

Kwartaalbericht Delen Private Bank

4^e kwartaal 2025

- I. Kernpunten
- II. Economie & Markten
- III. Beleggingsbeleid & Rendement



DELEN

PRIVATE BANK

Kernpunten - Economie & Markten



Terugblik 2025: welke thema's domineerden 2025?

De eerste helft stond in het teken van hogere Amerikaanse invoerheffingen, verzwakking van de VS dollar en meer Europese defensie-uitgaven.

In de tweede helft van het jaar verzwakte de Amerikaanse arbeidsmarkt en begon de Fed met een reeks renteverlagingen. De economische groei werd bovendien ondersteund door omvangrijke AI investeringen.

[Lees meer op pagina 4](#)



Positieve economische verrassingen vormden solide basis

Onverwacht sterke economische cijfers gaven de markt structureel een duw in de rug. Na periodes van onrust zorgden meevallende bedrijfsresultaten voor een krachtige opleving vanaf mei 2025.

Zo vormden deze positieve verrassingen een solide basis onder het sterke herstel van zowel aandelen als obligaties.

[Lees meer op pagina 9](#)



Macro- en monetaire ontwikkelingen

In de VS werd de economische groei vooral gedragen door AI investeringen, dit ondanks de negatieve impact van de handelsoorlog. In Europa werd veel verwacht van de hogere defensie-uitgaven.

Ondertussen groeiden zorgen over een vertragende Amerikaanse arbeidsmarkt en kozen de G3-centrale banken elk hun eigen rentepad.

[Lees meer op pagina 5, 6, 7 en 8](#)



Vooruitblik 2026: economische scenario's en thema's

Voor 2026 schetsen we drie scenario's van groeivertraging tot -versnelling, met een basisscenario waarin we verwachten dat de groeicyclus aanhoudt.

In 2026 verschuift de aandacht naar het tempo waarmee de AI investeringen worden terugverdiend en de Amerikaanse Midterms. Verder verwachten we dat het uiteenlopende monetaire beleid het bredere marktsentiment zullen kleuren.

[Lees meer op pagina 11 en 12](#)

Kernpunten - Beleggingsbeleid & Rendement



Solide netto rendementen beleggingsprofielen in 2025

Over 2025 behaalde de beleggingsprofielen solide netto beleggingsrendementen van +2,5% tot +6,9%. Over de langere termijn (vanaf 2014) hebben de beleggingsprofielen stabiele resultaten gerealiseerd.

Met een neutrale positionering houden we ruimte voor tactische asset allocatie keuzes, waarbij hogere volatiliteit juist nieuwe instapkansen kan bieden.

[*Lees meer op pagina 13*](#)



Goed aandelenjaar ondanks de valutaire tegenwind

In 2025 stegen de aandelenkoersen sterk, al drukte de depreciatie van de VS dollar en Japanse yen het resultaat voor Europeanen. Na een korte correctie in april trokken aandelenkoersen aan, mede dankzij meevallende bedrijfsresultaten.

De portefeuille profiteerde van de regio-allocatie met een voorkeur voor Emerging Markets en de stijl-allocatie door de voorkeur voor Europese Value-beleggingen.

[*Lees meer op pagina 16 en 17*](#)



Dalende risicopremies gunstig voor obligatieportefeuille

In 2025 liepen kapitaalmarktrentes uiteen, met een rentestijging in Europa en Japan en een daling in de VS. Gedreven door de verdere daling van risicopremies presteerden bedrijfsobligaties en EM Debt opnieuw beter dan staatsobligaties.

De portefeuille profiteerde van deze trend dankzij de voorkeur voor deze beide categorieën, terwijl ook de selectie van externe managers positief bijdroeg.

[*Lees meer op pagina 14 en 15*](#)



Vooruitblik: aantrekkelijke lange termijn rendementen

De verwachte lange termijn rendementen voor de aankomende vijf jaar zien er aantrekkelijk uit, mede door de genormaliseerde rente-omgeving.

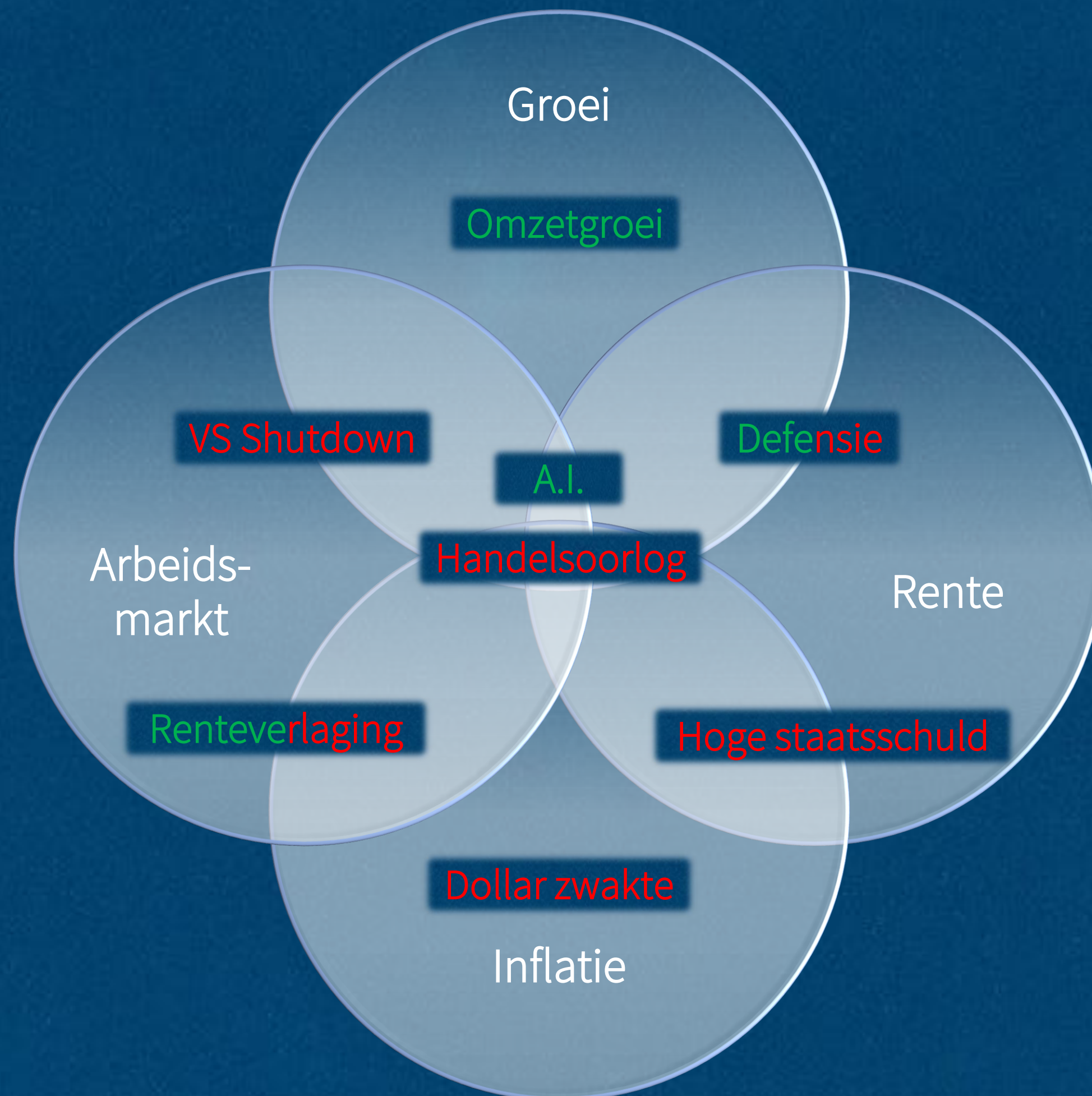
In de huidige marktomgeving kiezen we voor een neutrale positionering voor aandelen en obligaties. In de aandelenportefeuille liggen de accenten in Europa, Japan en EM en binnen obligaties in bedrijfsobligaties en EM Debt.

[*Lees meer op pagina 18, 19 en 20*](#)

Economie & Markten

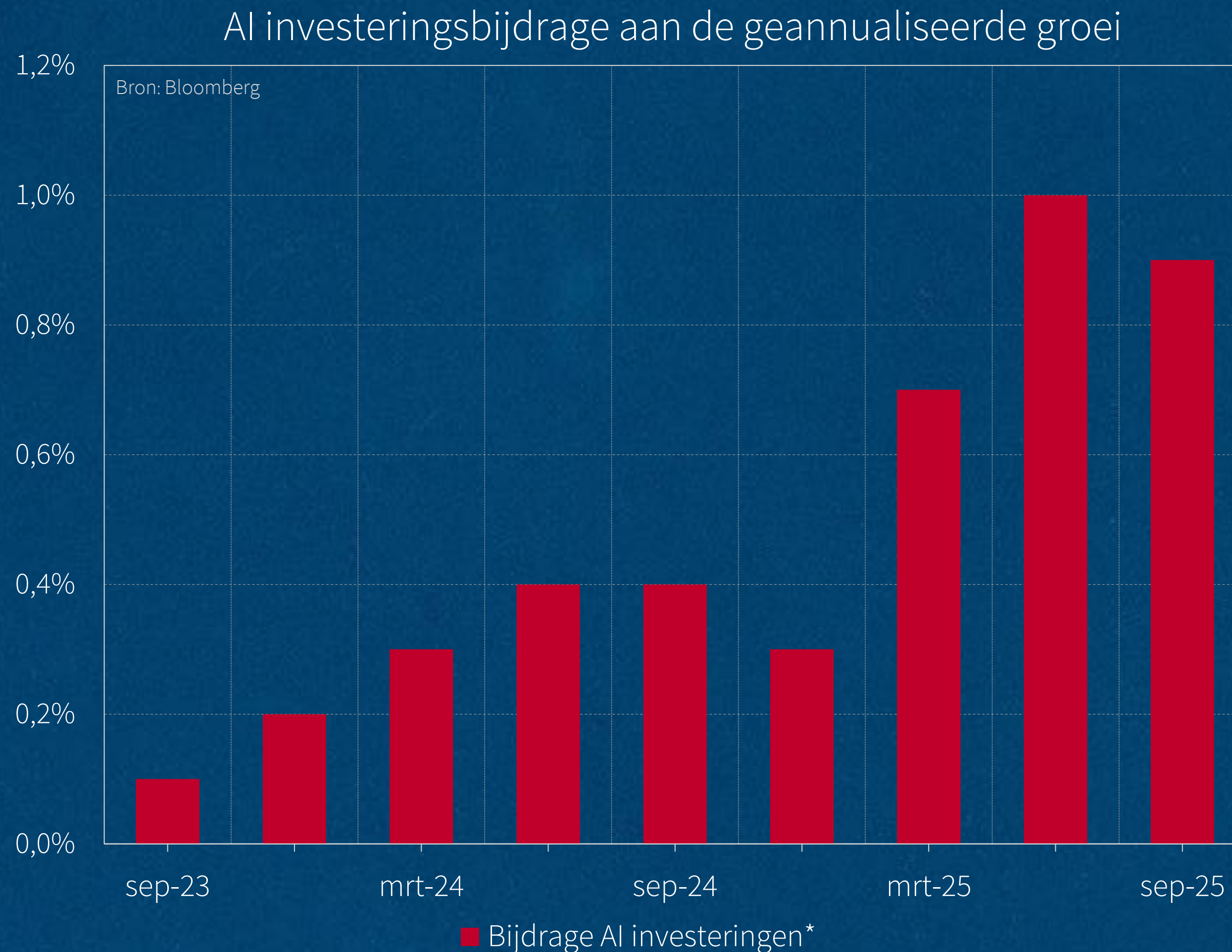
Terugblik 2025

Welke thema's domineerden in 2025?



