

Kwartaalbericht Delen Private Bank

3^e kwartaal 2025



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

DELEN

PRIVATE BANK

bundelt vanaf 1 oktober de krachten met

SERVATUS
vermogensmanagement

Petram & Co.

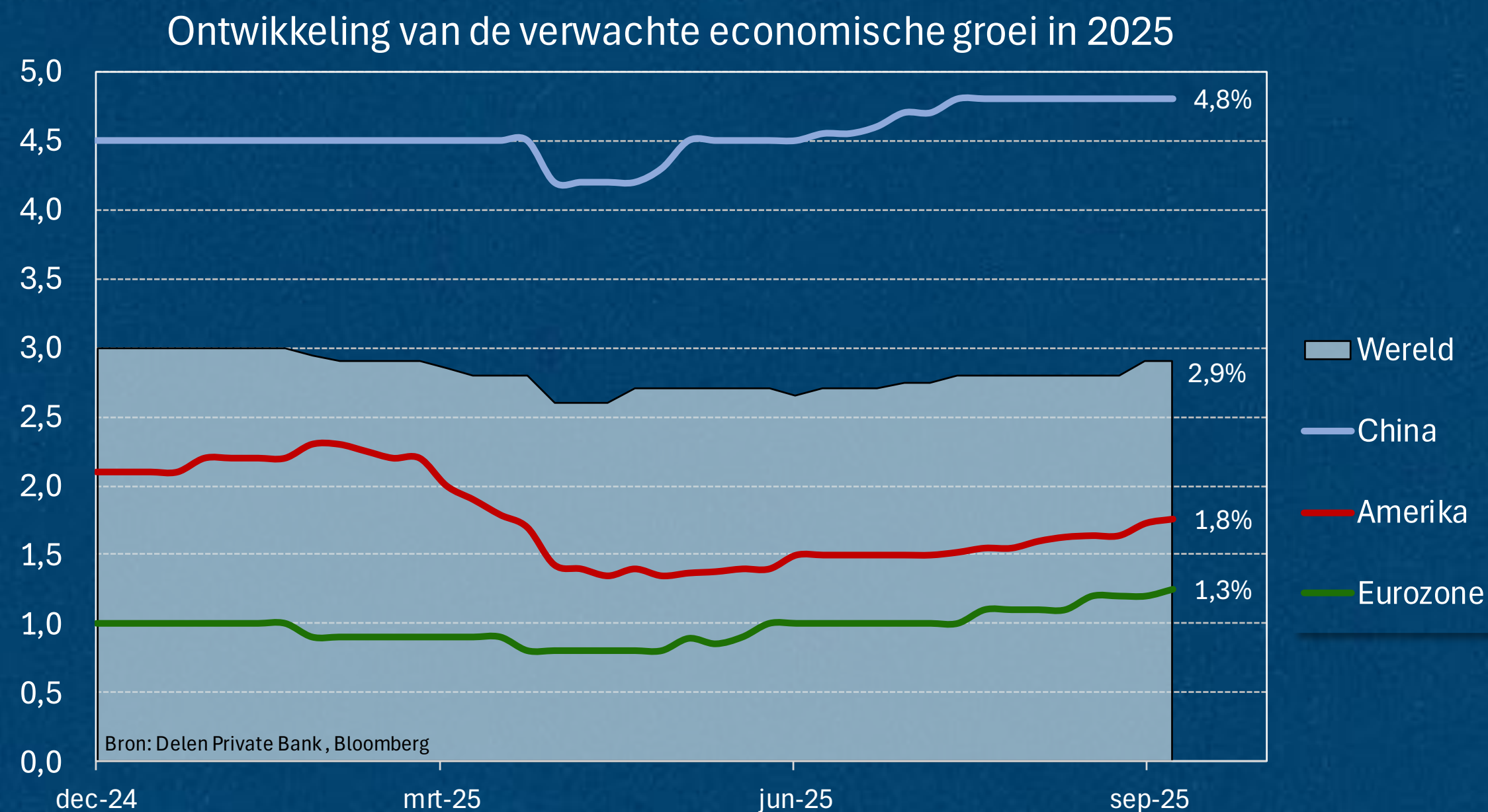
Executive summary

- In het derde kwartaal van 2025 nam het vertrouwen van beleggers weer toe door de aanhoudende economische groei, beperkte inflatie, de Amerikaanse renteverlaging, meevallende winstcijfers en optimisme over 'Artificial Intelligence'. Ondanks de aanvankelijke zorgen over de impact van de handelstarieven blijft de wereldhandel toenemen, wel zien we een verschuiving tussen de regio's.
- De Amerikaanse centrale bank staat voor de uitdagende taak om afnemende banengroei te combineren met een verwachte toename van consumenteninflatie. Na de eerste renteverlaging in september verwachten financiële markten ook volgend jaar verdere renteverlagingen in Amerika en opkomende landen.
- Ondanks de aanhoudende geopolitieke spanningen bleef de marktvolatiliteit verrassend laag in het derde kwartaal en daalden risicopremies. Wij hebben daarop ingespeeld in de vastrentende portefeuille. In het derde kwartaal is goed geprofiteerd van het verdere koersherstel en behaalden de beleggingsprofielen netto rendementen behaald variërend van +0,8% tot +6,9%.
- Vooruitkijkend vinden wij de huidige aanvangsrendementen voor aandelen en obligaties aantrekkelijk voor de lange termijn belegger, zeker in het perspectief van de sterk gedaalde geldmarkttrentes en de lage spaarrentes bij grootbanken. De combinatie van aanhoudende groei, renteverlagingen door centrale banken en veel geld langs de zijlijn vormen samen met structurele ontwikkelingen zoals Artificial Intelligence een gunstige Ausgangssituation (zie pagina 16-17).

