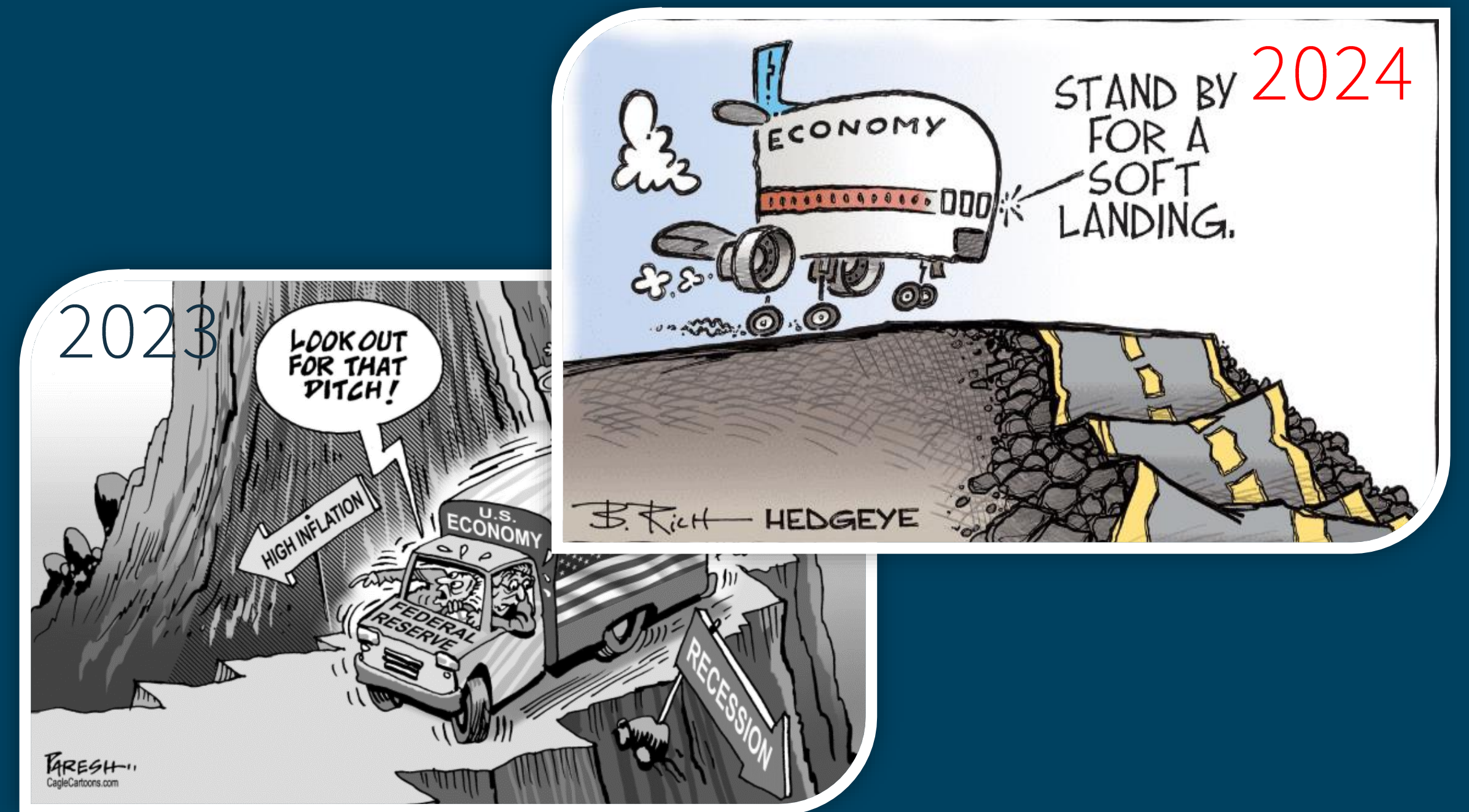


Kwartaalbericht Delen Private Bank

4^e kwartaal 2023

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



DELEN

PRIVATE BANK

DELEN

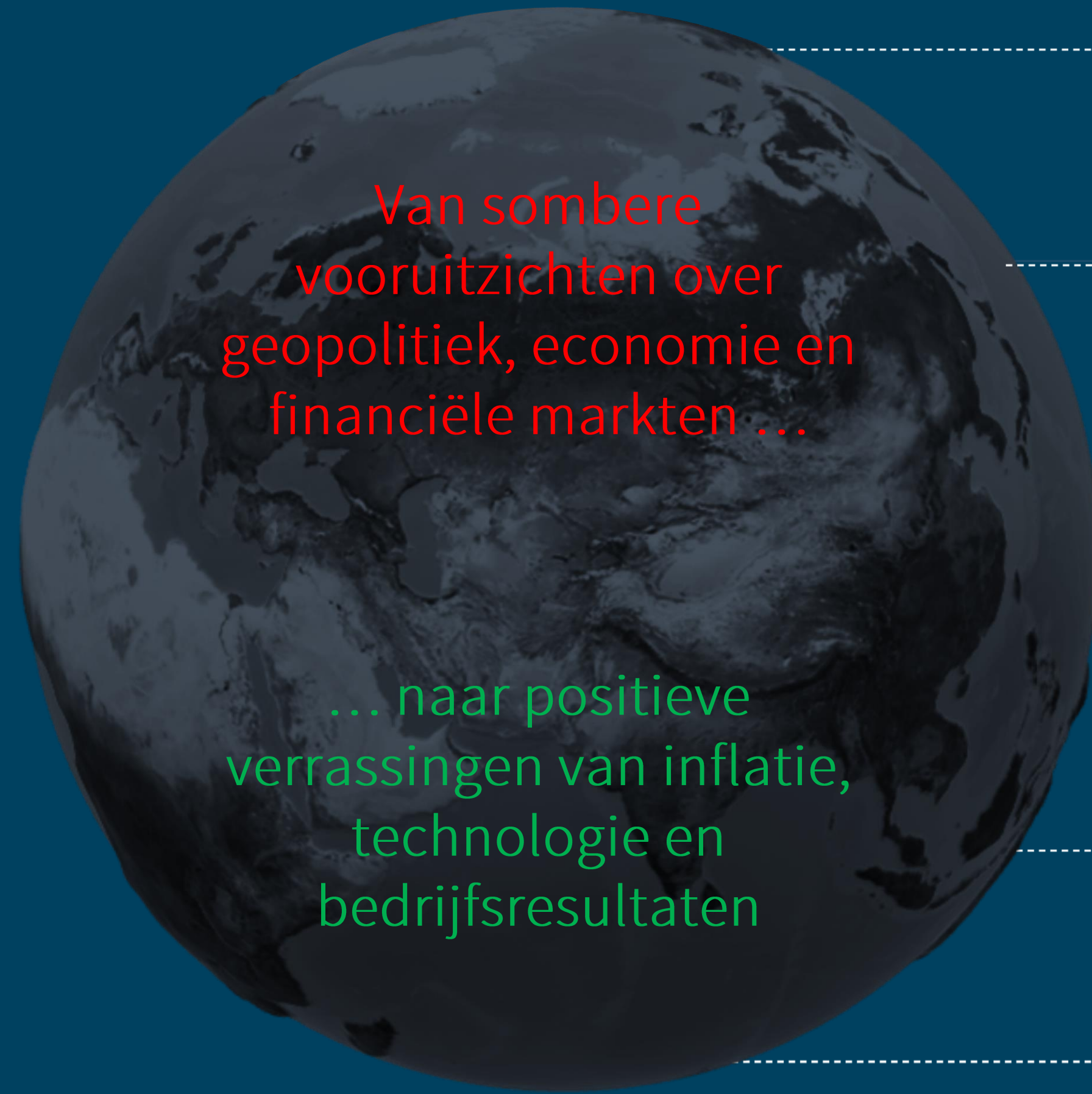
PRIVATE BANK



Executive summary

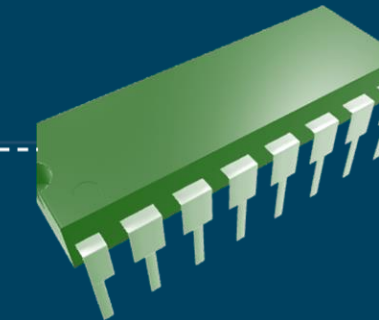
- Ondanks de sombere economische vooruitzichten aan het begin van het jaar, is 2023 een mooi beleggingsjaar geworden. Beleggers werden positief verrast door de beter dan verwachte economische groei in Amerika, meevallende winstmarges van grote beursgenoteerde bedrijven en de verrassend snelle ontwikkeling van Artificial Intelligence.
- Terwijl een groot deel van het jaar in het teken stond van hardnekkige inflatie en renteverhogingen, daalden de inflatiecijfers in het 4^e kwartaal sneller dan verwacht. Hierdoor verbeterden de vooruitzichten voor het monetaire beleid en begonnen markten flinke renteverlagingen voor 2024 in te prijzen, waardoor kapitaalmarktrentes scherp daalden.
- In het 4^e kwartaal hebben de obligatie- en aandelenmarkten sterk geprofiteerd van deze scherpe daling van de kapitaalmarktrentes. Mede dankzij deze eindejaarsrally hebben onze beleggingsprofielen in 2023 bovengemiddelde netto rendementen behaald variërend van +6,3% tot +14,9%.
- Ook in 2024 voorzien wij een complexe wereld, waarbij grote thema's elkaar kunnen raken en beïnvloeden. Zo kunnen de verkiezingssupercyclus en het geopolitieke speelveld kortstondig invloed gaan hebben op financiële markten. Toch tonen onze nieuwe lange termijn rendementsverwachtingen aan dat de huidige risicopremies aantrekkelijk zijn voor de lange termijn belegger, zeker gezien de lage spaarrentes bij grootbanken.

2023: de vijf grote verrassingen



'Reversal rally'