- In 2025 was er geen gebrek aan thema's in de financiële markten. Aan de linkerzijde zijn de belangrijkste 8 thema's weergegeven (**positief/negatief**), in relatie tot de impact op economische groei, rente, inflatie en de arbeidsmarkt.
- De handelsoorlog en depreciatie van de VS dollar speelden in de 1^e helft van het kalenderjaar de grootste rol. Economen voorspelden, achteraf bleek ten onrechte, een zeer negatieve impact op wereldwijde economische groei en inflatie.
- Na de zomer verzwakte de Amerikaanse arbeidsmarkt, hierdoor verlegde de Fed via renteverlagingen haar focus van inflatie naar economische groei. In Europa liepen de kapitaalmarkrentes op door met name de forse stijging van defensie-uitgaven.
- Per saldo hielden de investeringen in AI de groei uiteindelijk op peil, terwijl een breed deel van de beursgenoteerde bedrijven een mooie omzetgroei lieten zien. Door de beheersbare inflatie en lage volatiliteit nam bovendien de koopkracht van consumenten toe.

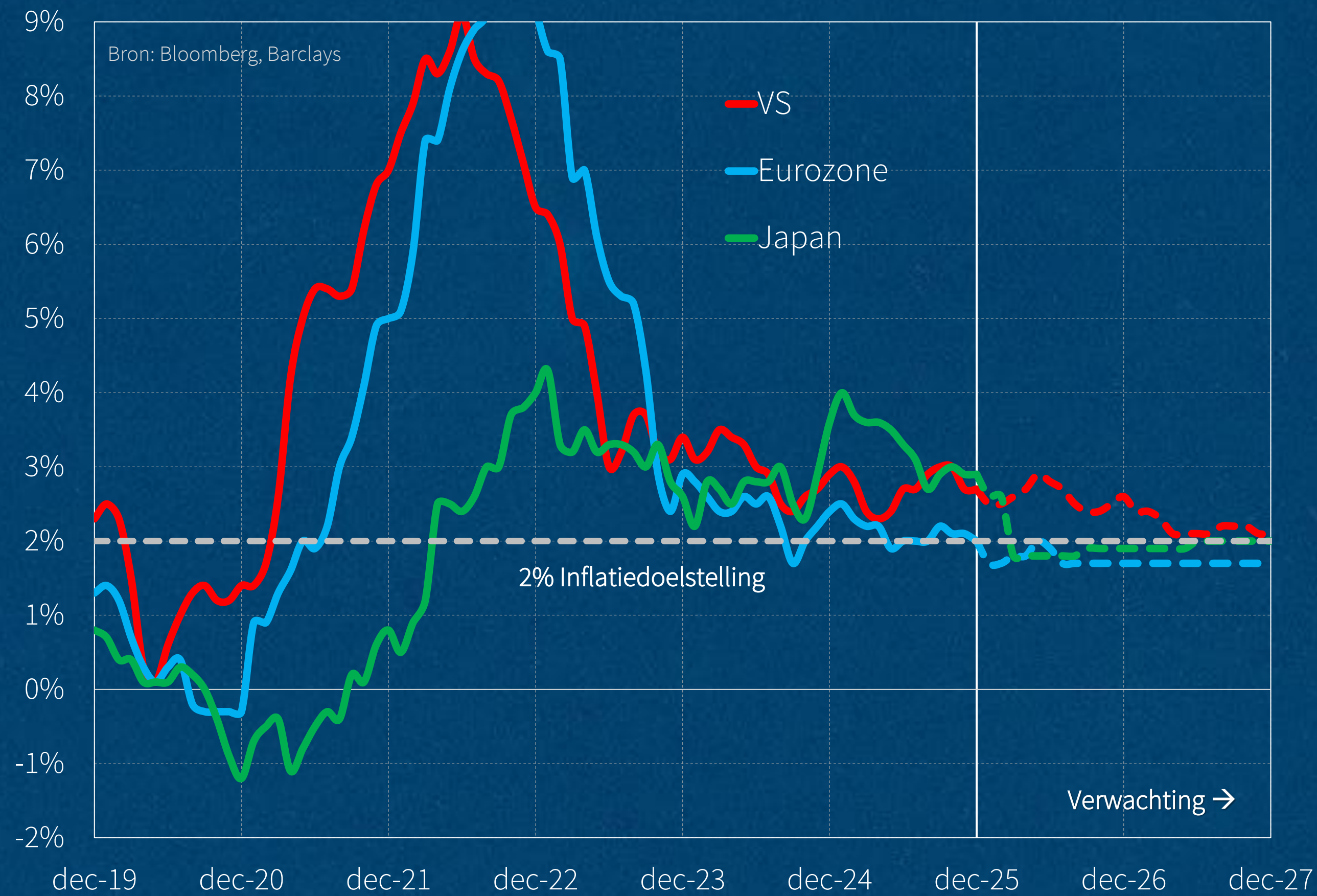
AI investeringen leveren sterke bijdrage aan de Amerikaanse groei



*Bestaat uit investeringen in software en informatieverwerkende apparatuur

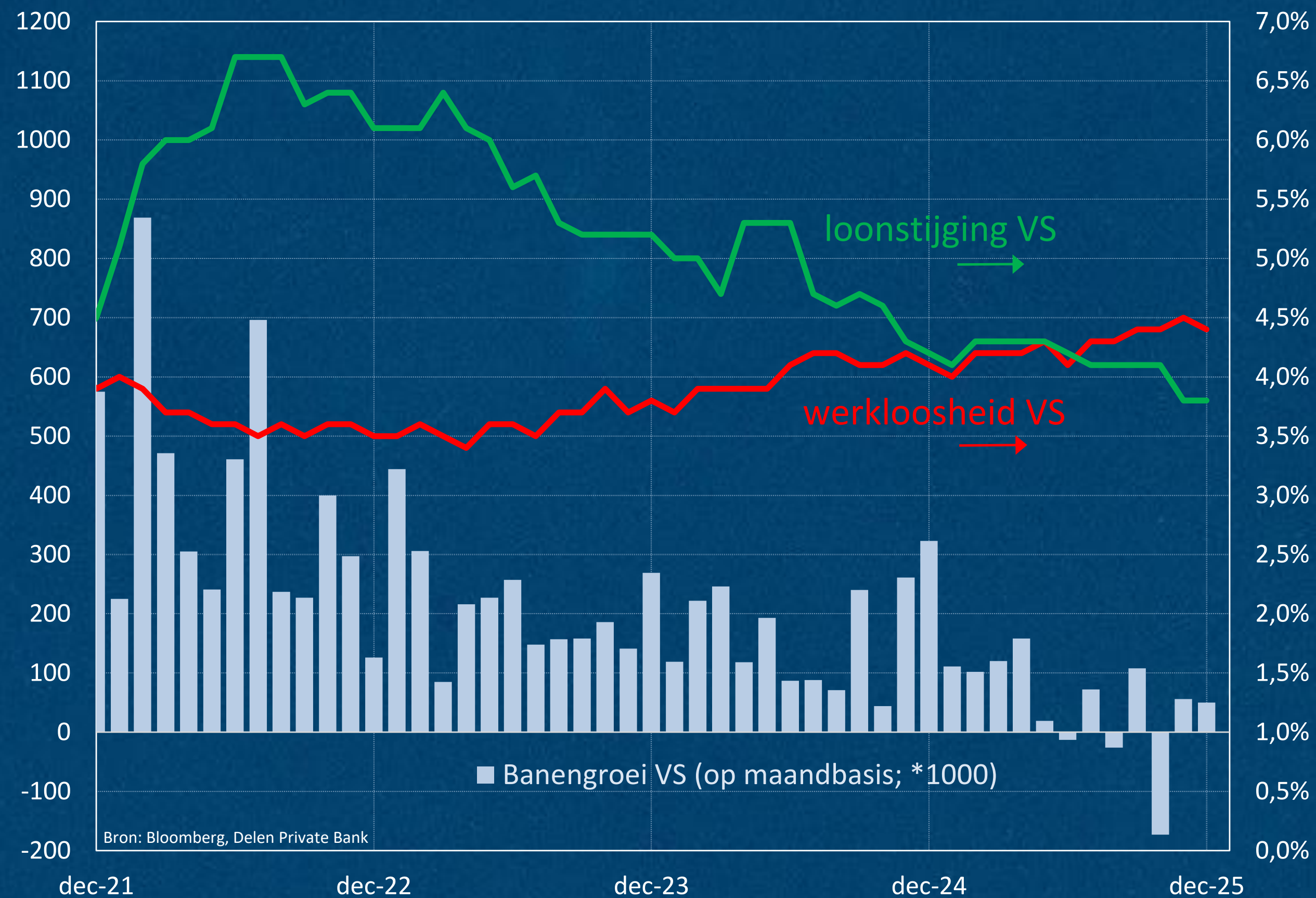
- Voor Amerika waren investeringen in 'Artificial Intelligence' een belangrijke bron van economische groei in 2025. Eigenlijk hebben ze de groei op peil gehouden in een omgeving van geopolitieke onrust, nieuwe importheffingen en een afkoeling van de arbeidsmarkt.
- Dit is ook terug te zien in de cijfers, zo waren AI-investeringen goed voor een kwart van de economische groei in het 2^e kwartaal. Hoewel AI-investeringen verder kunnen stijgen (2025: \$400 miljard, 2026E: \$540 miljard, 2027E \$630 miljard) zal de bijdrage aan de groei wel afnemen.
- In 2025 hebben Europese overheden grote overheidsinvesteringen aangekondigd. Duitsland wil af van de 'Schuldenbremse' en de Europese NAVO-landen besloten de defensie-uitgaven te laten toenemen tot 5% van het bruto binnenlands product.
- Het blijft de vraag in welke mate deze forse overheidsinvesteringen zichtbaar zullen worden in de Europese groeicijfers. Er zijn namelijk weinig Europese defensiebedrijven, dus een groot deel van het geld zal worden gebruikt voor aankopen buiten Europa.