Trump film beïnvloedt de economische groeiverwachtingen

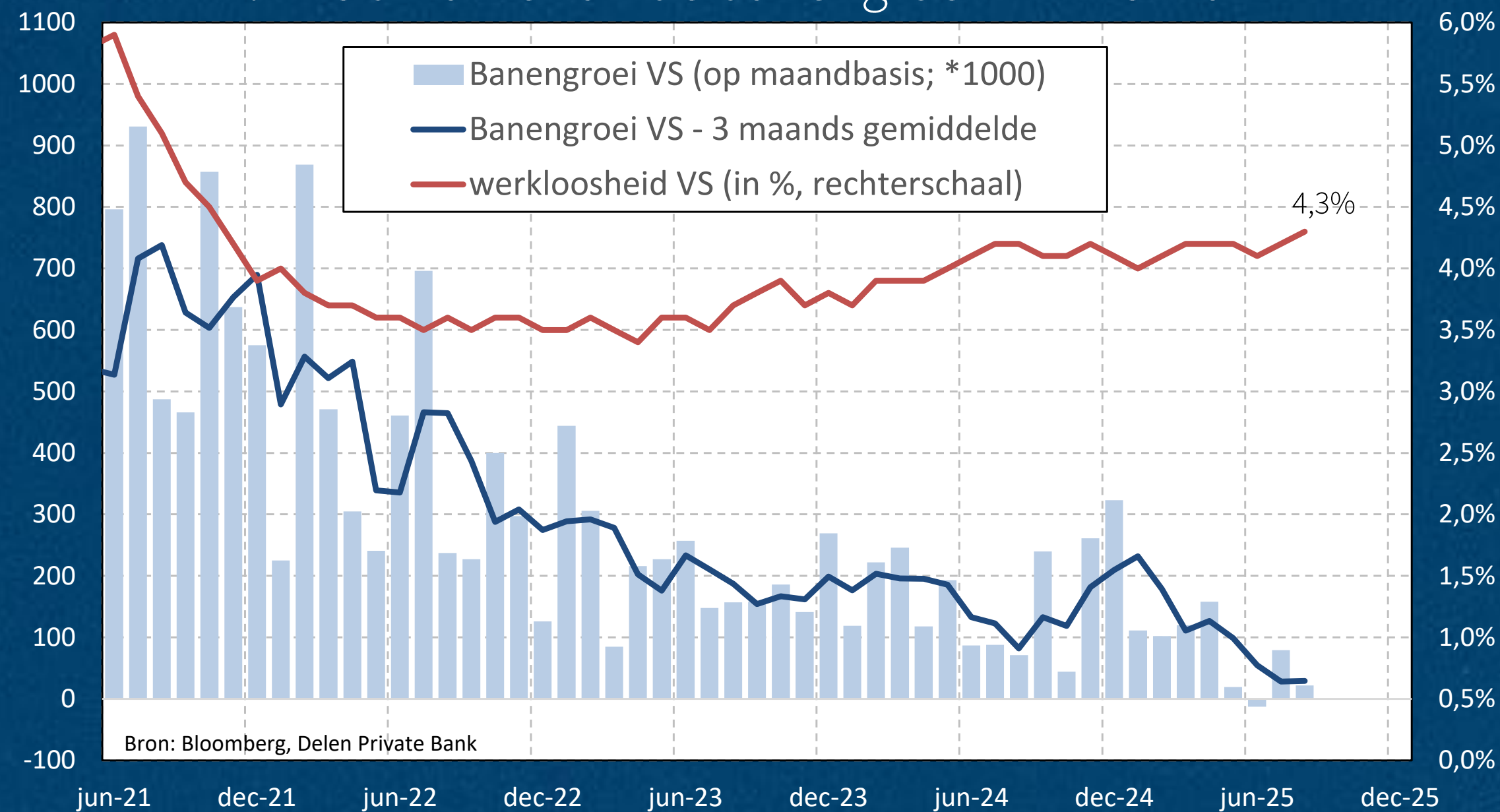


- Sinds de inauguratie van Donald Trump tot 47^e President van Amerika - op 20 januari 2025 - is er veel gebeurd in Amerika, met ook wereldwijde uitstralingseffecten.
- Vooral de introductie van hoge universele Amerikaanse invoerheffingen op 2 april 2025 had een direct effect op de verwachte economische groei voor 2025.
- Kort daarna werd een pauze van 90 dagen aangekondigd om nieuwe handelsverdragen te kunnen afsluiten en dat was goed nieuws voor de wereldeconomie.
- De groeivoorzichten voor Europa zijn dit jaar verbeterd door de investeringsplannen van de Duitse regering en meer defensie-uitgaven van de Europese NAVO-landen.