beleggingen met een moeizaam 2022 herstelden sterk in 2023



Artificial Intelligence

technologische ontwikkeling en toepassingen in een stroomversnelling



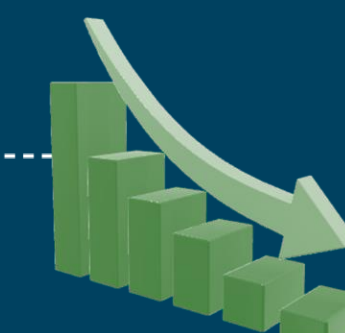
Groei & arbeidsmarkt

aanhoudend krappe arbeidsmarkt, hoge consumptie & overheidsuitgaven



Stabiele winstmarges

bedrijven waren in staat om hoge winstmarges te behouden

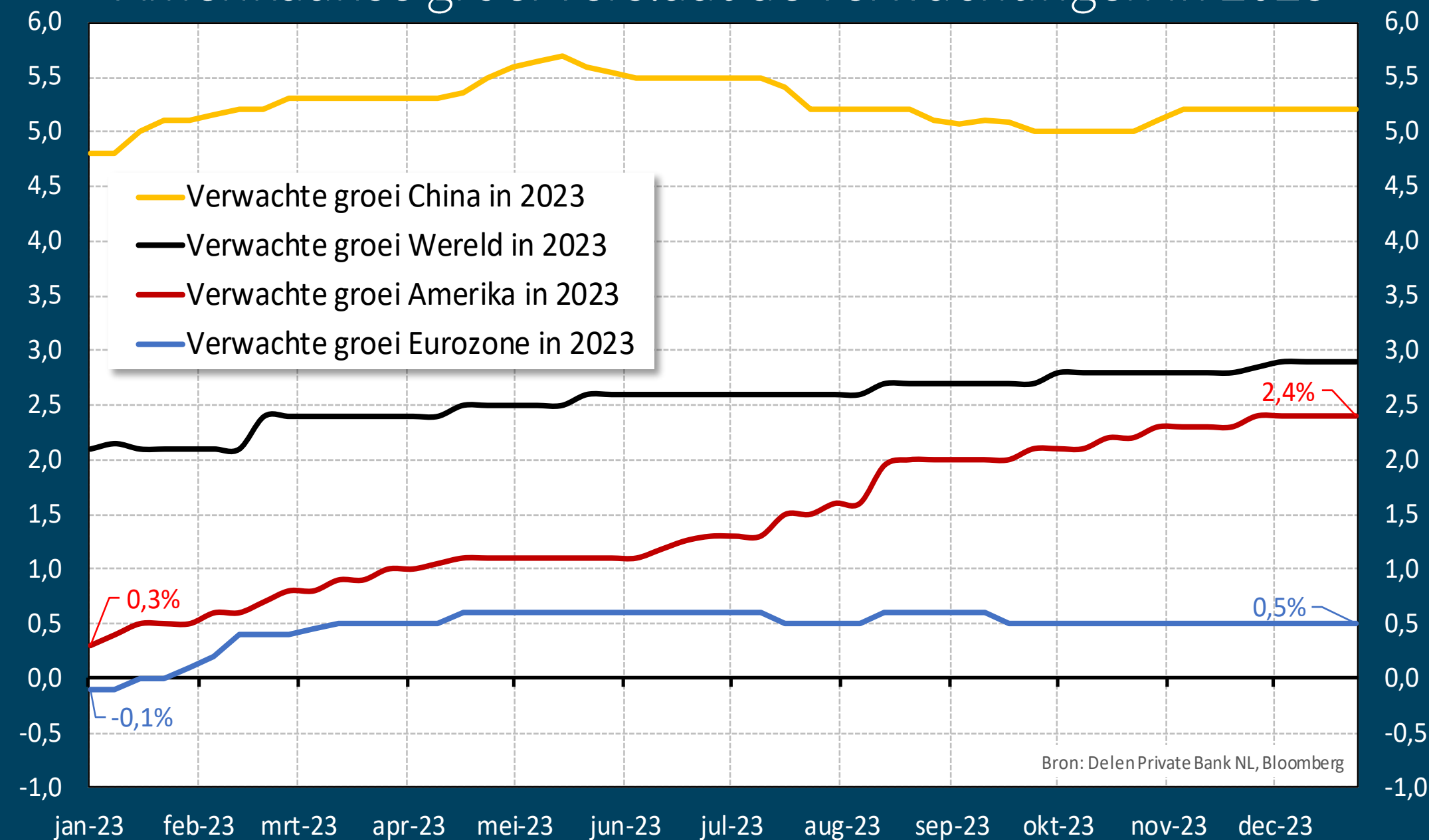


Daling inflatie & rente

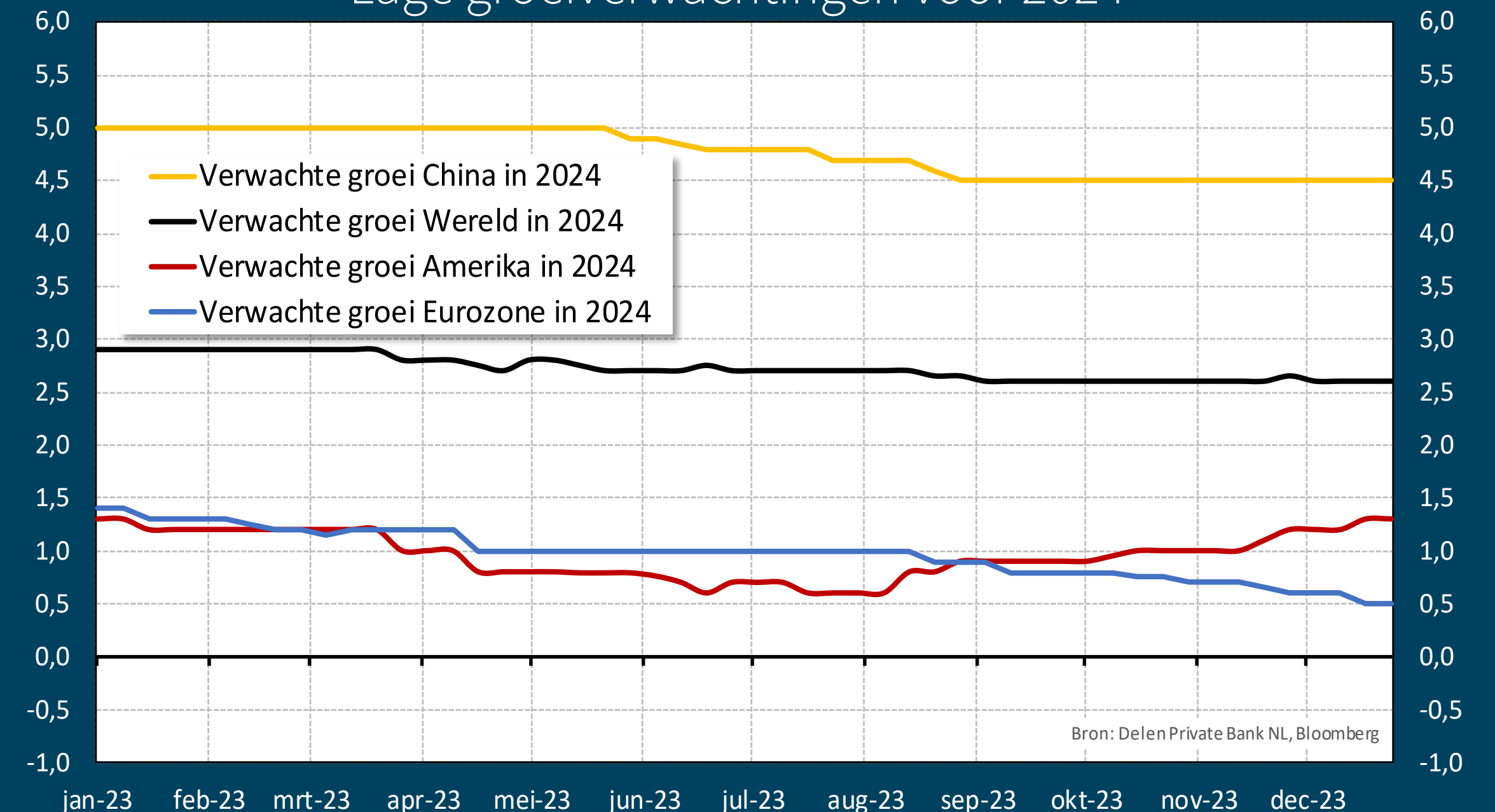
forse daling van inflatie leidde tot positieve verwachting monetair beleid

Wereldwijd beperkte economische groei

Amerikaanse groei verslaat de verwachtingen in 2023



Lage groeiverwachtingen voor 2024

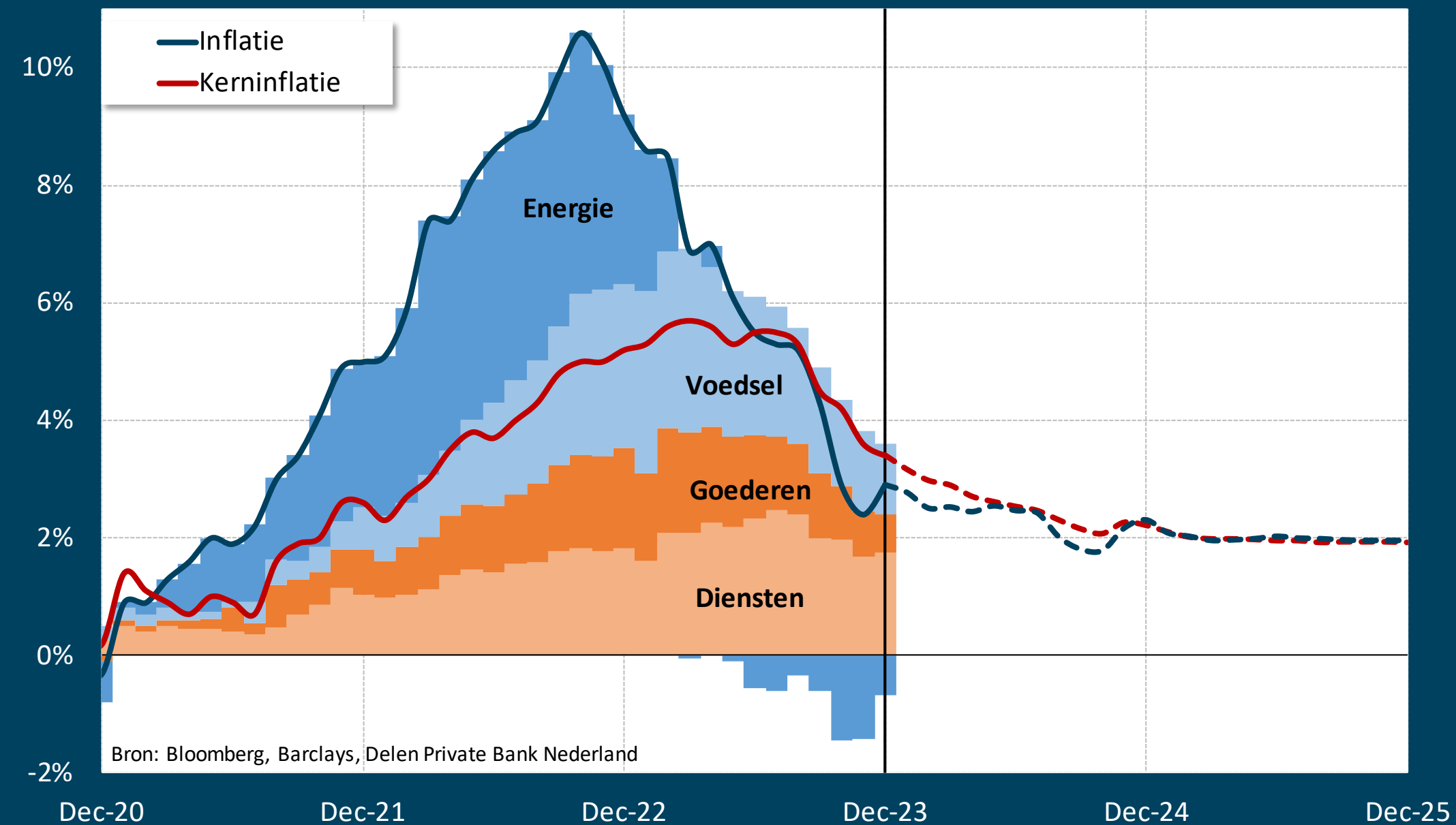


- Begin 2023 waren de groeivoorzichten voor Amerika en de Eurozone somber. Beide economieën balanceerden op de rand van een recessie. Voor de Eurozone waren hoge energieprijzen en renteverhogingen de belangrijkste redenen.
- In 2023 werden economen verrast door de aanhoudende Amerikaanse groei. Meevallende consumenten- en overheidsbestedingen zorgden voor veel nieuwe banen, ondanks de overtuigende renteverhogingen van de centrale bank.

