

Kwartaalbericht Delen Private Bank

1^e kwartaal 2025



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



DELEN

PRIVATE BANK

DELEN

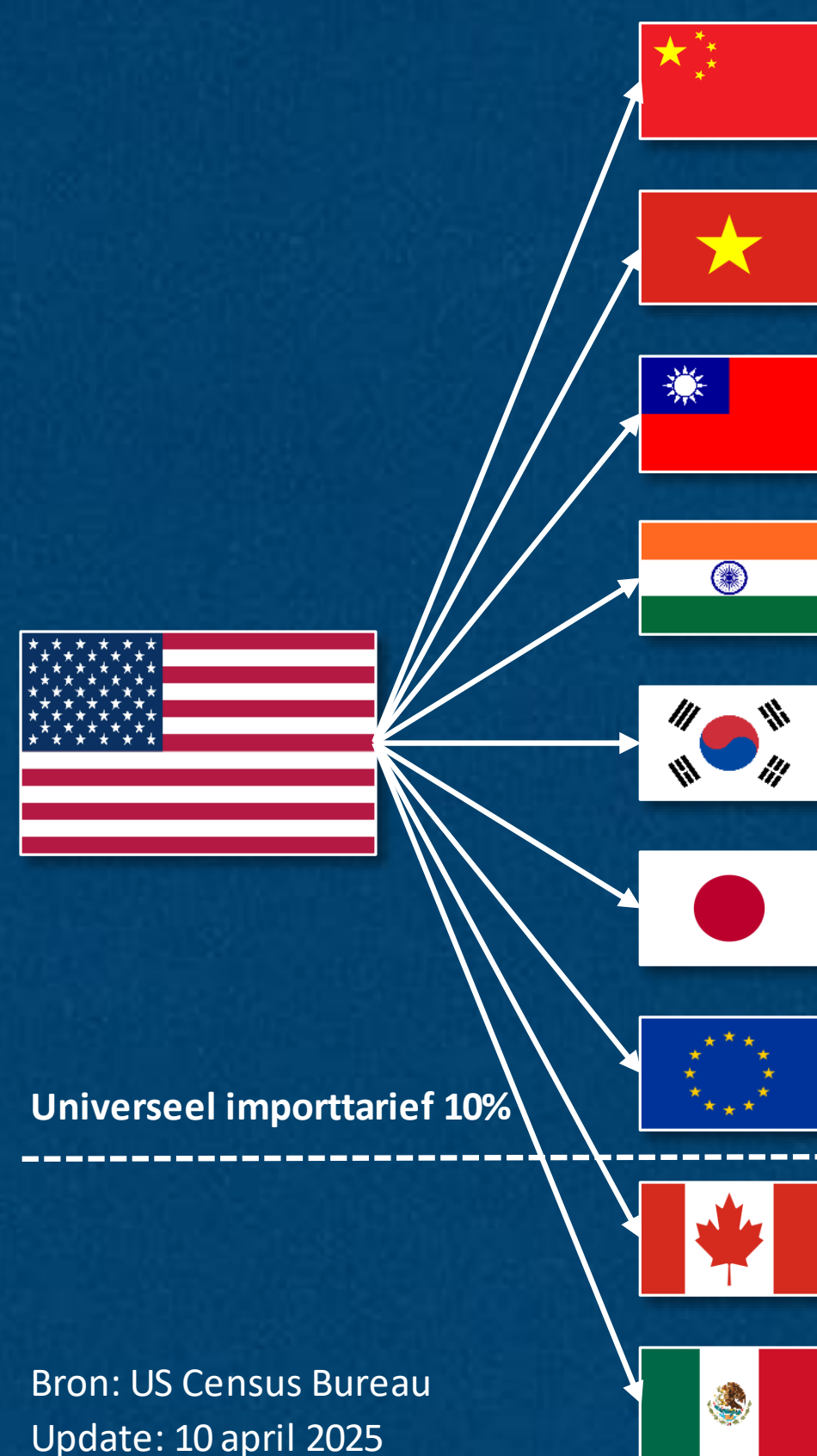
PRIVATE BANK



Executive summary

- Sinds de inauguratie van Donald Trump als 47^e president van Amerika wordt de wereld doorlopend geconfronteerd met ingrijpende veranderingen van het Amerikaanse overheidsbeleid. Voor Europa is dat aanleiding geweest prioriteit te geven aan het eigen veiligheidsbeleid en daarbij ingrijpende plannen te presenteren. Daarnaast leidt de invoering van Amerikaanse importtarieven tot veel economische onzekerheid, waarbij de handelsoorlog met China escaleert.
- De invoering van importtarieven zal invloed hebben op de economische groei en inflatie, dit zorgt voor een meer afwachtende houding van de centrale banken omdat op dit moment de effecten nog moeilijk zijn in te schatten. De financiële markten verwachten al wel een hogere Amerikaanse inflatie als gevolg van aangekondigde 10% importtarieven.
- Na het goede beleggingsjaar 2024 hebben de markten in het eerste kwartaal van 2025 last gehad van de toenemende geopolitieke spanningen en de onzekerheid over het handelsbeleid. In het eerste kwartaal van 2025 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald variërend van -0,2% tot -5,3%.
- Vooruitkijkend verwachten we aanhoudende marktvolatiliteit. Door de huidige onzekerheid over geopolitiek en economisch beleid zijn de reacties van overheden, consumenten en bedrijven moeilijk in te schatten. Wij houden daarom vast aan het voorzichtige beleggingsbeleid dat gekenmerkt wordt door een brede spreiding. Met ons tactische asset allocatiebeleid zullen we weer actief inspelen op de marktvolatiliteit als er zich interessante kansen voor doen.

Handelsoorlog: Amerika schokt globaal handelssysteem



	% goederen import Amerika	Handelstekort van Amerika in \$ miljard	Import tarief Amerika	Escalatie Milde reactie Diplomatie
 China	13,4%	-\$295	54% → 125%	84%, restricties & klacht WTO
 Vietnam	4,2%	-\$123	46% → 10%	Diplomatie
 Taiwan	3,6%	-\$74	32% → 10%	Diplomatie
 India	2,7%	-\$46	27% → 10%	Diplomatie
 Z-Korea	4,0%	-\$66	26% → 10%	Diplomatie
 Japan	4,5%	-\$68	24% → 10%	Diplomatie
 EU	18,5%	-\$236	20% → 10%	10-25% op €22 mrd (pauze)
 Canada	12,6%	-\$63	10%	25% op auto's & klacht WTO
 Mexico	15,5%	-\$172	10%	Diplomatie

Universeel importtarief 10%

Bron: US Census Bureau
Update: 10 april 2025

- Sinds 'Executive Order' #14257 heft Amerika met ingang van 5 april een universeel importtarief van 10% op goederen en waren deze tarieven met ingang van 9 april voor ±60 landen nog veel hoger. Vanaf 10 april geldt een 90-dagen pauze en het universele tarief.
- Middels een herschikking van het Amerikaanse handelssysteem is een handelsoorlog ontketent, waarbij Amerika poogt om haar handelstekort op goederen te reduceren, productie terug te halen naar Amerika en nationale veiligheid te waarborgen.
- De reactie van exporterende landen is wisselend en afhankelijk van specifieke belangen. China kiest voor ferme tegenmaatregelen, terwijl o.a. Mexico, Japan, Taiwan en India de diplomatieke route kiezen. De EU en Canada zitten hier tussenin.
- Op de korte termijn leidt deze handelsoorlog tot onzekerheid, afzwakking van de wereldhandel en een toename van protectionisme. Op de middellange termijn zou het kunnen leiden tot het sluiten van nieuwe (regionale) handelsverdragen.

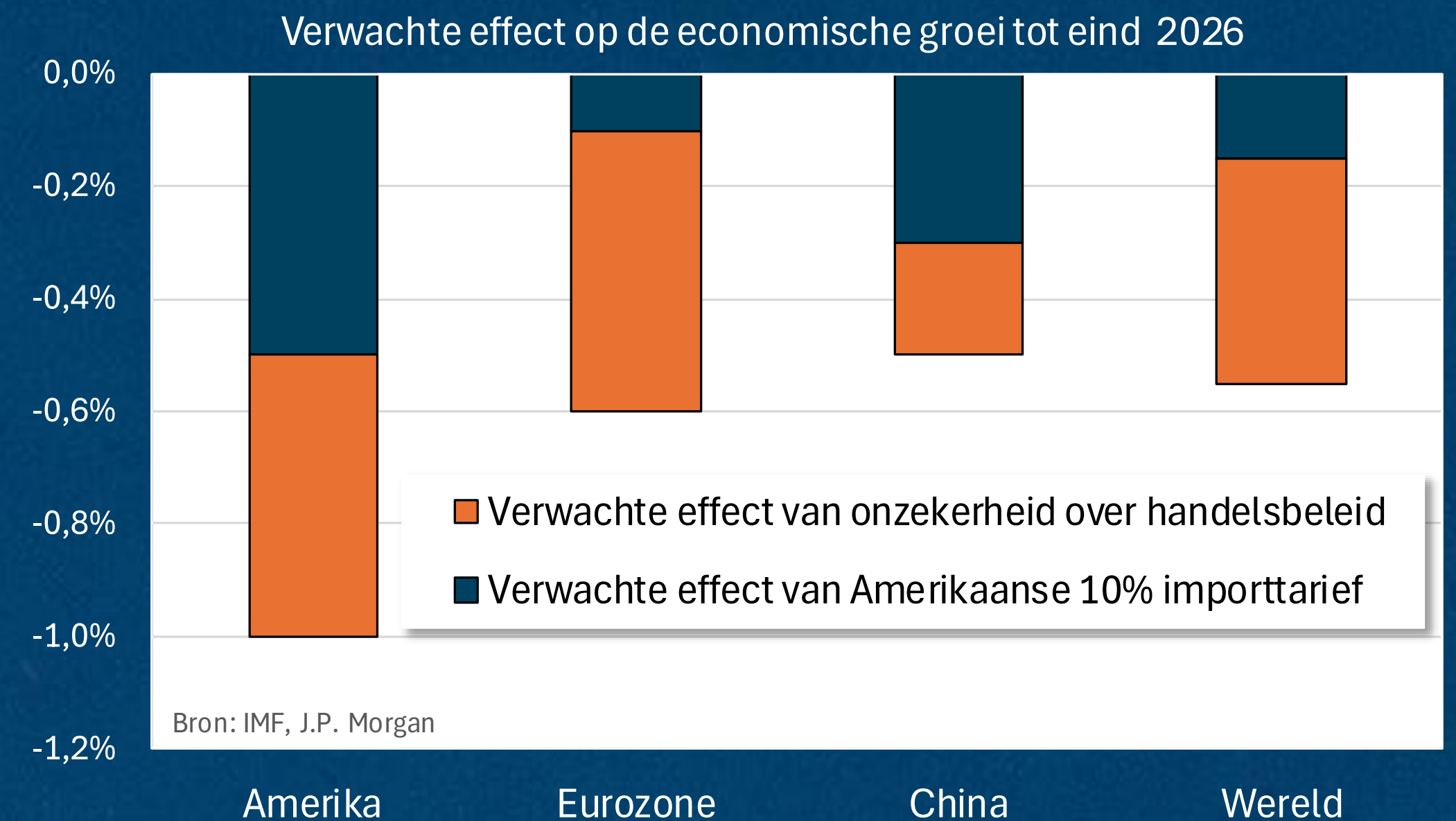
Amerikaanse importtarieven veel hoger dan verwacht

Wordt 2 april 2025 'Liberation Day' of 'Inflation Day'?