Inflatie in perspectief: Amerika, Europa en Japan



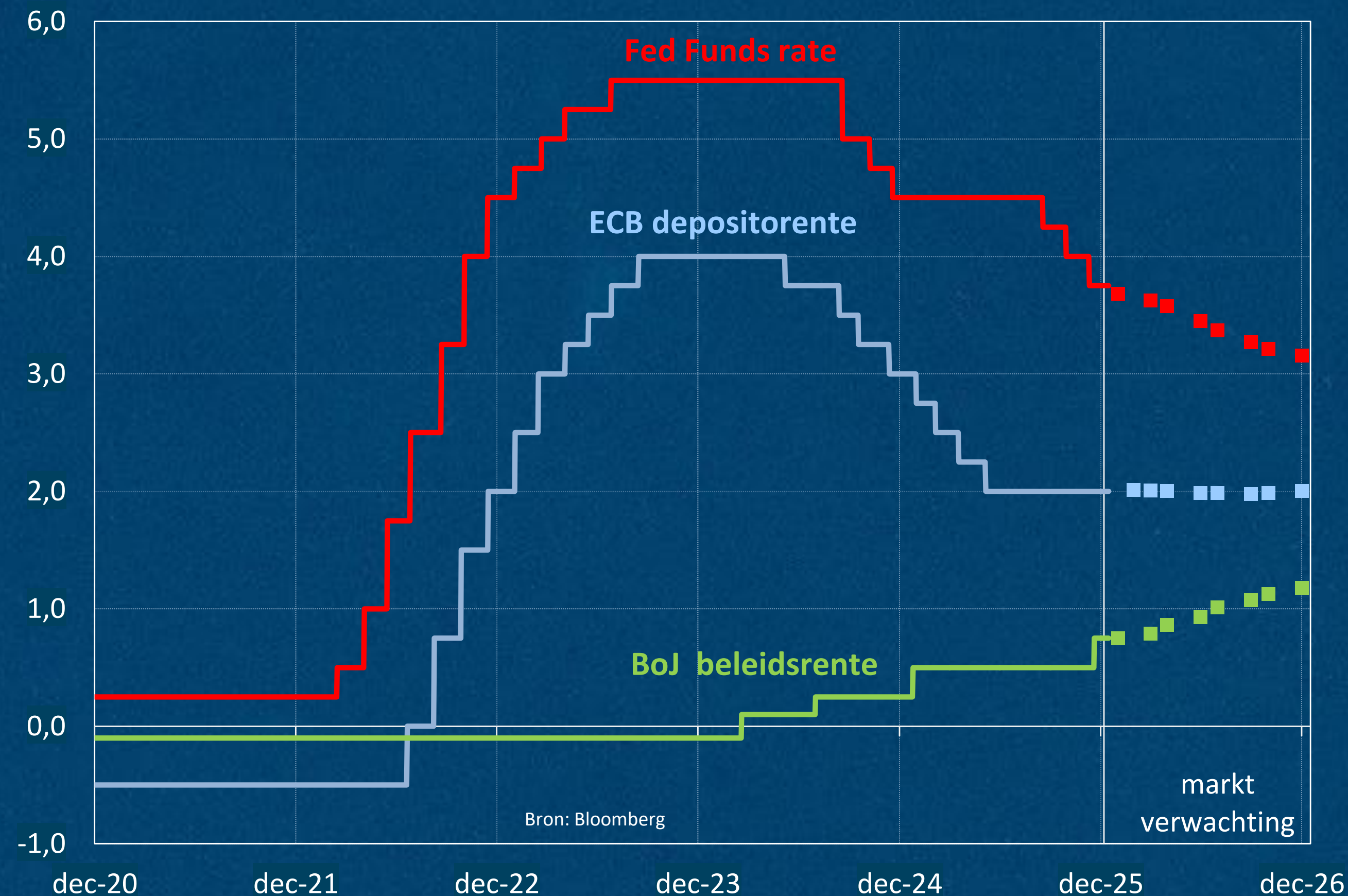
- In 2020 was de inflatie wereldwijd laag en kende Japan zelfs deflatie. Daarna volgde in 2021 en 2022 de bekende scherpe inflatiestijging, die halverwege 2022 werd getemperd door renteverhogingen van centrale banken.
- In 2025 bewoog de inflatie in de VS tussen de 2-3% en bleef daarmee boven de 2% doelstelling. De verwachting is dat de inflatie licht zal stijgen in 2026 door importtarieven en indirect door de doorgevoerde renteverlagingen.
- De inflatie in de eurozone stabiliseerde zich rond de 2%, in lijn met de doelstelling van de ECB. Lage economische groei zorgt ervoor dat de inflatie waarschijnlijk niet verder oploopt in 2026.
- Kenmerkend voor Japan in 2025 is een definitieve breuk met haar deflatoire verleden door aanhoudend hoge energie- en voedselprijzen. In 2026 wordt een stabilisatie verwacht tussen de 1,8-2% door normaliserende prijzen en overheidssteun.

Zorgen over de verslechterende arbeidsmarkt in de VS



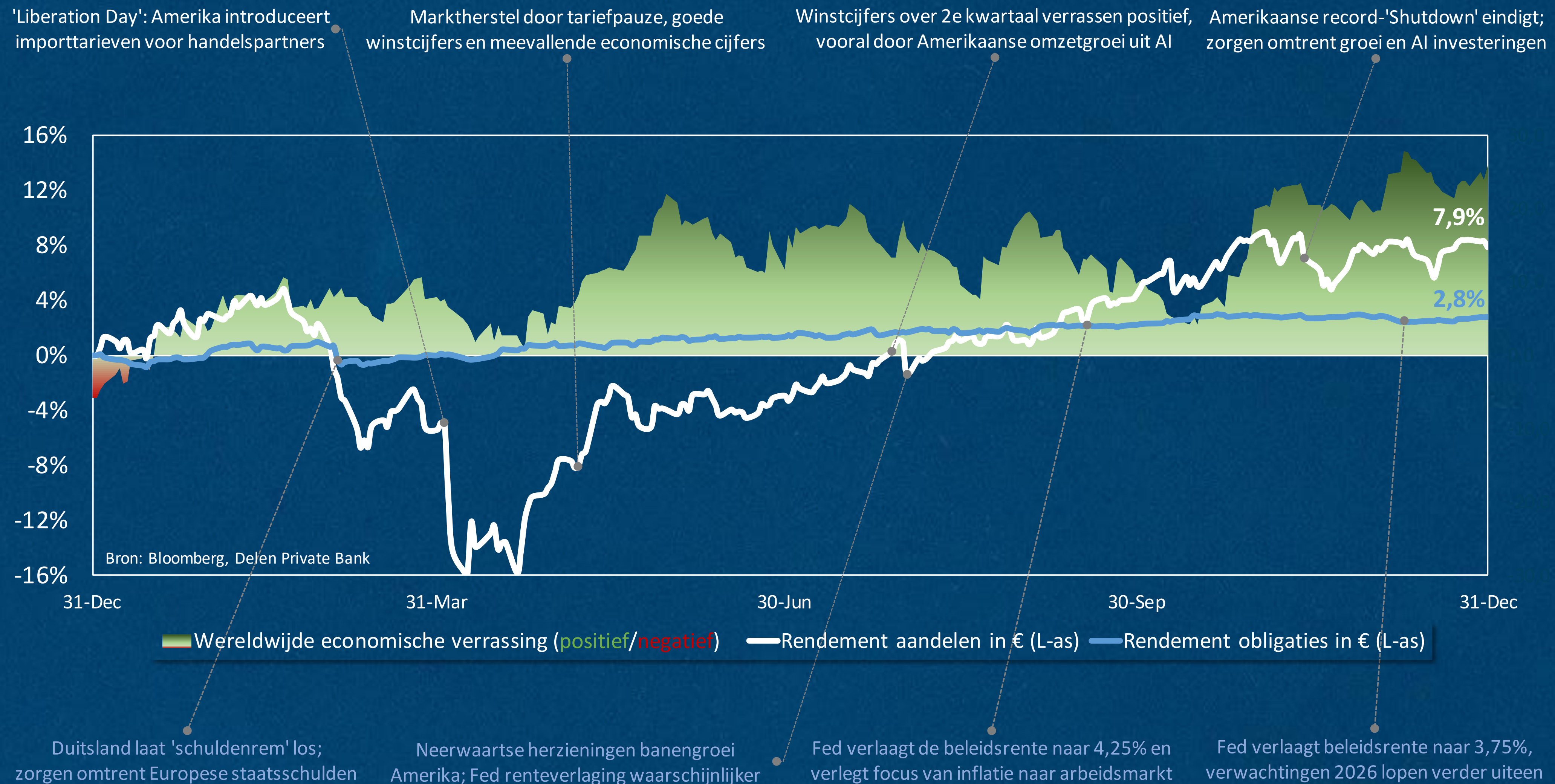
- In de tweede helft van 2025 is de Amerikaanse arbeidsmarkt flink verslechterd. Dit was vooral zichtbaar in het aantal nieuwe banen dat er maandelijks bijkwam. Eind 2025 was de banengroei bijna stil gevallen, terwijl die in 2024 nog ca 200.000 per maand bedroeg.
- Ook de werkloosheid liep op: van 4,0% begin 2025 naar 4,4% in december. De stijging van de werkloosheid werd gedempt omdat naast de daling van de vraag naar arbeid ook het arbeidsaanbod daalde, mede door het strenge anti-immigratiebeleid van Trump.
- De Fed maakt zich zorgen over de afzwakkende arbeidsmarkt omdat het een risico vormt voor de Amerikaanse economie. Een snel verslechterende arbeidsmarkt (meer ontslagen, minder banen) zou de economie in een recessie kunnen duwen.
- De afnemende loonstijging is een ander signaal dat de arbeidsmarkt afzwakt. Een verdere daling van de loonstijging zou slecht zijn voor de consumptiebestedingen, maar gunstig voor de Fed omdat het helpt bij het bestrijden van de nog te hoge inflatie.

Uiteenlopend rentebeleid van centrale banken in de G3



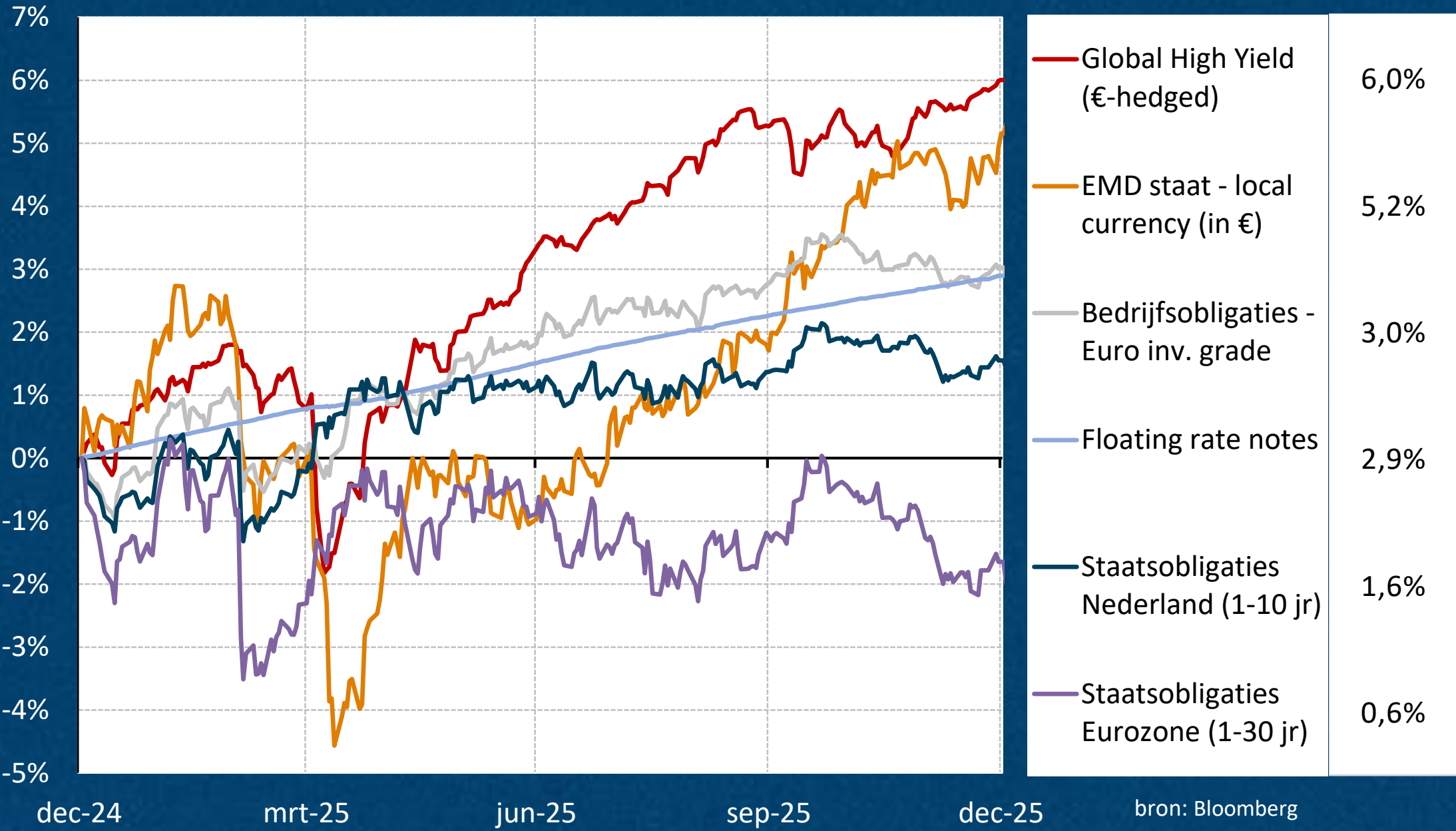
- De Fed hield in 2025 aanvankelijk haar beleidsrente nog hoog met het oog op de nog te hoge inflatie. In september maakte de Fed echter een ommekeer vanwege zorgen over de verslechterende arbeidsmarkt. Sindsdien werd de rente driemaal verlaagd met 0,25%. De markt gaat uit van nog twee renteverlagingen in 2026.
- Fed-voorzitter Powell wordt sterk bekritiseerd door president Trump, die wil dat de rente sneller wordt verlaagd. In mei loopt de termijn van Powell als Fed-voorzitter af. De door Trump gekozen opvolger zal waarschijnlijk een soepeler rentebeleid gaan voeren.
- De ECB heeft in 2024/25 in korte tijd haar beleidsrente verlaagd van 4% naar 2%. Omdat de eurozone-inflatie inmiddels dichtbij de 2%-doelstelling ligt, worden geen veranderingen verwacht in 2026.
- In Japan heeft de BoJ haar beleid van extreem lage rentes definitief achter zich gelaten. Omdat de inflatie al lange tijd boven de doelstelling van 2% ligt, verhoogde de BoJ de beleidsrente tot 0,75%. In 2026 worden meer renteverhogingen verwacht.