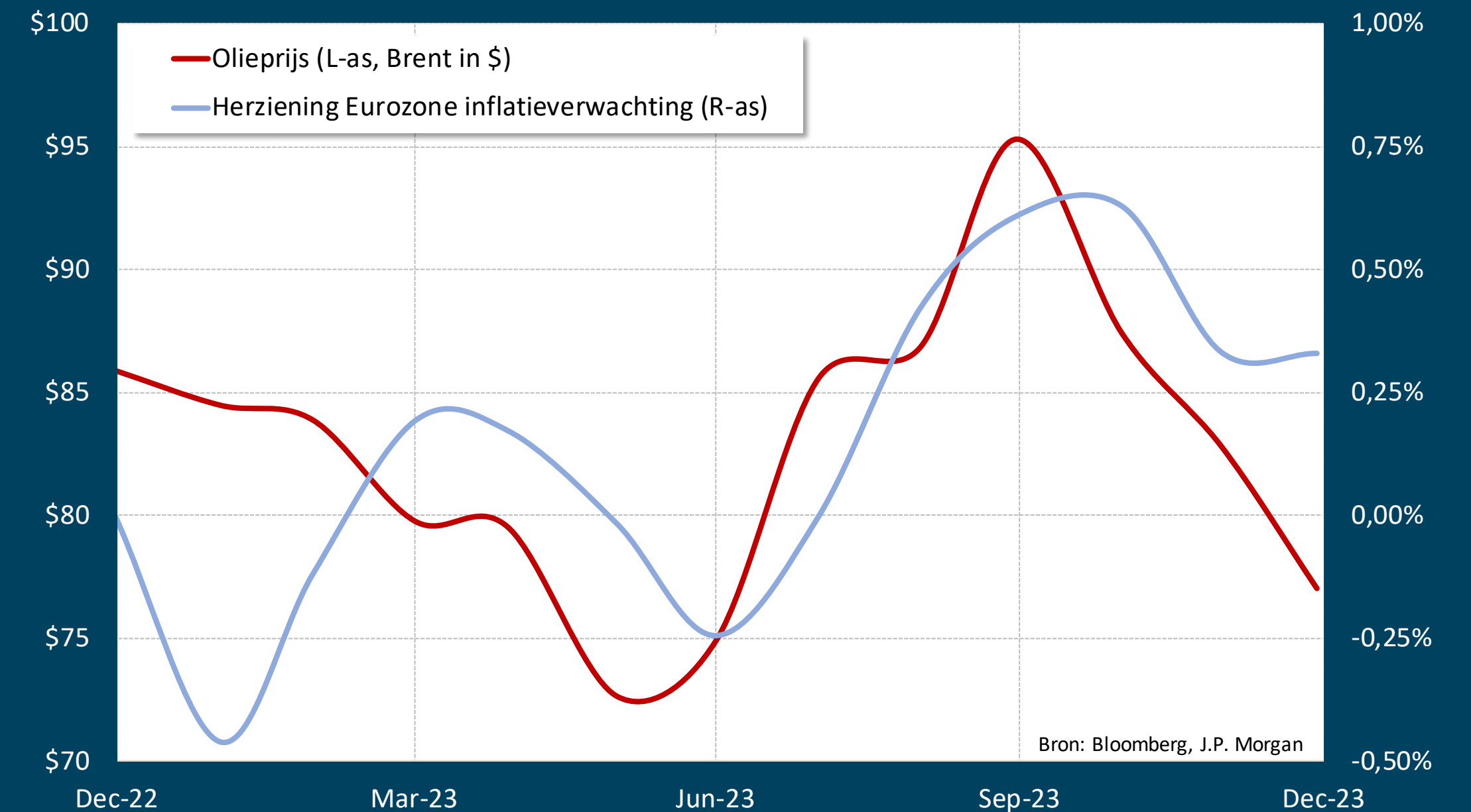
- Voor 2024 is de verwachte economische groei relatief laag door de beperkte groei in ontwikkelde en opkomende landen. Opvallend is de afnemende groei in China door structurele problemen zoals de vastgoedcrisis, vergrijzing en minder wereldhandel.
- Geleidelijk worden de gevolgen van de Amerikaanse en Europese renteverhogingen merkbaar voor consumenten en bedrijven. Bedrijven worden voorzichtiger met uitbreidingsinvesteringen en de aandacht voor kostenbeheersing neemt toe.

Normalisering van inflatie

Eurozone inflatie normaliseert naar verwachting in 2024



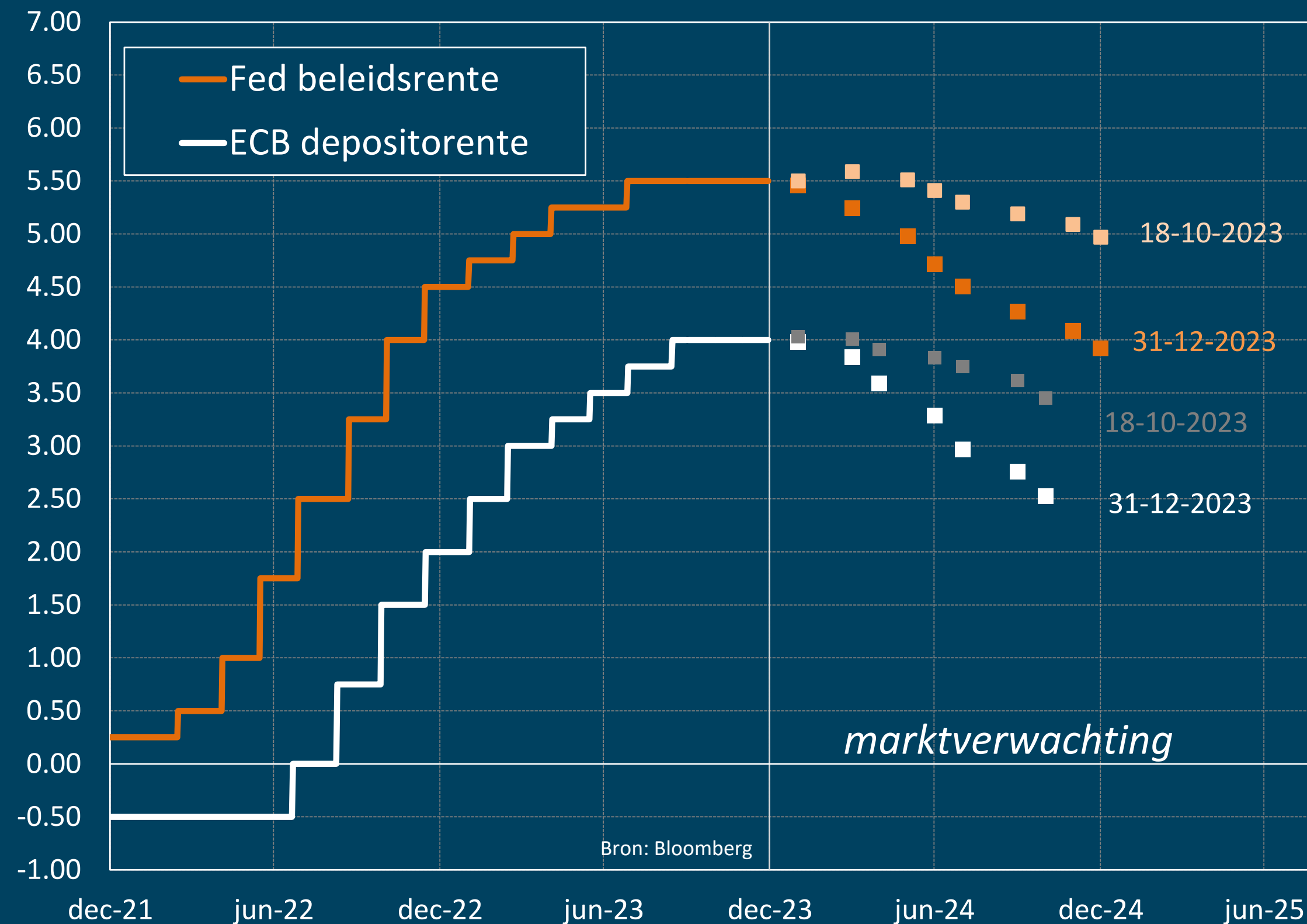
Daling olieprijs in Q4 gunstig voor inflatieverwachting



- In 2023 daalde de inflatie in de Eurozone van 9,2% naar 2,9%, waarbij diensten en voedsel nu ruim 80% aan de totale inflatie bijdragen. De energiedeflatie houdt nu al 6 maanden aan en de goedereninflatie is reeds genormaliseerd.
- Vooruitkijkend verwachten wij een geleidelijke normalisering van inflatie in 2024. Bij een stabiele olieprijs wordt het tempo van deze normalisering met name bepaald door de loonontwikkeling, huur-, horeca- en vervoersprijzen.

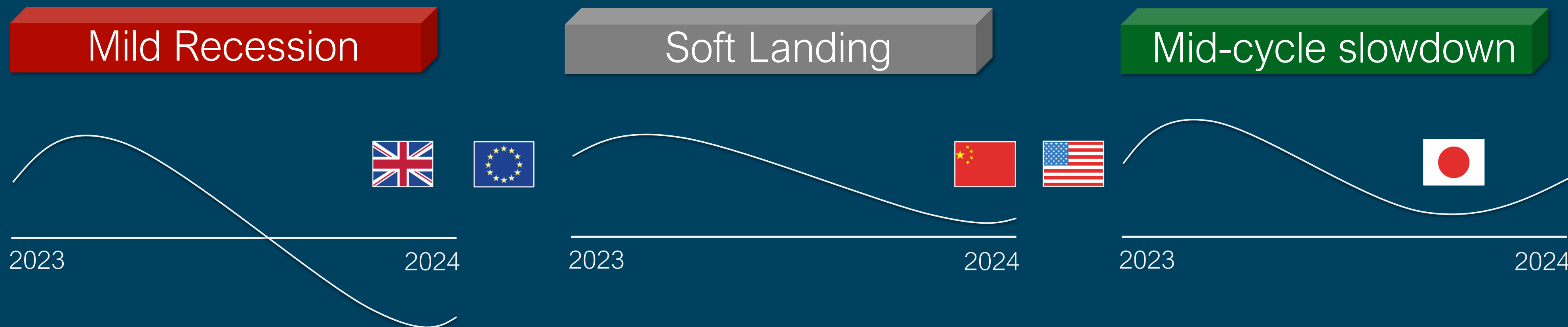
- De forse daling van de olieprijs heeft een positieve impact op de prijzen van energie, voedsel en goederen. In het 4^e kwartaal hebben economen de korte-termijn inflatieverwachtingen hierdoor wat verlaagd.
- Tegelijkertijd verwachten wij voor 2024 aanhoudende volatiliteit. De groei van wereldwijde vraag naar ruwe olie vertraagt, terwijl er tegelijkertijd grote aanbodverschuivingen van OPEC+ naar niet-OPEC+ producenten zijn.

Markten optimistischer: veel renteverlagingen verwacht in 2024



- Door de meevallende inflatiecijfers werden beleggers in Q4 veel optimistischer over het te verwachten monetaire beleid van centrale banken. Beleggers geloven niet langer in de ‘higher for longer’ boodschap van de Fed en de ECB en verwachten inmiddels flinke renteverlagingen in 2024.
- Hoewel de Fed nog voorzichtig blijft, is zij door de gunstige economische data ook optimistischer geworden. De Fed vertrouwt op een ‘soft landing’ scenario (verdere daling inflatie zonder economische recessie). In december bleek dat de Fed zelf uitgaat van drie renteverlagingen van 0,25% in 2024.
- Ook voor het ECB-beleid zijn de markten in het vierde kwartaal veel meer renteverlagingen gaan inprijzen voor 2024. Niet alleen door de sneller dan verwachte daling van de inflatie, maar ook vanwege de stagnerende economische groei in de eurozone

Economische scenario's voor de komende 12 maanden



groei: krimp voor meer dan 2 kwartalen geleidelijke groeivertraging versnelling groei in 2^e helft 2024

kansen: 15% 70% 15%

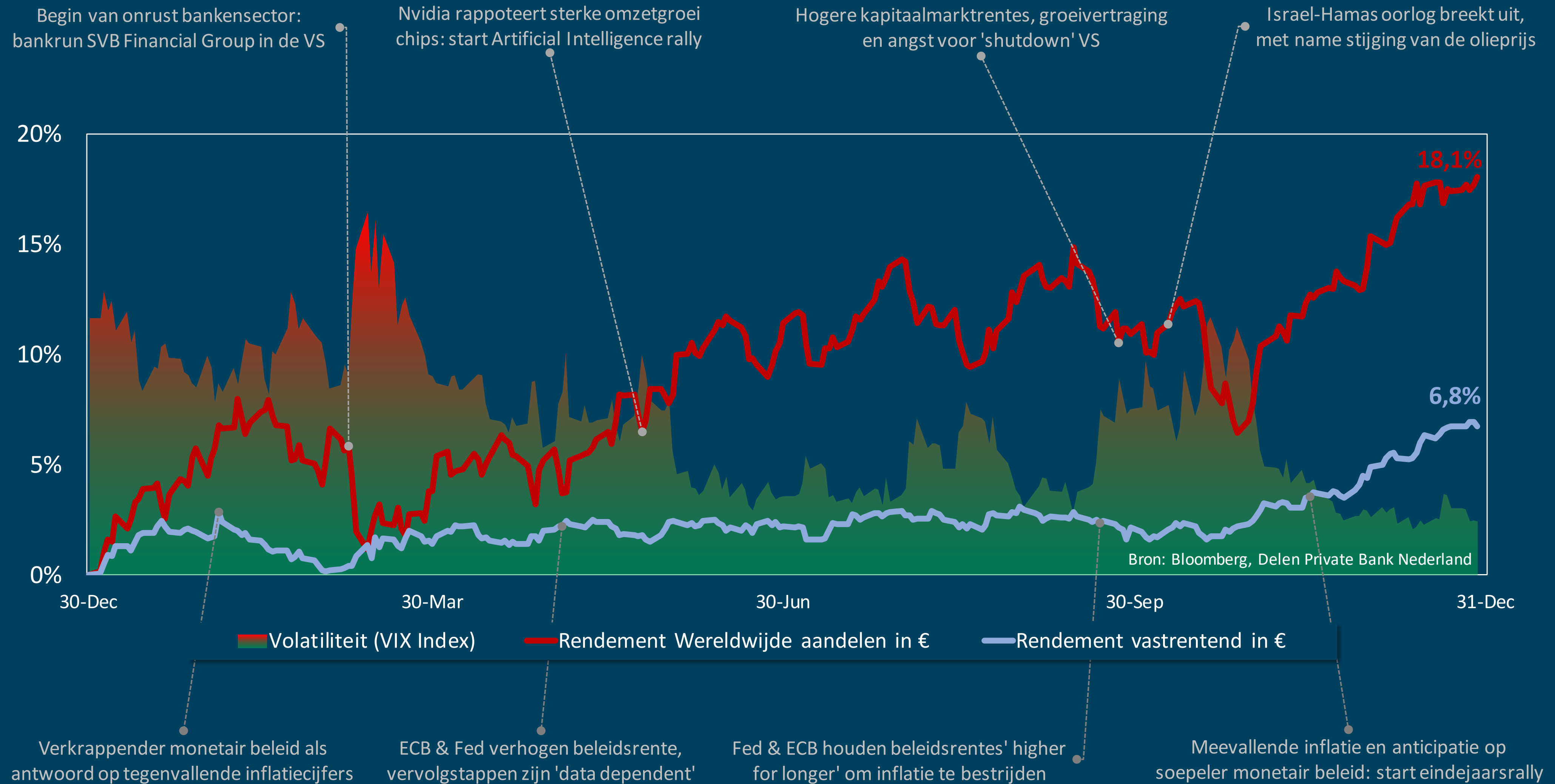
risico: hogere olieprijs ← komende 12 maanden → sterke arbeidsmarkt