- De Chinese groeiverwachtingen zijn de laatste maanden geleidelijk naar boven bijgesteld en dat is gunstig voor andere opkomende landen.



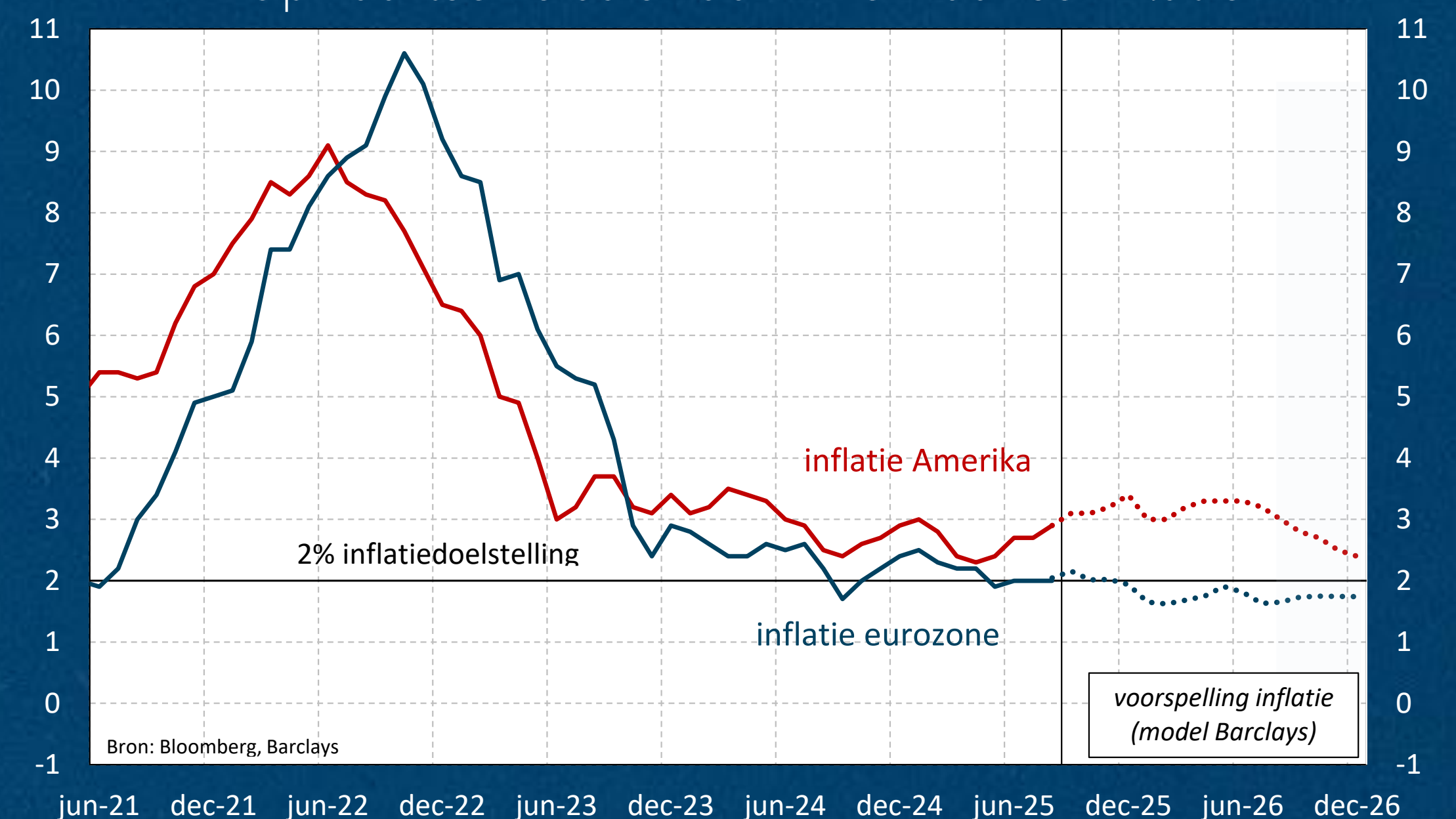
Zorgen over de verslechterende arbeidsmarkt in Amerika

Flinke afname van de banengroei in Amerika



- In de VS namen in Q3 de zorgen toe over de afzwakking van de arbeidsmarkt. De maandelijkse banengroei is in de afgelopen maanden sterk teruggefallen. Ook de werkloosheid is gestegen, maar is met 4,3% nog steeds redelijk laag.
- De afzwakkende arbeidsmarkt en de aanhoudend hoge inflatie vormt voor de Fed een lastig dilemma. Naast een inflatiedoelstelling van 2% streeft de Fed tegelijkertijd ook naar maximale werkgelegenheid.

