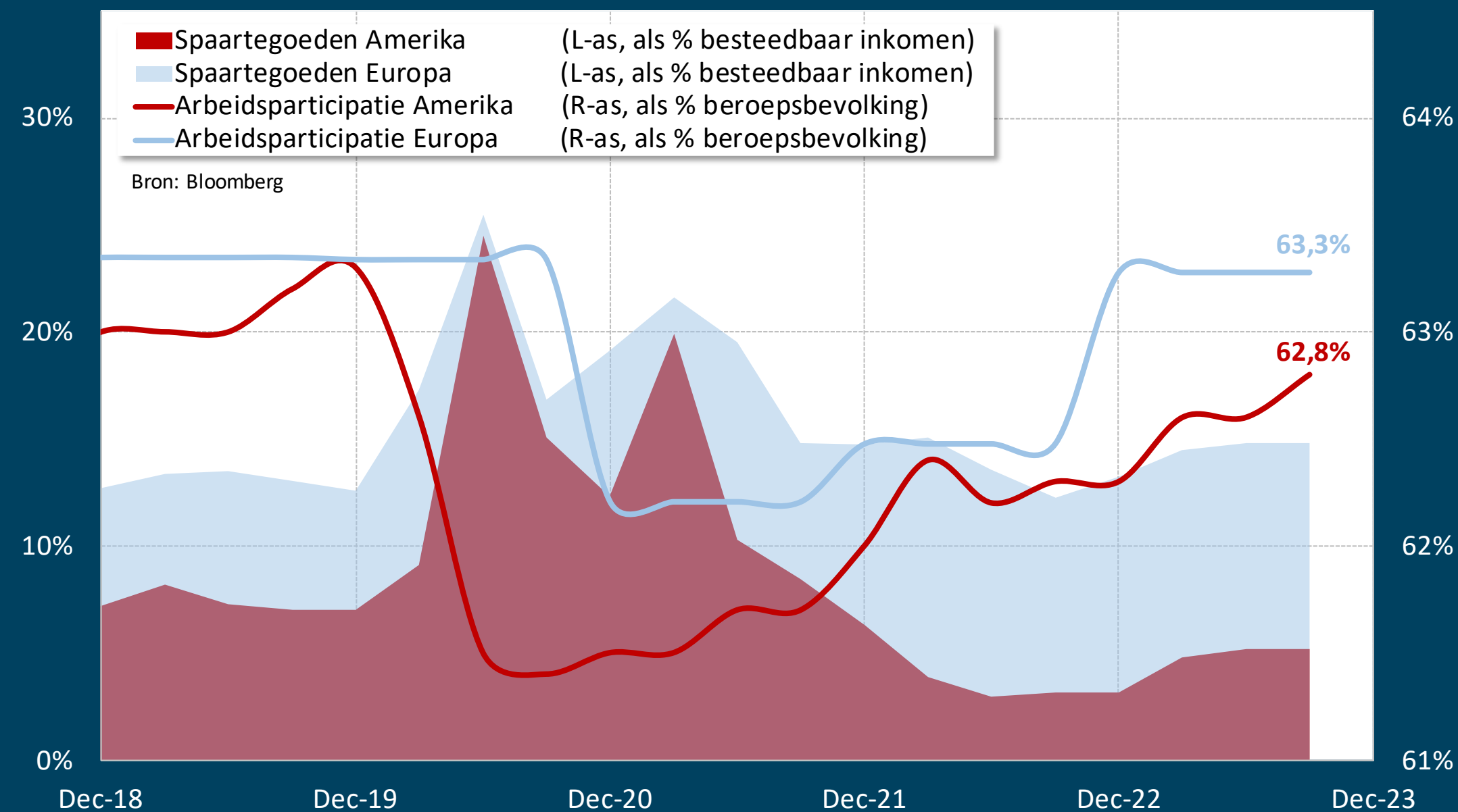
Amerika en Japan gunstiger dan Eurozone en China



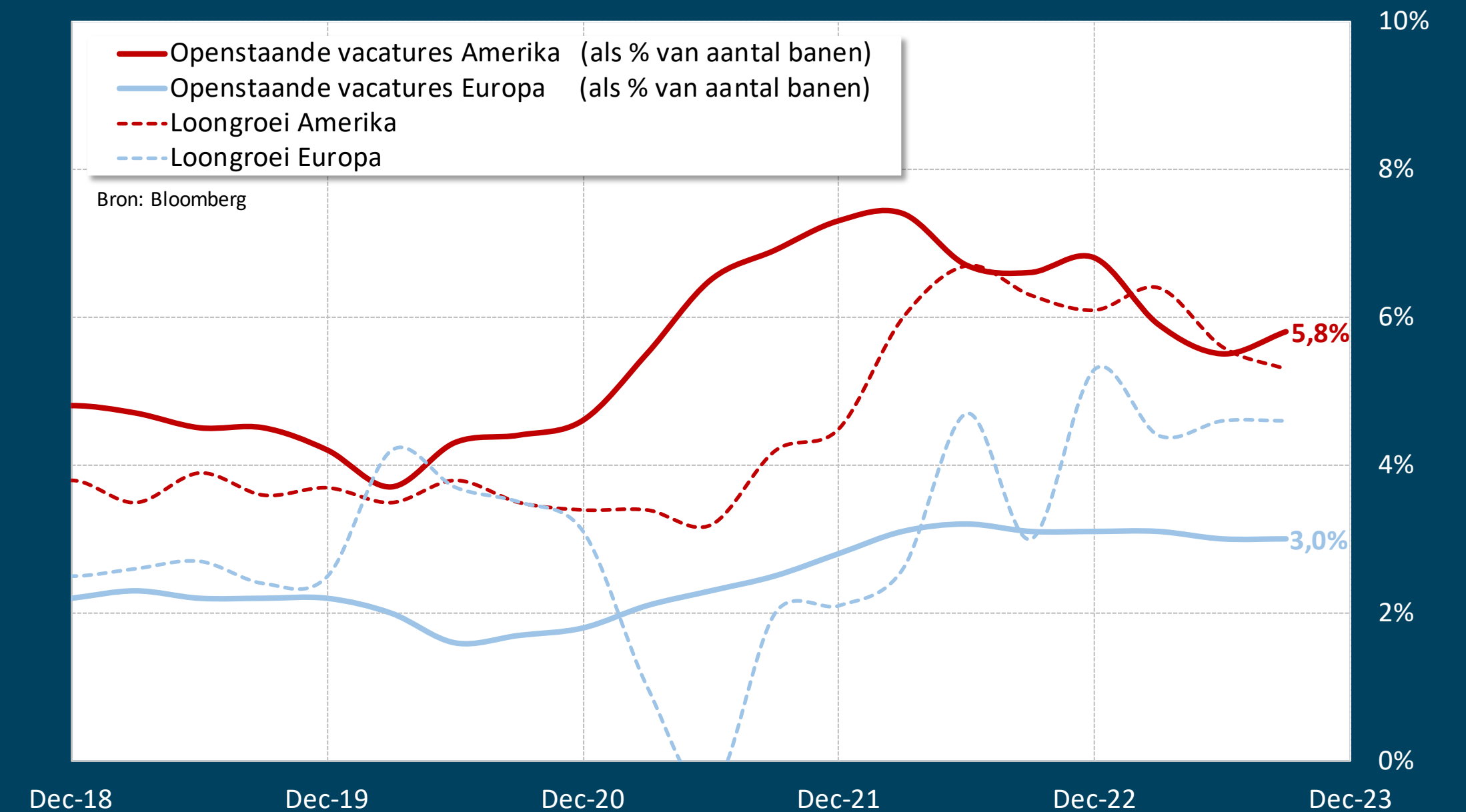
- In januari 2023 voorspelden economen weinig economische groei voor 2023 en 2024, zoals is weergegeven met de grijze staafjes. De snelle verhoging van de rentetarieven om de hoge inflatie te bestrijden remt immers de economische groei.
- Al in de eerste maanden van dit jaar werd duidelijk dat de consumentenbestedingen in Amerika meer stegen dan economen hadden verwacht. Dit kwam vooral door de aanhoudend lage werkloosheid en de flinke spaartegoeden.
- De rode staafjes geven aan hoe de economen van J.P. Morgan hun groeiverwachtingen dit jaar hebben aangepast. Voor China wordt nu iets meer groei verwacht in 2023 (5,0%) en minder groei in 2024 (6,5% → 4,4%) door de structurele problemen.
- Opvallend zijn de verschillen in regionale groeiverwachtingen: met Amerika en Japan gaat het wat beter dan met de Eurozone en China. De laatste twee regio's hebben last van tegenvallende economische groei. De regio Eurozone zit dicht bij een recessie.

Aanhoudend krappe arbeidsmarkt

Meer aanbod van arbeid door lagere spaartegoeden



Vraag naar arbeid is structureel hoog

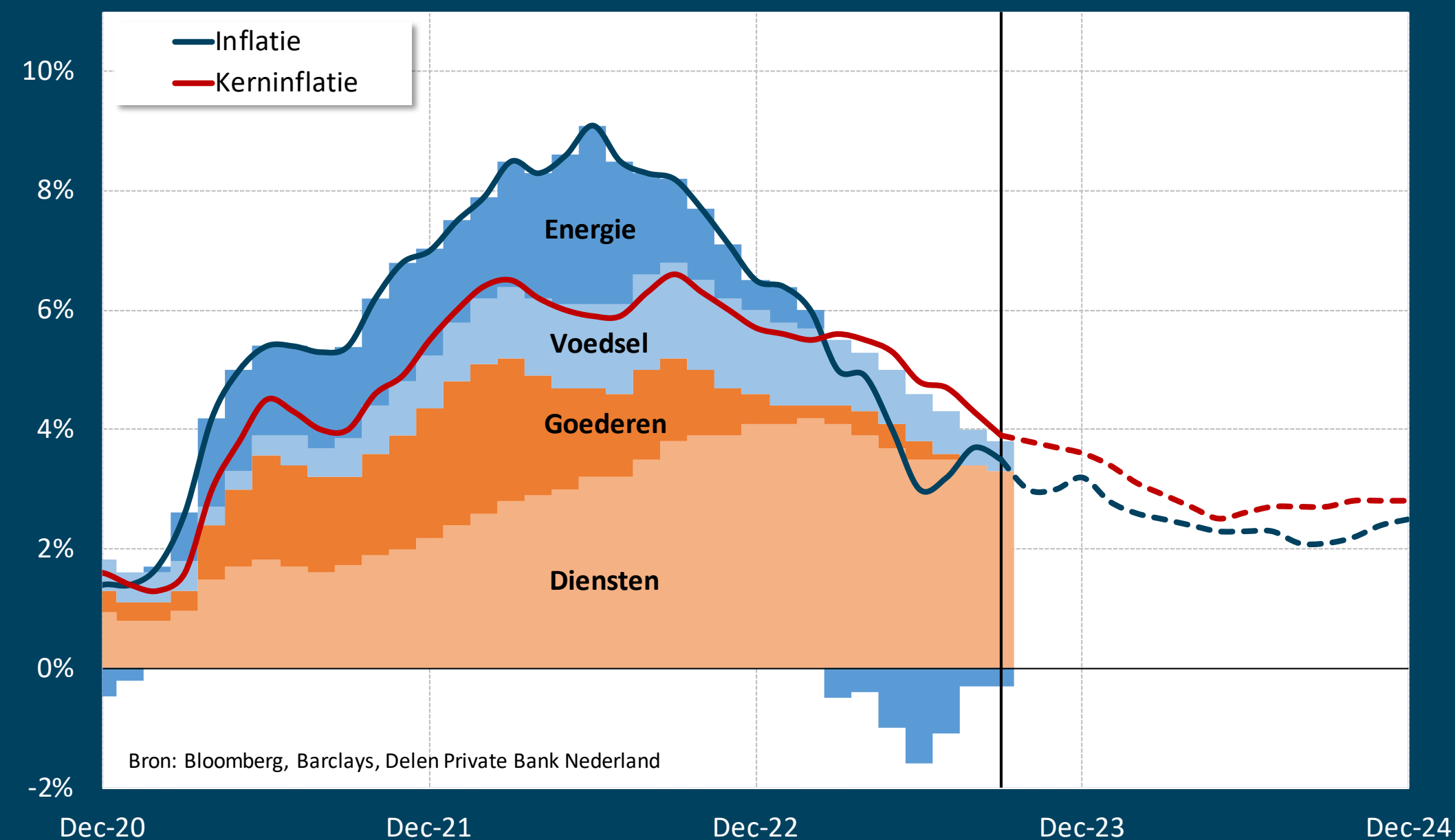


- o In Amerika zijn de hoge spaartegoeden die waren opgebouwd tijdens de coronacrisis inmiddels grotendeels aangewend voor consumptie en hierdoor zijn veel mensen noodgedwongen terug op de arbeidsmarkt gekomen.
- o Traditioneel sparen Europeanen veel. Ondanks de hoge inflatie zijn spaartegoeden toch op het gemiddelde niveau gebleven. Hierdoor is de arbeidsparticipatie sinds 2023 terug naar het niveau van voor de coronacrisis.