Country	Tariffs Charged to the U.S.A. (Existing, Preferential, and Most-Favored-Nation)	U.S.A. Reciprocal Tariffs
China		
European Union		
Vietnam	67%	34%
Taiwan	39%	20%
Japan	90%	46%
India	64%	32%
South Korea	46%	24%
Thailand	52%	26%
Switzerland	50%	25%
Indonesia	72%	36%
Malaysia	61%	31%
Cambodia	64%	32%
	47%	24%
	97%	49%
	10%	10%
	60%	30%
	10%	

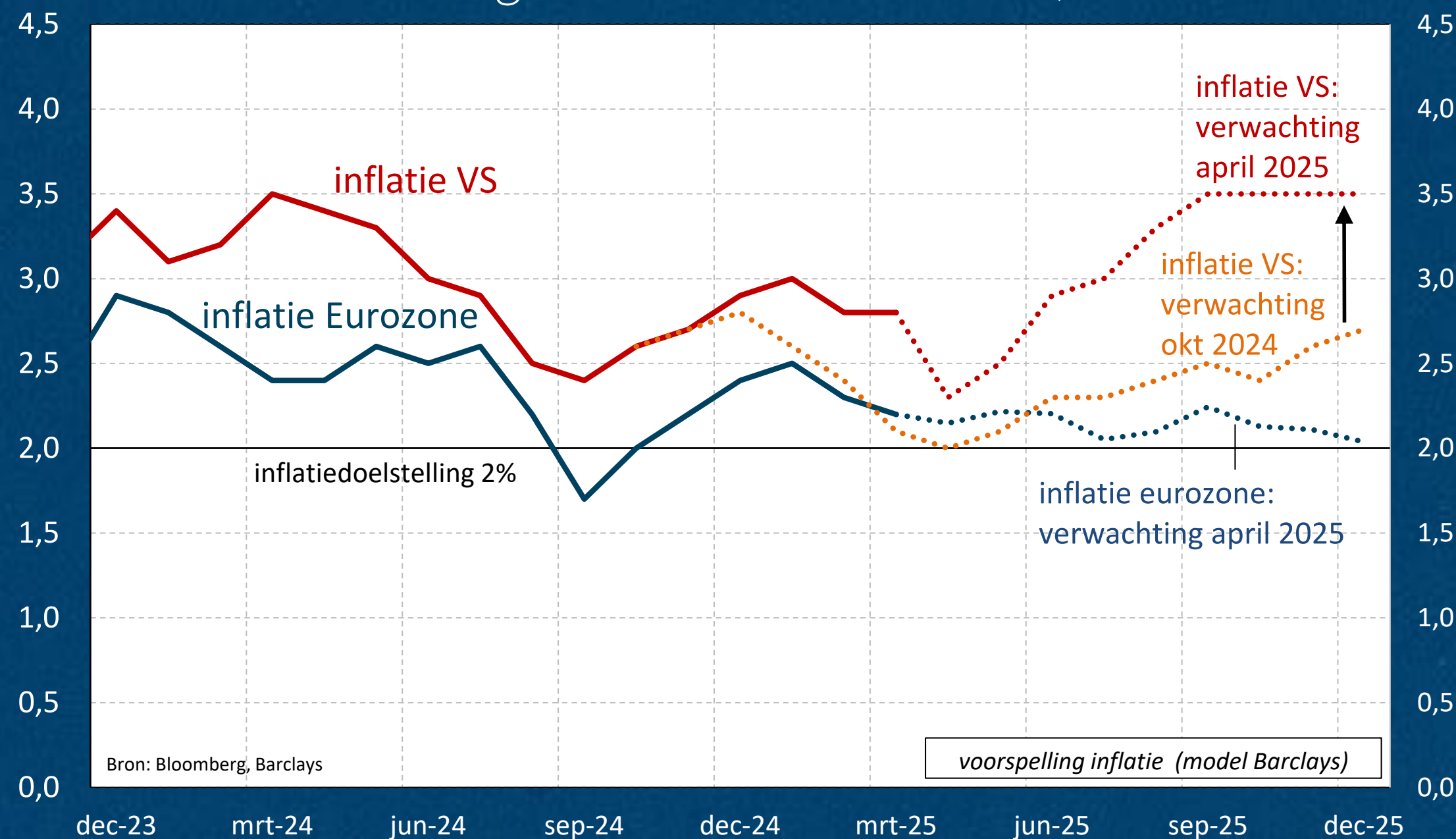
IMF inschatting na invoering 10% importtarief door Amerika



- Hoewel Donald Trump al lang spreekt over hogere importtarieven om het handelsbalanstekort te verkleinen en verloren industrie terug te halen naar Amerika, werd de wereld verrast door de hoogte en berekening van de tarieven.
- Voor Amerikaanse consumenten zullen buitenlandse producten in eerste instantie duurder worden en het is de vraag in hoeverre buitenlandse exporteurs hun verkoopprijzen willen verlagen of fabrieken kunnen verplaatsen naar Amerika.
- Met behulp van IMF-modellen kan een eerste inschatting worden gemaakt van de invloed op de wereldwijde economische groei. Hieruit blijkt dat vooral Amerika hard wordt getroffen door de aangekondigde importtarieven.
- In bovenstaande inschatting wordt nog géén rekening gehouden met de veel hogere aangekondigde importtarieven voor China. Ook mogelijke reacties van andere landen op de Amerikaanse importtarieven zijn hier niet in verwerkt.

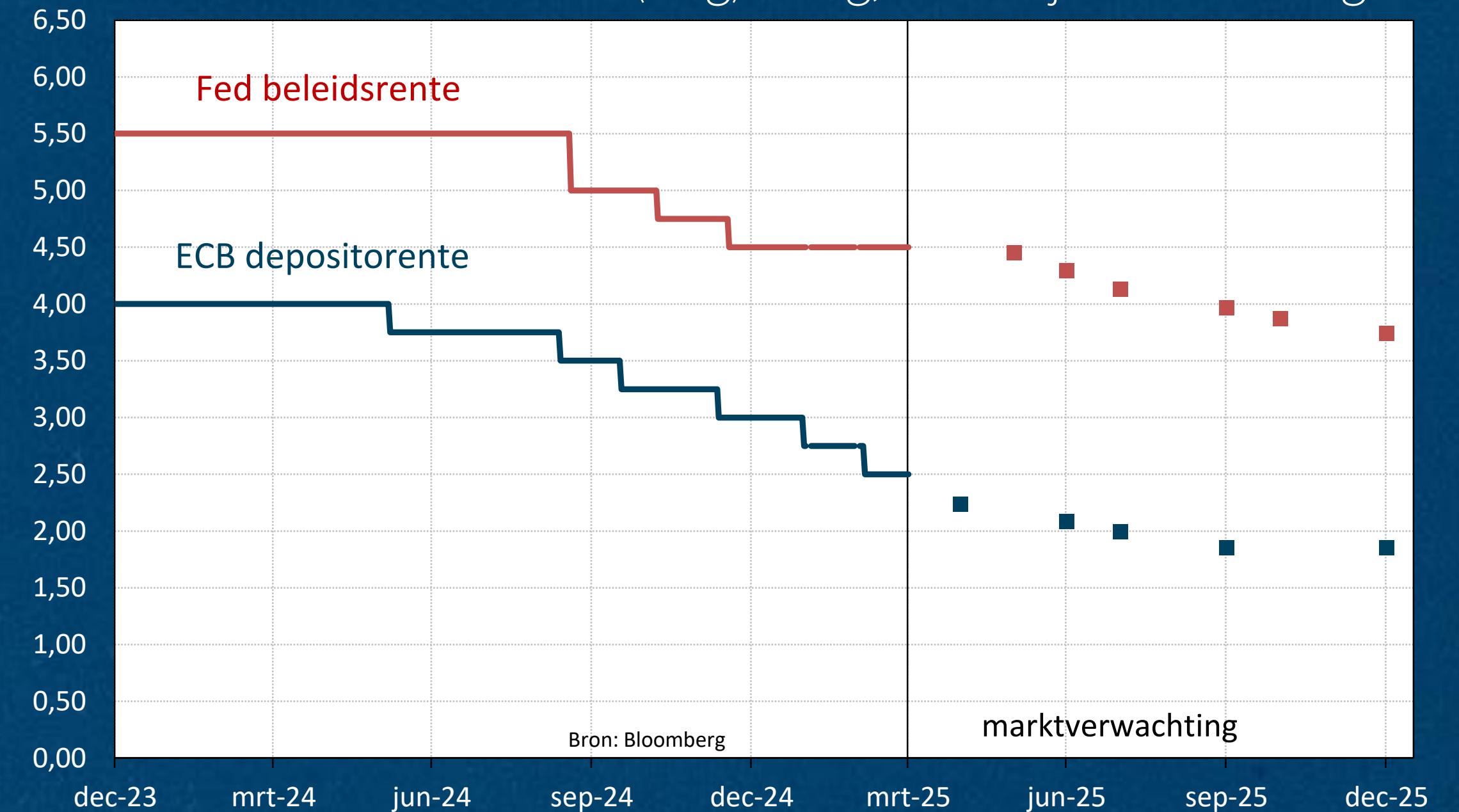
Ondanks inflatierisico's toch meer renteverlagingen verwacht

Door handelsoorlog neemt inflatierisico toe, vooral in de VS



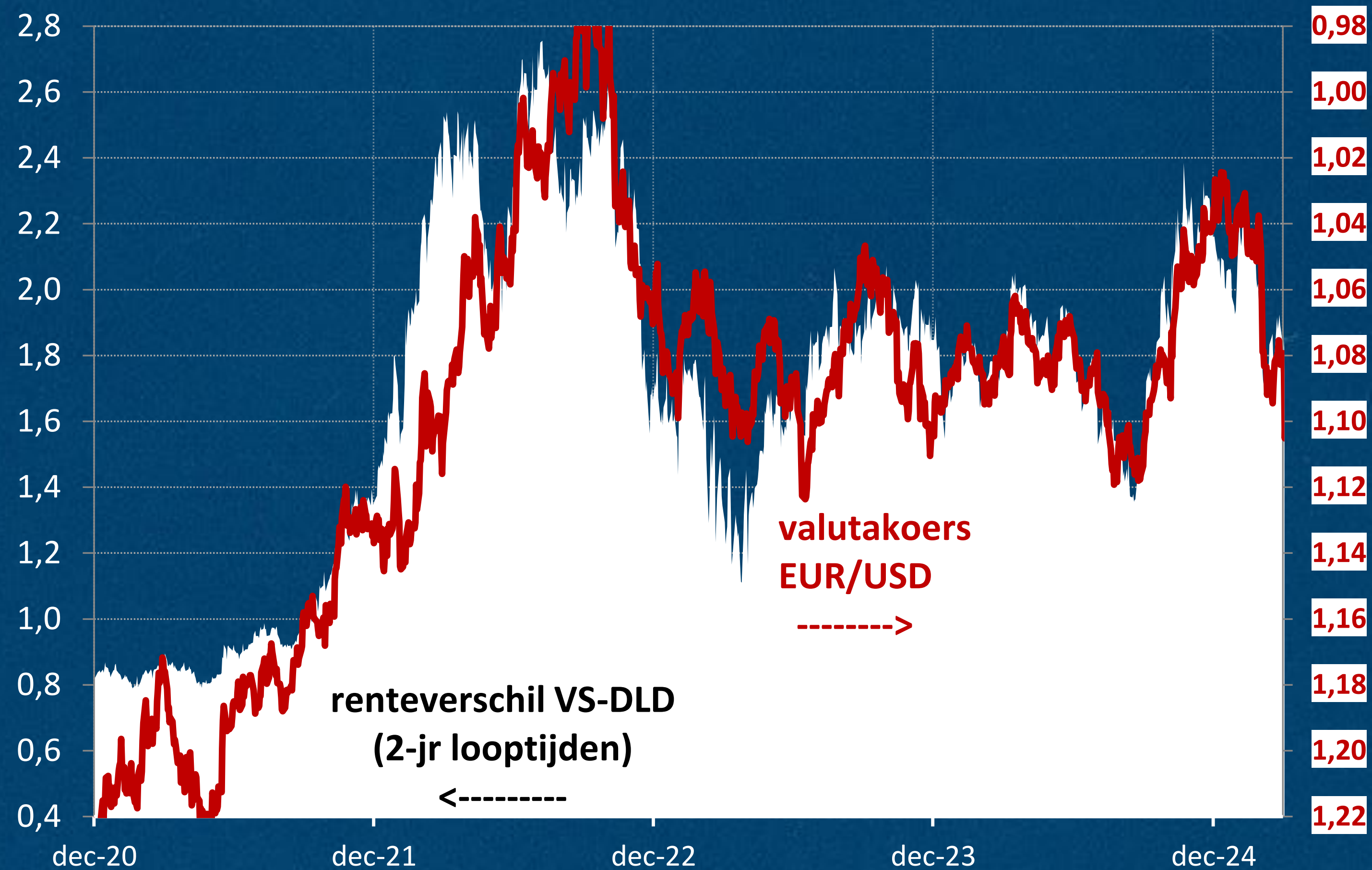
- De inflatie in de eurozone is in het 1^e kwartaal licht gedaald naar een niveau van 2,2% op jaarbasis. Nu ook de diensteninflatie geleidelijk aan afneemt ligt de eurozone inflatie op schema richting de 2% inflatie doelstelling van de ECB.
- In de VS ligt de inflatie met 2,8% duidelijk hoger. De verwachting is dat door de aangekondigde importtarieven (grotendeels betaald door de Amerikaanse consument) de Amerikaanse inflatie zal kunnen oplopen tot 3,5% á 4%.