Positieve economische verrassingen vormden solide basis in 2025

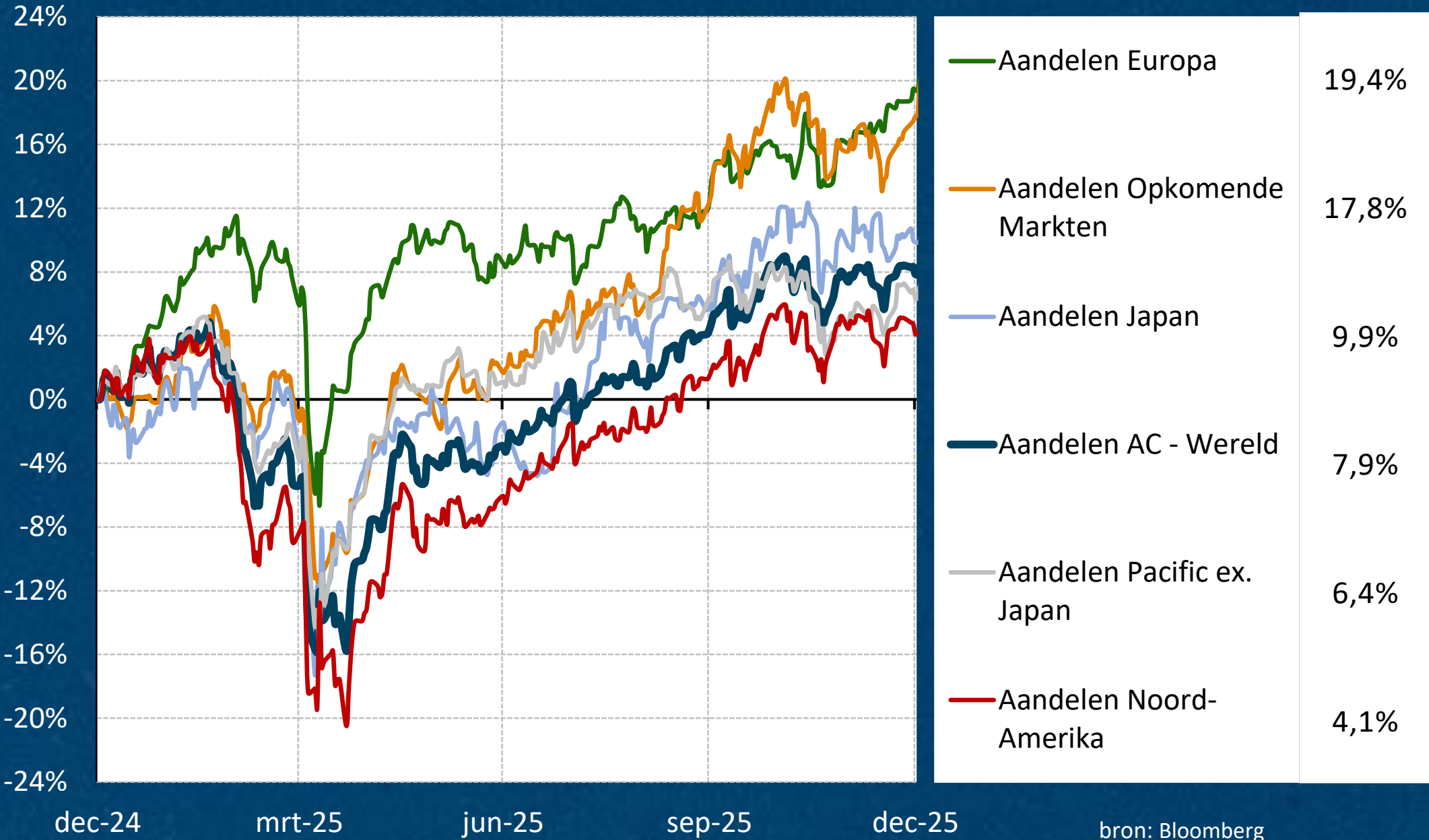


Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten

High Yield en EM Debt presteren sterk in 2025



Vooral Europa en EM presteren sterk in 2025



- Obligatiemarkten lieten een divers beeld zien in 2025. Door de stijging van de kapitaalmarktrente presteerden staatsobligaties (met name die met langere looptijden) relatief zwak. Ook bedrijfsobligaties hadden last van de rentestijging.
- Hier stond tegenover dat de meer risicovolle obligatiemarkten aanmerkelijk beter presteerden. Zowel High Yield als EM Debt (obligaties van opkomende markten) profiteerden van de dalende risicopremies en lieten mooie rendementen zien.

- In 2025 zijn wereldwijde aandelenkoersen bijna 20% gestegen en vanaf het dieptepunt op 8 april zelfs 36%. Vanwege de zwakkere VS dollar (-11,9%) en Japanse yen (-11,6%) steeg de wereldindex in euro's gemeten 7,9% in 2025.
- Aandelen in Europa en Emerging Markets behaalden de hoogste rendementen, dankzij relatief aantrekkelijke waarderingen. Eigenlijk een inhaalbeweging ten opzichte van de veel duurdere Amerikaanse aandelenmarkt.

Economische scenario's voor de komende 12 maanden

Pessimistisch scenario

Vertraging groei

Macro

- hogere werkloosheid 
- inflatie < inflatiedoelstelling 
- fiscaal beleid (-) 
- monetair beleid (++) 

15%

Beleid

- defensieve positionering
- hogere rentegevoeligheid

Basisscenario

Verlenging groeicyclus

- aanhoudende groei 
- inflatie ≈ inflatiedoelstelling 
- fiscaal beleid (+) 
- monetair beleid (+) 

70%

- normale positionering
- aandelen en bedrijfsobligaties

Optimistisch scenario

Versnelling groei

- aantrekkende groei 
- inflatie > inflatiedoelstelling 
- fiscaal beleid (+) 
- monetair beleid (?) 

15%

- offensieve positionering
- lagere rentegevoeligheid

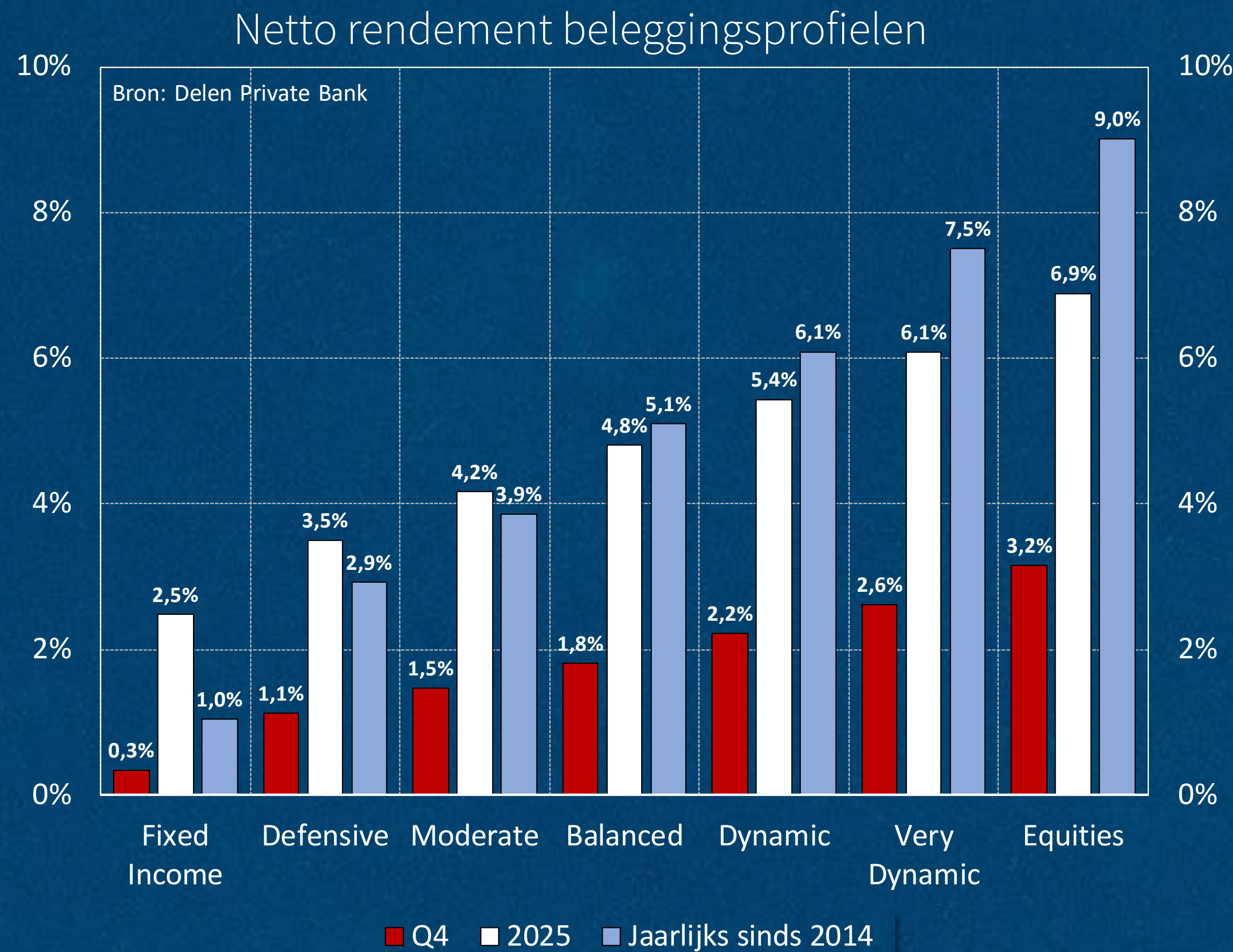
Welke thema's verwachten wij voor 2026?



Markten	• Tempo A.I. investeringen • Marktverbreding • Toename beursgangen
Macro	• Diverse groeimotoren • Onzekerheid inflatiepad • Banengroei VS
Monetair	• Trump vs. Fed • Opvolging Powell • Beleid Bank of Japan
(Geo)politiek	• Midterm verkiezing VS • Regionalisering handel • Multipolaire wereldorde

- Wij verwachten dat de aandacht van beleggers in 2026 zal liggen op het tempo van de AI investeringen en in welke mate deze worden terugverdiend. Dit kan de waarderingen van de Amerikaanse ‘Big Tech’ naar de voorgrond brengen, met marktverbreding tot gevolg.
- In 2026 verwachten wij diverse economische groeimotoren te zien, waarbij bedrijfsinvesteringen en overheidsuitgaven een belangrijke rol kunnen spelen. De kans op inflatie- en arbeidsmarktverrassingen lijkt relatief hoog.
- De snelheid van Amerikaanse monetaire stimulering wordt o.a. beïnvloed door de onafhankelijkheid van de Fed, mede door de opvolging van de huidige voorzitter in mei. Ook het verkrappende beleid van de Bank of Japan kan wereldwijde impact gaan hebben.
- Door de Amerikaanse Midterm verkiezingen in november zal binnenlandse politiek weer relevant worden. Tegelijkertijd dwingen geopolitieke trends machtsblokken tot meer regionalisering van handel en een nieuwe houding tot de multipolaire wereldorde.