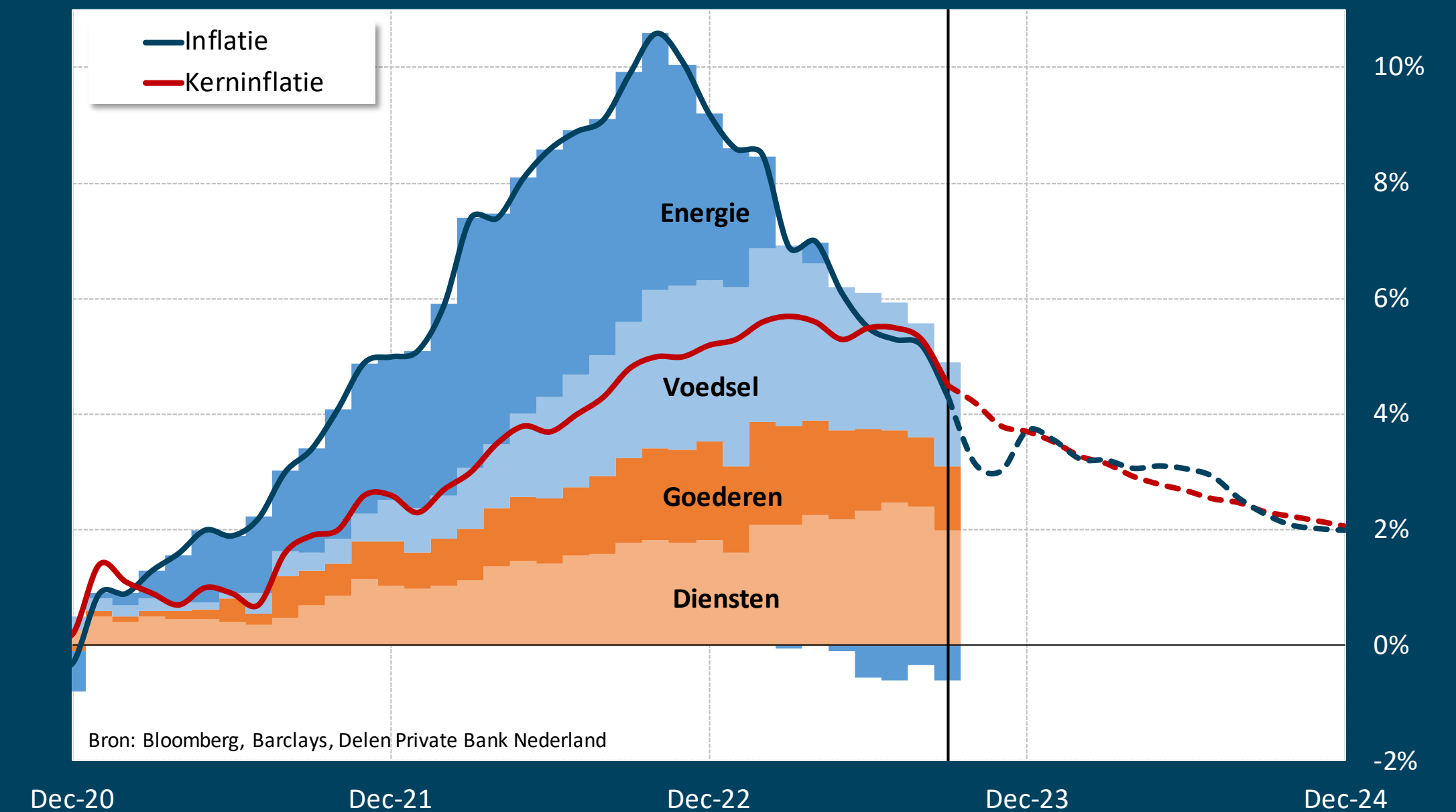
- o In zowel Amerika als Europa blijft het aantal openstaande vacatures relatief hoog, zeker in vergelijking tot de afgelopen decennia. Aanhoudende economische groei, met name in Amerika, leidt tot hoge banengroei.
- o Door een structureel tekort aan werknemers is er sinds 2022 sprake van hoge loongroei. Vooruitkijkend is voor een minder krappe arbeidsmarkt een afname van de vraag naar arbeid cruciaal.

De inflatie blijft dalen, maar minder snel

Amerika: vooral diensteninflatie



Eurozone: inflatie is wijdverspreid in de economie

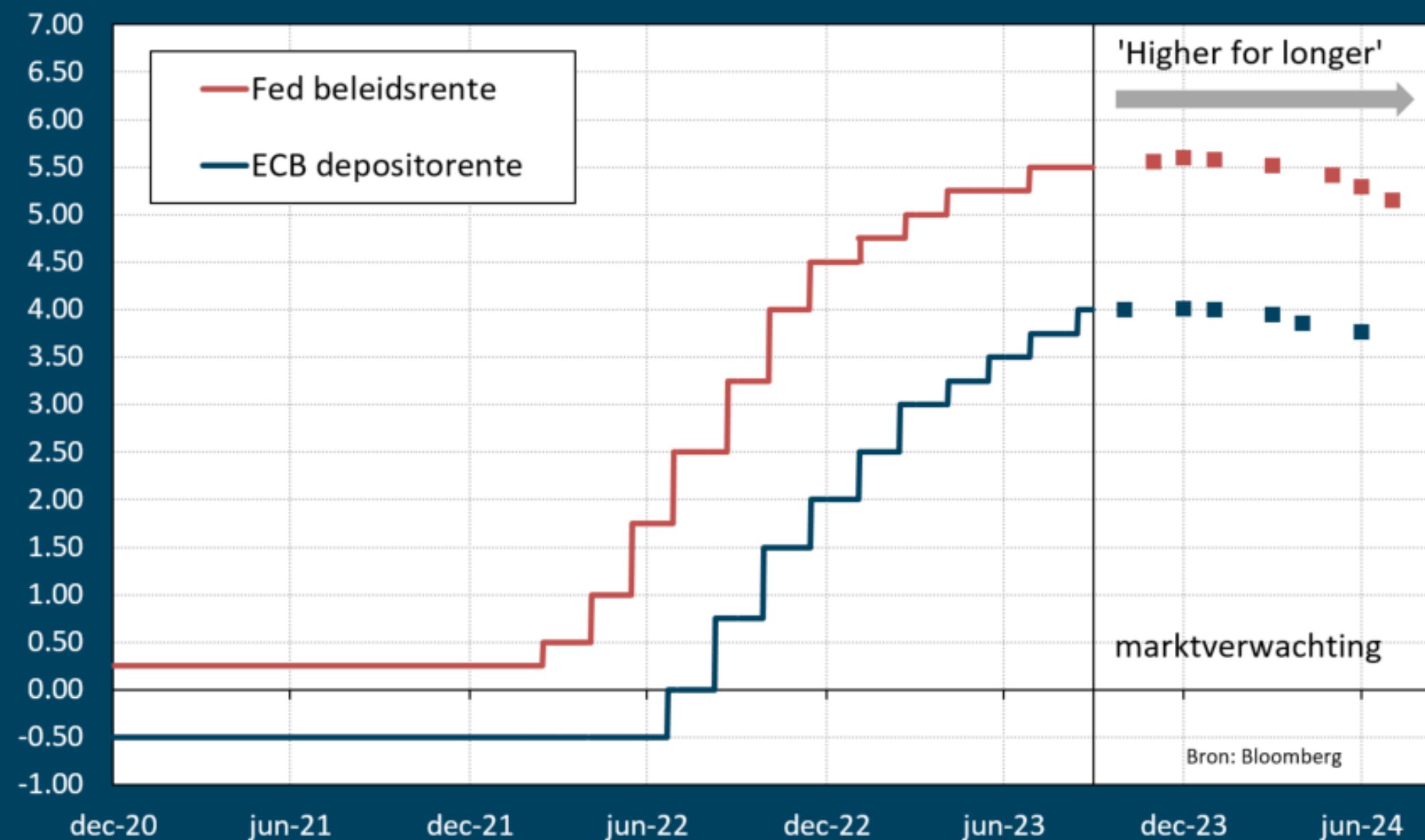


- In het 3^e kwartaal daalde de Amerikaanse inflatie naar 3,7%, waarbij de diensteninflatie nu ruim 90% aan de totale inflatie bijdraagt. Met name de huur- en vervoersprijzen laten een aanhoudende stijging zien.
- Vooruitkijkend oogt het pad terug naar 2% inflatie uitdagender en vooral trager. Hardnekkige diensteninflatie, hogere energieprijzen en een geleidelijke terugkeer van goedereninflatie vormen stevige tegenwind.

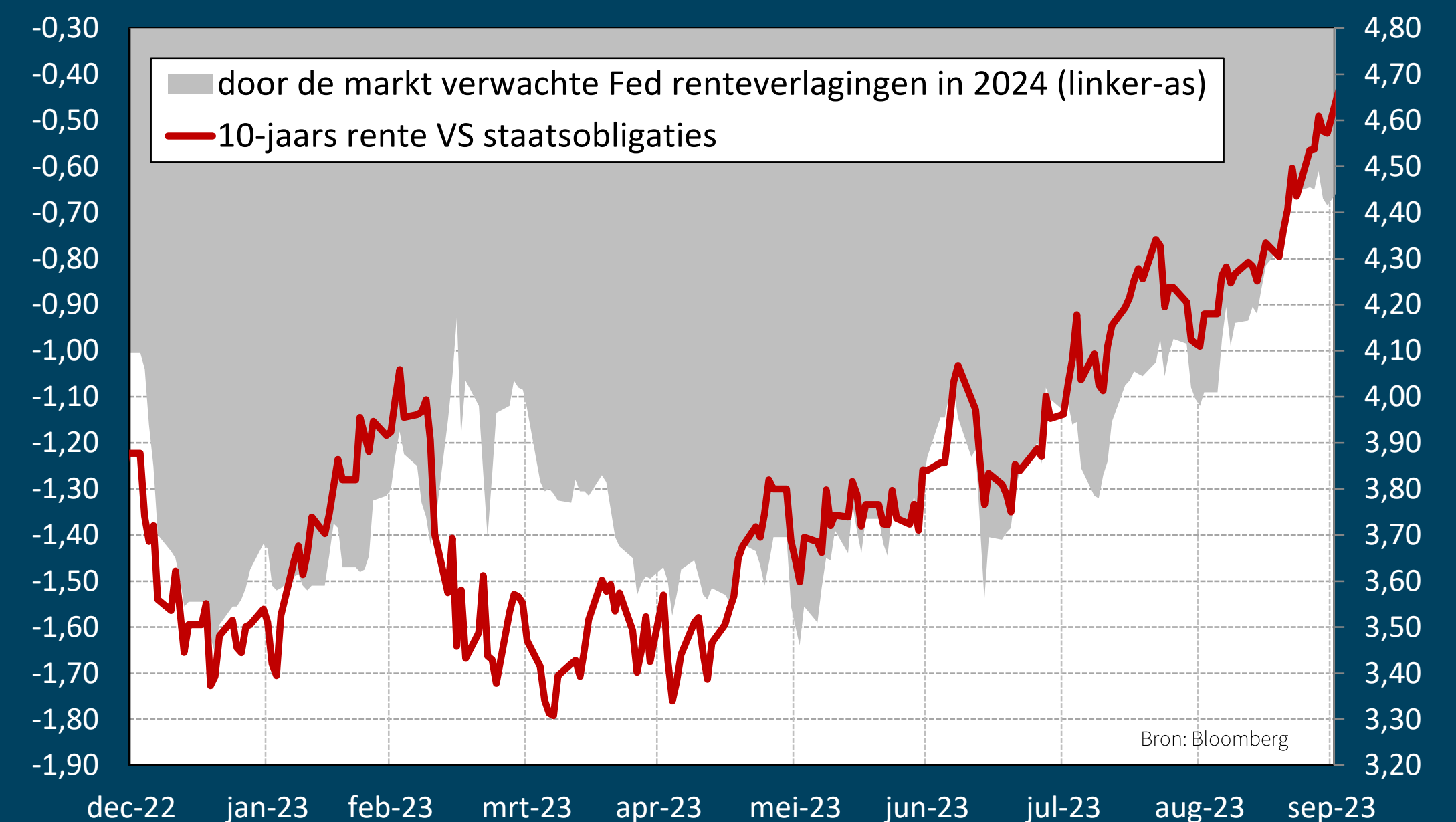
- In de Eurozone daalde de inflatie naar 4,3%, vooral door de vergelijking met de extreme energieprijsschok in het 3^e kwartaal 2022 (gunstig basiseffect). Tegelijkertijd zijn er hoge prijsstijgingen voor diensten, goederen en voedsel.
- De komende maanden is er nog sprake van gunstige basiseffecten van energie en heeft de recente olieprijsstijging vooralsnog beperkte impact. Ook de stagnerende economie begint de inflatie af te remmen.