inflatie: < 2% ± 2,5% > 3%

monetair: stimulerend beleid neutraal beleid restrictief beleid

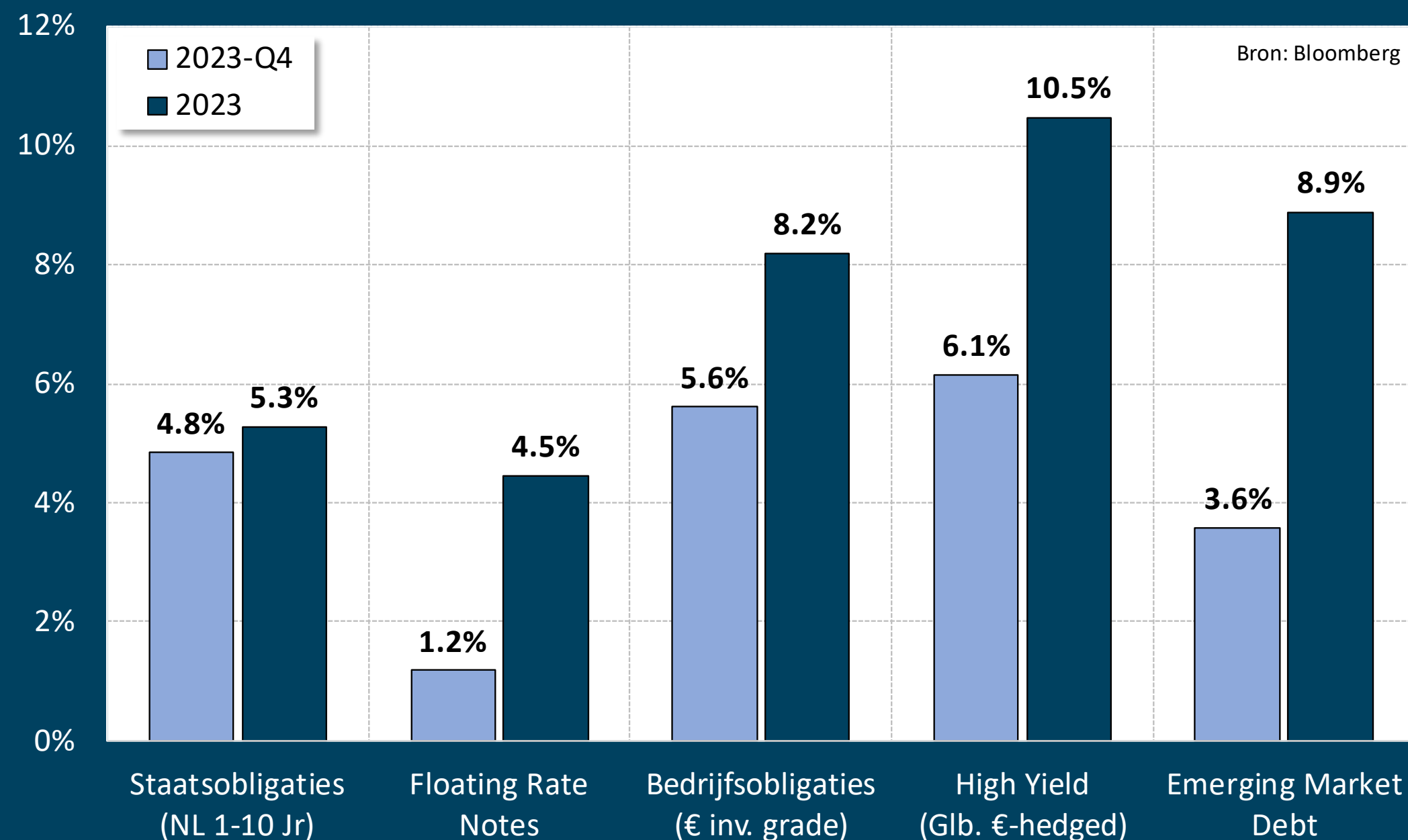
Marktontwikkelingen

Eindejaarsrally in het 4^e kwartaal

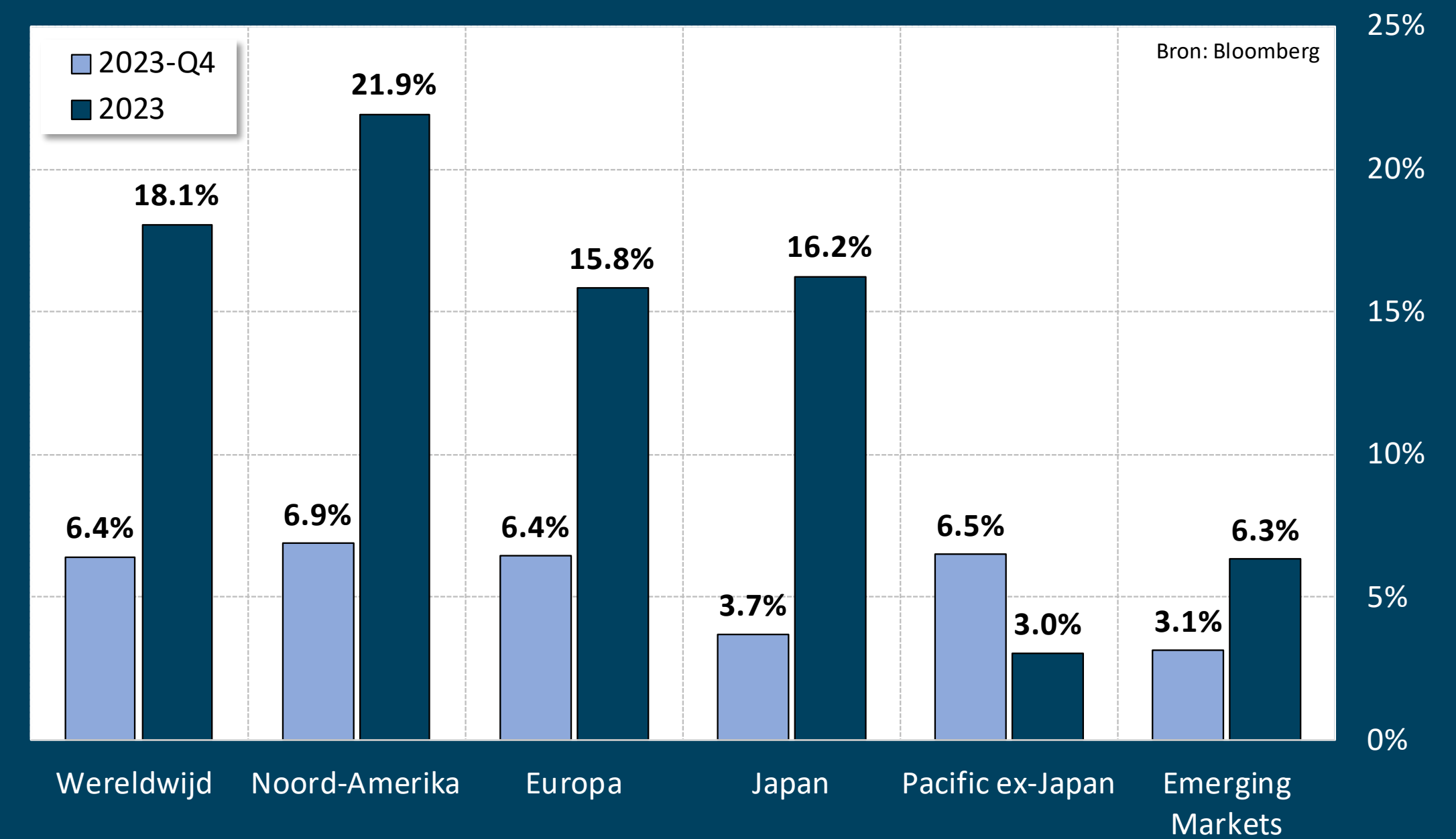


Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten in 2023

Mooie resultaten op obligatiemarkten dankzij sterk Q4



Flinke regionale verschillen op aandelenmarkten in 2023

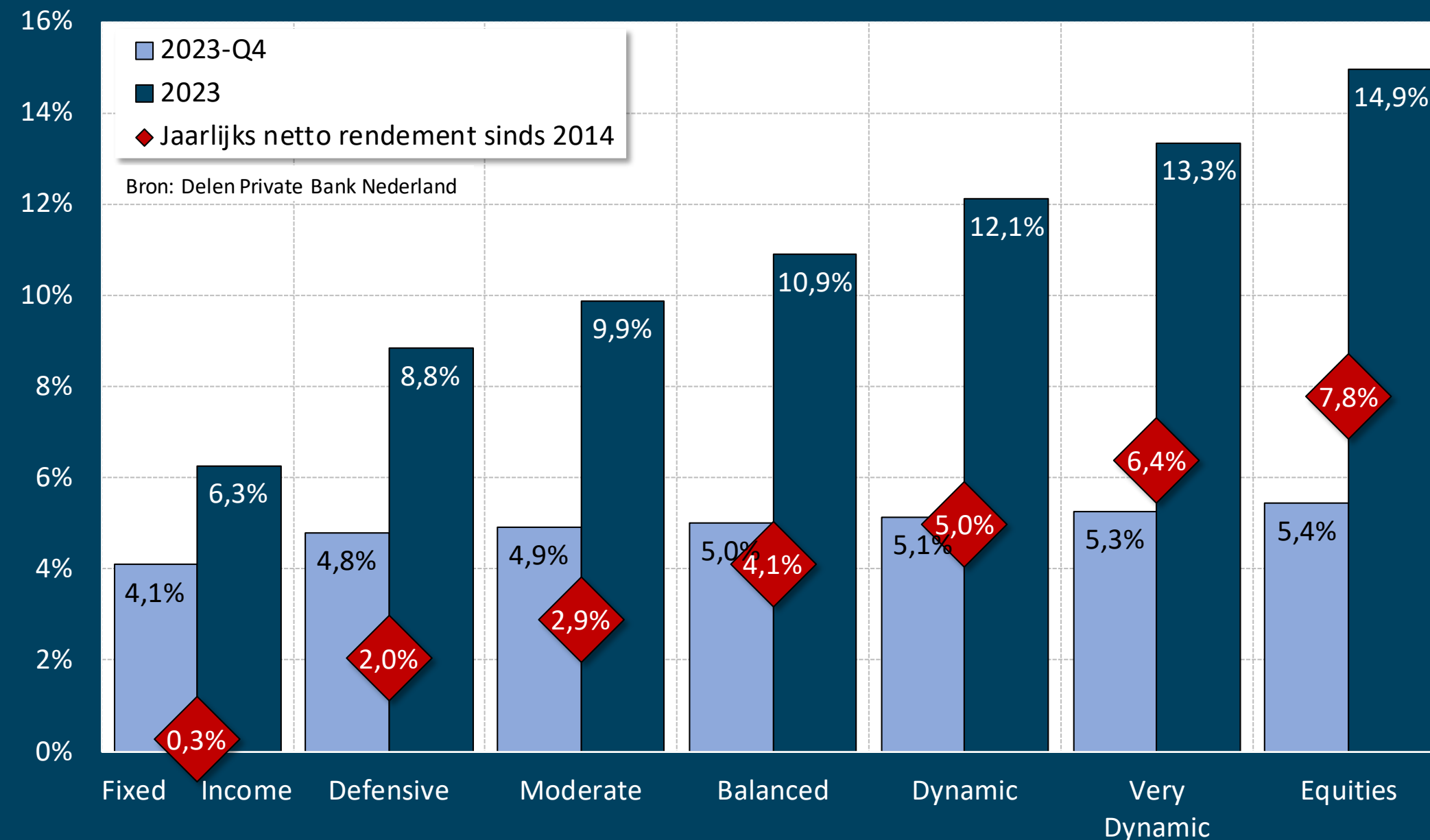


- 2023 was voor de obligatiemarkten een zeer positief jaar. Dit was vooral te danken aan de sterke rally in het vierde kwartaal. De scherpe daling van de kapitaalmarktrentes zorgde voor forse koersstijgingen van obligaties.
- De rally werd breed gedragen: naast staatsobligaties presteerden ook bedrijfsobligaties sterk, omdat ook risicopremies flink daalden. De hoogste resultaten werden behaald door de meer risicovolle categorieën (High Yield en EM Debt).