Solide netto rendementen in 2025

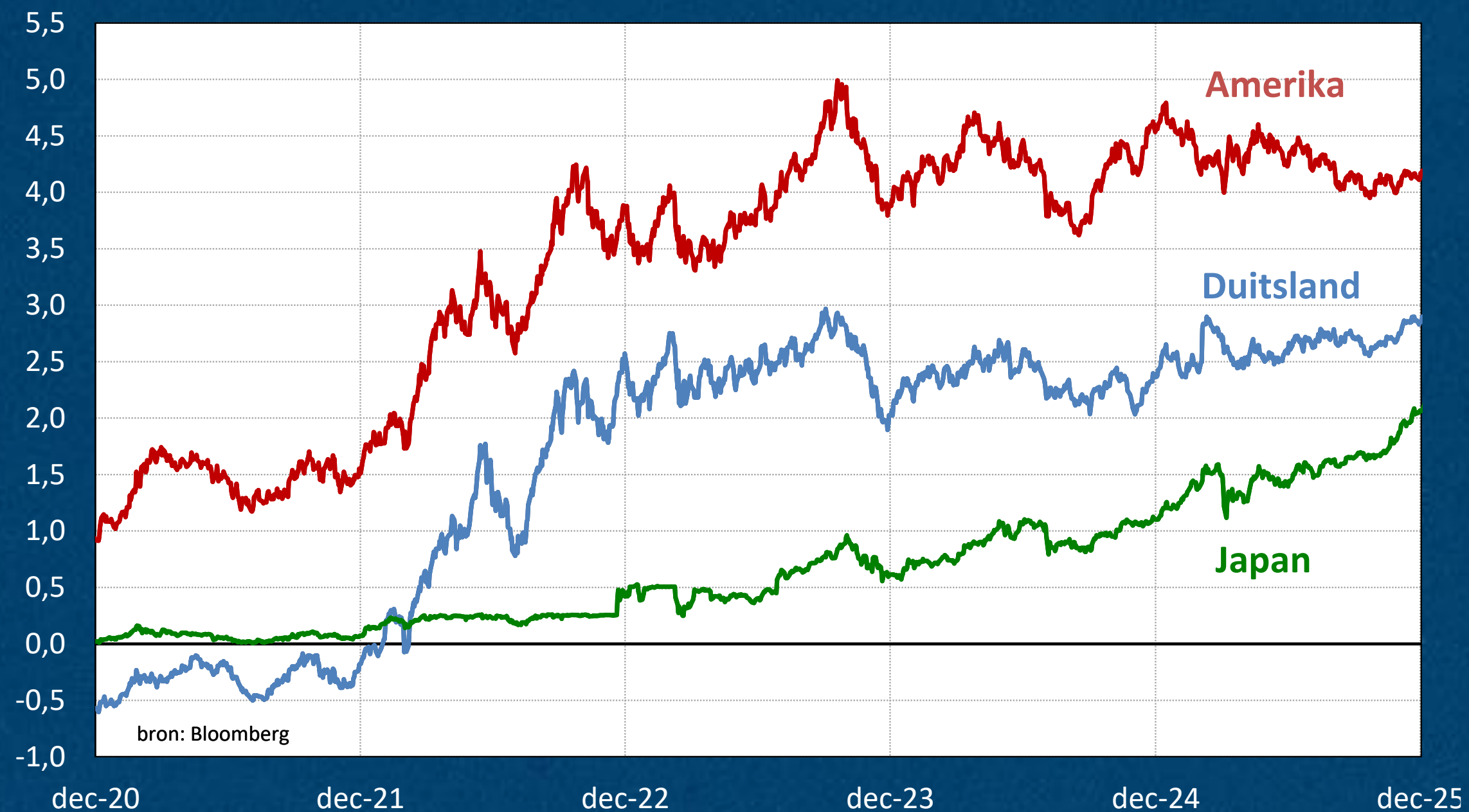


De getoonde rendementen zijn representatief voor een particuliere portefeuille volledig geïnvesteerd binnen een profiel en zijn berekend na kosten (o.b.v. een belegd bedrag tussen 2,5 en 15 miljoen euro) met uitzondering van eventuele belastingen.

- In 2025 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van +2,5% tot +6,9%. Aanhoudende economische groei, renteverlagingen, goede winstcijfers en positief beurs sentiment vormden een rugwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd van +1,0% tot +9,0% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.
- Gedurende het vierde kwartaal hadden wij een neutrale weging in aandelen en obligaties. De kortstondig hoge marktvolatiliteit in oktober en november bood onvoldoende mogelijkheden voor aanpassingen in het tactische beleid.
- De huidige neutrale positionering geeft ruimte voor toekomstige tactische asset allocatie. Een toename van de marktvolatiliteit biedt vaak een relatief gunstig instapmoment voor aandelen op de langere termijn.

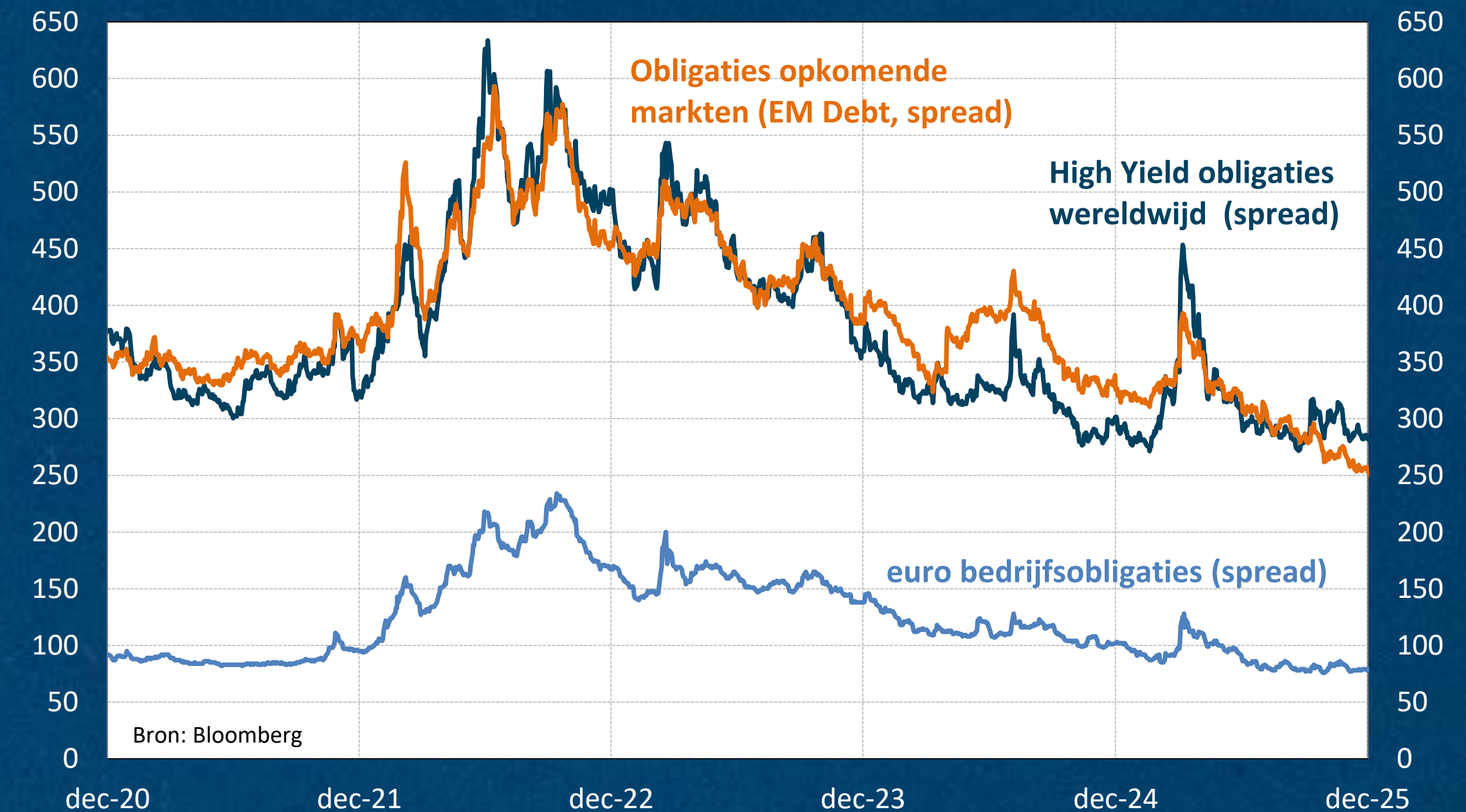
Obligatiemarkten rustig, vooral bedrijfsobligaties presteren sterk

Ontwikkeling kapitaalmarktrentes (staatsobligaties - 10 jaar)



- In het vierde kwartaal liep de kapitaalmarktrente in de eurozone weer op. De Duitse 10 jr rente steeg in 2025 van 2,37% naar 2,85%. De rentestijging werd vooral gedreven door de zorgen bij beleggers over de oplopende staatsschuld in Europa.
- In Japan liep de kapitaalmarktrente ook sterk op. De markt gaat er vanuit dat de BOJ haar beleidsrente verder zal verhogen. In de VS daalde de kapitaalmarktrente, vooral omdat de markt verwacht dat de Fed de beleidsrente verder zal verlagen.

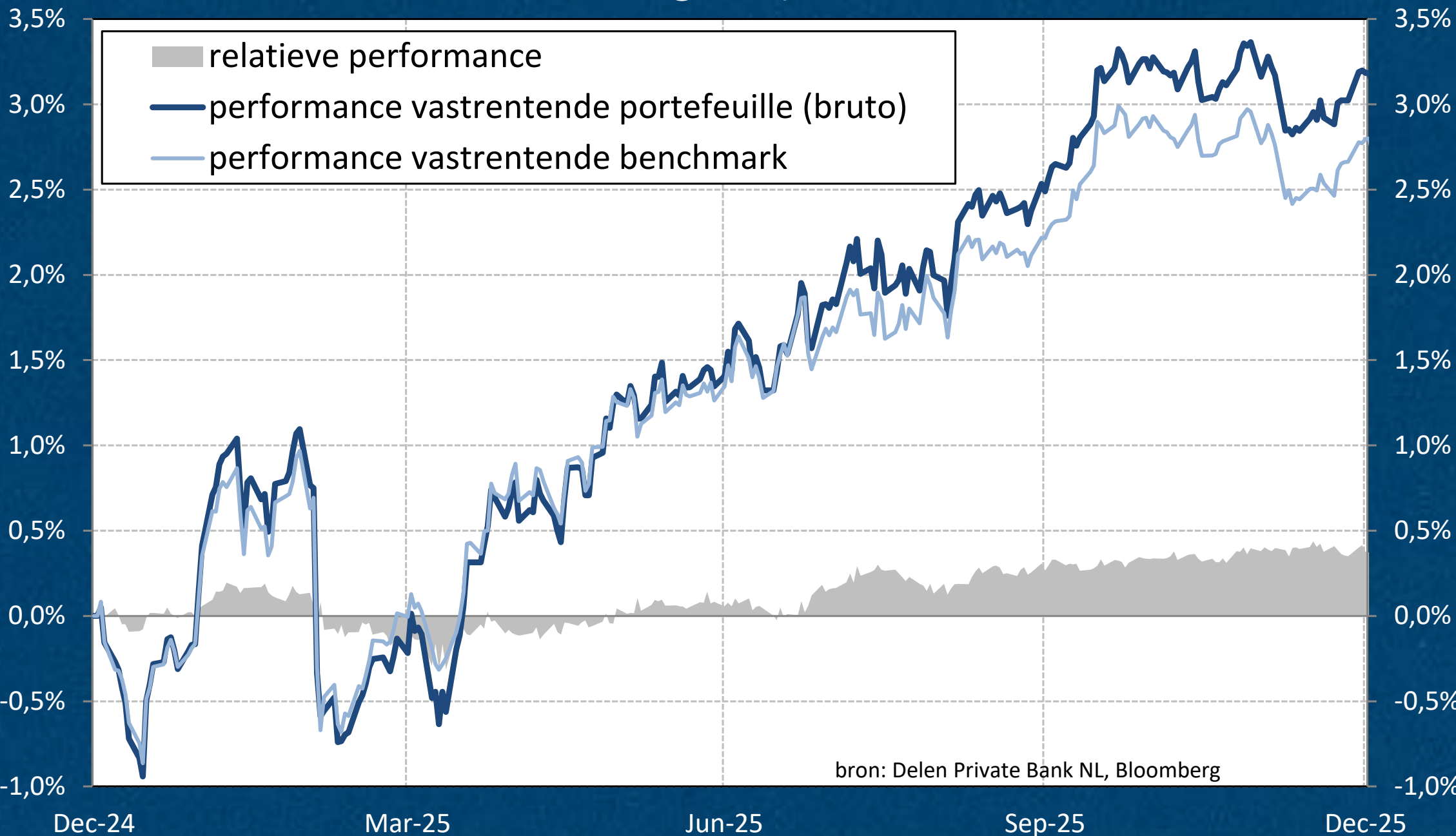
Trend van dalende risicopremies voortgezet in 2025