Obligatiemarkten verrast door de vasthoudendheid van centrale banken

Na lange reeks renteverhogingen nu 'higher for longer'



Lange rente VS stijgt door 'higher for longer' beleid

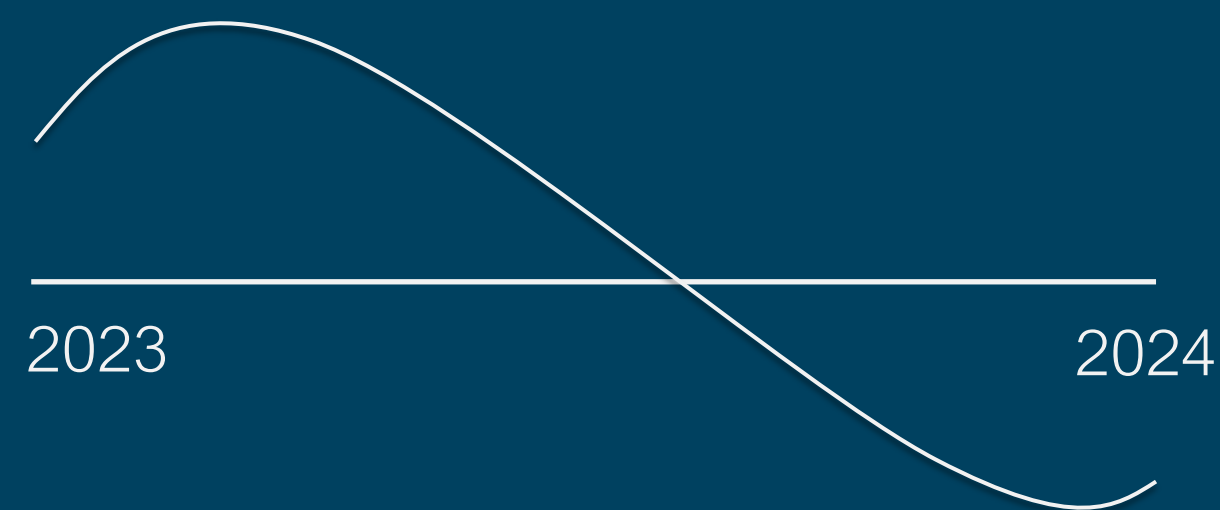


- o De Fed en de ECB zijn na een lange reeks renteverhogingen nu in een volgende fase aanbeland. Hoewel verdere renteverhogingen niet zijn uitgesloten ligt de nadruk nu vooral op het handhaven van de huidige restrictieve renteniveaus.
- o Centrale banken wijzen er op dat de daling van de inflatie tegenvalt en dat zij daarom hun beleidsrentes voor een langere tijd hoog zullen houden. Zowel in de VS als Europa zijn renteverlagingen voorlopig nog niet aan de orde.

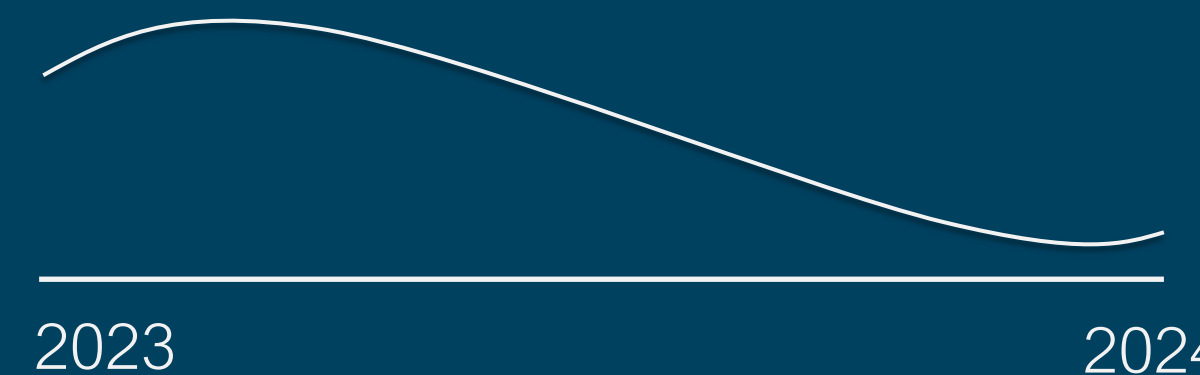
- o De 'higher for longer' boodschap van de Fed had een grote impact op de obligatiemarkt. Vooral toen bleek dat de Fed-leden hun verwachtingen voor renteverlagingen in 2024 hadden aangepast van -1,0% naar -0,5%.
- o Veel beleggers moesten hun optimistische visie op het toekomstige Fed-beleid aanpassen, waardoor de lange rente in de VS sterk opliep. Ook zorgen over de zwakkere overheidsfinanciën in de VS droegen hieraan bij.

Economische scenario's voor de komende 12 maanden

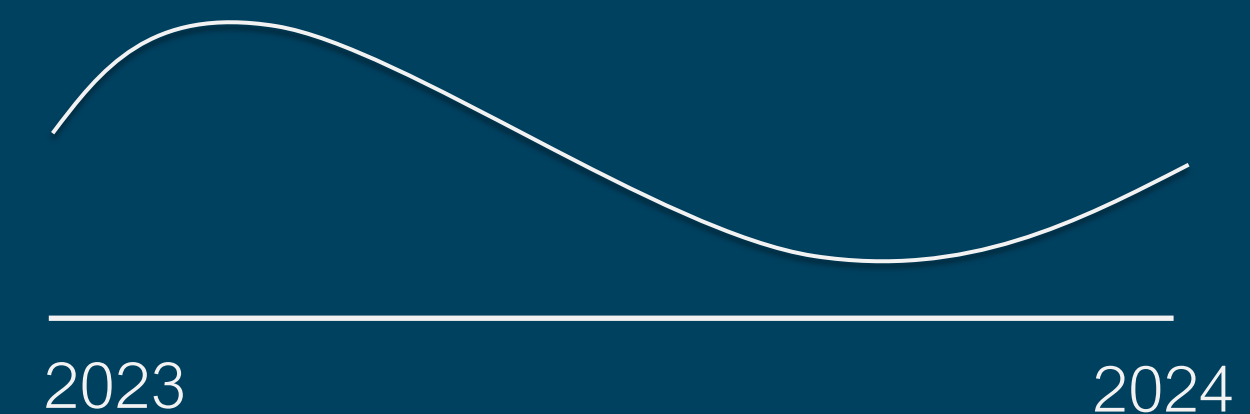
(Mild) Recession



Soft Landing



Mid-cycle slowdown



Kansen:

25%

50%

25%

Sectoren:

industriële sector

dienstensector

Regio's:

Eurozone

China

Japan

Amerika

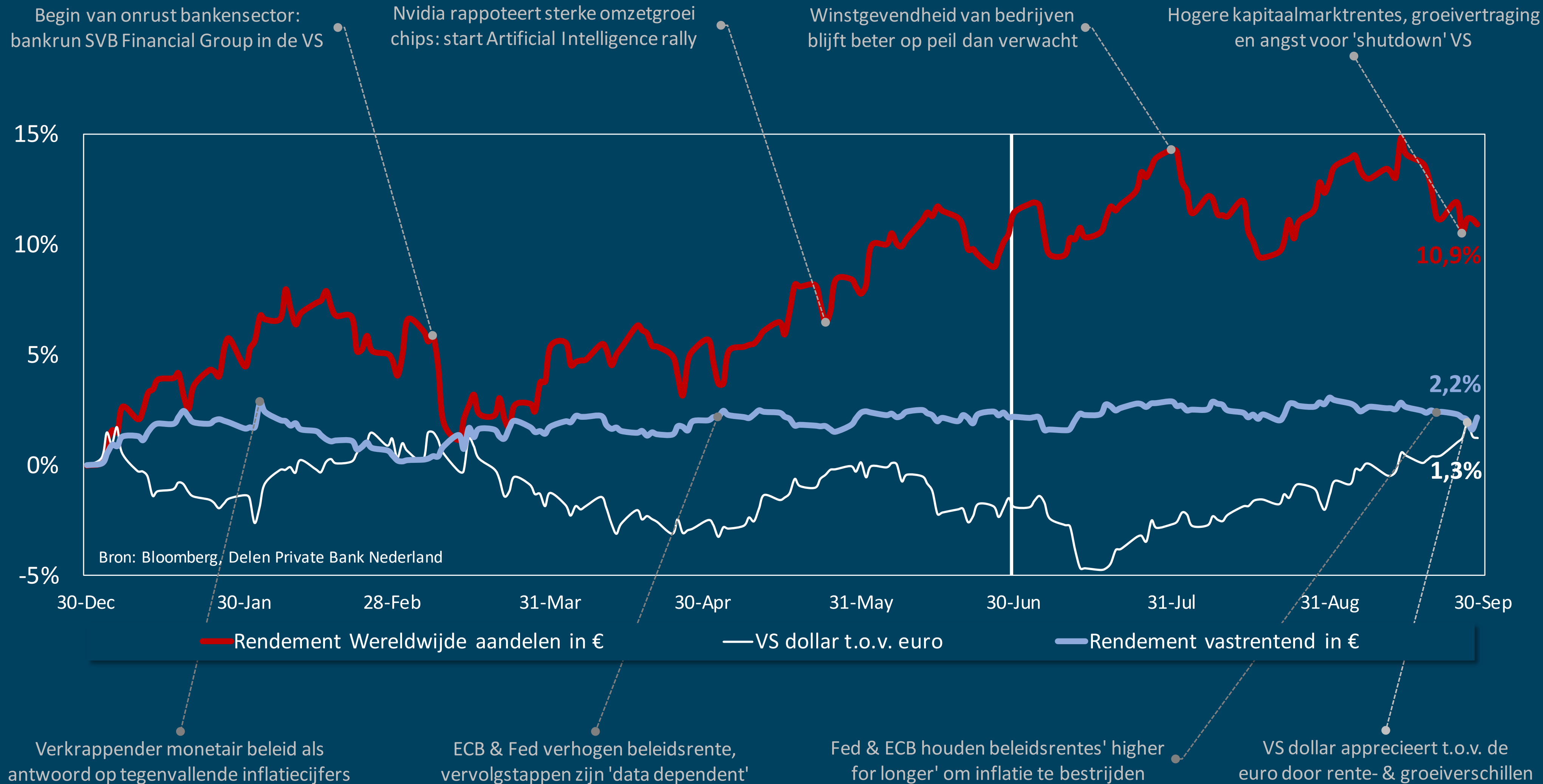
Risico's:

Hardnekkige inflatie (grondstoffen of lonen)
Vertraagde werking monetair beleid

Komende 12 maanden?