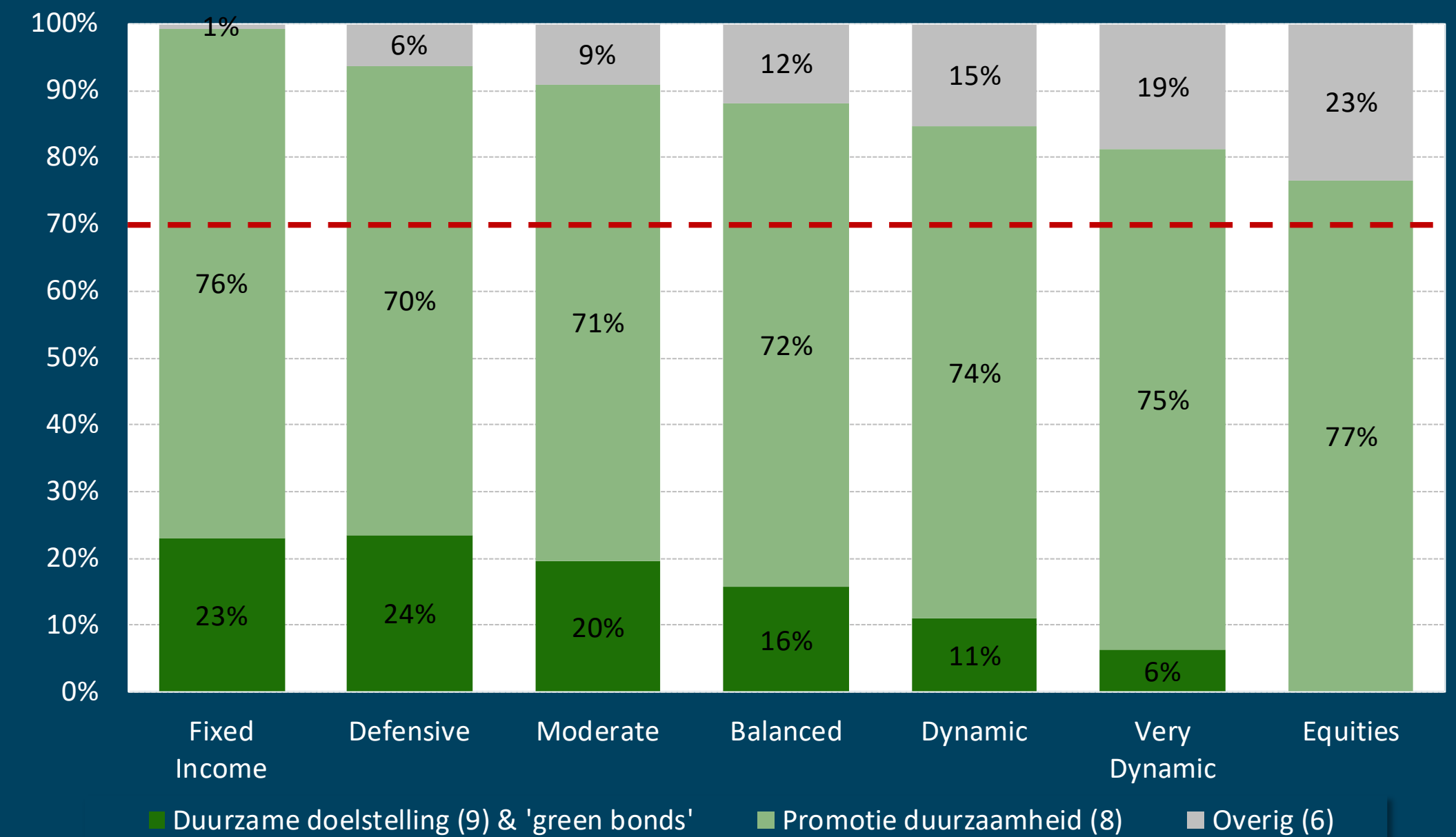
- Het vierde kwartaal stond in het teken van dalende kapitaalmarktrentes en stijgende aandelenkoersen. De sneller dan verwachte inflatiedaling leidde tot optimisme over het monetaire beleid in 2024.
- De recessie-angst van 2022 verdween langzaam naar de achtergrond door meevallende groei en dalende inflatie. Beursgenoteerde bedrijven konden hun winstmarges en winsten handhaven, waardoor aandelenkoersen sterk stegen.

Bovengemiddelde rendementen in 2023

Netto rendementen beleggingsprofielen



Duurzaamheidscategorieën

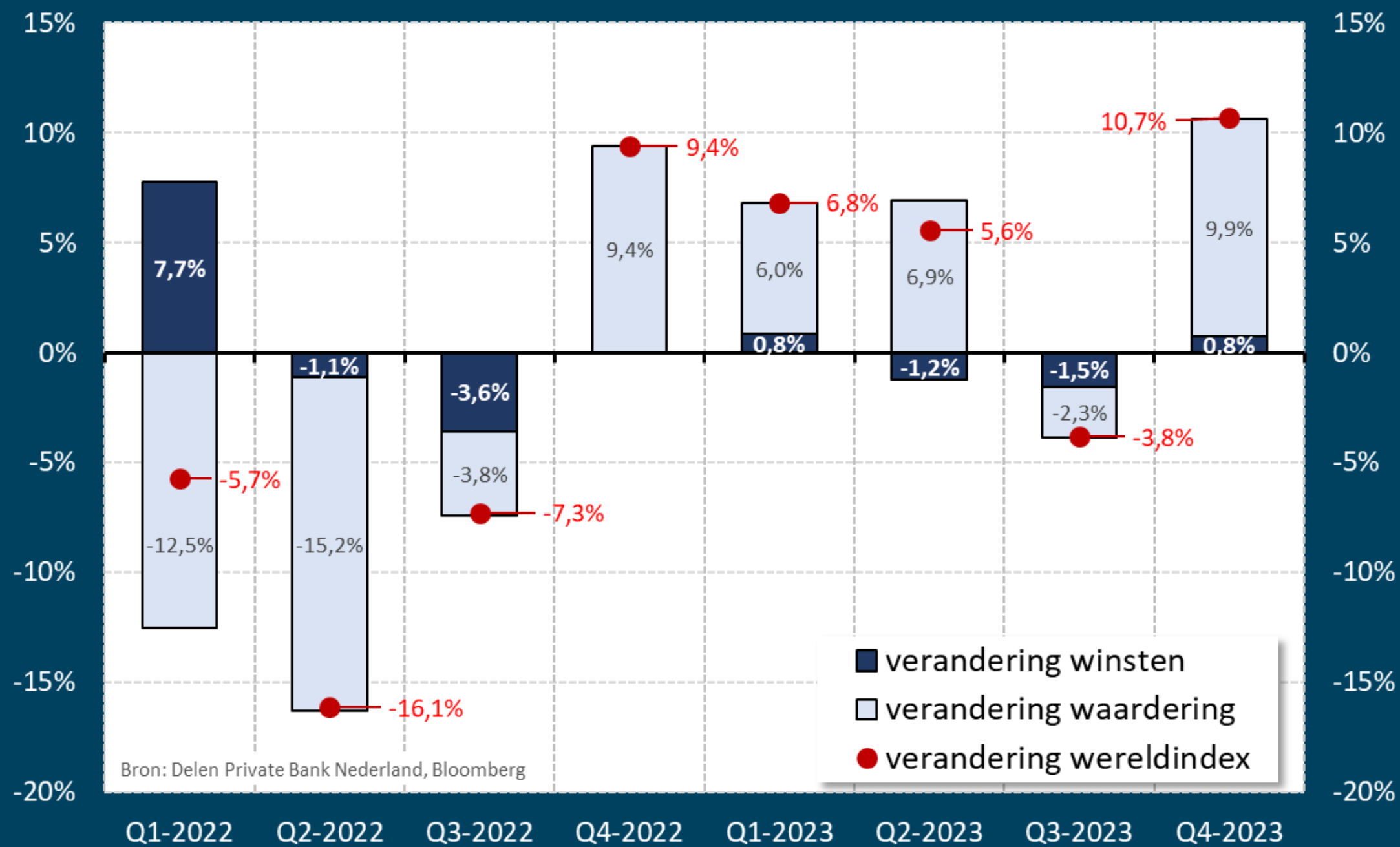


- In 2023 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van +6,3% tot +14,9%. Meevallende economische groei en bedrijfsresultaten samen met optimisme over 'Artificial Intelligence' en monetair beleid vormden rugwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd 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.