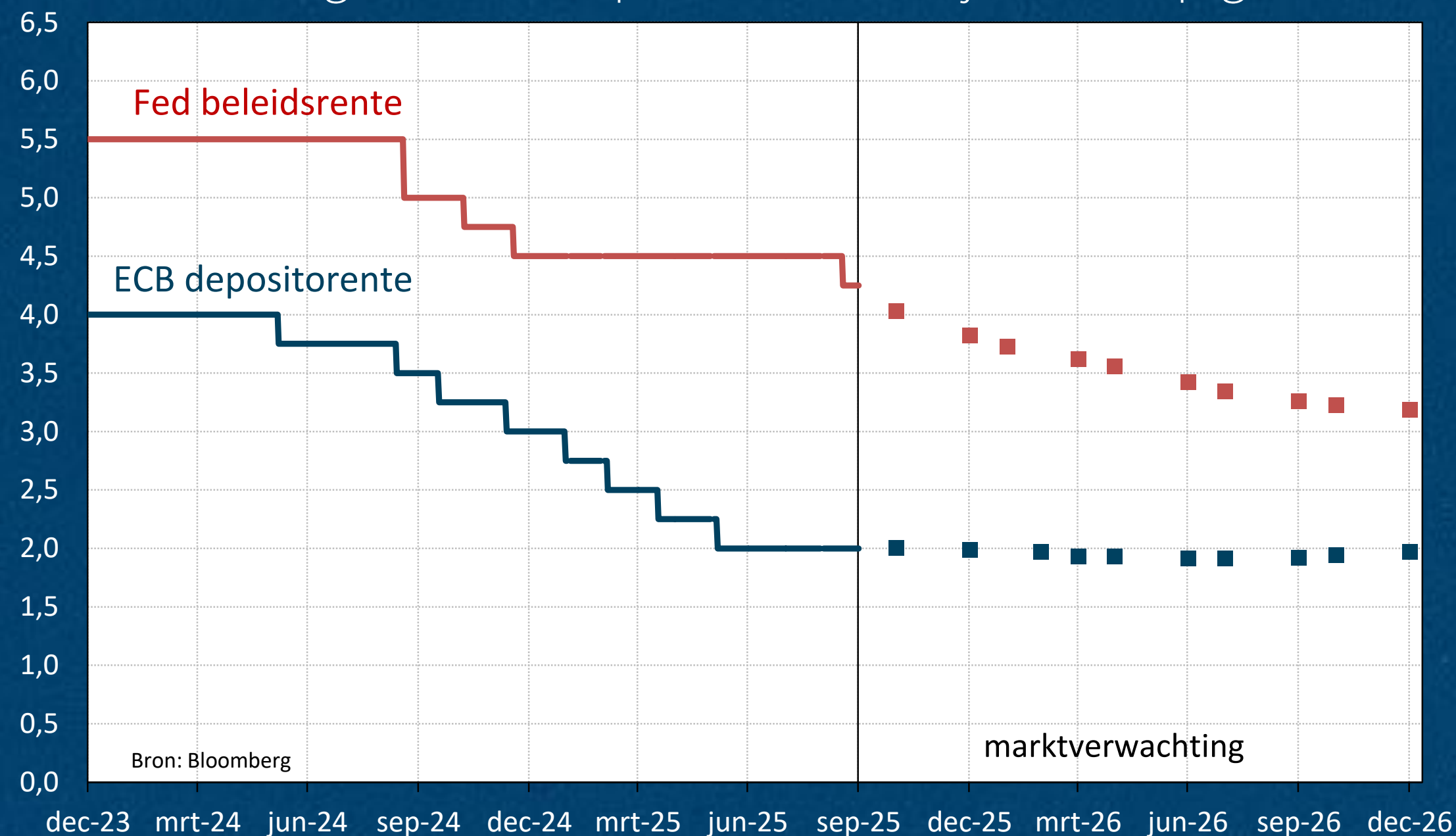
Opwaartse risico's voor Amerikaanse inflatie



- In vergelijking met de eurozone, waar de inflatie inmiddels gedaald is tot dichtbij de 2%, ligt de inflatie in de VS nog steeds te hoog. In de afgelopen maanden is de inflatie zelfs weer iets opgelopen naar rond de 3%.
- De verwachting is dat de inflatie in de VS in de komende maanden nog iets verder zal oplopen. Dit omdat bedrijven de hogere importtarieven voor een deel zullen gaan doorberekenen aan de consument, met hogere prijzen als gevolg.