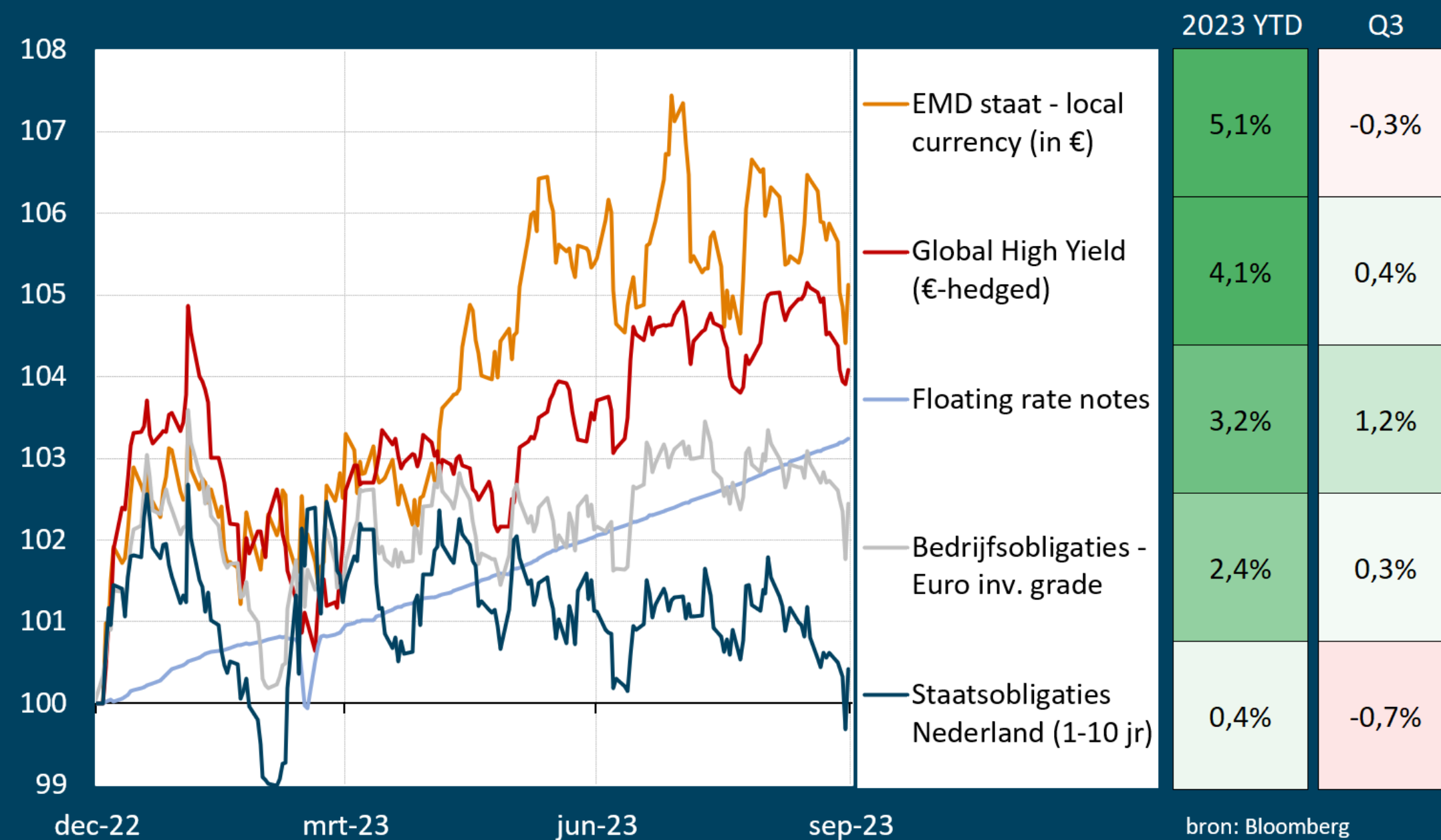
Herstel in de industriële sector
Stimulerend overheidsbeleid (energietransitie & defensie)

Hogere kapitaalmarktrentes en sterke VS dollar in het 3^e kwartaal



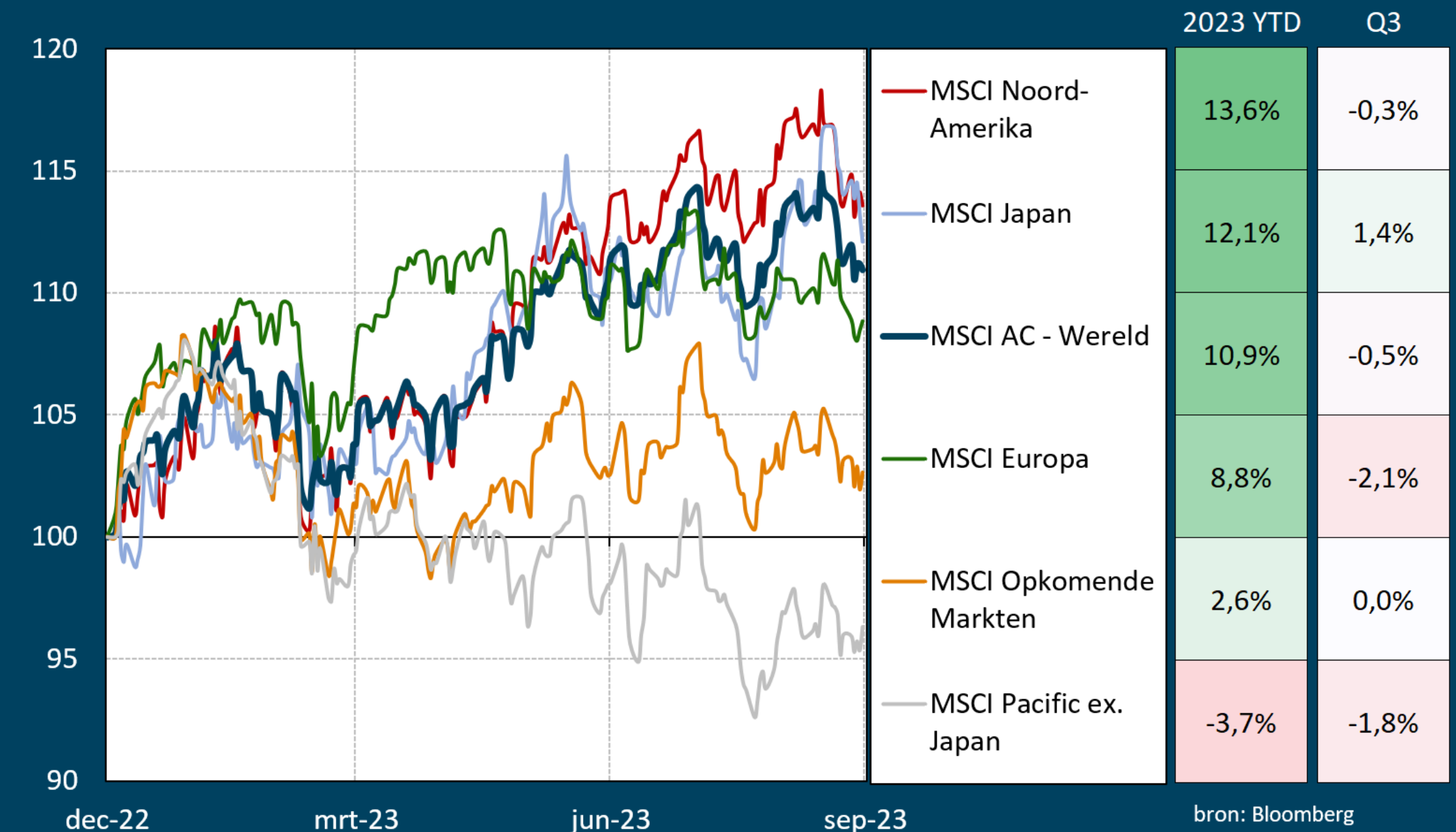
Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten in 2023

Grote rendementsverschillen op obligatiemarkten in 2023



- Obligatiemarkten lieten een gemengd beeld zien in het derde kwartaal. Staatsobligaties presteerden zwak en lieten een negatief resultaat zien vooral als gevolg van de flinke stijging van de kapitaalmarktrente in september.
- Bedrijfsobligaties hadden last van de rentestijging maar behaalden per saldo toch een licht positief resultaat. Floating Rate Notes profiteerden juist van de rentestijging en waren een positieve uitzondering met een resultaat van +1,2%.

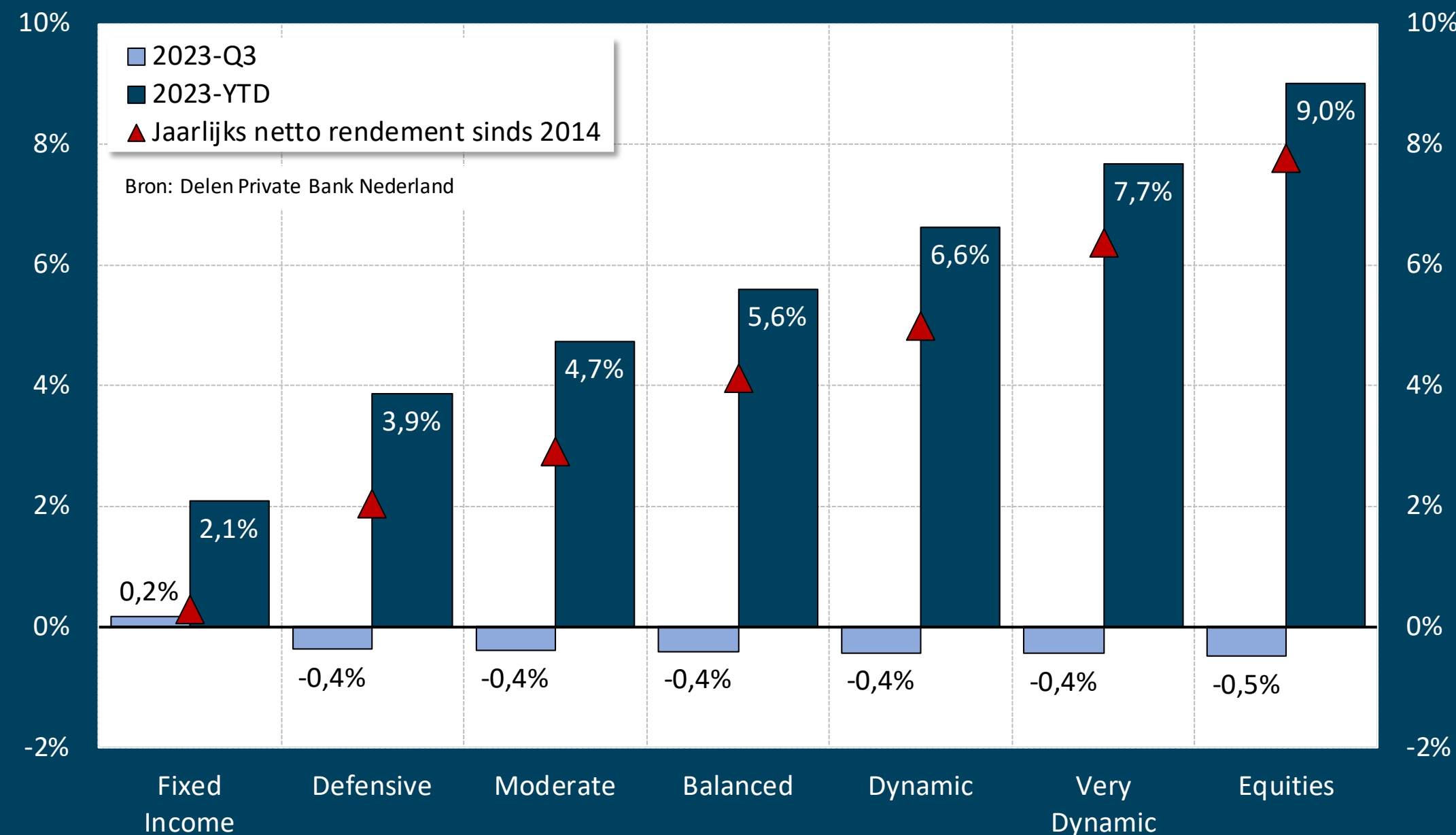
Flinke regionale verschillen op aandelenmarkten in 2023