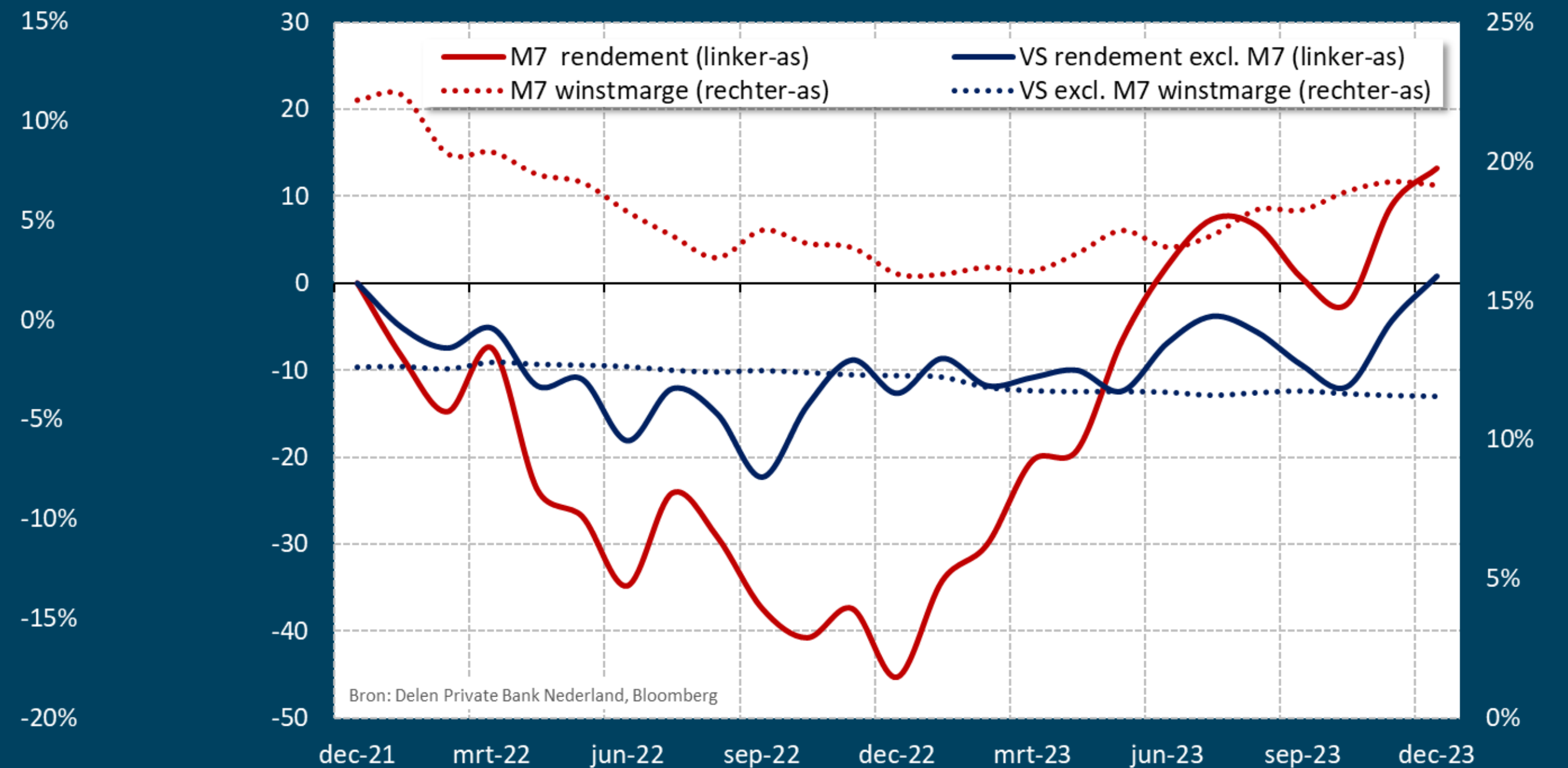
- Een lange termijn beleggingshorizon gaat samen met duurzaam beleggen. Daarom zijn de beleggingen onderverdeeld in drie categorieën van duurzaamheid (naar Europese SFDR classificatie).
- In 2023 is het gewicht van duurzame beleggingen in de portefeuilles verder toegenomen, waarmee wij ruimschoots voldoen aan ons streven van minimaal 70% in duurzame beleggingen.

Flinke koersstijgingen vooral door de 'Magnificent 7'

Krachtig koersherstel door meevallende winsten in 2023



Spectaculair herstel van de 'Magnificent 7'-aandelen

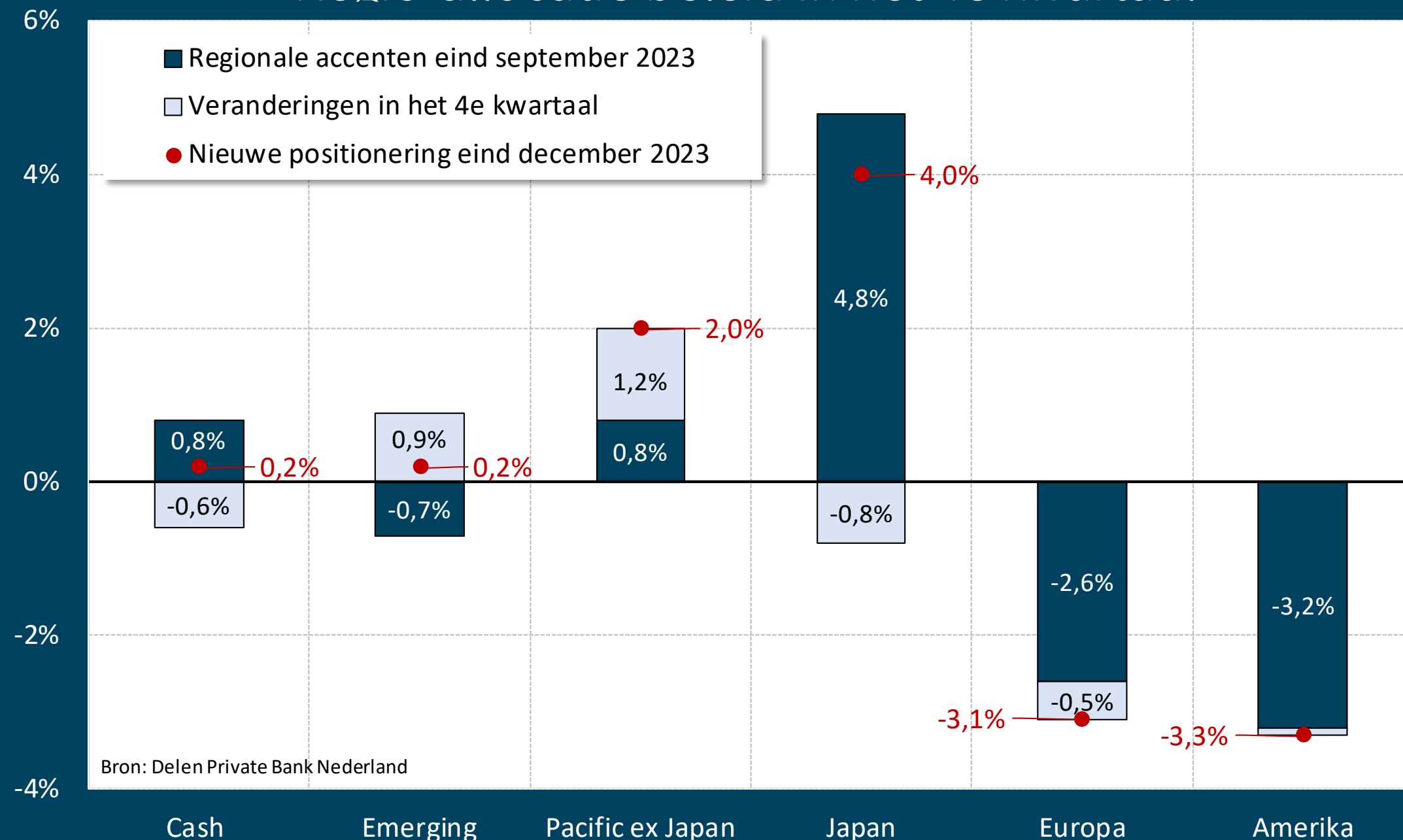


- o In 2022 waren beleggers bezorgd over de toekomstige winstontwikkeling vanwege hogere energie- en loonkosten en meerdere renteverhogingen. Ondanks de winstgroei daalden de koersen flink in de eerste 9 maanden.
- o In 2023 bleven de winsten van beursgenoteerde bedrijven stabiel omdat kostenstijgingen konden worden doorberekend en er geen Amerikaanse recessie kwam. Dit meevallende nieuws zorgde voor flinke koersstijgingen.

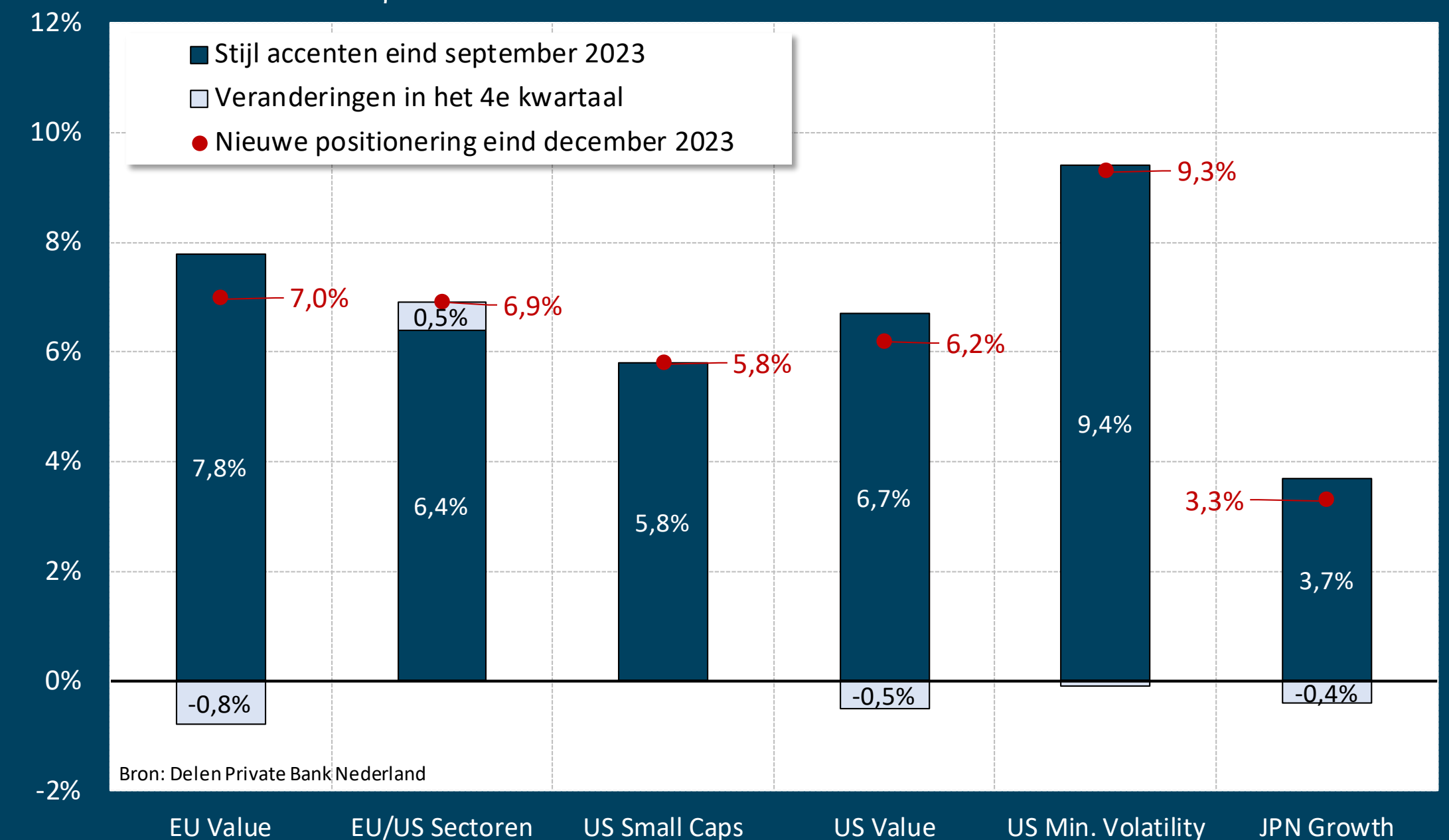
- o In 2023 stegen vooral Apple, Microsoft, Meta, Amazon, NVIDIA, Alphabet en Tesla (de 'Magnificent 7') hard na de flinke koersdalingen in 2022, toen de oplopende rente, afnemende winstmarges en aankomende recessie donkere wolken waren.
- o In 2023 profiteerden de 'Magnificent 7' van de Amerikaanse groei en het herstel van winstmarges door meerdere ontslagrondes. De enorme winstmogelijkheden van Artificial Intelligence werden duidelijk na de sterke NVIDIA-resultaten.

Voorkeur voor Aziatische markten en minder dure beleggingsstijlen

Regio-allocatie beleid in het 4e kwartaal



Stijl-allocatie beleid in het 4e kwartaal



- o Met het regio-allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de MSCI All Country wereldindex. We hebben nu een voorkeur voor de Aziatische aandelenmarkten ten koste van Amerika en Europa.