Fed houdt beleidsrente (nog) hoog, ECB blijft rente verlagen



- In de VS neemt de Fed voorlopig een afwachtende houding aan. De inflatie is nog te hoog en zal door de handelsoorlog weer gaan oplopen. Door de dreigende recessie in de VS houdt de markt wel rekening met renteverlagingen.
- De ECB heeft in Q1 de beleidsrente verder verlaagd naar 2,5%. Door de onzekerheid over de impact van de handelsoorlog is de ECB ook afwachtender geworden. De markt is optimistisch en prijst nog 2 á 3 renteverlagingen in.

Dollar zwakker versus euro, vooral door afnemend renteverschil

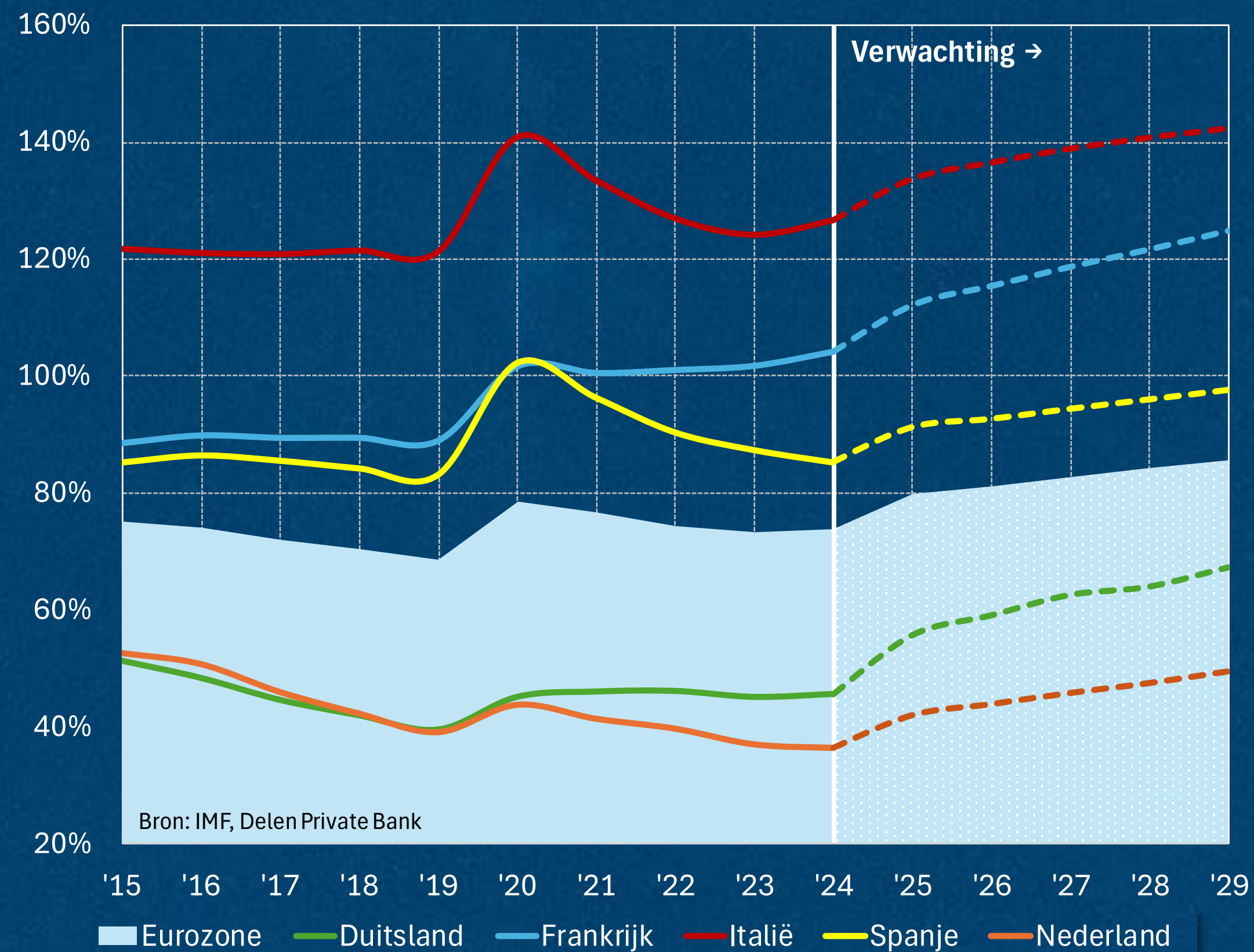


Bron: Bloomberg

- Na de sterke koersstijging van de Amerikaanse dollar versus de euro eind vorig jaar is de dollar in het eerste kwartaal met 4,3% in waarde gedaald.
- De koersdaling van de dollar komt de regering Trump goed uit. De dollar is in hun ogen overgewaardeerd en belemmert daarmee de Amerikaanse export.
- Valutakoersen worden vooral gedreven door renteverschillen: door een hogere rentevergoeding wordt een valuta relatief aantrekkelijker en stijgt de valutakoers.
- De recente daling van de dollar kan ook hierdoor worden verklaard: de rente in de VS is (vanwege zorgen over een mogelijke recessie in de VS) flink gedaald versus de rente in Europa.

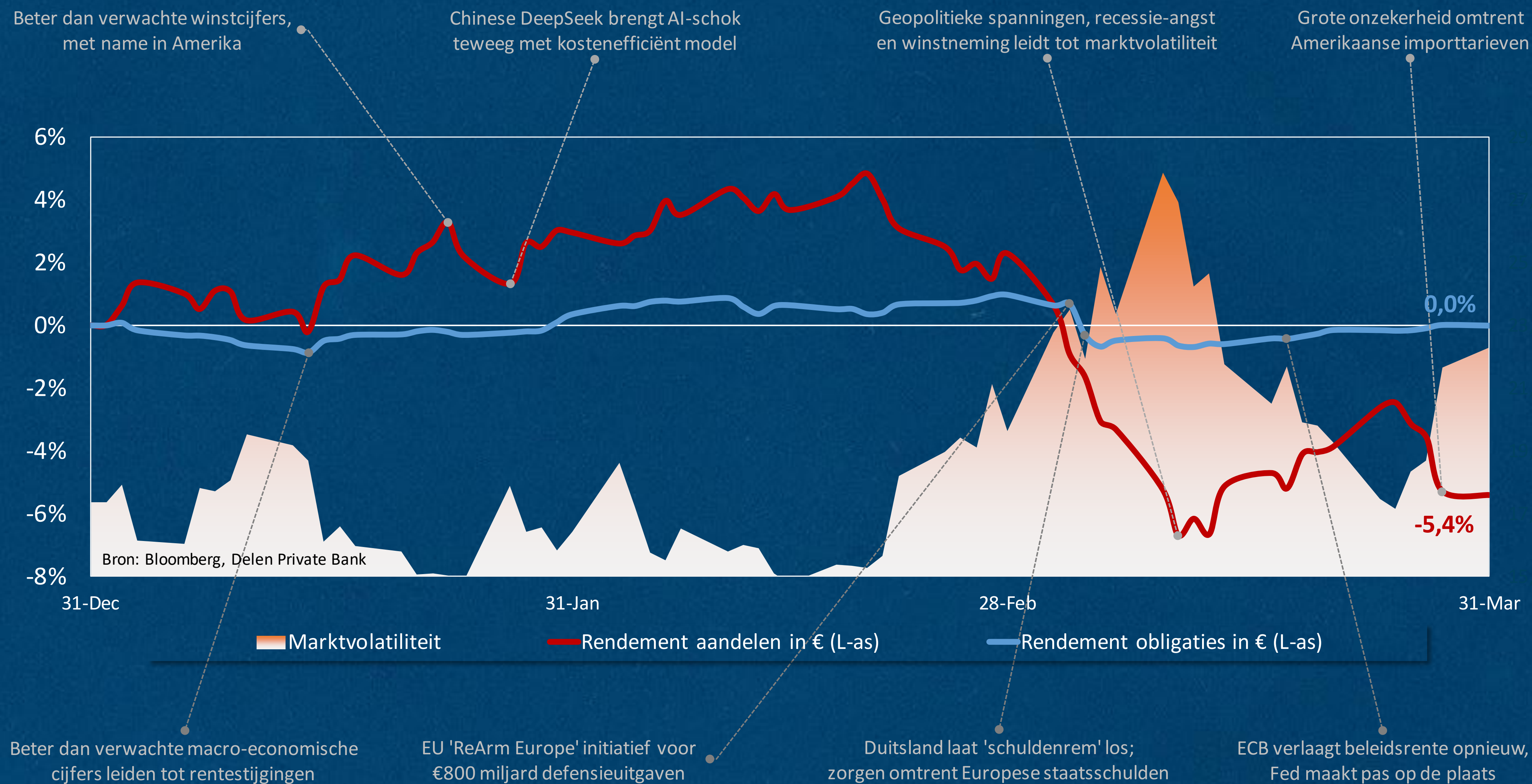
Externe druk leidt tot meer fiscale expansie in Europa