- Deze grafiek laat zien dat de risicopremies (het renteverskil met staatsobligaties) van bedrijfsobligaties, High Yield en EM Debt al langere tijd in een dalende trend zitten. Ondanks een korte correctie in april zette deze trend zich voort in 2025.
- Door deze daling van 'credit spreads' presteren deze categorieën al langere tijd beter dan staatsobligaties. Ook in 2025 hebben we hiervan in de portefeuille geprofiteerd door de overwogen positie in bedrijfsobligaties en EM Debt.

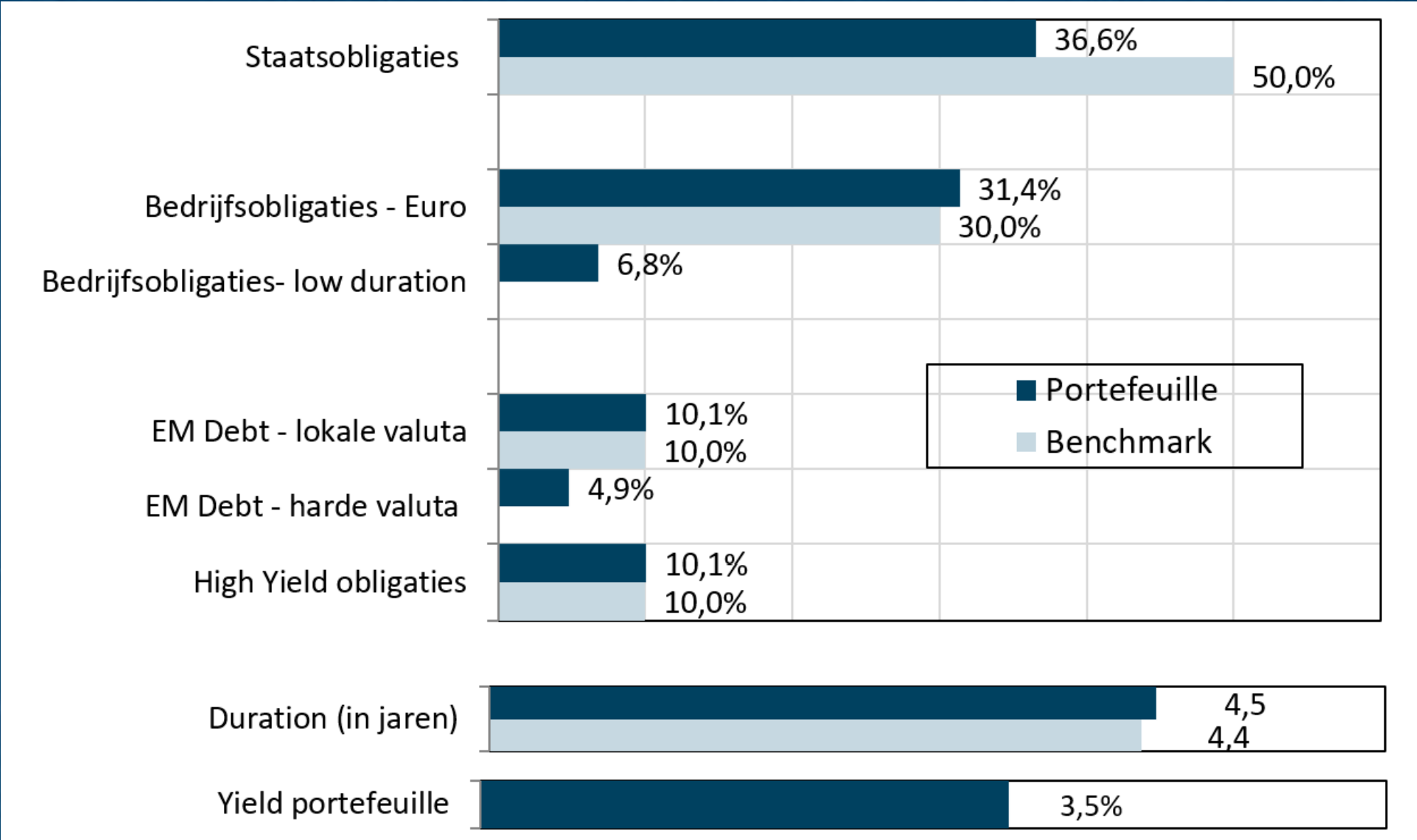
Actief beleid in obligatieportefeuille inspeland op marktbewegingen

Performance obligatieportefeuille in 2025



- Ondanks de stijging van de kapitaalmarktrente behaalde de obligatieportefeuille in 2025 toch een aantrekkelijk rendement van +3,2% (bruto). Hiermee werd een hoger resultaat behaalde dan de benchmark (+2,8%).
- De outperformance was vooral te danken aan de voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Daarnaast leverde de relatief goede prestaties van de geselecteerde externe managers ook een positieve bijdrage.

Positionering en kenmerken van obligatieportefeuille

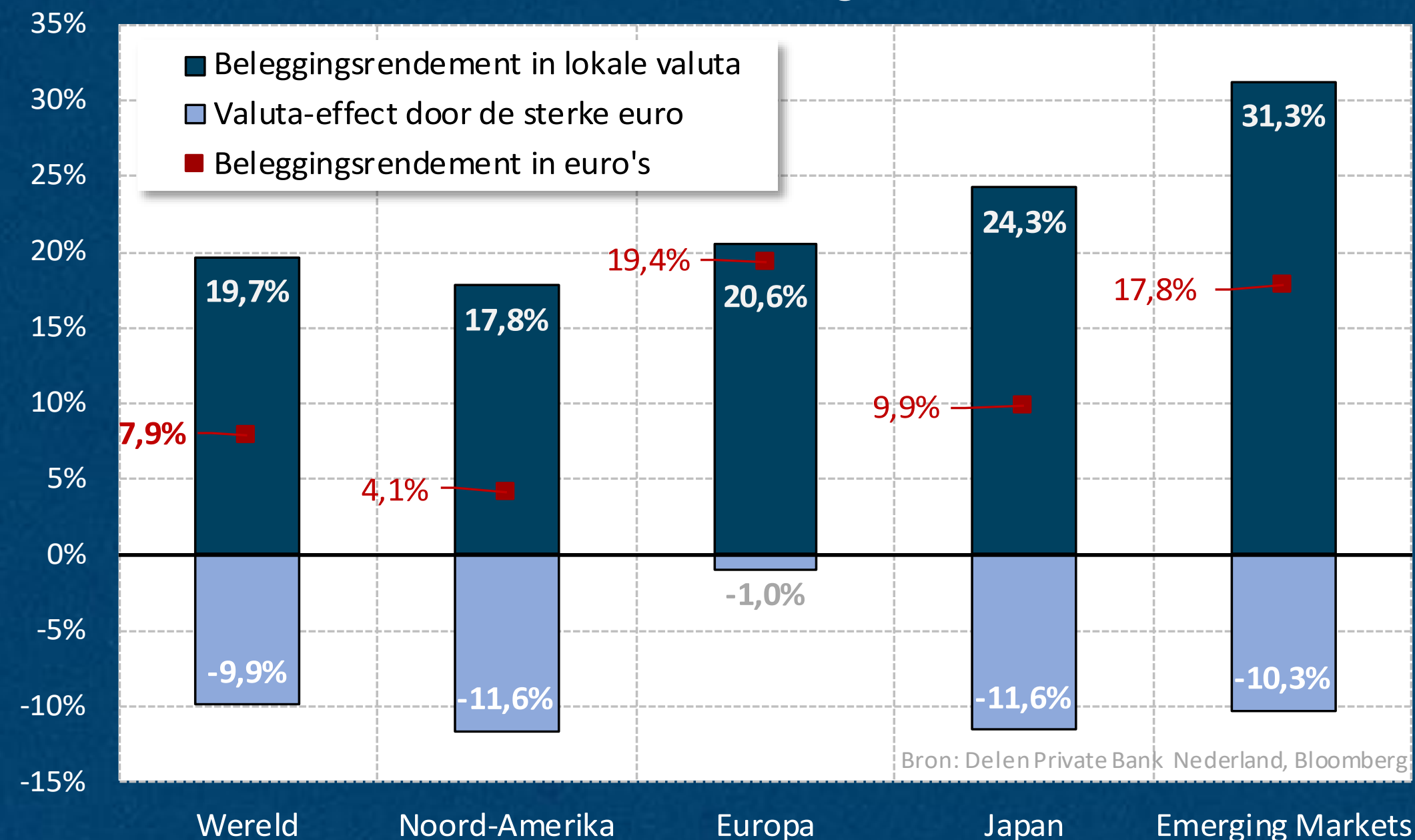


- In de breed gespreide obligatieportefeuille houden we vast aan onze voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Vooral vanwege de extra rentevergoeding, in combinatie met de goede 'fundamentals' van bedrijven.
- In het hoogrentende gedeelte van de portefeuille hebben we een voorkeur voor EM Debt boven High Yield. De rentegevoeligheid van de portefeuille hebben we in Q4 iets verlaagd naar neutraal versus de benchmark.