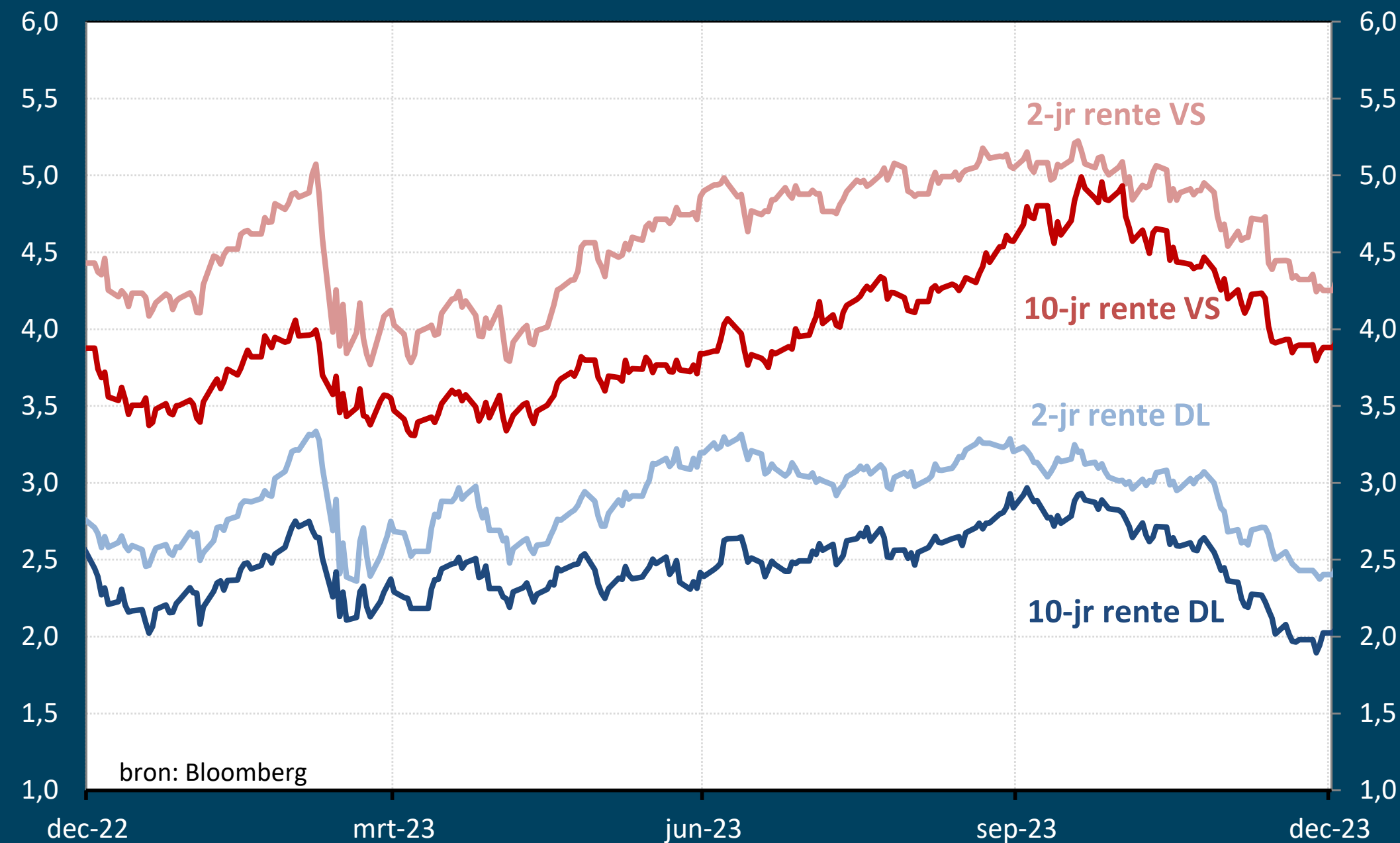
- o In het vierde kwartaal zijn de beleggingen in de regio's Pacific ex-Japan (Australië, Hong Kong en Singapore) en Emerging uitgebreid vanwege de aantrekkelijke waarderingen en aanhoudende stimuleringsmaatregelen in China.

- 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).

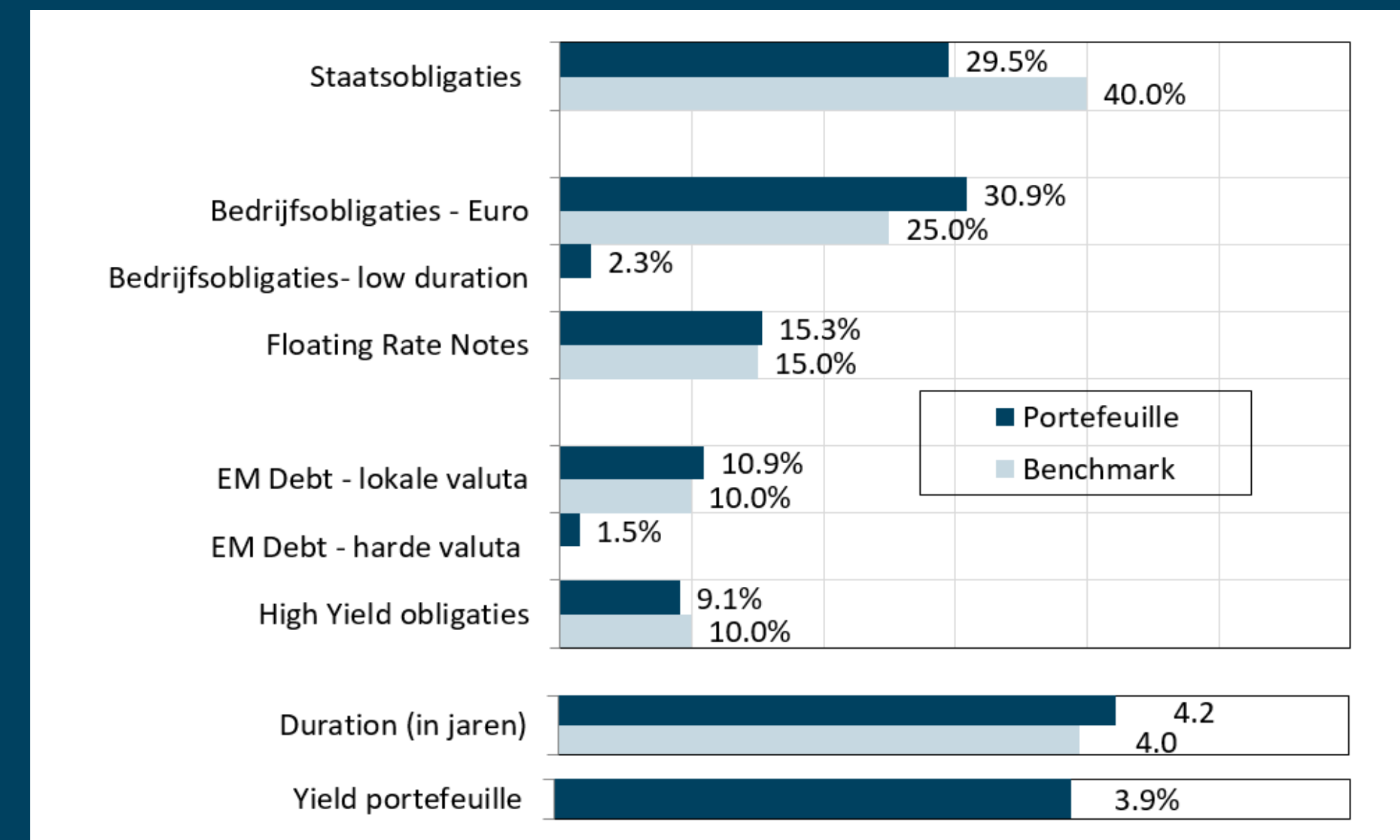
- o In het vierde kwartaal zijn in Europa de beleggingen in de kwantitatieve sector-allocatie strategie verder uitgebreid ten koste van Value. In de grafiek zijn ook de bestaande beleggingen in Japanse groeiaandelen toegevoegd.

Verhoging rentegevoeligheid van vastrentende portefeuille

Scherpe daling van kapitaalmarktrentes in 4^e kwartaal



Vastrentende portefeuille: positionering vs benchmark

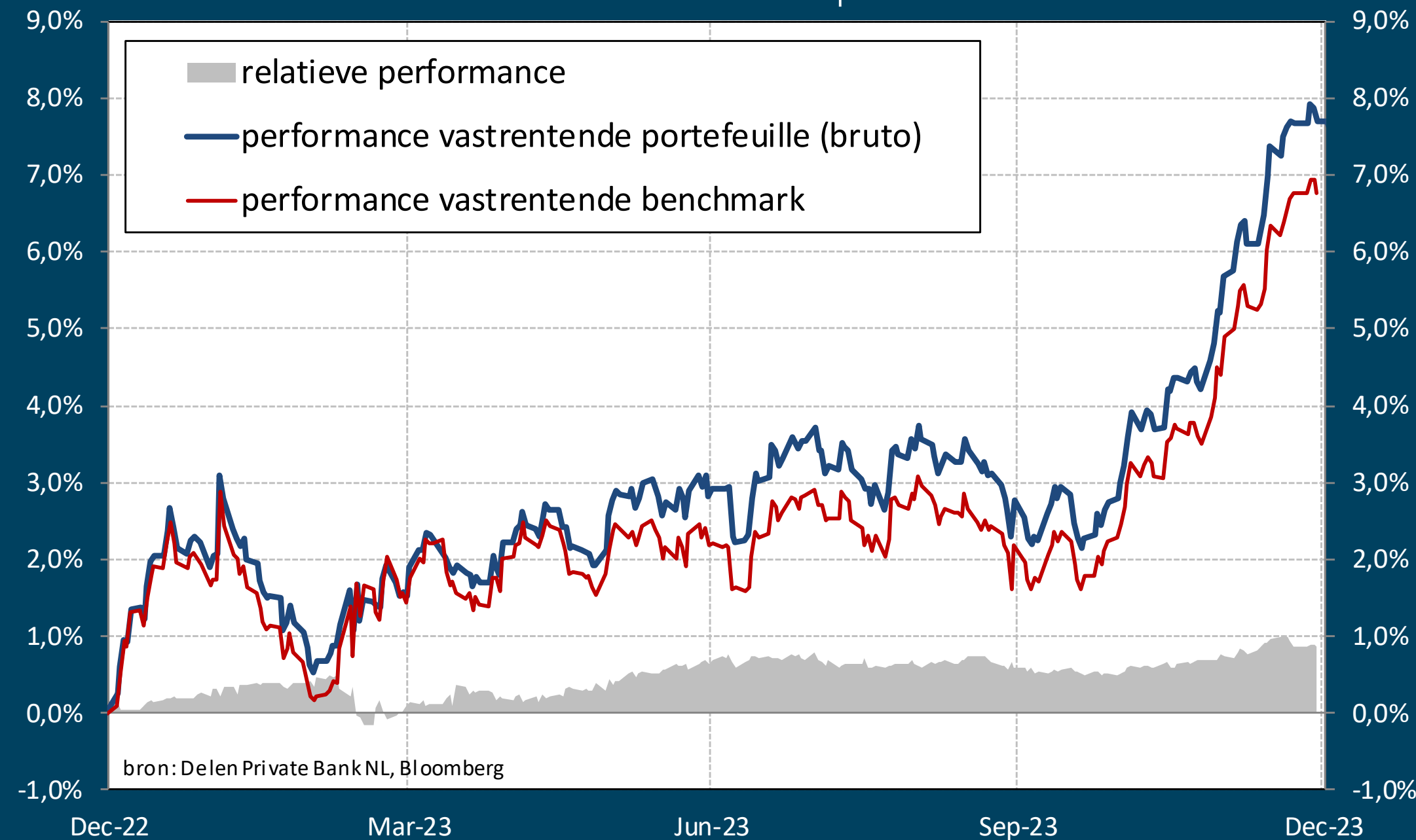


- o Na een volatiele start van het jaar liepen kapitaalmarktrentes in de zomermaanden sterk op. In oktober werd de rentepiek bereikt. Sindsdien daalden kapitaalmarktrentes sterk, zodat 2023 toch werd afgesloten met lagere rentes.
- o Met het oog op de verbeterde rentevoorzichten hebben we in november de rentegevoeligheid (duration) van de portefeuille licht verhoogd, naar circa 4,2 jaar, een licht overwogen positie in vergelijking met de benchmark.

- o De verhoging van de rentegevoeligheid hebben we gerealiseerd door de positie in Floating Rate Notes (die een zeer lage rentegevoeligheid hebben) te verkleinen ten gunste van staats- en bedrijfsobligaties.
- o In de portefeuille hielden we vast aan onze voorkeur voor hoge kwaliteit bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Bedrijfsobligaties bieden nog steeds een aantrekkelijke risicopremie ten opzichte van staatsobligaties.