Netto staatsschuld als percentage van BNP



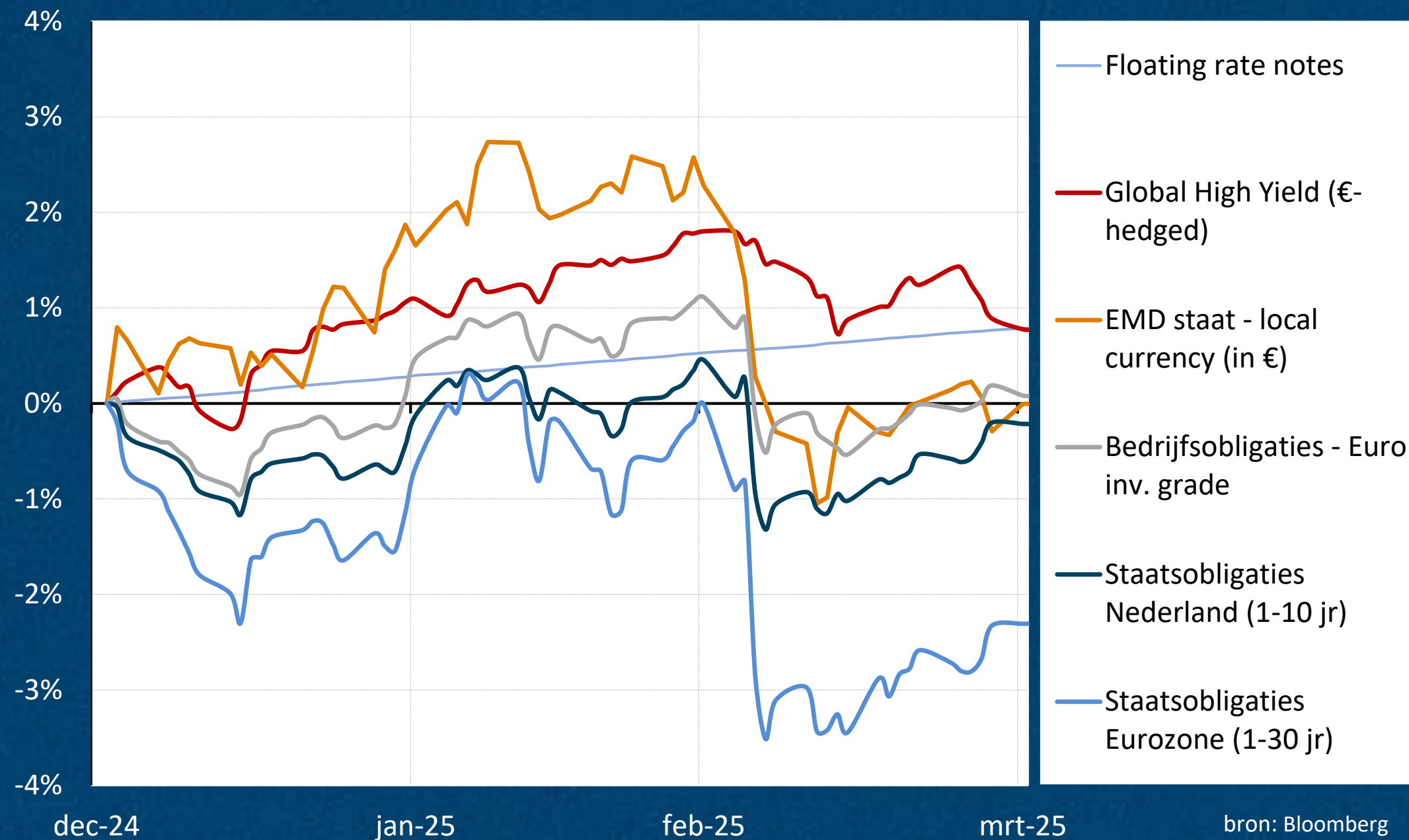
- Op 4 maart stelde de President van de Europese Commissie het 'ReArm Europe' plan voor aan de EU-lidstaten. Dit plan stelt tot doel om de komende vier jaar €800 miljard aan publieke gelden in te zetten voor defensie en de ondersteuning van Oekraïne.
- Lidstaten mogen 1,5% extra van het BNP uitgeven aan defensie, zonder de 'Excessive Deficit Procedure' te activeren. Daarnaast wordt een nieuw instrument voorgesteld om gezamenlijk te lenen en wordt er meer ruimte binnen het huidige EU-budget gecreëerd.
- Op 5 maart leidde dit tot het voorstel van het CDU/CSU en SPD om de 'Schuldenbremse' in Duitsland te hervormen, waardoor additionele defensie-uitgaven niet als tekort worden aangemerkt. Daarnaast investeert Duitsland €500 miljard extra in infrastructuur.
- Deze fiscale omslag in Europa leidt op de korte en lange termijn tot hogere budgettaire tekorten en staatsschulden (links), met name gedurende 'crisissituaties'. Beleggers maken zich zorgen over deze trend, wat tot uiting komt in hogere kapitaalmarktrentes.

Handelsoorlog doet sentiment keren in 2025



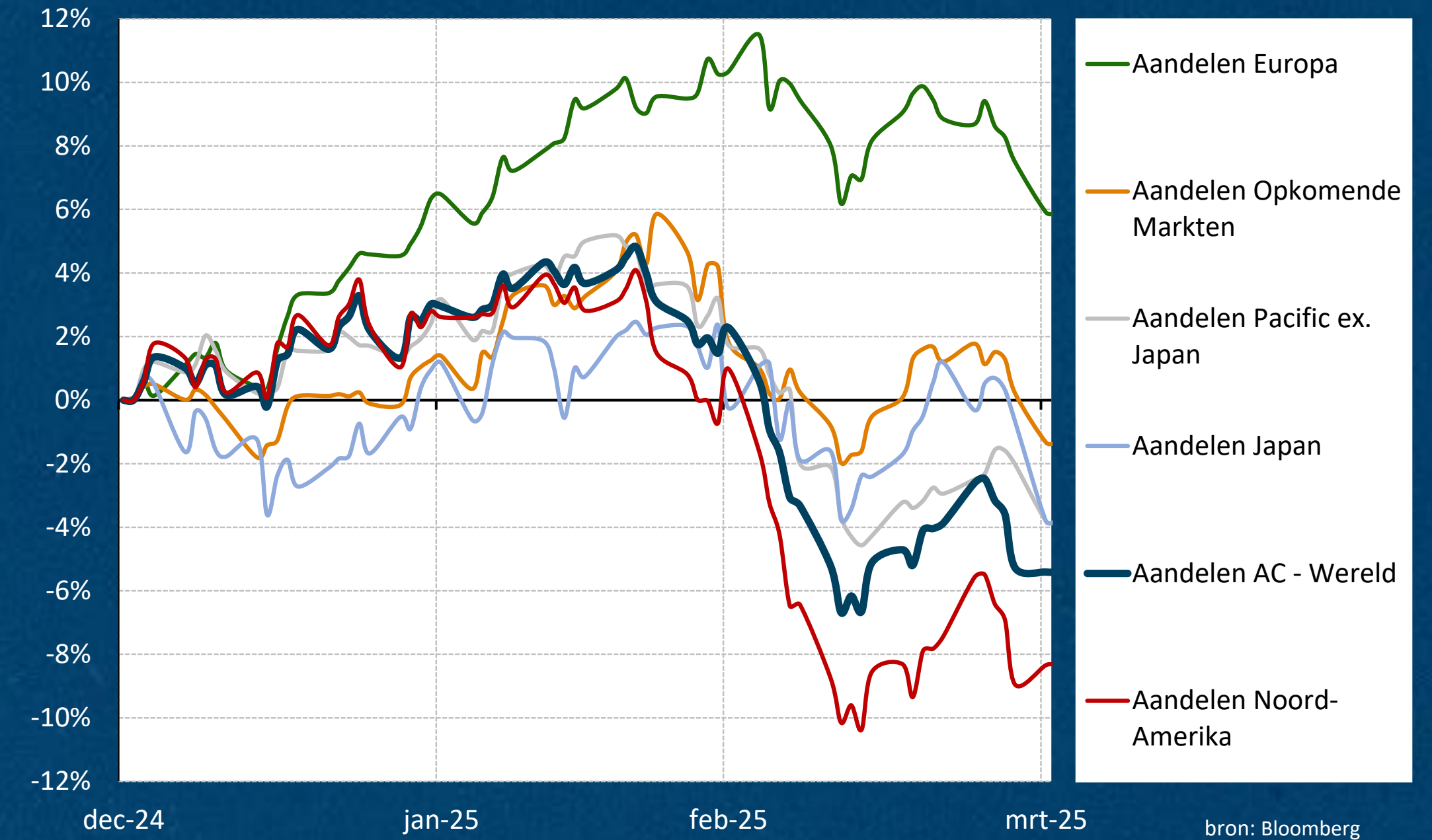
Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten

Wisselend beeld op obligatiemarkten in het eerste kwartaal



- Na een goede start van het jaar vielen de obligatiemarkten in maart terug. In Europa steeg begin maart de kapitaalmarktrente sterk na de aankondiging van forse investeringsplannen in defensie en infrastructuur.
- Met name Europese staatsobligaties met langere looptijden hadden last van de rentestijging. Op de overige obligatiemarkten werden betere resultaten behaald, waarbij vooral High Yield en Floating rate notes goed presteerden.

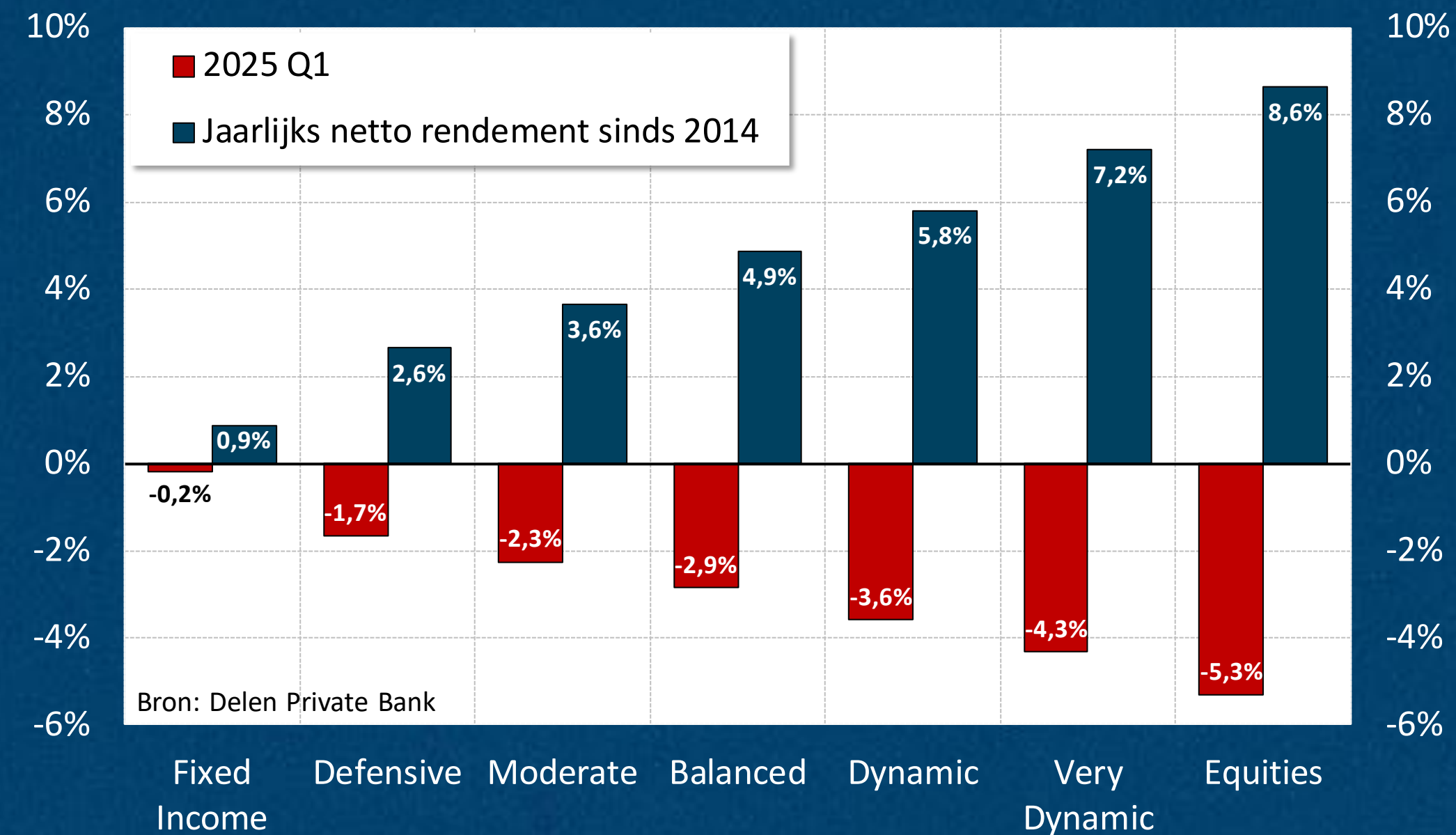
Amerikaanse beleidsonzekerheid treft aandelenmarkten