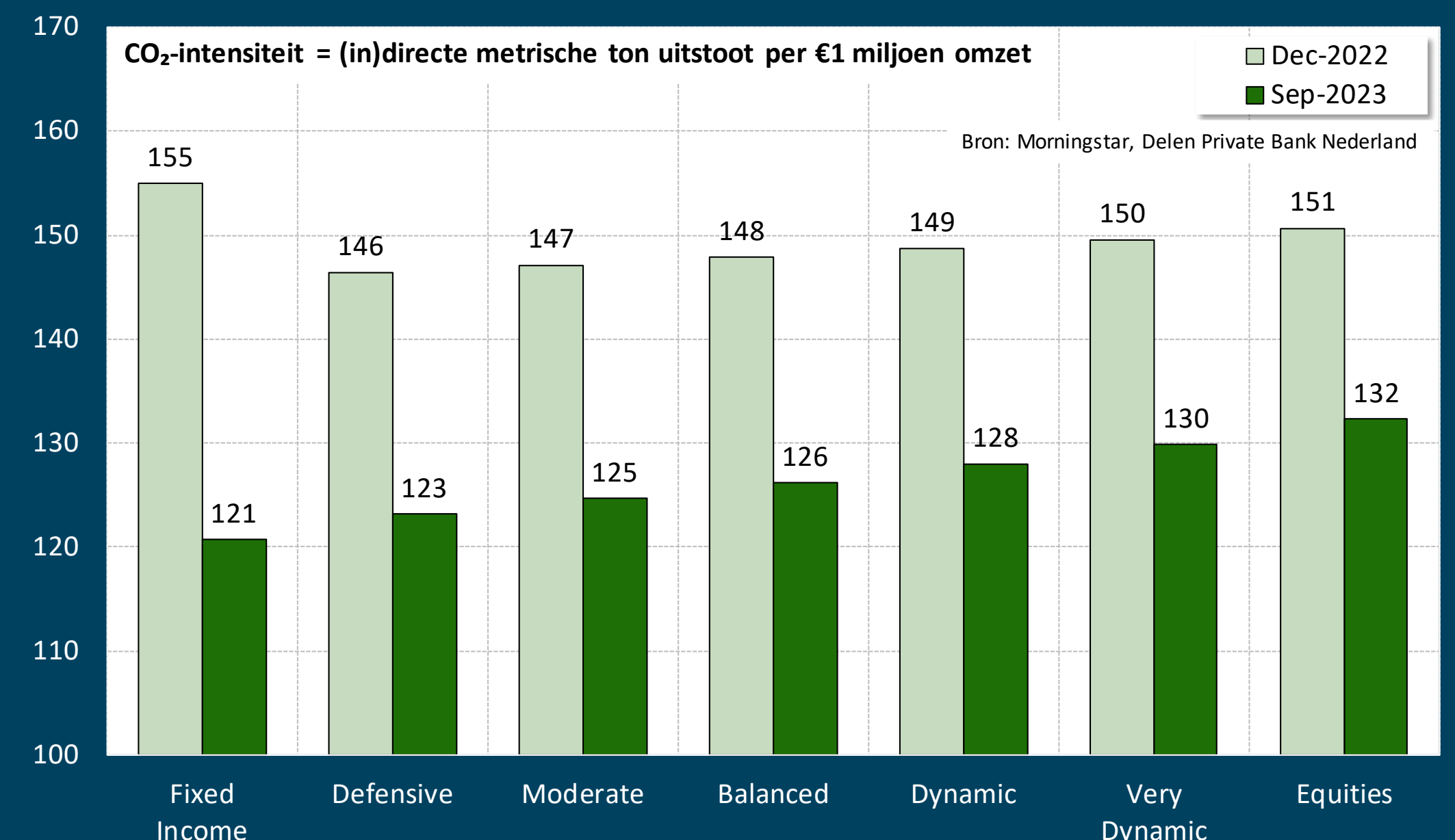
- De eerder besproken verschillen in regionale economische groei zijn dit jaar goed zichtbaar in de rendementen. Amerika en Japan zijn de beste regio's, terwijl Europa en landen die afhankelijk zijn van China achterbleven.
- De omzet- en winstcijfers over het 2e kwartaal waren duidelijk beter dan de sombere verwachtingen van analisten. Toch stegen de aandelenkoersen niet omdat de wereldwijde rentestijging een belemmering was voor aandelen.

Bovengemiddelde rendementen voor ONE portefeuilles in 2023

Netto rendementen beleggingsprofielen



CO₂-intensiteit is significant gedaald in 2023

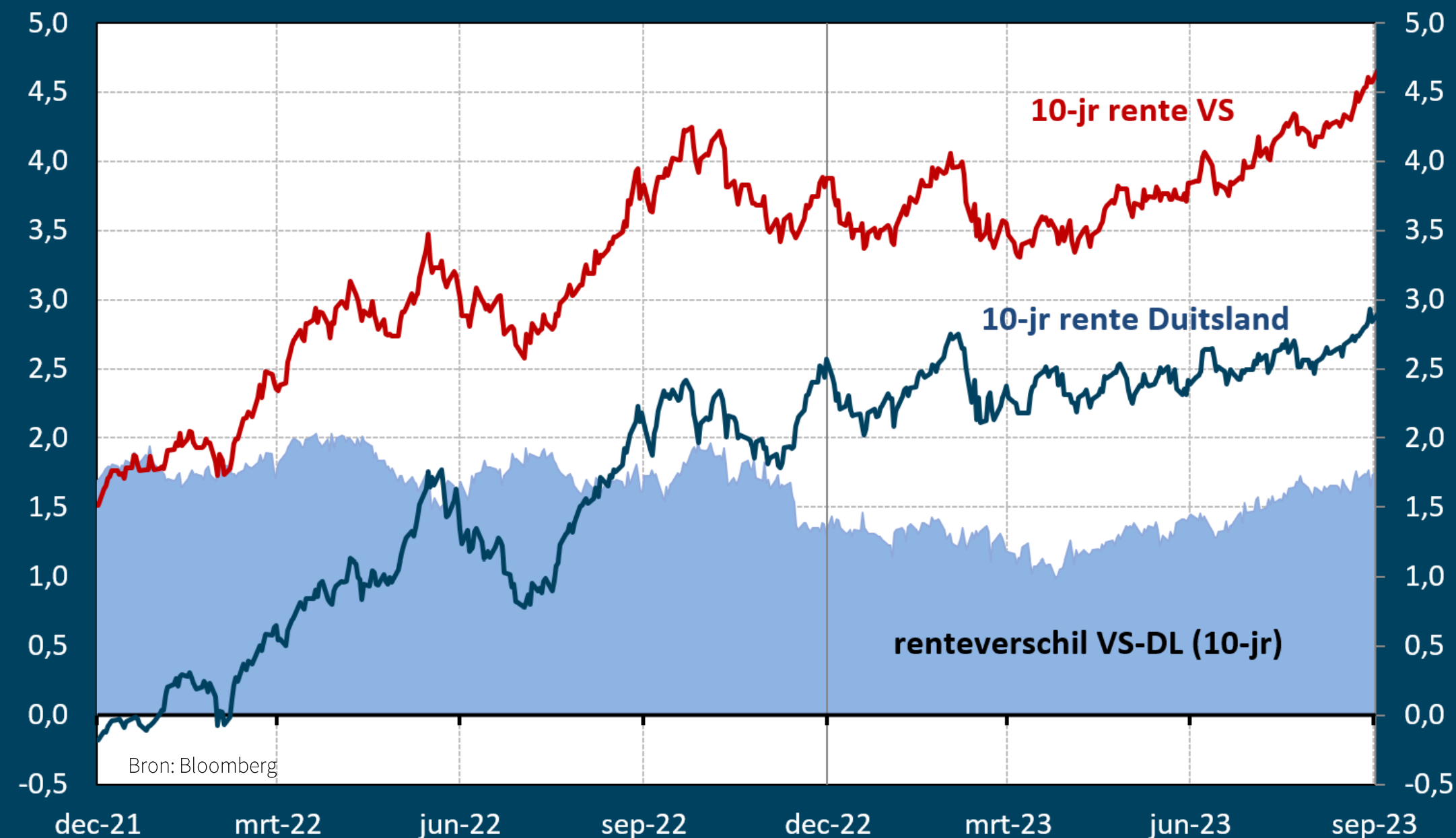


- In 2023 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van +2,1% tot +9,0%. Meevallende economische groei en bedrijfsresultaten vormden samen met optimisme over kunstmatige intelligentie (AI) dit jaar een rugwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd van +0,3% tot +7,8% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

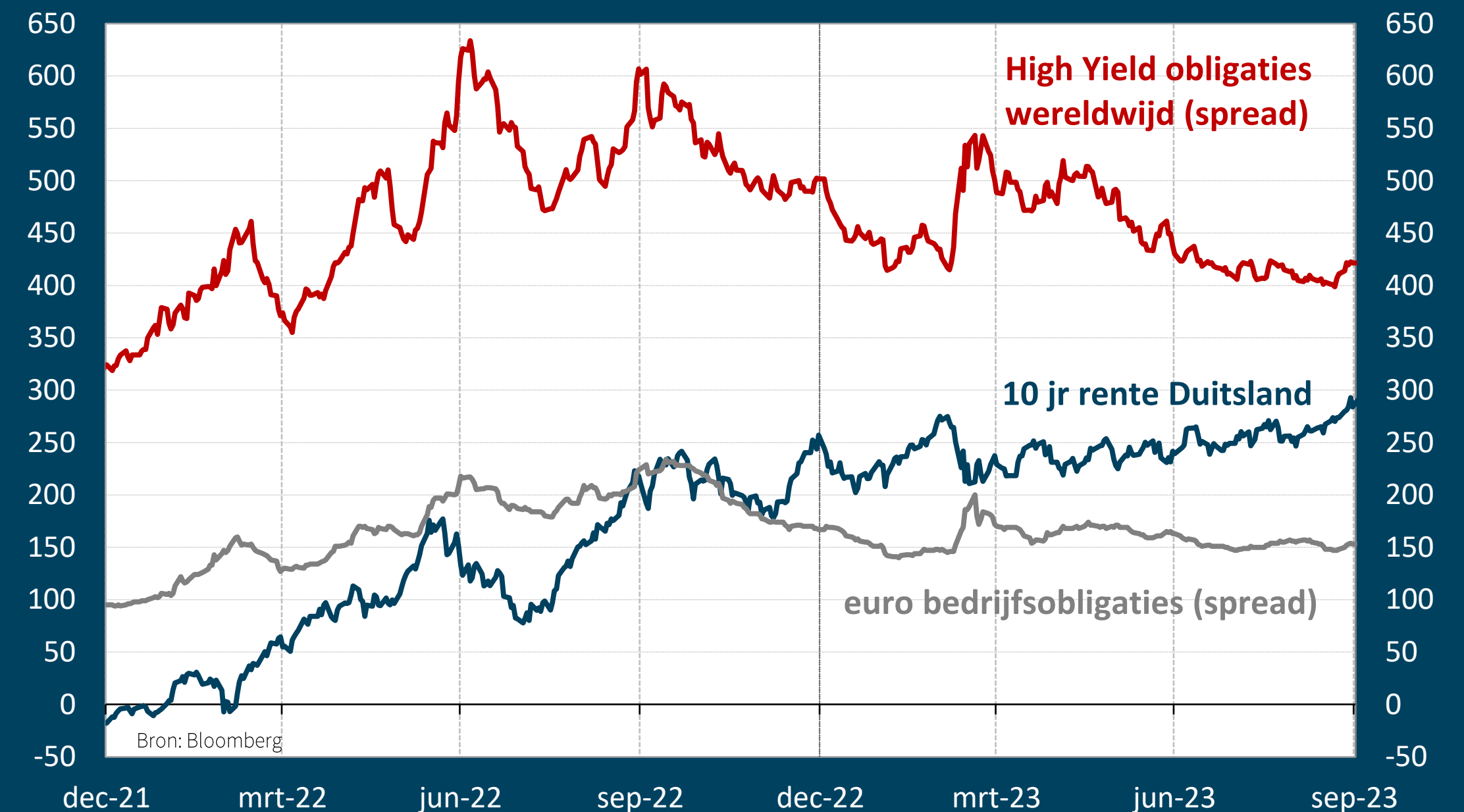
- Een lange termijn beleggingshorizon gaat hand-in-hand met duurzaam beleggen. Hierbij is het reduceren van CO₂-uitstoot een belangrijke pijler voor het toekomstperspectief van zowel het klimaat als het milieu.
- In 2023 is de directe en indirecte CO₂-uitstoot fors gedaald, als gevolg van het stringente selectieproces waarin externe managers periodiek ook op duurzaamheidsrendement worden getoetst.