Sterke eindspurt van vastrentende portefeuille in vierde kwartaal

Performance vastrentende portefeuille in 2023



Aanpassing vastrentende benchmark per 1-1-2024

Categorie	huidige benchmark gewicht	nieuwe benchmark (per 1-1-2024)	verandering
Staatsobligaties NL (1-10jr)	40%	50%	10%
Bedrijfsobligaties (Euro)	25%	30%	5%
Floating rate notes	15%	0%	-15%
High Yield (Global)	10%	10%	
EM Debt (lokale valuta)	10%	10%	
Totaal	100%	100%	
Gemiddelde duration	4.0	4.6	0.6

- o Door een sterke eindspurt in het 4^e kwartaal behaalde de vastrentende portefeuille in 2023 een aantrekkelijk rendement van +7,7% (bruto). Hiermee werd een hoger resultaat behaalde dan de benchmark (+6,8%).
- o De outperformance kwam voort uit het actieve durationbeleid en de overwogen positie in bedrijfsobligaties. De relatief goede prestaties van de geselecteerde externe managers leverde ook een positieve bijdrage.

- o De strategische asset allocatie vormt het uitgangspunt van het beleggingsbeleid en komt tot uiting in de samenstelling van de benchmark. Het tactische beleid heeft als doel extra waarde toe te voegen versus deze benchmark.
- o Nu het hoogtepunt van de rentecyclus (ECB-rentes) bereikt lijkt, hebben we besloten de strategische asset allocatie en hiermee de samenstelling van de vastrentende benchmark aan te passen (zie bovenstaande tabel).

Positieve en negatieve bijdragen in 2023

+

Positieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Voorkeur voor aandelen ten opzichte van vastrentende waarden na de bankenonrust in maart 2023*

TACTISCH: Aandelen

- *Regio-Allocatie: actieve allocatie beleid Pacific ex. Japan*
- *Manager selectie: voorkeur voor Kwantitatieve managers*

TACTISCH: Vastrentend

- *Actieve durationbeleid*
- *Outperformance van geselecteerde externe managers*

-

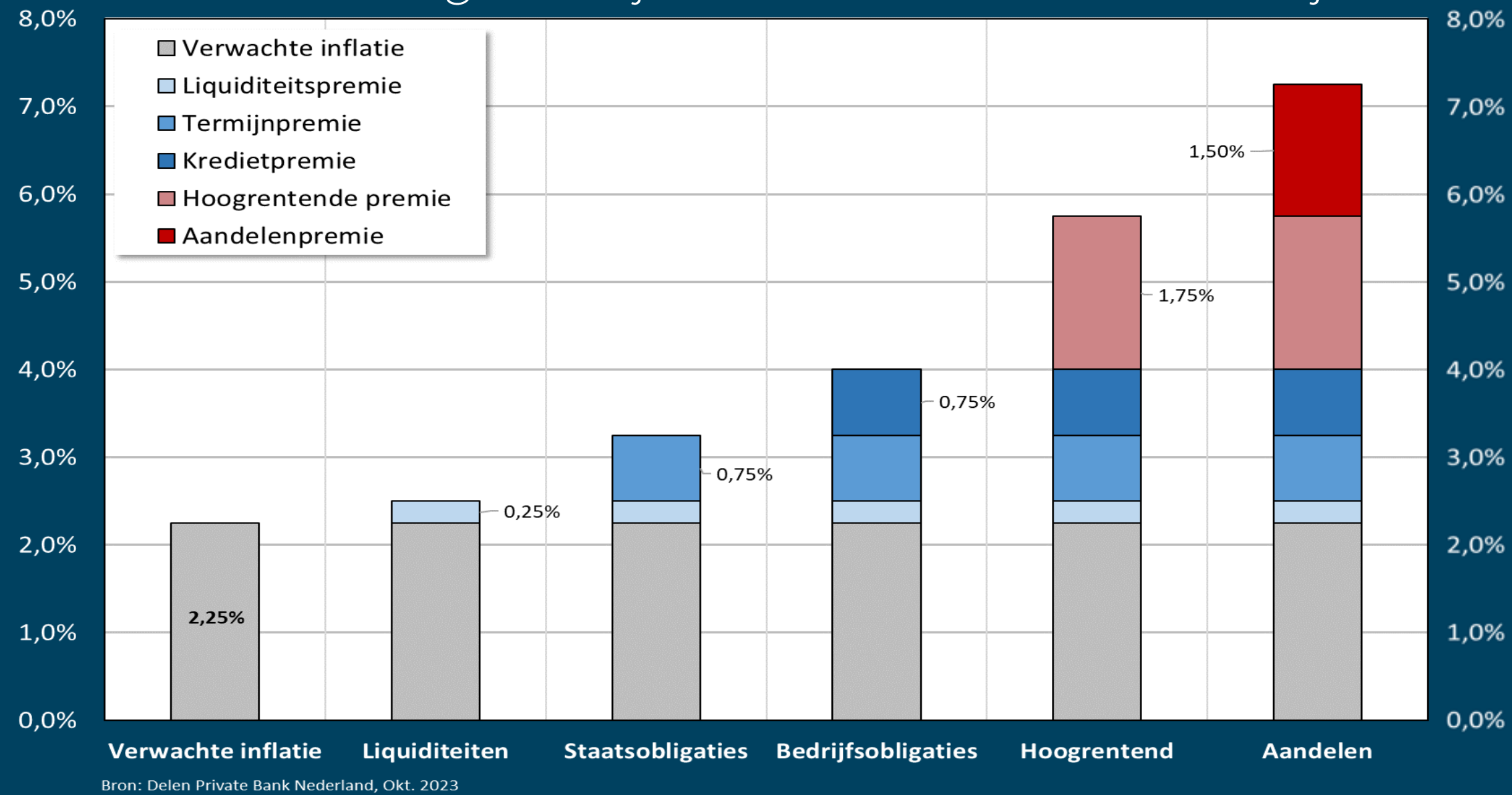
Negatieve bijdrage aan rendement

- *Stijl-Allocatie: de diversificatie in Amerika naar stabielere, goedkopere en kleinere beursbedrijven*

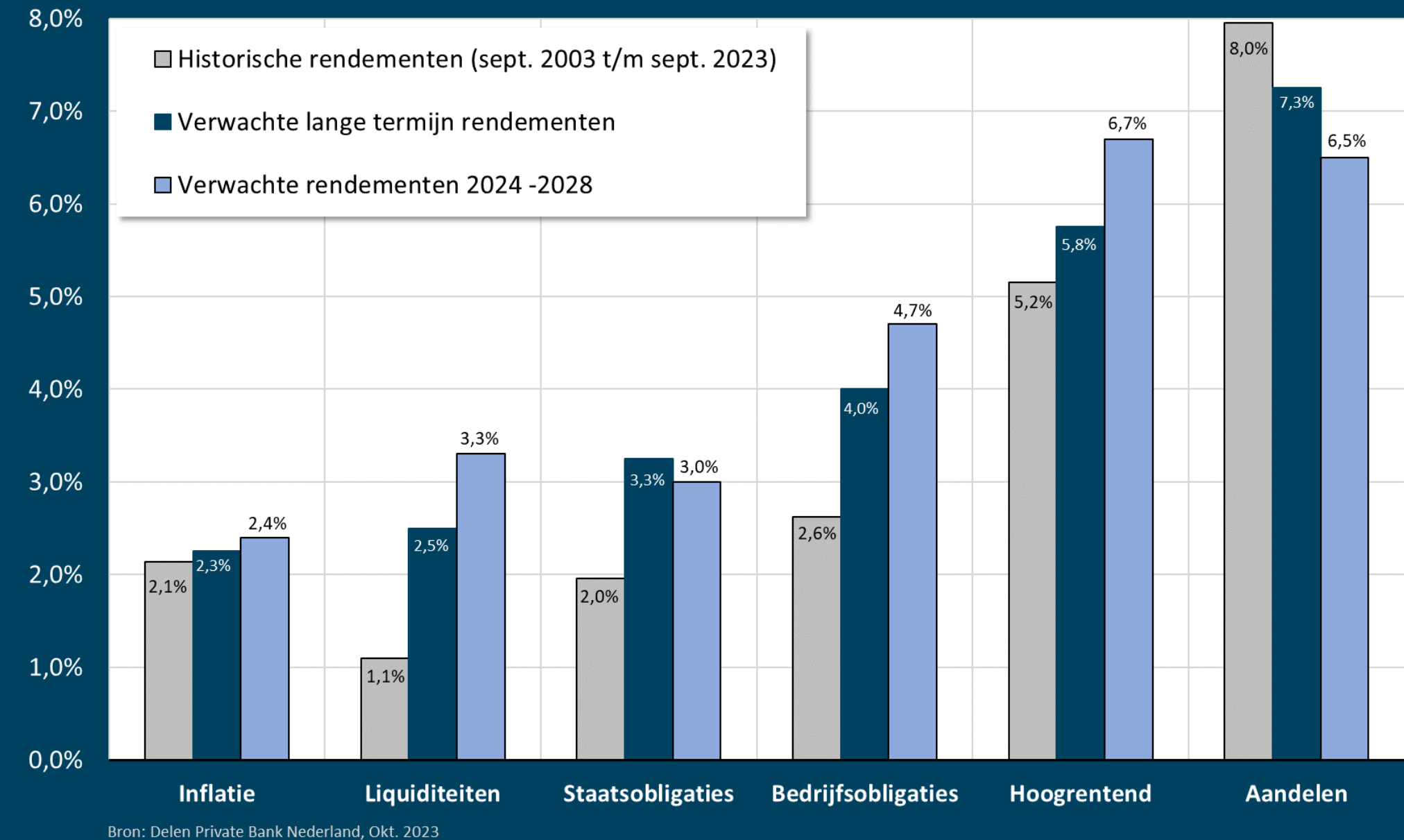
- *Overwogen positie in Floating Rate Notes*

Aantrekkelijke beleggingsomgeving voor lange termijn beleggers

Verwachte lange termijn rendementen komende 25 jaar



Historische en verwachte rendementen 2024 - 2028



- Op basis van een gestructureerde methodiek bepalen we de verwachte lange termijn rendementen voor de belangrijkste beleggingscategorieën. Het start-punt is de verwachte lange termijn inflatie, die we hebben verhoogd tot 2,25%.
- We gaan er vanuit dat beleggers een risicopremie ontvangen als ze meer beleggingsrisico nemen, waarbij de risicopremies zijn gebaseerd op lange historische reeksen. De voorspelperiode betreft de komende 25 jaar.
- De verwachte lange termijn rendementen uit de linker grafiek zijn hier met de donkerblauwe balkjes weergegeven. De grijze balkjes tonen de historische jaarrendementen over de afgelopen 20 jaar.
- Voor de komende 5 jaar (2024 – 2028) verwachten we mooie rendementen voor bedrijfsobligaties en hoogrentende obligaties. De voorzichtigere aandelen- marktverwachtingen komen door de wat hogere aandelenwaarderingen.

Vooruitzichten

De wereld in 2024



- Ook in 2024 voorzien wij een complexe wereld, waarbij grote thema's elkaar kunnen raken en beïnvloeden. Zo kunnen de verkiezingssupercyclus en het geopolitieke speelveld kortstondig invloed gaan hebben op financiële markten.
- In 2024 vinden in 76 landen verkiezingen plaats, met een democratisch record van 4,1 miljard stemgerechtigden. De meest relevante verkiezingen betreffen de Verenigde Staten, Taiwan, India en het Europees Parlement.
- Tegelijkertijd hebben de verkiezingsuitslagen een impact op het huidige geopolitieke speelveld: een mix van globale en regionale allianties en rivaliteiten. De strijd om land, kritieke grondstoffen of technologische kennis staat hier veelal centraal.
- Toch hebben verkiezingen en geopolitiek op de langere termijn maar beperkte invloed op financiële markten. De economische omgeving zal ook in 2024 het meest doorslaggevend zijn voor beleggers.

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 aandelen, laag gewaardeerde aandelen en kleinere beursgenoteerde bedrijven. In Europa hebben we een duidelijke voorkeur voor laag gewaardeerde kwaliteitsbedrijven.
- Nu de rentevooruitzichten zijn verbeterd hebben we de rentegevoeligheid van de vastrentende portefeuille iets verhoogd. We handhaven onze voorkeur voor hoge kwaliteit bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. We vinden Floating Rate Notes nog steeds aantrekkelijk, maar minder dan voorheen. We houden verder een lichte voorkeur voor EM Debt in lokale valuta boven High Yield.

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

Noordwijk

Delen Private Bank
Jonckerweg 2c
2201 DZ NOORDWIJK

T: 071 – 747 01 15

DELEN

PRIVATE BANK