Fed maakt ommezwaai en start cyclus van renteverlagingen

Fed verlaagt rente in september; ECB lijkt voorlopig klaar



Ontwikkeling centrale bank rentes & marktverwachtingen

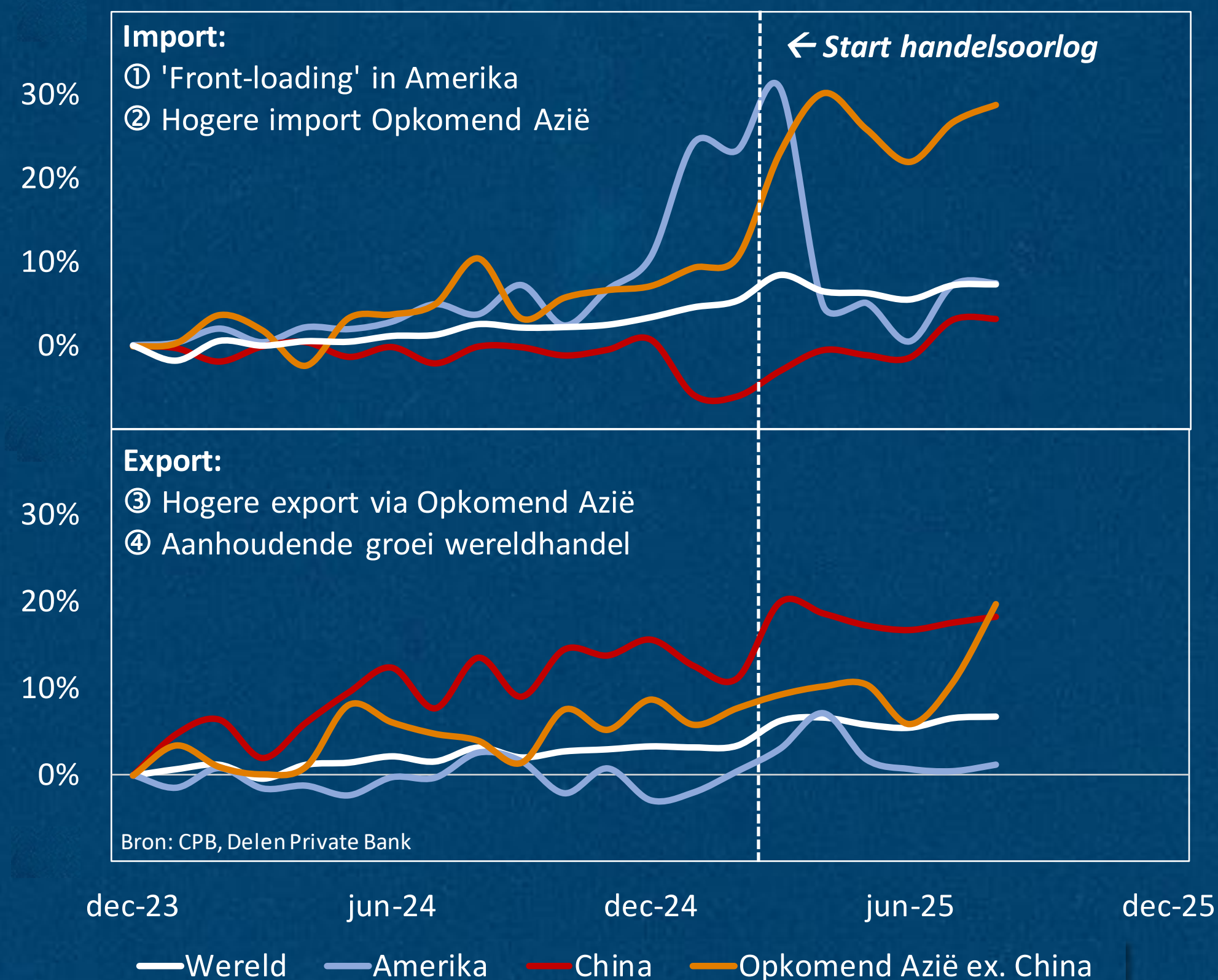
	dec-22	dec-23	dec-24	sep-25	sep-26 (verwacht)	+/-
VS	4,50	5,50	4,50	4,25	3,25	-1,00
Eurozone	2,00	4,00	3,00	2,00	2,00	0,00
VK	3,50	5,25	4,75	4,00	3,50	-0,50
Japan	-0,10	-0,10	0,25	0,50	1,00	0,50
China	2,00	1,80	1,50	1,40	1,20	-0,20
Australië	3,10	4,35	4,35	3,60	3,35	-0,25
Canada	4,25	5,00	3,25	2,50	2,00	-0,50
Zweden	2,50	4,00	2,50	2,50	1,75	-0,75
Zwitserland	1,00	1,75	0,50	0,00	0,00	0,00
Mexico	10,50	11,25	10,00	7,50	6,50	-1,00
Brazilië	13,75	11,75	12,25	15,00	12,25	-2,75
Polen	6,75	5,75	5,75	4,75	3,50	-1,25
Zuid-Afrika	7,00	8,25	7,75	7,00	6,50	-0,50
Indonesië	5,50	6,00	6,00	4,75	4,25	-0,50
Thailand	1,25	2,50	2,25	1,50	1,00	-0,50
Maleisië	2,75	3,00	3,00	2,75	2,65	-0,10