Staatsobligaties onder druk door oplopende kapitaalmarktrente

Europese kapitaalmarktrente volgt de rentestijging in VS



Daling risicopremies bedrijfsobligaties en High Yield

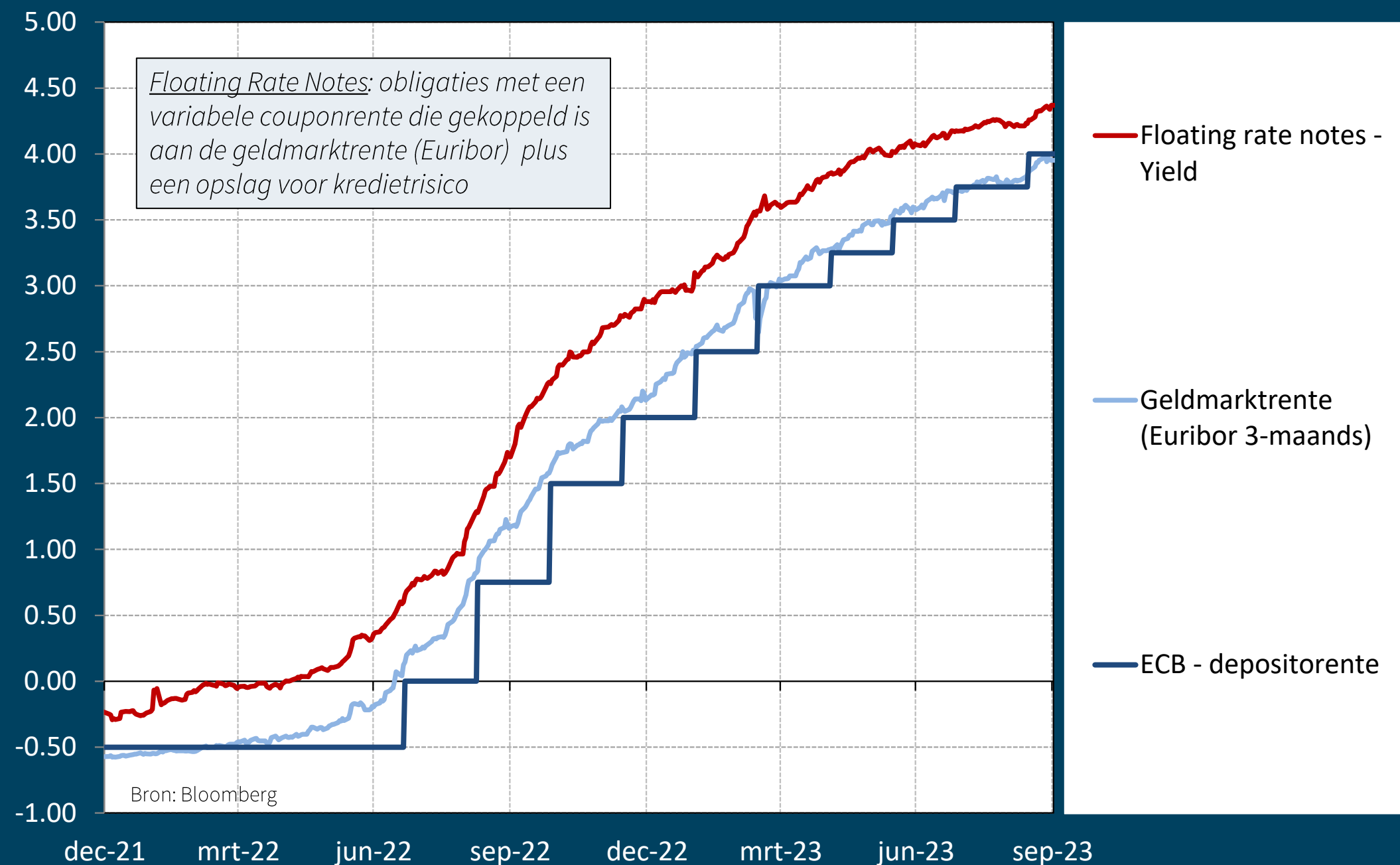


- o De sterke rentestijging in de VS had ook een negatieve invloed op de Europese obligatiemarkten. De Duitse 10-jaars rente, die tot augustus in een nauwe bandbreedte had bewogen, steeg flink in september en bereikte bijna de 3%.
- o Door de rentestijging boekten staatsobligaties negatieve resultaten in Q3. Omdat de rentestijging in de VS sterker was dan in Europa, steeg het renteververschil tussen de VS en Europa. Hierdoor steeg de VS dollar in waarde.

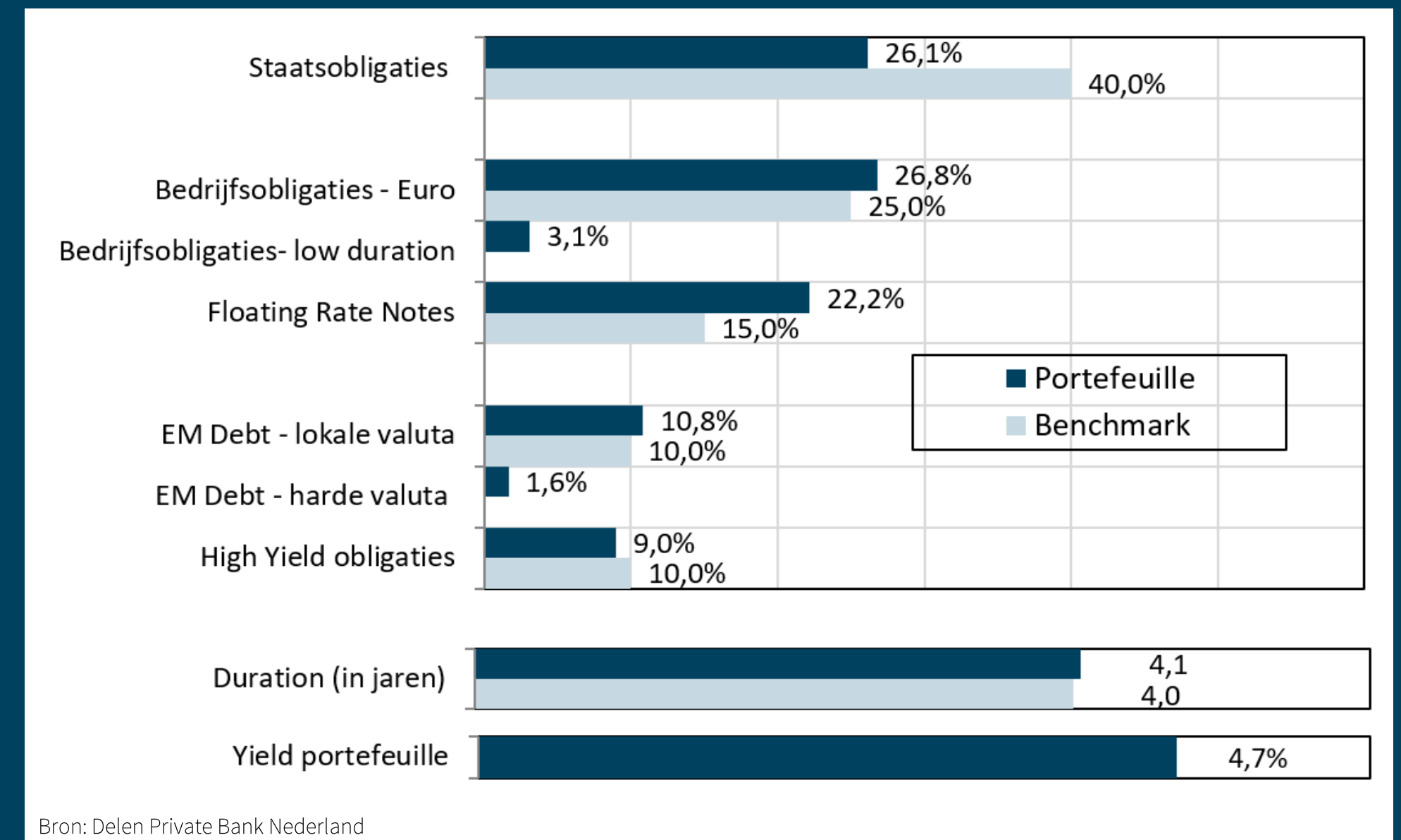
- o Terwijl staatsobligaties het zwaar hadden door de flinke rentestijging, bleef het sentiment op de 'credit' markten relatief gunstig. De risicopremies (spreads) van zowel bedrijfsobligaties als High Yield daalden licht in Q3.
- o De 'credit' markten werden ondersteund door meevallende winstcijfers van bedrijven. Dankzij de daling van risicopremies lieten deze markten ondanks de rentestijging toch nog licht positieve resultaten zien.