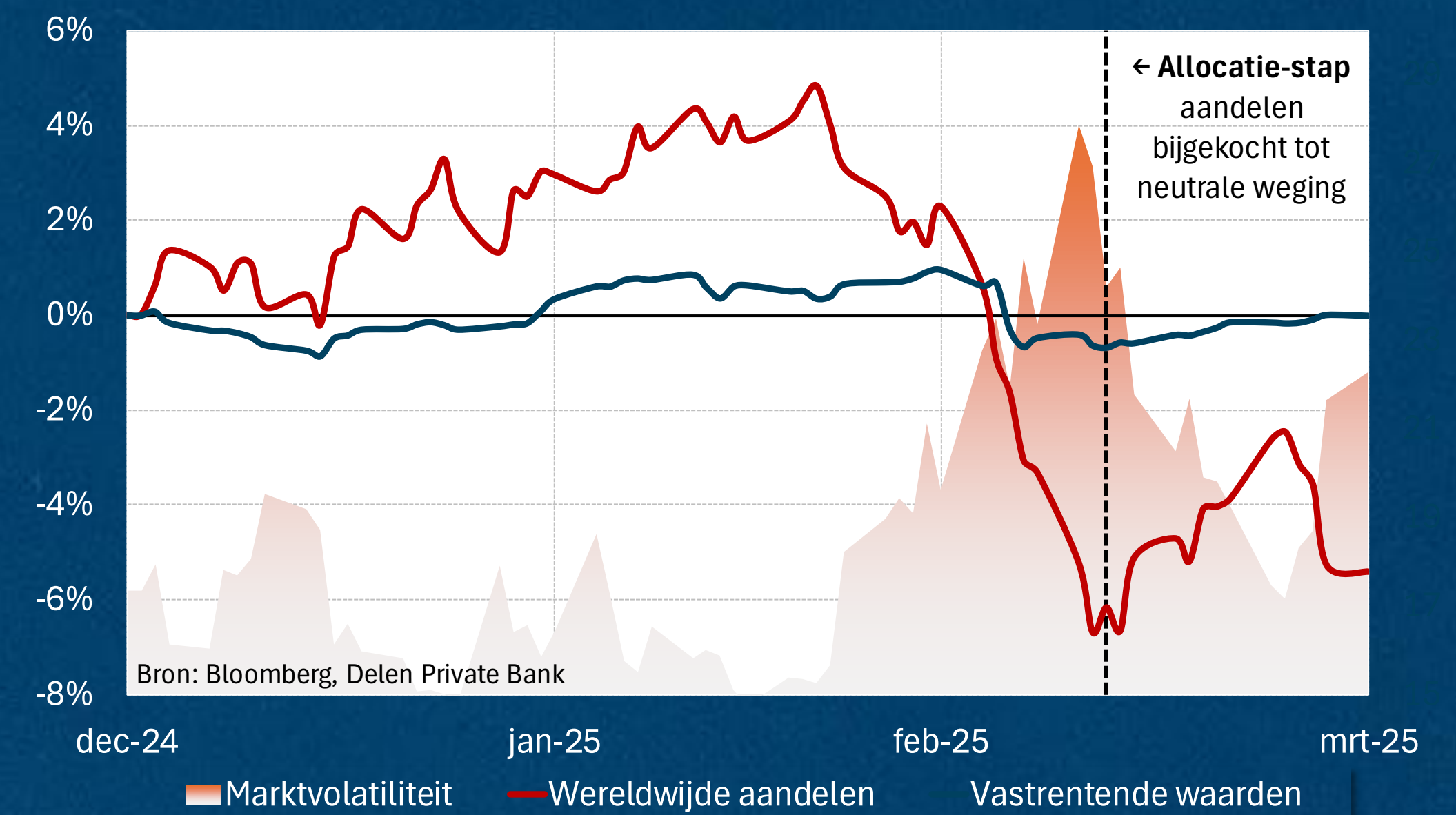
- Aandelenmarkten begonnen het jaar positief door de goede winstcijfers en de wereldwijd meevallende economische cijfers. De oplopende geopolitieke spanningen en mogelijke importtarieven leidden daarna tot lagere koersen.
- Voor Amerika werd het beeld minder optimistisch door de toenemende beleidsonzekerheid. Over Europa werden beleggers minder pessimistisch door de omvangrijke investeringsplannen in defensie en infrastructuur.

Na sterk 2024, negatieve netto rendementen in 2025

Netto rendement beleggingsprofielen



Tactische asset allocatie: neutrale positionering

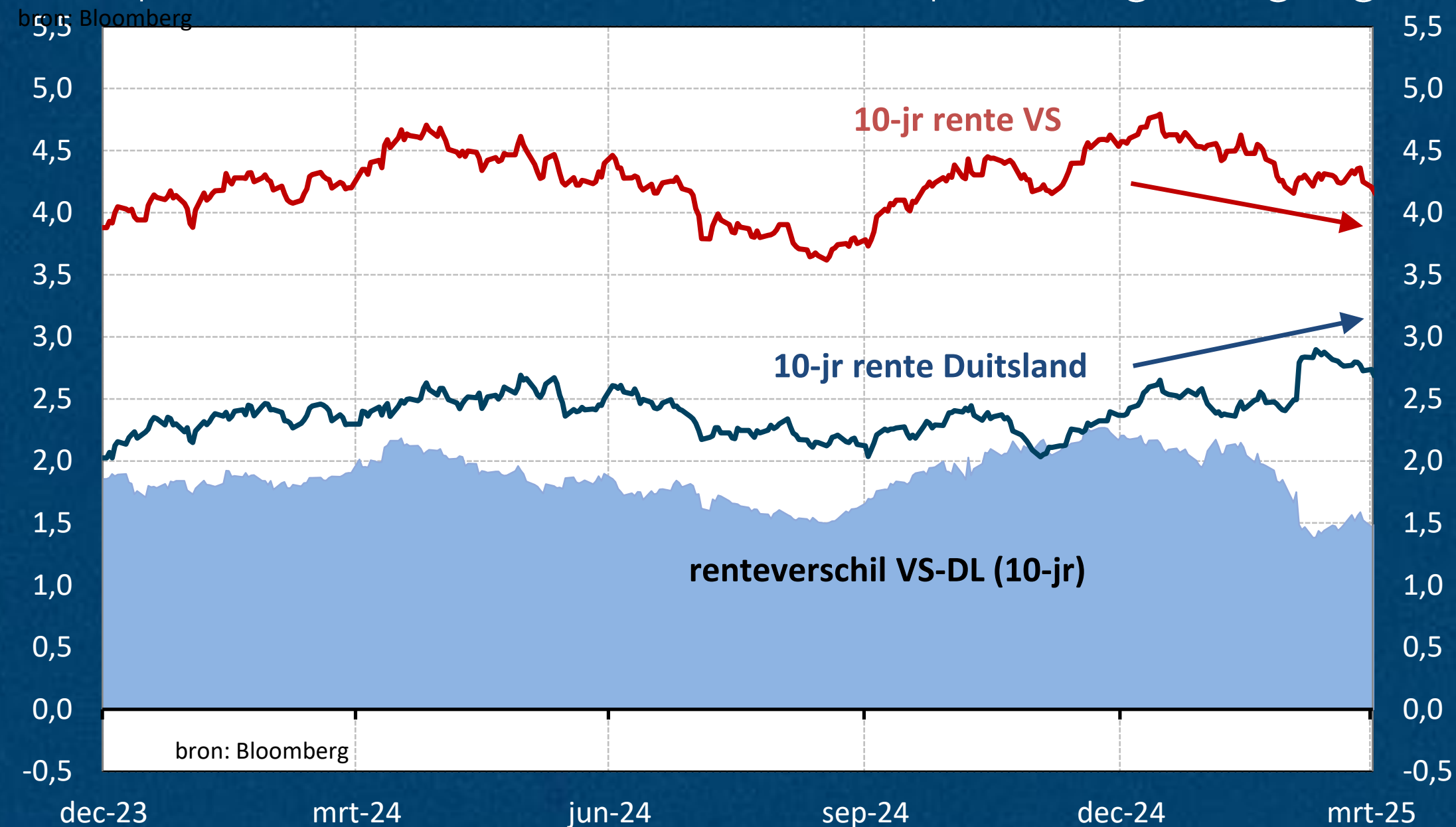


- In het eerste kwartaal van 2025 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van -0,2% tot -5,3%. De geopolitieke spanningen en zorgen omtrent wereldwijde economische groei vormden tegenwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd van +0,9% tot +8,6% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

- Gedurende het eerste kwartaal waren wij neutraal gepositioneerd in aandelen en vastrentende waarden. Met name vanwege relatief hoge aandelenwaarderingen en onzekerheden omtrent handel en economie.
- Door de marktcorrectie vanaf 19 februari was het gewicht van aandelen licht gedaald. Halverwege maart hebben wij aandelen bijgekocht met het oog op het relatief gunstige instapmomenten minder hoge waarderingen.

Rentestijging in Europa, vooral in lange looptijden

Kapitaalmarktrentes in de VS en Europa bewegen tegengesteld



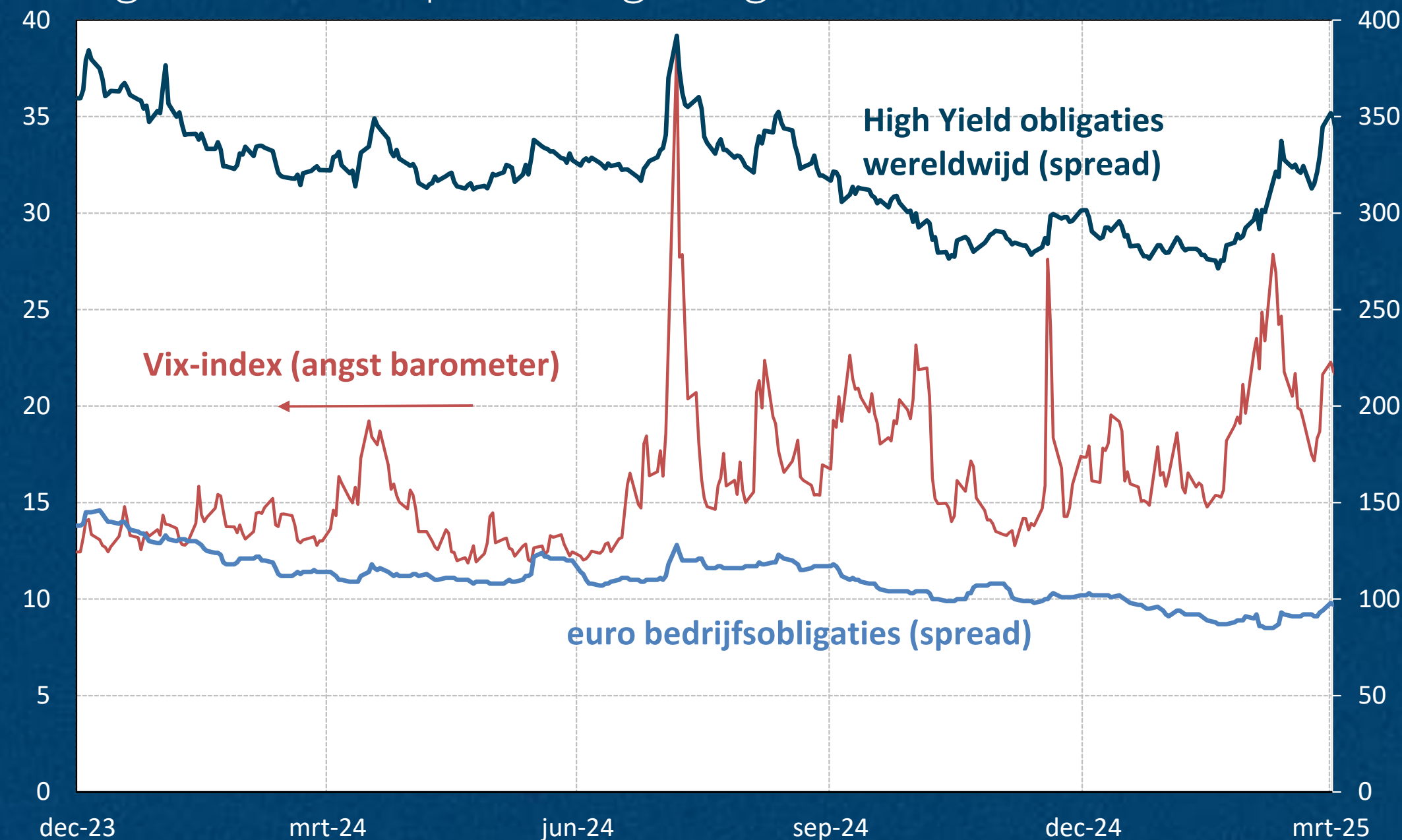
Steilere yieldcurve: daling korte rente & stijging lange rente