- De ECB hield in Q3 haar beleidsrente ongewijzigd op 2%. Nu de inflatie onder controle is, lijkt de ECB voorlopig klaar met het verlagen van de rente. In de VS maakte de Fed in september wel een belangrijke draai in het monetaire beleid.
- Voor het eerst sinds december 2024 verlaagde de Fed haar beleidsrente: met 0,25% naar 4,25%. De belangrijkste reden voor de Fed was de tegenvallende ontwikkeling op de arbeidsmarkt waar de banengroei sterk is teruggevallen.

- Wereldwijd hebben veel centrale banken in 2024 en 2025 hun beleidsrentes verlaagd. Dit vooral vanwege de globale trend van dalende inflatie. Met als uitzonderingen Japan en Brazilië waar rentes wel werden verhoogd.
- Nu de Fed een nieuwe cyclus van renteverlagingen is begonnen, geeft dit aan veel andere centrale banken, met name in opkomende landen, de ruimte om hun beleidsrentes ook verder te verlagen.

Hoe gaan bedrijven om met de lopende handelsoorlog?

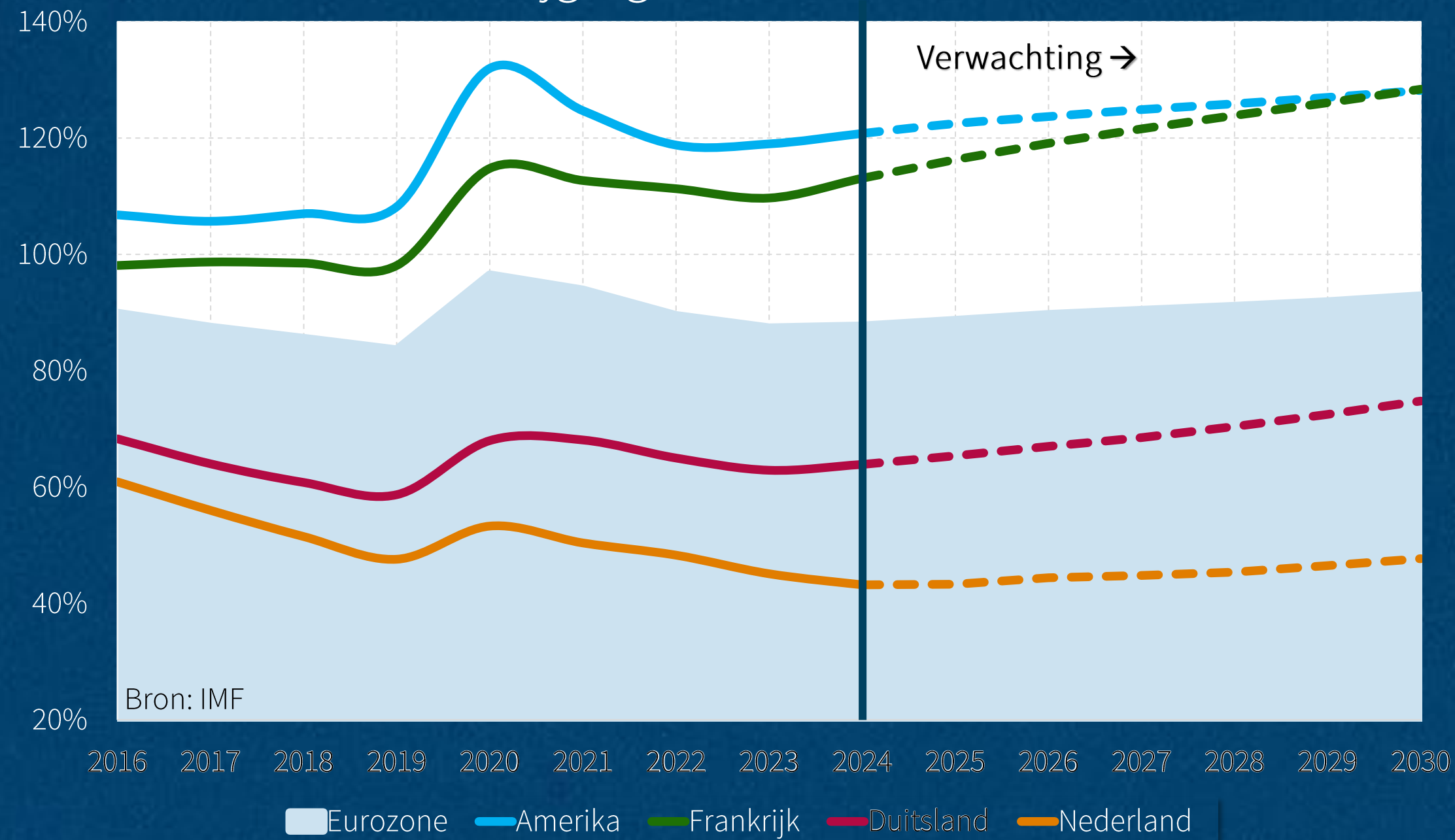
Import en export van goederen (volumegroei in %)