Obligatieportefeuille: focus op Floating Rate Notes en bedrijfsobligaties

Floating Rate Notes aantrekkelijk in huidige rente-omgeving



Vastrentende portefeuille: positionering vs benchmark

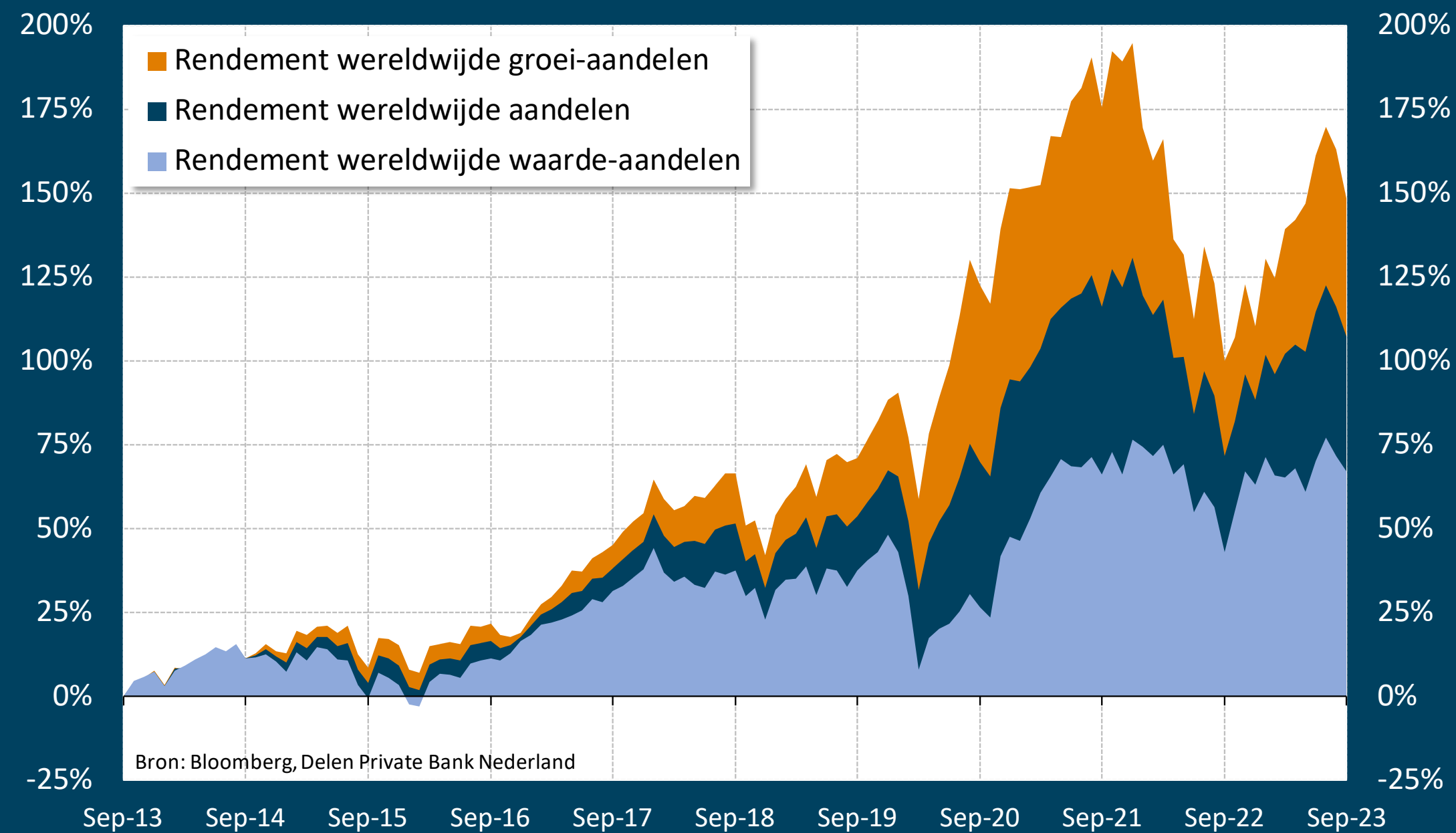


- In de huidige rente-omgeving hebben we in de portefeuille een voorkeur voor Floating Rate Notes (FRN's). Door de verdere renteverhogingen van de ECB is de variabele rentevergoeding van FRN's inmiddels opgelopen naar 4,3%.
- Naast de aantrekkelijke rentevergoeding vinden we FRN's vooral interessant vanwege de lage duration, waardoor de koers niet gevoelig is voor een rentestijging. Hierdoor hebben FRN's een bufferfunctie in de obligatieportefeuille.

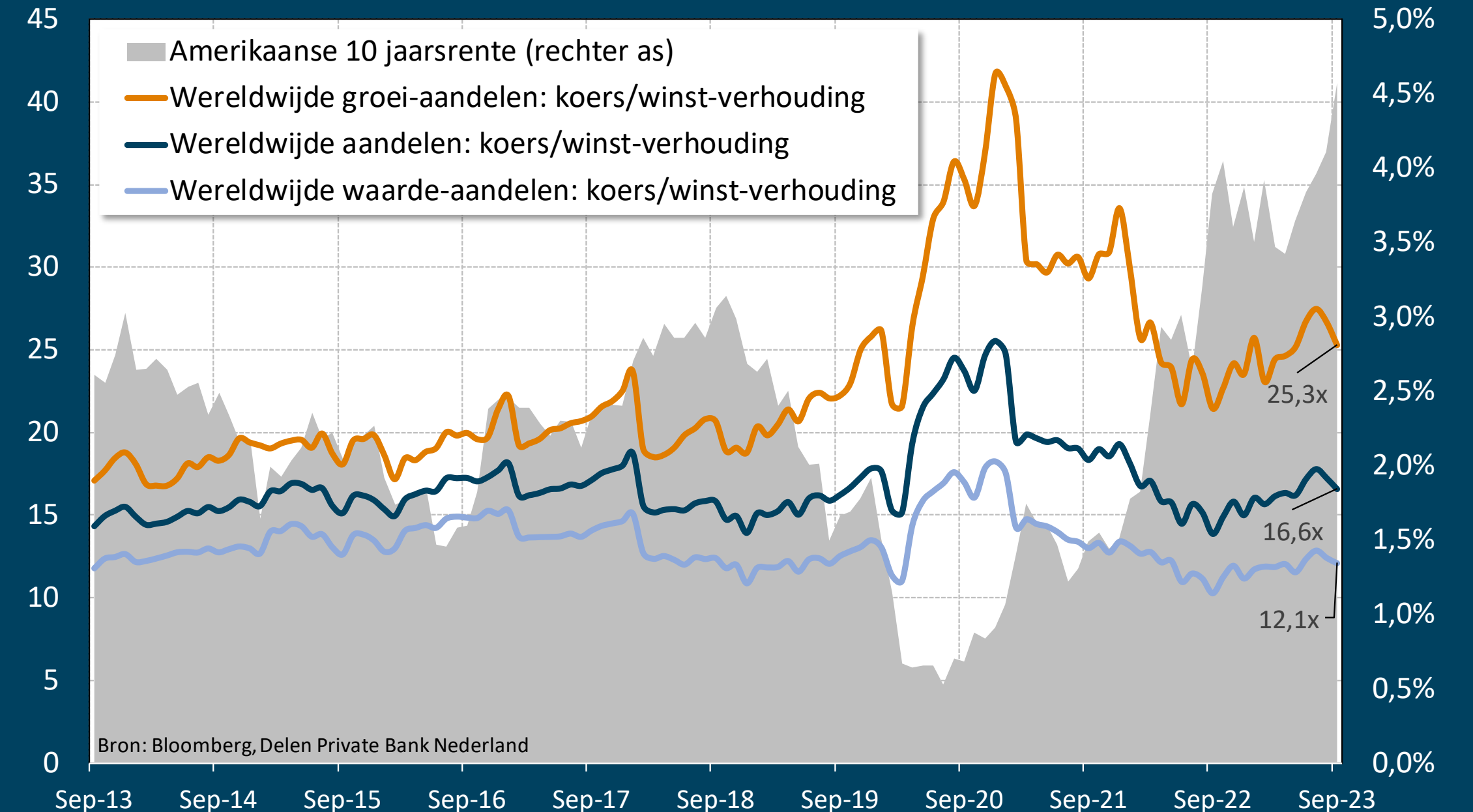
- In het derde kwartaal hebben we, gelet op de stijging van de kapitaalmarktrente, het belang in staatsobligaties licht verhoogd. Toch handhaven we in de portefeuille onze voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties.
- In de hoogrentende markten hebben we een voorkeur voor EM obligaties (lokale valuta) boven High Yield. Wij verwachten dat centrale banken in EM landen eerder hun rentes zullen verlagen dan westerse centrale banken.

Grote verschillen tussen groeiaandelen en waarde-aandelen

Mooie rendementen voor wereldwijde aandelen



Renteontwikkeling beïnvloedt sterk de waarderingen

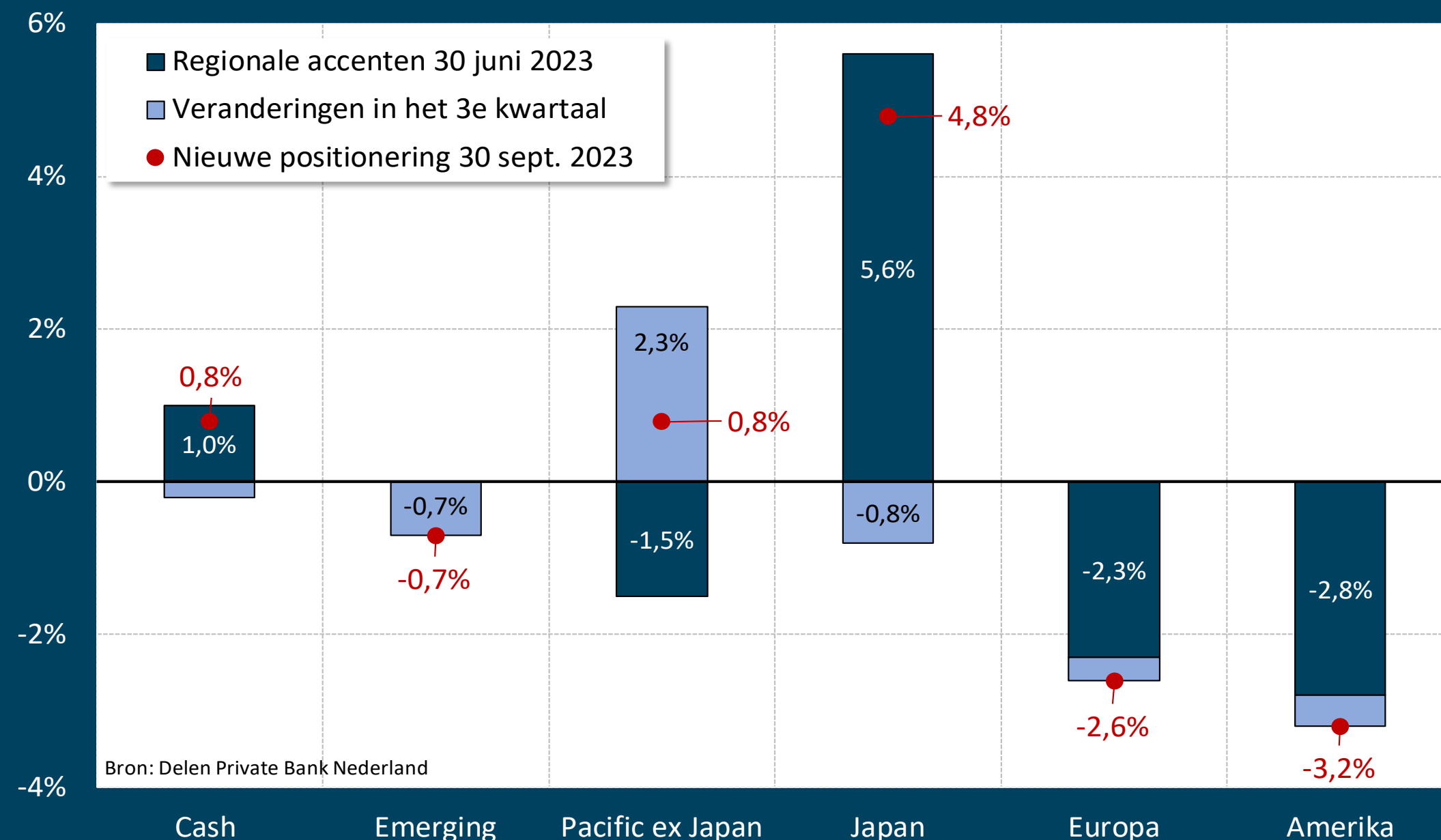


- o De afgelopen 10 jaar was een onrustige beleggingsperiode en toch hebben wereldwijde aandelen mooie rendementen behaald door de aanhoudende economische groei en de toenemende winstgevendheid van beursbedrijven.
- o In de grafiek is te zien dat groeiaandelen het duidelijk beter deden dan waarde-aandelen over deze periode. Groeiaandelen profiteerden van veel sterkere winstgroei, hogere winstmarges en hogere koerswinst-verhoudingen.