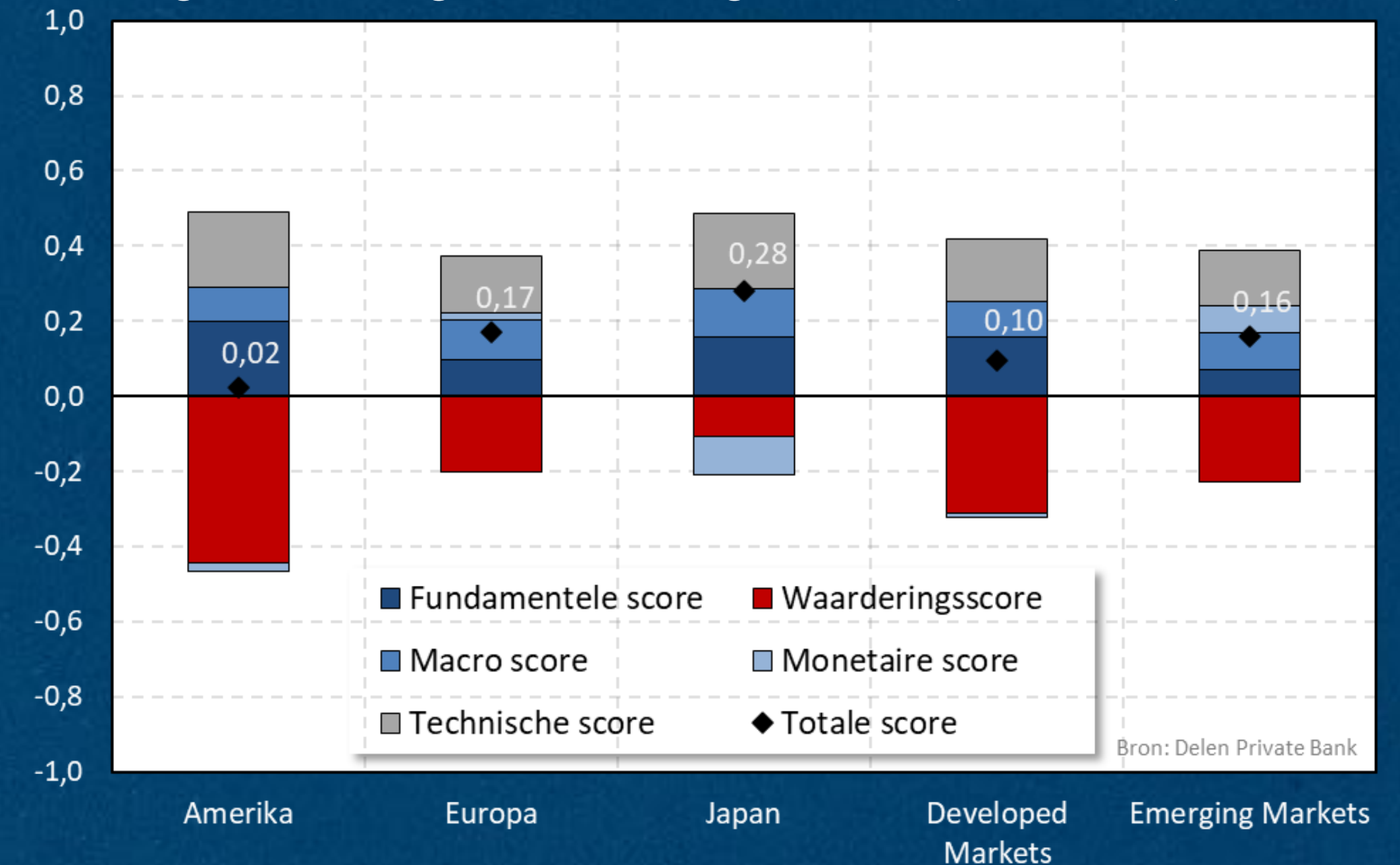
Beleggingsbeleid & Rendement - Aandelen

Ondanks de voorjaarscorrectie was het een goed beleggingsjaar voor aandelen

Valuta-effecten hadden een negatief rendementseffect



Tegenover hoge waarderingen staan positieve punten

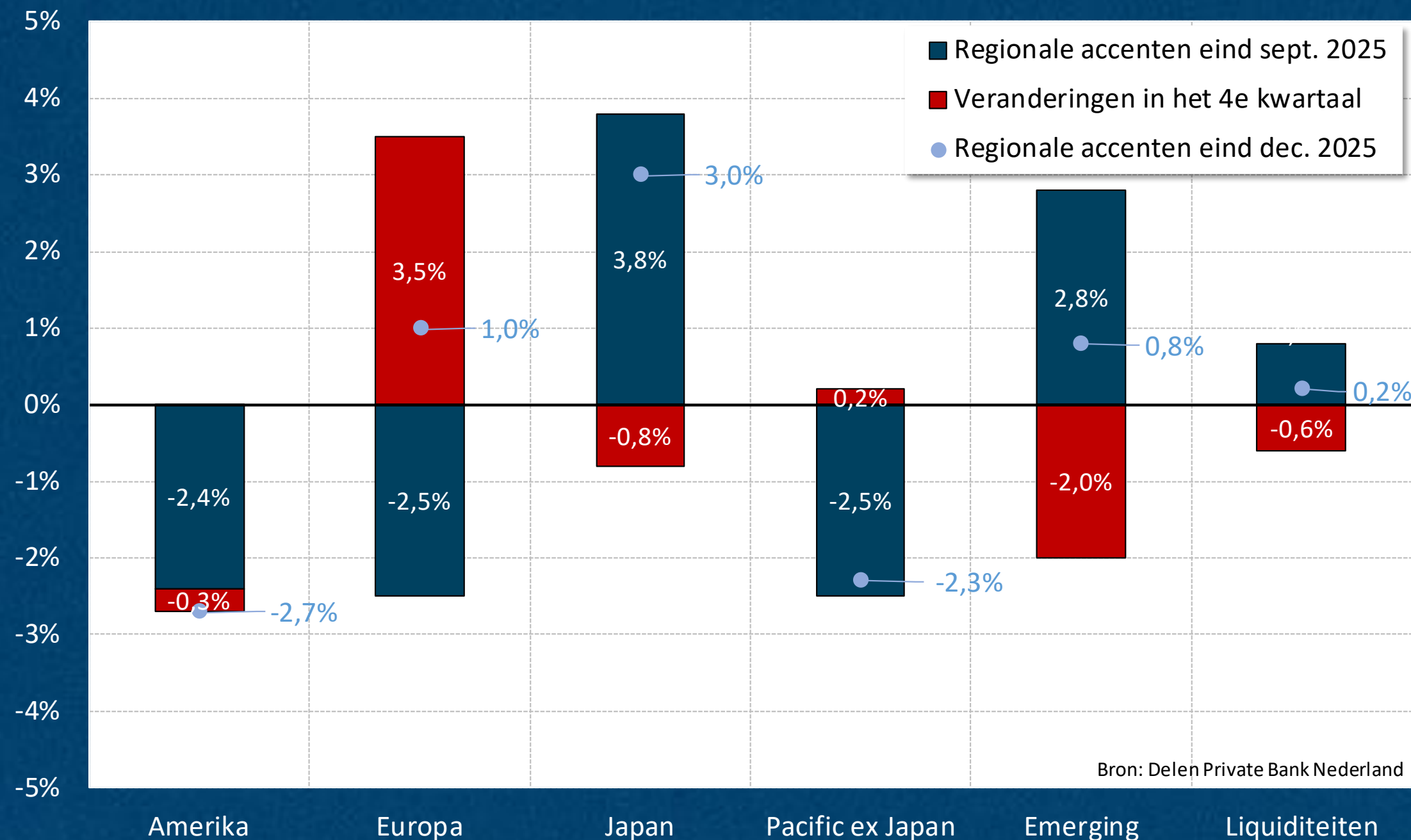


- Voor aandelenbeleggers was het opnieuw een goed beleggingsjaar. De combinatie van koersstijgingen en dividenden zorgde voor ruim 19% rendement. Echter voor Europese beleggers leidde de sterke euro tot forse valutaverliezen in 2025.
- Na een korte en sterke marktcorrectie - van medio februari tot begin april - herstelden de aandelenkoersen geleidelijk. Meevallende economische groei speelde hierbij een rol, waardoor de winstontwikkeling beter was dan verwacht.

- In de huidige onrustige beleggingsomgeving met volop geopolitieke risico's is het gestructureerde beleggingsproces een belangrijk kompas. Sinds september 2014 maken we voor elke regio een scorecard met 20 beleggingsindicatoren.
- De laatste scorecard toont dat alle waarderingsscores negatief zijn, vooral in Amerika. De fundamentele scores zijn positief (o.a. winstgevendheid) en dat geldt ook voor de macro-scores en de technische scores (marktsentiment).

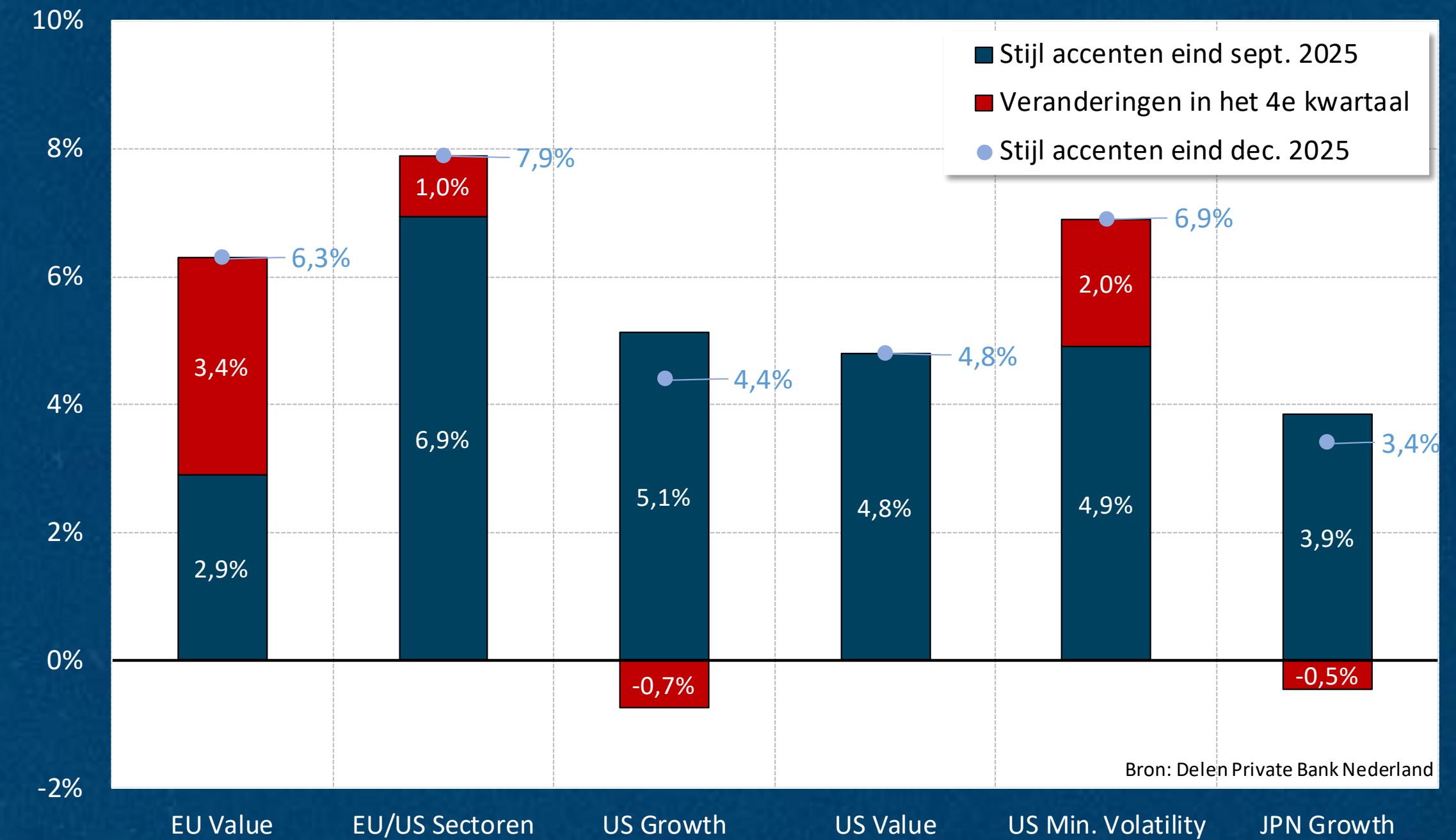
Geprofiteerd van de regionale positionering

Meer Europa en winstneming in Emerging Markets en Japan



- Met het regio-allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de wereldwijde aandelenindex. Momenteel hebben we een voorkeur voor Japan, Europa en Emerging Markets ten laste van VS en Pacific ex Japan.
- Na de krachtige rally in het 1^e kwartaal bleven de Europese aandelen achter bij de wereldindex in het 2^e en 3^e kwartaal. Hierdoor ontstond de mogelijkheid het gewicht van Europa te verhogen en iets winst te nemen in Japan en Emerging Markets.