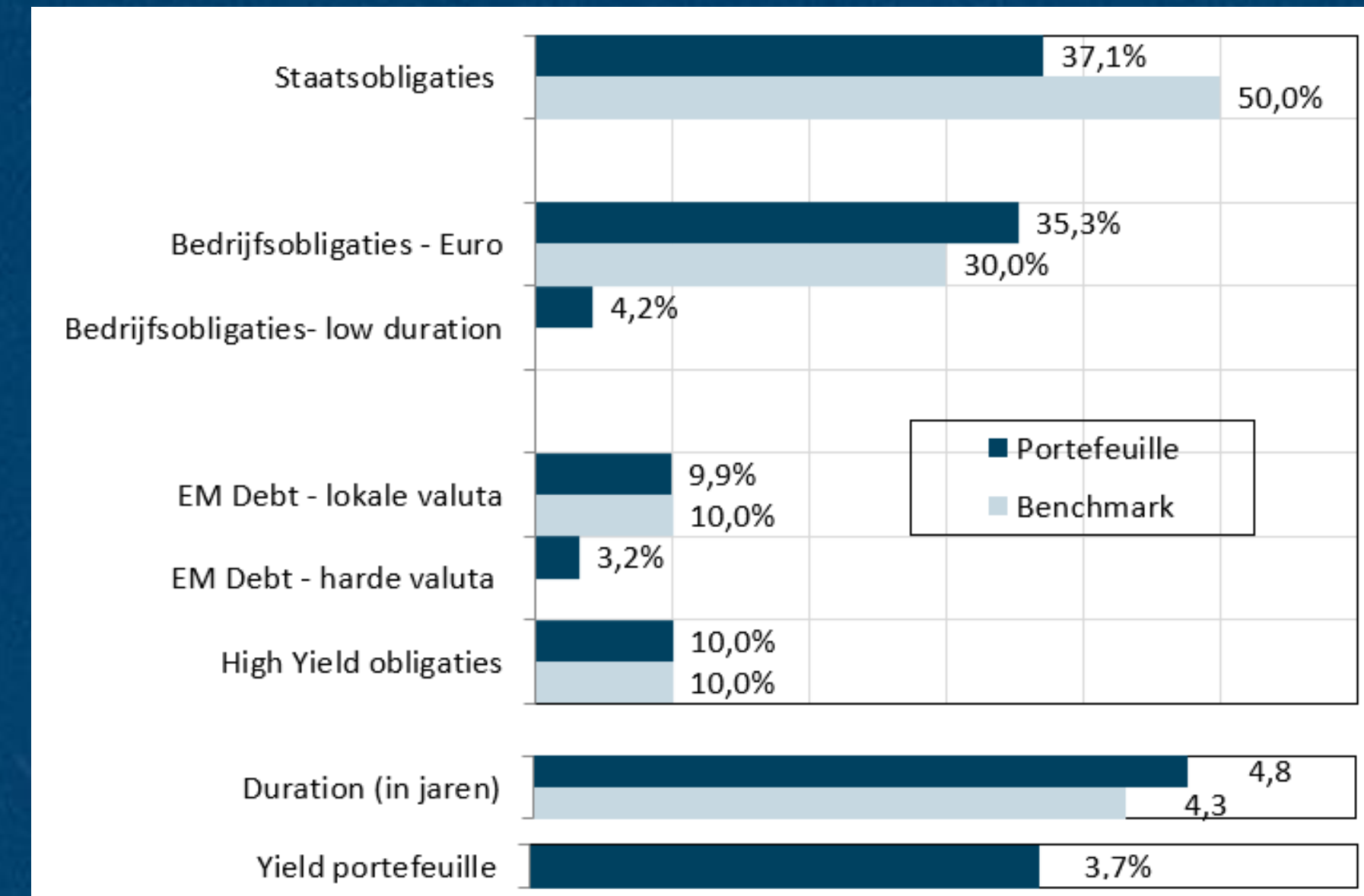
- Op de staatsobligatiemarkten was het opvallend dat in het 1^e kwartaal de kapitaalmarktrentes in de VS en Europa tegengesteld bewogen. Terwijl in de VS de kapitaalmarktrente flink daalde, liep deze in Europa juist op.
- De rentedaling in Amerika werd vooral gedreven door de verslechterende groei-vooruitzichten en de dreiging van een recessie in de VS. Hierdoor houden beleggers er steeds meer rekening mee dat de Fed de beleidsrente verder zal gaan verlagen.
- De Europese staatsobligatiemarkten lieten een ander beeld zien. Terwijl de rente op kortlopende staatsobligaties door de renteverlagingen van de ECB licht daalde, liep de rente op langlopende staatsobligaties juist sterk op.
- De sterke rentestijging was een reactie op de enorme uitgaven aan defensie en infrastructuur die door de EU en Duitsland begin maart werden aangekondigd, ook door de afnemende begrotingsdiscipline die hiermee gepaard ging.

Voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties

High Yield risicopremies gestegen aan het eind van Q1



Breed gespreide portefeuille met een yield van 3,7%

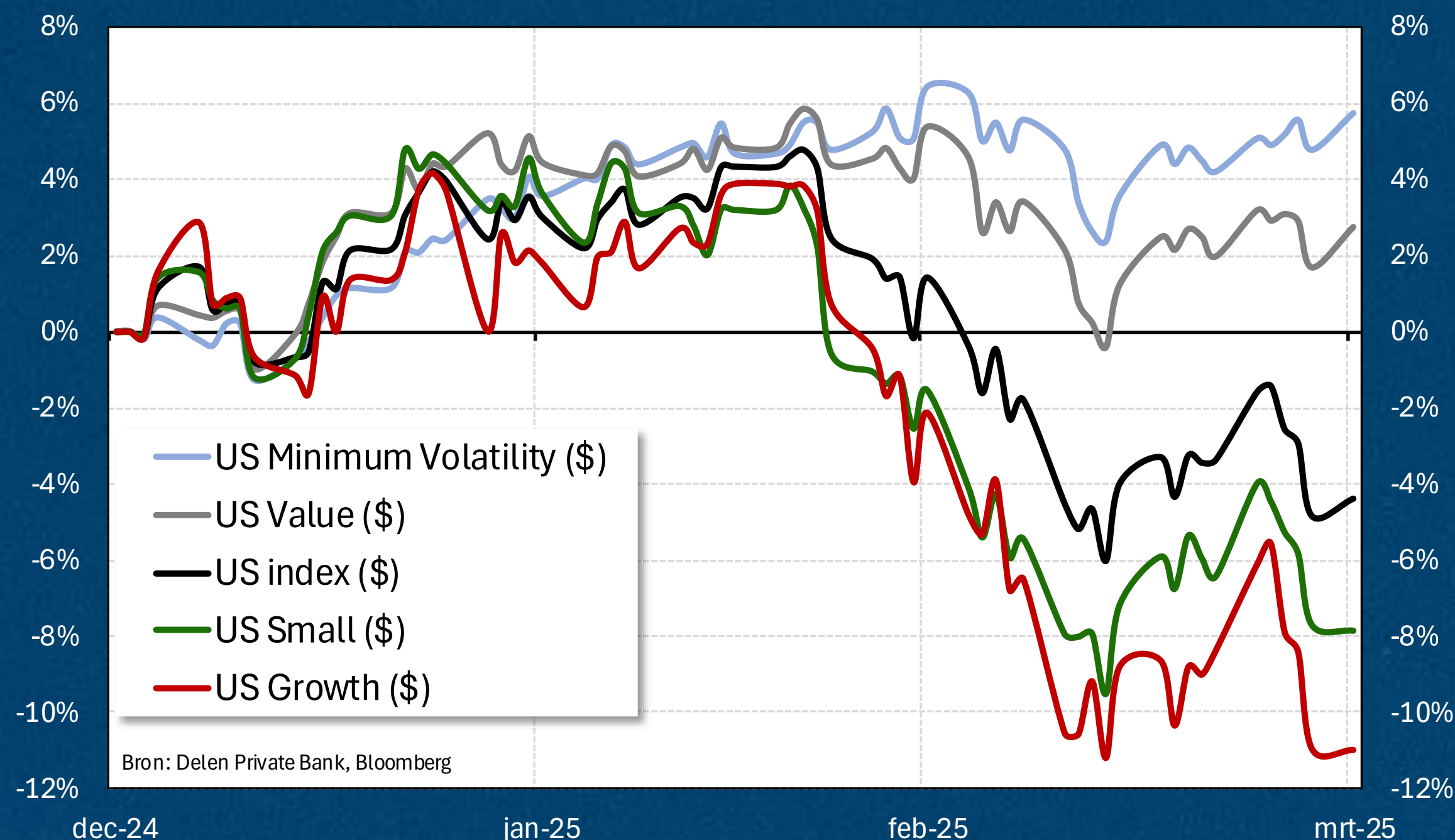


- In vergelijking met de volatiliteit op de staatsobligatiemarkten was het op de bedrijfsobligatiemarkten relatief rustig. Eind maart liepen de risicopremies ('spreads') van High Yield obligaties wel op door de toenemende marktonrust.
- Opvallend was dat Europese bedrijfsobligaties relatief goed bleven presteren. Risicopremies daalden per saldo zelfs nog licht. Dit kan deels worden verklaard door het positieve effect van de omvangrijke investeringsplannen in Europa.