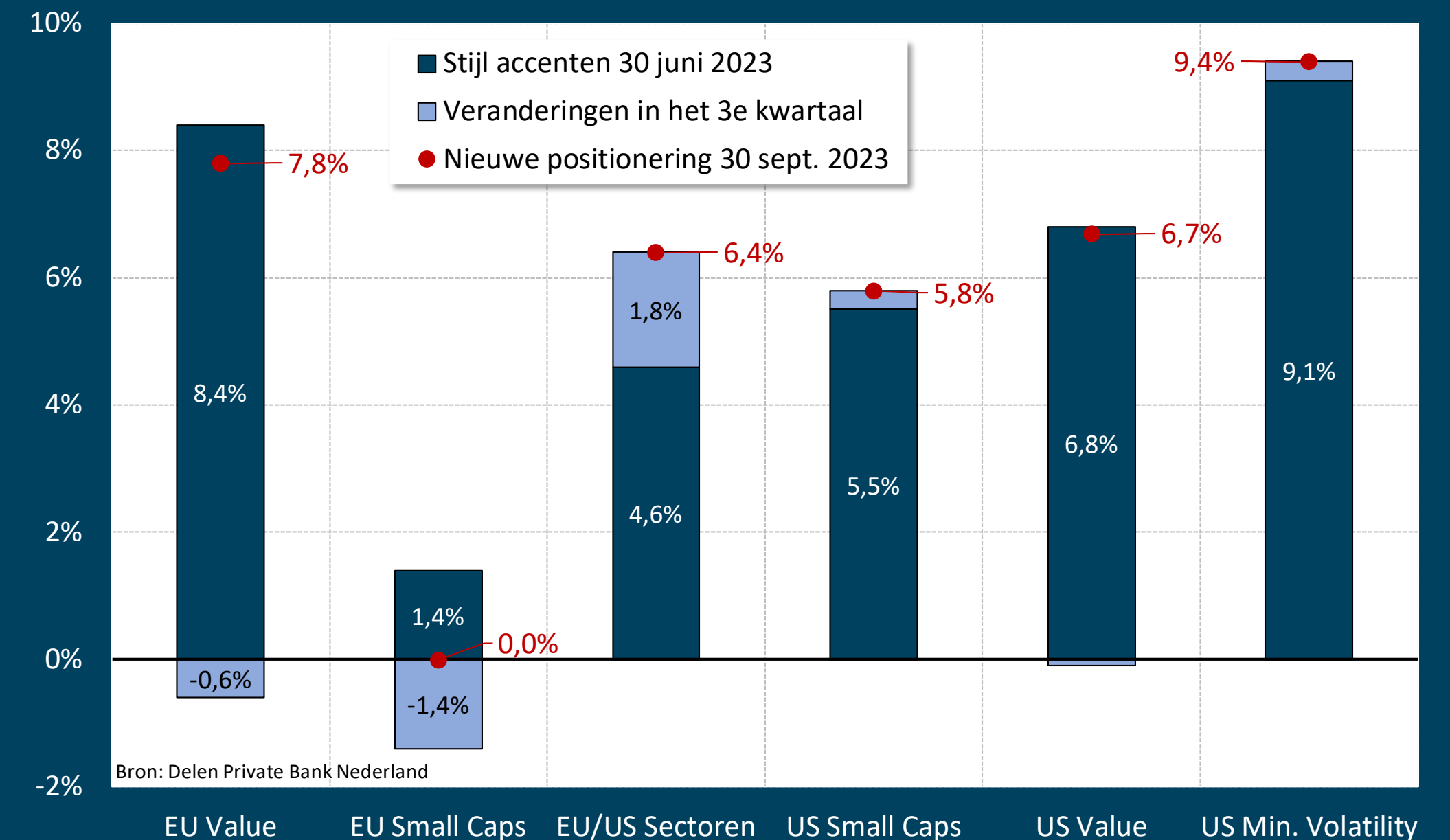
- o Hogere koerswinstverhoudingen ontstonden door de rentedaling tot sept. 2020. Groeiaandelen met langjarige winststromen profiteerden het meeste van de langdurige rentedaling. Nu de VS rente stijgt, dalen de koerswinstverhoudingen.
- o De kern van de aandelenportefeuille wordt belegd in kwaliteitsaandelen en dat zijn voor een groot deel groeiaandelen. Vanwege de grote verschillen in waarderingen hebben we ook waarde-aandelen aan de portefeuille toegevoegd.

Voorkeur voor Aziatische markten en minder dure beleggingsstijlen

Regio-allocatie beleid in het 3e kwartaal



Stijl-allocatie beleid in het 3e kwartaal



- o Met het regio-allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de MSCI AC wereldindex. We hebben nu een voorkeur voor de Aziatische aandelenmarkten ten koste van Amerika en Europa.
- o In het derde kwartaal zijn de beleggingen in Pacific ex-Japan (Australië, Hong Kong en Singapore) uitgebreid. De andere regionale veranderingen werden veroorzaakt door de flinke instroom van nieuw geld in de portefeuille.

- o Met de stijl-allocatie kiezen we voor beleggingsstijlen die op langere termijn een bewezen risicopremie opleveren t.o.v. de aandelenmarkten. Zoals de stabielere (Min. Vol.), goedkopere (Value) aandelen en kleine bedrijven (Small).
- o In het derde kwartaal hebben we de European Small Caps volledig verkocht vanwege de minder goede economische vooruitzichten. Nieuw is de Europese kwantitatieve sector strategie zoals we die al enkele jaren in Amerika hebben.

Positieve en negatieve bijdragen in 2023-Q3

+

Positieve bijdrage aan rendement

-

Negatieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Geen bijdrage door neutrale positionering*

TACTISCH: Aandelen

- *Regio-Allocatie: meer Japan en minder Europa*
- *Stijl-Allocatie: voorkeur voor Europese Value-beleggingen*

- *Manager selectie: de aandelenselectie van de Actieve Fundamentele managers viel tegen*

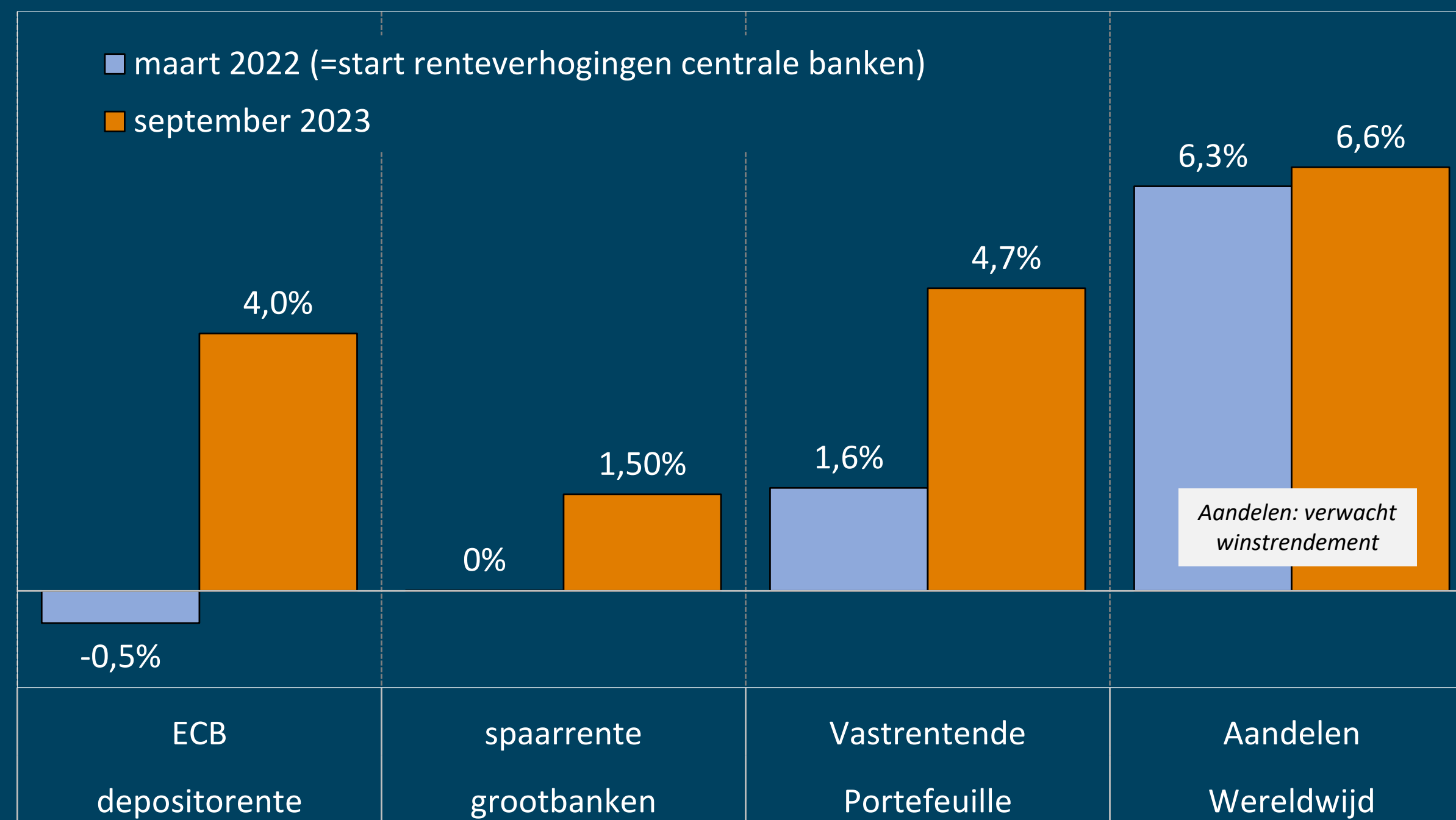
TACTISCH: Vastrentend

- *Onderwogen positie in staatsobligaties, overwogen in bedrijfsobligaties en met name Floating Rate Notes*

- *Looptijdenkeuze: voorkeur voor middellange tot lange looptijden boven kortlopende staatsobligaties*

Aantrekkelijke aanvangsrendementen door normalisatie van rente

Overzicht effectieve rentes per beleggingscategorie



- Centrale banken hebben in korte tijd hun monetaire beleid genormaliseerd door de beleidsrentes fors te verhogen. Door de sterke rentestijging zijn de aanvangsrendementen voor beleggers een stuk aantrekkelijker geworden.
- De spaarrentes van de grootbanken blijven nog steeds flink achter bij de sterk gestegen geldmarkrentes. Obligaties zijn daarom vanuit beleggingsperspectief weer een aantrekkelijk alternatief met een aanvangsrendement van circa 4,7%.
- Door de hogere aanvangsrendementen van obligaties zijn de verwachte rendementen van de overige beleggingsprofielen ook verbeterd. Hierdoor is het aantrekkelijk om eventuele liquiditeiten toe te voegen aan de beleggingsportefeuille.

Bron: Bloomberg, Delen Private Bank Nederland

Aandelen en obligaties in evenwicht

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

- Vooruitkijkend prefereren we een evenwichtige positionering tussen aandelen en vastrentende waarden. Eventuele volatiliteit kunnen we benutten om weer een actieve asset allocatie positie in te nemen.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Japan en Pacific ex-Japan. In de Amerikaanse portefeuille hebben we een voorkeur voor stabielere, laag gewaardeerde aandelen en kleinere beursgenoteerde bedrijven. In Europa hebben we een sterke voorkeur voor laag gewaardeerde kwaliteitsbedrijven.
- In de vastrentende portefeuille handhaven wij onze voorkeur voor Floating Rate Notes. Vanwege de hoge rentevergoeding en de lage rentegevoeligheid vinden we FRN's een aantrekkelijk alternatief voor staatsobligaties. In de 'credit' markten geven we de voorkeur aan hoge kwaliteit bedrijfsobligaties boven High Yield. Ook blijven we licht overwogen in EM Debt in lokale valuta.

Delen Private Bank

Amsterdam

Delen Private Bank
Apollolaan 15
1077 AB AMSTERDAM

T: 020 - 514 16 16

's-Hertogenbosch

Delen Private Bank
Parade 17
5211 KL 's-HERTOGENBOSCH

T: 073 - 201 01 00

Heerenveen

Delen Private Bank
Van Maasdijkstraat 20-22
8441 CM HEERENVEEN

T: 0513 – 25 90 00

Hengelo

Delen Private Bank
Welbergweg 144
7556 PE HENGELO

T: 074 – 310 01 00

DELEN

PRIVATE BANK