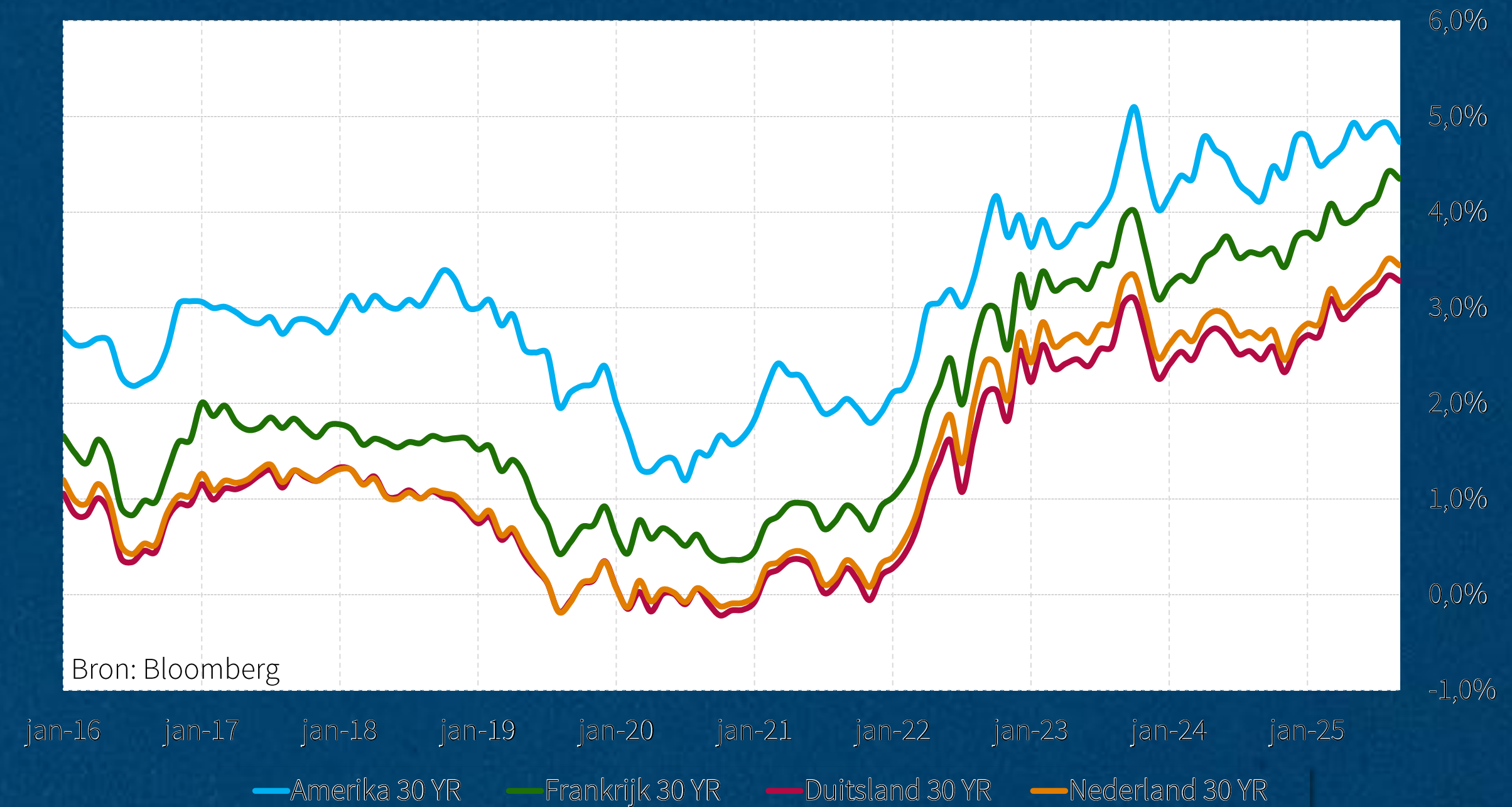
- Amerika heeft sinds april een globale handelsoorlog ontketend, waarbij wisselende importtarieven op haar handelspartners van kracht zijn. Middels lopende onderhandelingen proberen landen nader tot elkaar te komen.
- De verwachting was dat deze importtarieven een ernstige verstoring van de wereldhandel zouden gaan vormen. Echter, tot op heden is er sprake van hoge flexibiliteit van deze handelsketens. Wereldwijde import en export vertoonden vier nieuwe patronen (zie links).
- Amerikaanse importeurs hebben in het 1^e kwartaal zeer hoge voorraden aangelegd ('front-loading'), waardoor de import nu fors terugvalt. Tegelijkertijd is veel import verlegd van China naar andere opkomende landen in Azië (Vietnam, Maleisië, Cambodja etc.).
- Dit uit zich ook in de exportcijfers. China exporteert nu veel meer indirect naar Amerika via deze andere opkomende landen in Azië. Per saldo is er sprake van een aanhoudende vraag naar goederen, gedreven door de bestendige groei van de wereldeconomie.