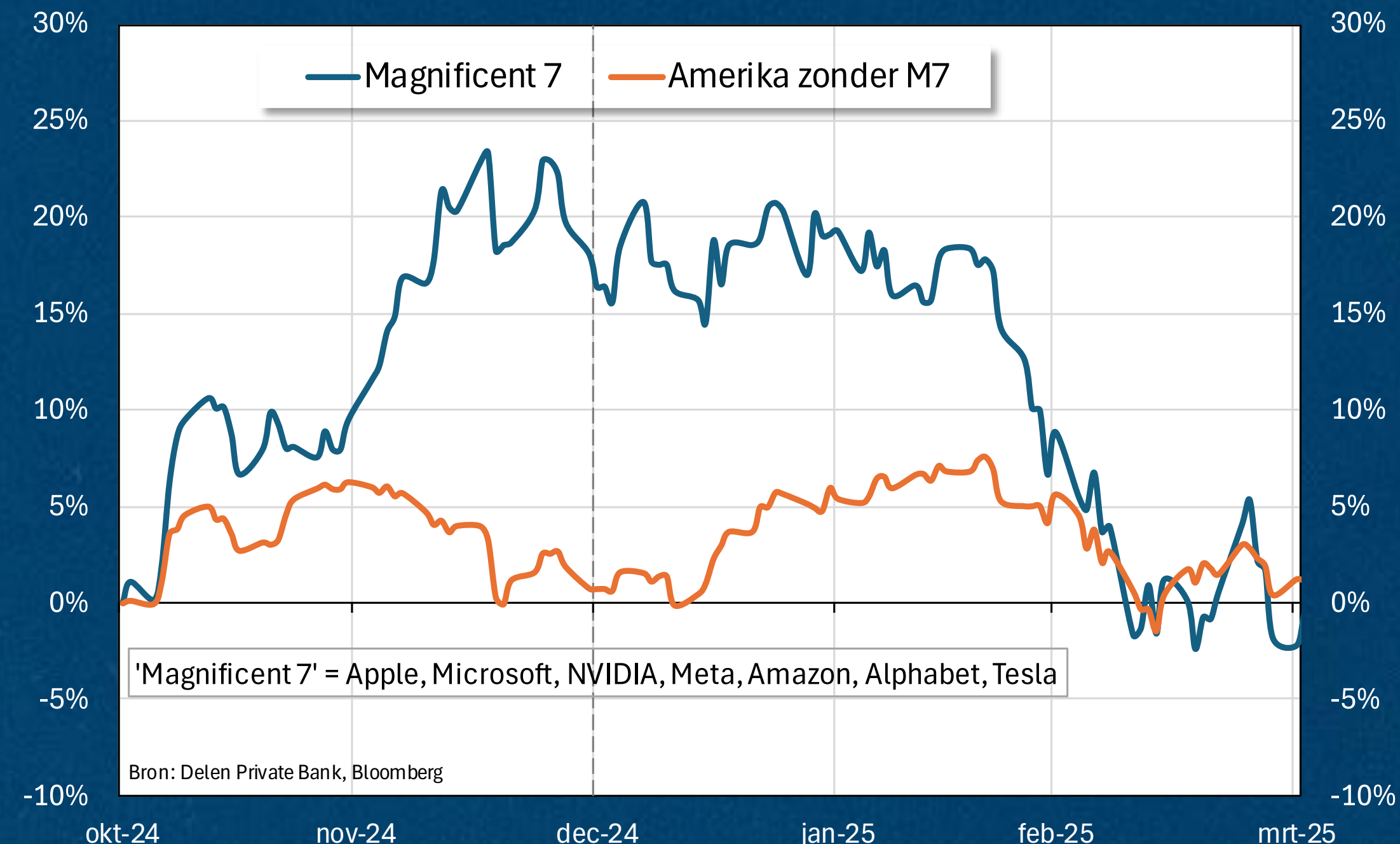
- Binnen de breed gespreide vastrentende portefeuille blijven we de voorkeur geven aan bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Vanwege de dalende ECB-rente hebben we de positie in Floating Rate Notes verder afgebouwd.
- Omdat wij verwachten dat de kapitaalmarktrente later dit jaar weer kan dalen, kiezen we voor een licht hogere rentegevoeligheid dan de benchmark. Per eind maart bedroeg de gemiddelde yield van de portefeuille ca. 3,7%.

Bescherming door stabielere en goedkopere beleggingsstijlen

Rendementsverschillen tussen VS beleggingsstijlen



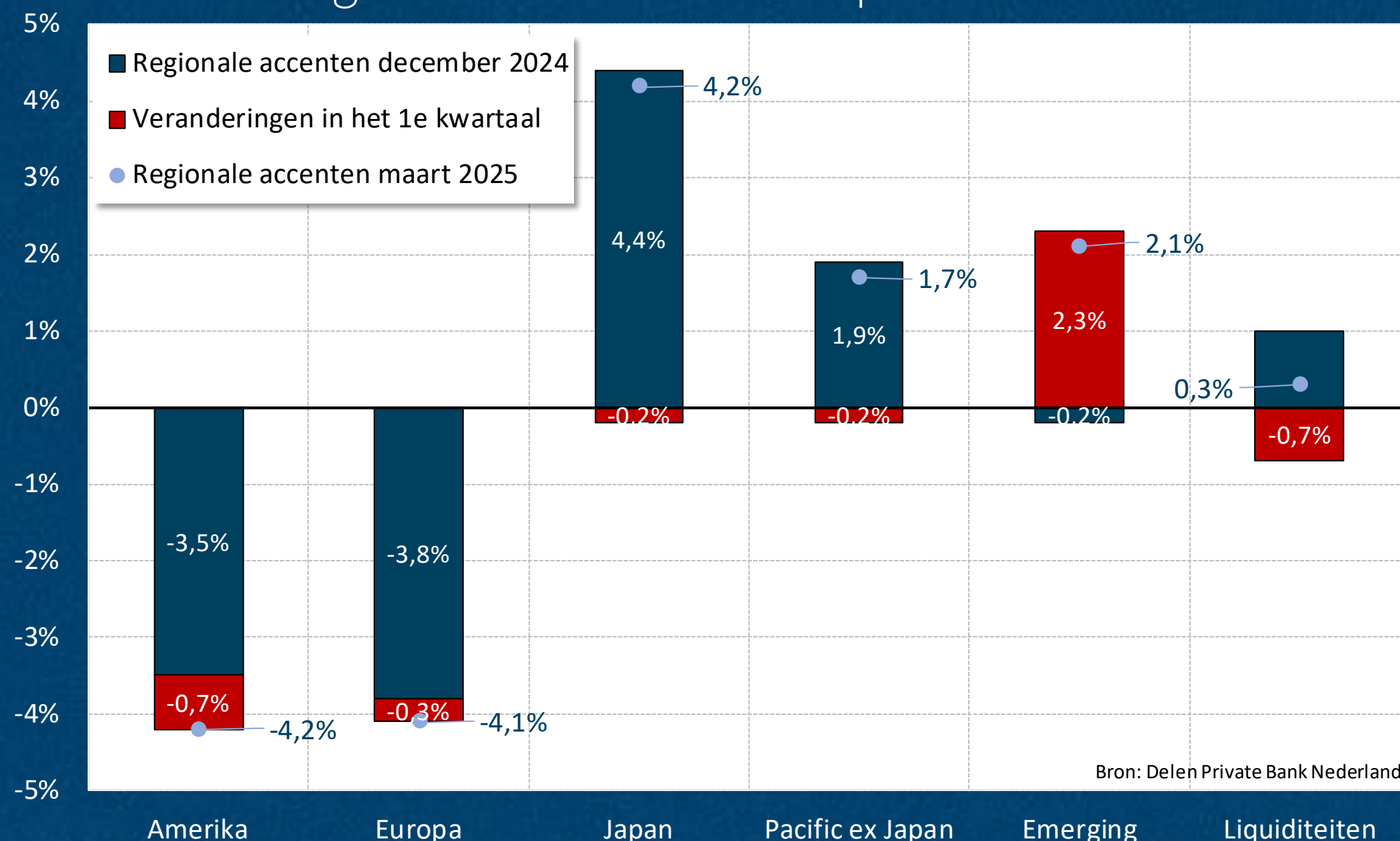
‘Magnificent 7’ leveren hun grote voorsprong weer in



- Na de publicatie van goede winstcijfers werden beleggers medio februari onzeker over het nieuwe beleid van Amerika. Deze onzekerheid trof vooral de duurdere groeibedrijven (Growth) en conjunctuurgevoelige kleinere bedrijven (Small).
- In de portefeuille beleggen wij gedeeltelijk in stabielere Amerikaanse aandelen (Minimum Volatility) en goedkopere Amerikaanse aandelen (Value). Deze beleggingsstijlen deden het veel beter dan de beursindex in het 1^e kwartaal.
- Direct na de Amerikaanse verkiezingen deden de ‘Magnificent 7’-aandelen het veel beter dan de overige Amerikaanse aandelen. Dit kwam door de goede winstcijfers, wat leidde tot toenemende marktconcentratie in de aandelenindex.
- Begin 2025 stegen vooral de overige VS-aandelen en toen de onzekerheid onder beleggers toenam, werden de dure ‘Magnificent 7’-aandelen als eerste verkocht, waardoor hun opgebouwde voorsprong verdween. Wij waren licht onderwogen.

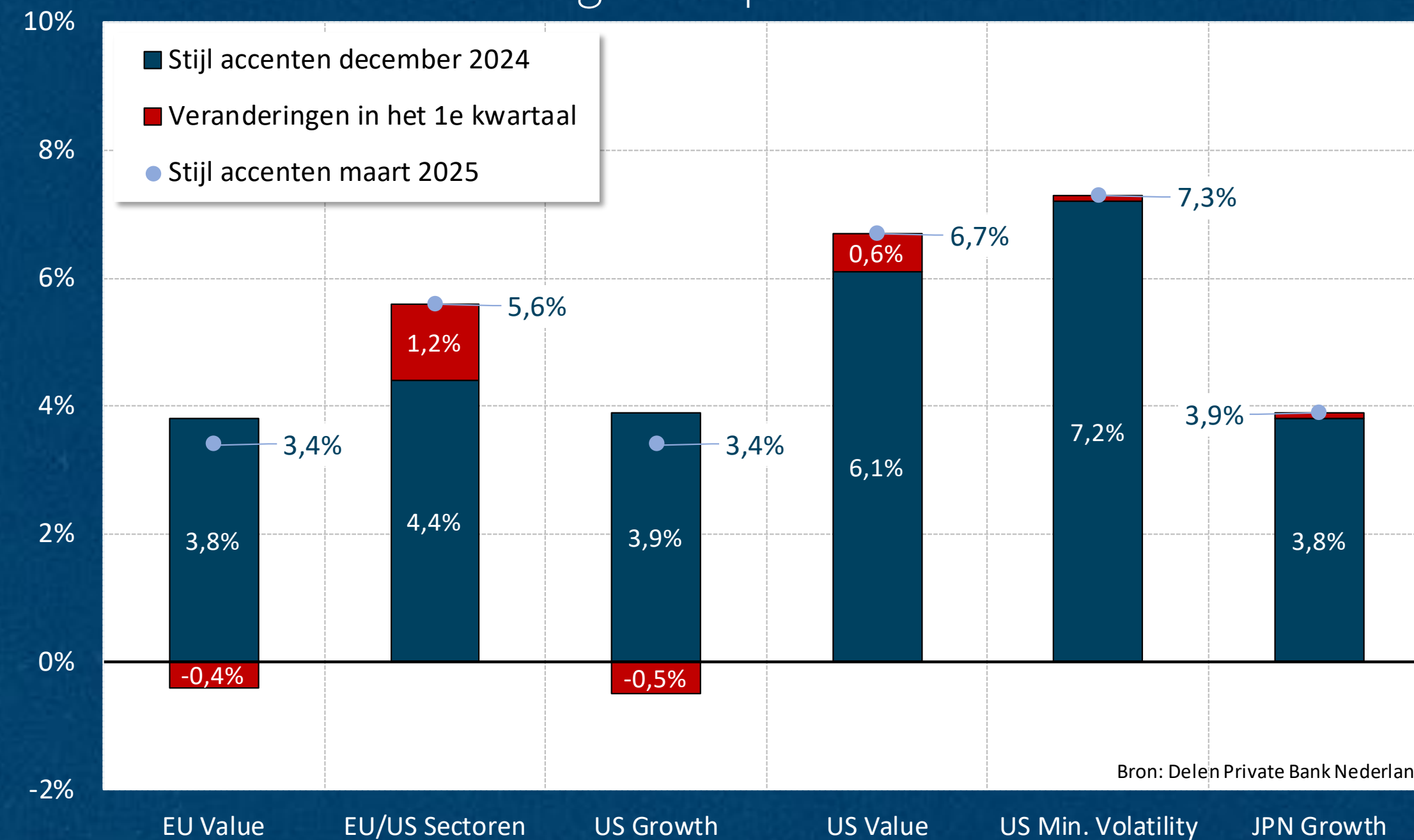
Voorkeur voor Emerging Markets en stabiele aandelen was effectief

Betere groeivoorzichten in opkomende markten



- Met het regio-allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de wereldwijde aandelenindex. We hebben een voorkeur voor de Aziatische aandelenmarkten ten koste van Amerika en Europa.
- Sinds begin maart investeren we weer meer in opkomende aandelenmarkten. De economische vooruitzichten voor China verbeterden en de Chinese overheid bevestigde haar 5%-groeidoelstelling met extra stimuleringsmaatregelen.