Uitbreiding van Europese Value en US Minimum Volatility



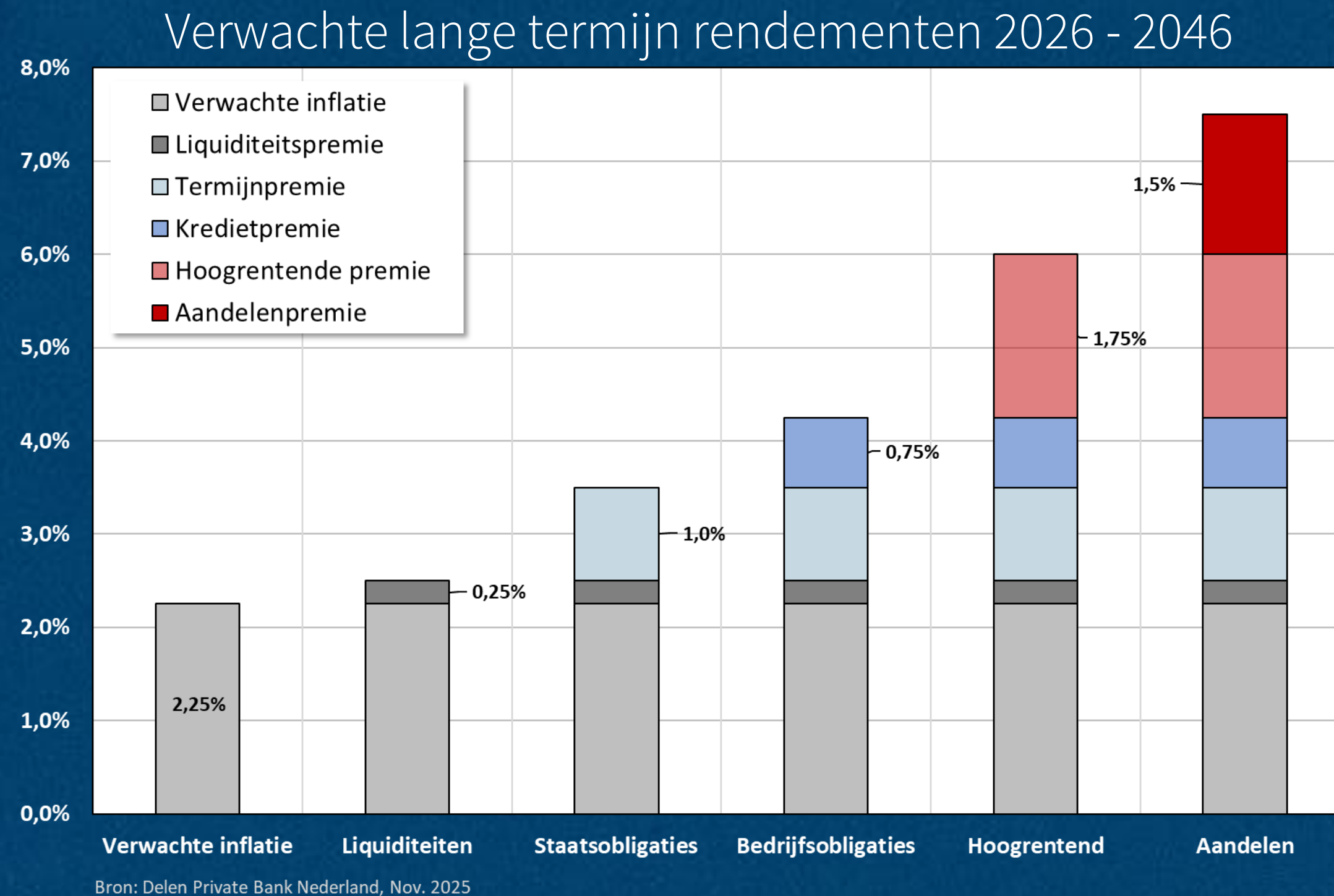
- Met de stijl-allocatie kiezen we voor beleggingsstijlen die op langere termijn een bewezen risicopremie opleveren t.o.v. de aandelenmarkten. Zoals stabielere aandelen (Minimum Volatility) en goedkopere aandelen (Value).
- De uitbreiding van de regio Europa is gebeurd met Europese Value beleggingen. De hogere termijnpremie in de Europese obligatiemarkten is gunstig voor Value-sectoren (bijv. Financials). In de VS zijn stabiele beleggingen verder uitgebreid.

Positieve en negatieve bijdragen in 2025

	+ Positieve bijdrage aan rendement	- Negatieve bijdrage aan rendement
TACTISCH: Asset Allocatie	○ <i>Overwogen positie in aandelen na de marktcorrectie in april 2025</i>	
TACTISCH: Aandelen	○ <i>Regio-Allocatie: de voorkeur voor Emerging Markets ten koste van Pacific ex Japan (Australië/Hong Kong/Singapore)</i> ○ <i>Stijl-Allocatie: de voorkeur voor Europese Value beleggingen</i>	○ <i>Manager selectie: de Actieve Fundamentele managers hadden moeite met de marktomstandigheden in 2025</i>
TACTISCH: Vastrentend	○ <i>Asset Allocatie: Voorkeur voor bedrijfsobligaties en EM Debt boven staatsobligaties</i> ○ <i>Manager selectie: Outperformance van geselecteerde High Yield en met name EM Debt managers</i>	○ <i>Relatief hoge rentegevoeligheid (duration)</i>

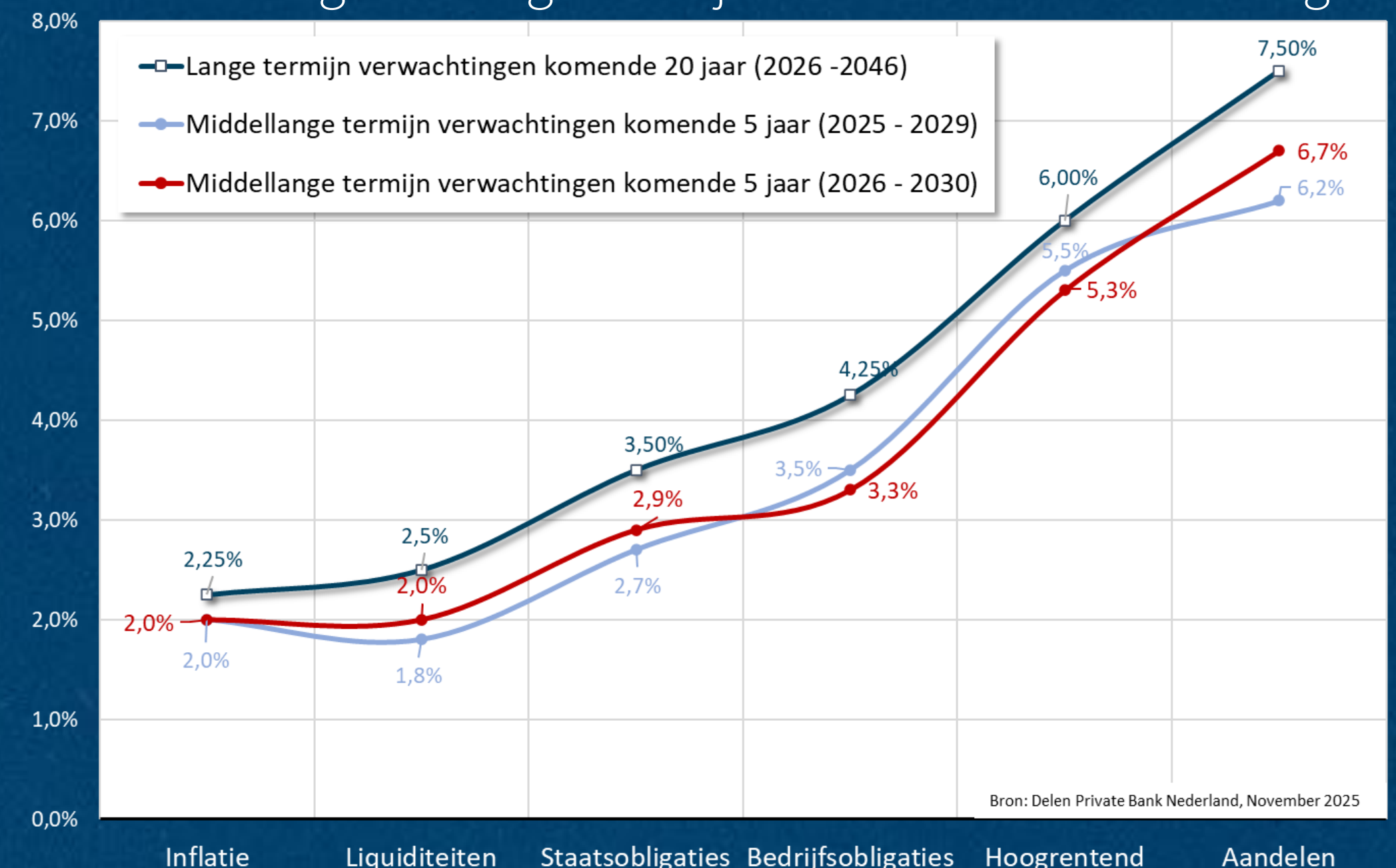
Bron: Delen Private Bank Nederland

Aantrekkelijke rendementen verwacht voor de komende vijf jaar



- Op basis van een gestructureerde methodiek bepalen we jaarlijks de verwachte lange termijn rendementen voor de belangrijkste beleggingscategorieën. Het startpunt is de verwachte lange termijn inflatie, die we nu inschatten op 2,25%.
- We gaan er vanuit dat beleggers een risicopremie ontvangen als ze meer beleggingsrisico's nemen, waarbij de risicopremies zijn gebaseerd op lange termijn historische reeksen. De voorspelperiode is de komende 20 jaar.

Middellange en lange termijn rendementsverwachtingen



- De verwachte lange termijn rendementen uit de linker grafiek zijn hier met de donkerblauwe lijn weergegeven. De middellange termijn verwachtingen van vorig jaar (lichtblauwe lijn) en dit jaar (rode lijn) verschillen weinig.
- Aangezien de beleggingscategorieën nu wat duurder zijn dan normaal, ligt de rode lijn onder de donkerblauwe lijn. Dit betekent dat we een lager rendement verwachten voor de periode 2026 – 2030 dan op lange termijn.

Inspelen op mogelijke marktvolatiliteit

Allocatie	-	N			+
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 marktomgeving geven wij de voorkeur aan een neutrale asset allocatie. Toenemende marktvolatiliteit biedt ons mogelijkheden voor tactisch asset allocatie beleid.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Europa, Japan en Emerging Markets ten laste van Amerika en Pacific ex-Japan. Binnen de Europese en Amerikaanse portefeuille hebben we een accent naar lager gewaardeerde kwaliteitsbedrijven en in Amerika naar stabielere aandelen.
- Binnen de obligatieportefeuille handhaven wij onze voorkeur voor hoge kwaliteit bedrijfsobligaties boven staatsobligaties en voor EM Debt boven High Yield. Wij verwachten dat de kapitaalmarktrente in een nauwe bandbreedte zal blijven bewegen, maar op een hoger niveau dan in 2025. Vooralsnog geven wij de voorkeur aan een neutrale duration (rentegevoeligheid) versus de benchmark.

Delen Private Bank

Amsterdam

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

's-Hertogenbosch I

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

Hengelo

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

Utrecht

Maliesingel 27
3581 BH UTRECHT
T: 030 - 203 65 00

Waalre

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

's-Hertogenbosch II

Leeghwaterlaan 50c
5223 BA 's-HERTOGENBOSCH
T: 073 - 614 25 26

Heerenveen

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

Noordwijk

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



DELEN

PRIVATE BANK