Voorkeur voor de goedkopere aandelen en sectoren



- Met de stijl-allocatie kiezen we voor beleggingsstijlen die op langere termijn een bewezen risicopremie opleveren t.o.v. de aandelenmarkten. Zoals de stabielere aandelen (Minimum Volatility) en goedkopere aandelen (Value).
- In het eerste kwartaal hebben we de beleggingen in goedkopere sectoren en aandelen uitgebreid. Effectief waren vooral de beleggingen in stabielere Amerikaanse aandelen, die minder daalden dan de Amerikaanse beursindex.

Positieve en negatieve bijdragen in het 1^e kwartaal van 2025

	+ Positieve bijdrage aan rendement	- Negatieve bijdrage aan rendement
TACTISCH: Asset Allocatie	○ Medio maart aandelengewicht verhoogd naar het neutrale profielgewicht met een klein positief effect	
TACTISCH: Aandelen	○ Stijl-Allocatie: voorkeur voor stabielere aandelen in Amerika en goedkopere aandelen in Amerika en Europa was effectief	○ Regio-Allocatie: te weinig beleggingen in Europa ○ Manager selectie: voor Actieve Fundamentele managers en Kwantitatieve managers was het een moeilijk kwartaal
TACTISCH: Vastrentend	○ Voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties	○ Relatief hoge rentegevoeligheid (duration) ○ Manager selectie: licht achterblijvende performance van Euro Credit en High Yield fondsen

Bron: Delen Private Bank Nederland

Scenario's voor de komende 12 maanden

handelsoorlog:

Escaleren

Onderhandelen

Normaliseren

effect:

protectionisme

handelsverdragen

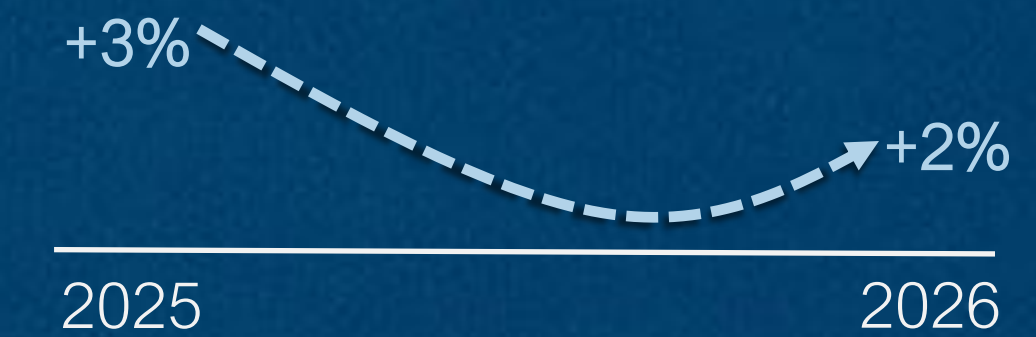
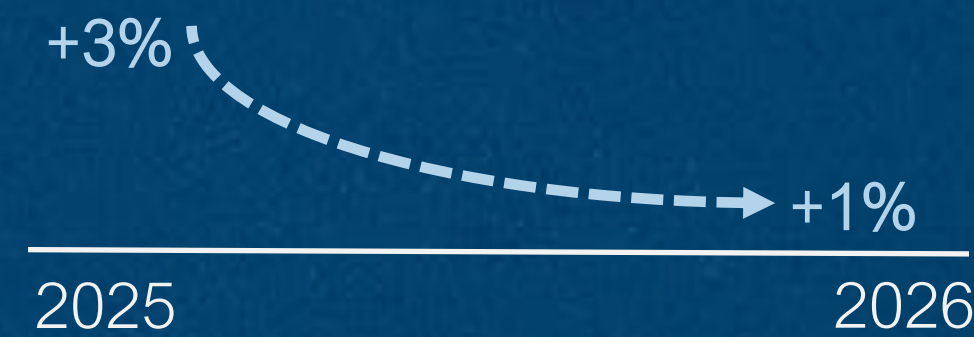
VS verlaagt tarieven

economische groei:

wereldwijde recessie

wereldwijde groeivertraging

herstel in 2^e helft 2025



kansen:

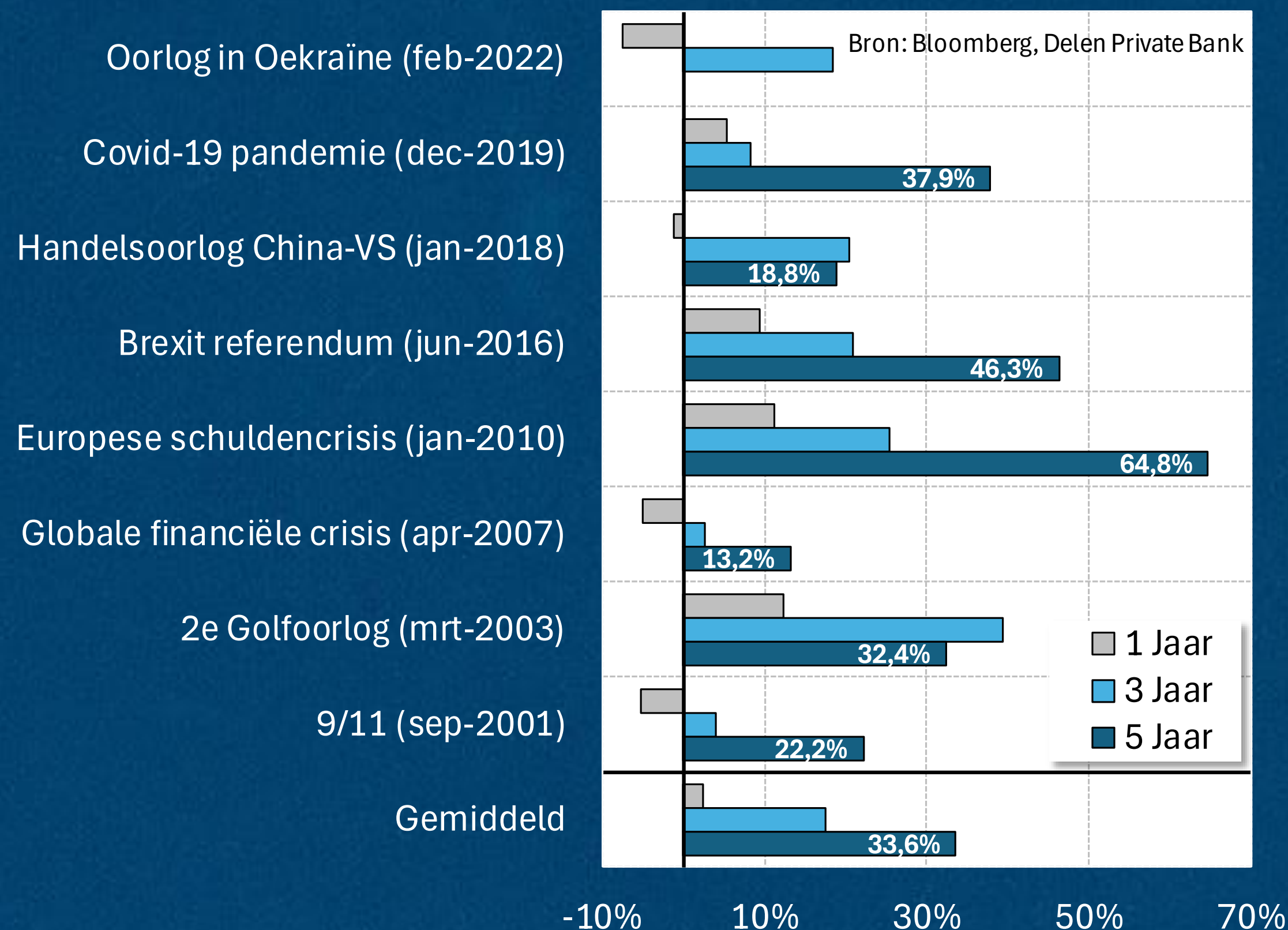
30%

50%

20%

Een systeemverandering is vaak een aantrekkelijk instapmoment

Rendement neutrale portefeuille* na start systeemverandering



*50% wereldwijde aandelen en 50% investment-grade euro staats- en bedrijfsobligaties

- De wereld is dynamisch, waarbij bestaande systemen door menselijk handelen of de natuur continue aan verandering onderhevig zijn. Geopolitieke, economische en financiële verhoudingen wisselen regelmatig.
- In de afgelopen 25 jaar hebben er veel van deze systeemveranderingen plaatsgevonden (links). Een veelvoorkomend kenmerk was het onverwachte moment, de relatief hoge snelheid en hoge mate van onzekerheid.
- Echter, bij een belegging in een neutrale portefeuille sinds de start van deze systeemveranderingen leverde dit, inclusief de initiële marktdaling, gemiddeld al een positief rendement op over een periode van 1, 3 en 5 jaar.
- Voor beleggers met een lange termijn horizon biedt een systeemverandering dus kansen om op in te spelen. Wij verwachten dat er nog vele liquiditeiten aan de zijlijn staan die naar de financiële markten zullen gaan vloeien.

Inspelen op marktvolatiliteit

Aandelen			○		
Vastrentende waarden			○		

Aandelen

Aandelen Amerika		○			
Aandelen Europa		○			
Aandelen Japan				○	
Aandelen Pacific ex-Japan				○	
Aandelen Emerging Markets				○	

Vastrentende waarden

Staatsobligaties Kernlanden		○			
Bedrijfsobligaties Investment Grade				○	
High Yield			○		
Emerging Market Debt				○	

- In de huidige onzekere marktomgeving geven we de voorkeur aan een neutrale asset allocatie. Wij verwachten aanhoudende marktvolatiliteit, wat kansen kan bieden voor ons tactisch asset allocatie beleid.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor de ontwikkelde Aziatische aandelenmarkten (regio's Japan en Pacific ex-Japan) en Emerging Markets ten opzichte van Amerika en Europa. Binnen de Amerikaanse portefeuille hebben we een voorkeur voor stabielere aandelen en in zowel Amerika als Europa hebben we accenten naar laag gewaardeerde kwaliteitsbedrijven.
- Wij verwachten dat de kapitaalmarktrente in Europa licht zal dalen in de loop van 2025. De neerwaartse druk op de rente vanuit afzwakkende groei/inflatie plus de verdere ECB renteverlagingen schatten wij sterker in dan de opwaartse druk vanuit oplopende overheidstekorten. Daarom houden we vast aan een licht hogere rentegevoeligheid van de portefeuille. We handhaven onze voorkeur voor hoge kwaliteit bedrijfsobligaties boven staatsobligaties.

Delen Private Bank

Amsterdam

Apollolaan 15
1077 AB AMSTERDAM
T: 020 - 514 16 16

Waalre

Burgemeester Mollaan 72
5582 CK WAALRE
T: 040 - 210 07 00

Heerenveen

Van Maasdijkstraat 20-22
8441 CM HEERENVEEN
T: 0513 - 25 90 00

's-Hertogenbosch

Parade 17
5211 KL 's-HERTOGENBOSCH
T: 073 - 201 01 00

Hengelo

Welbergweg 144
7556 PE HENGELO
T: 074 - 310 01 00

Noordwijk

Jonckerweg 20c
2201 DZ NOORDWIJK
T: 071 - 747 01 15