Stijging van lange termijn rentes door oplopende staatsschulden

De stijging van staatsschulden...

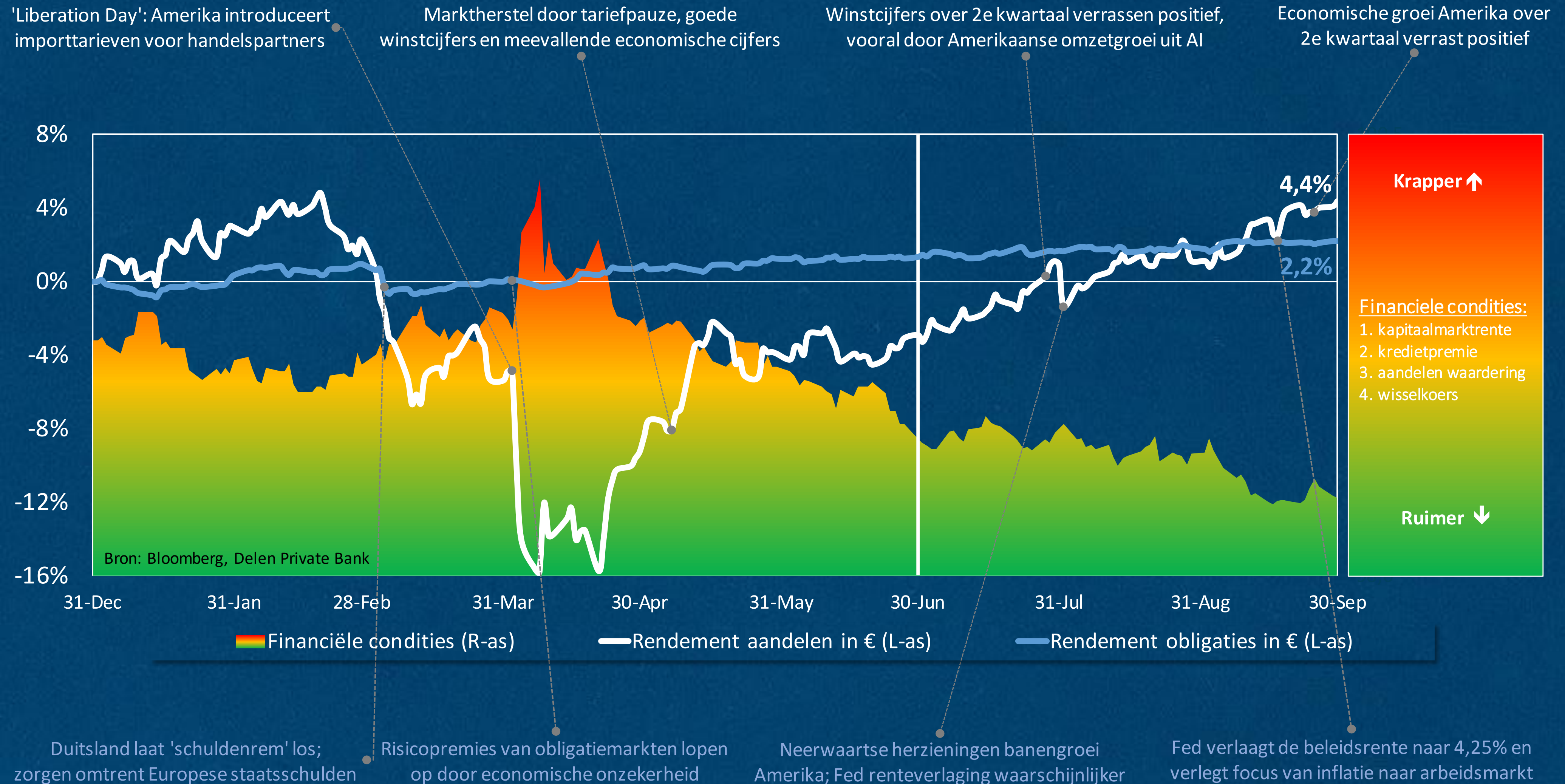


...als oorzaak voor de oplopende lange termijn rentes (30 jaar)



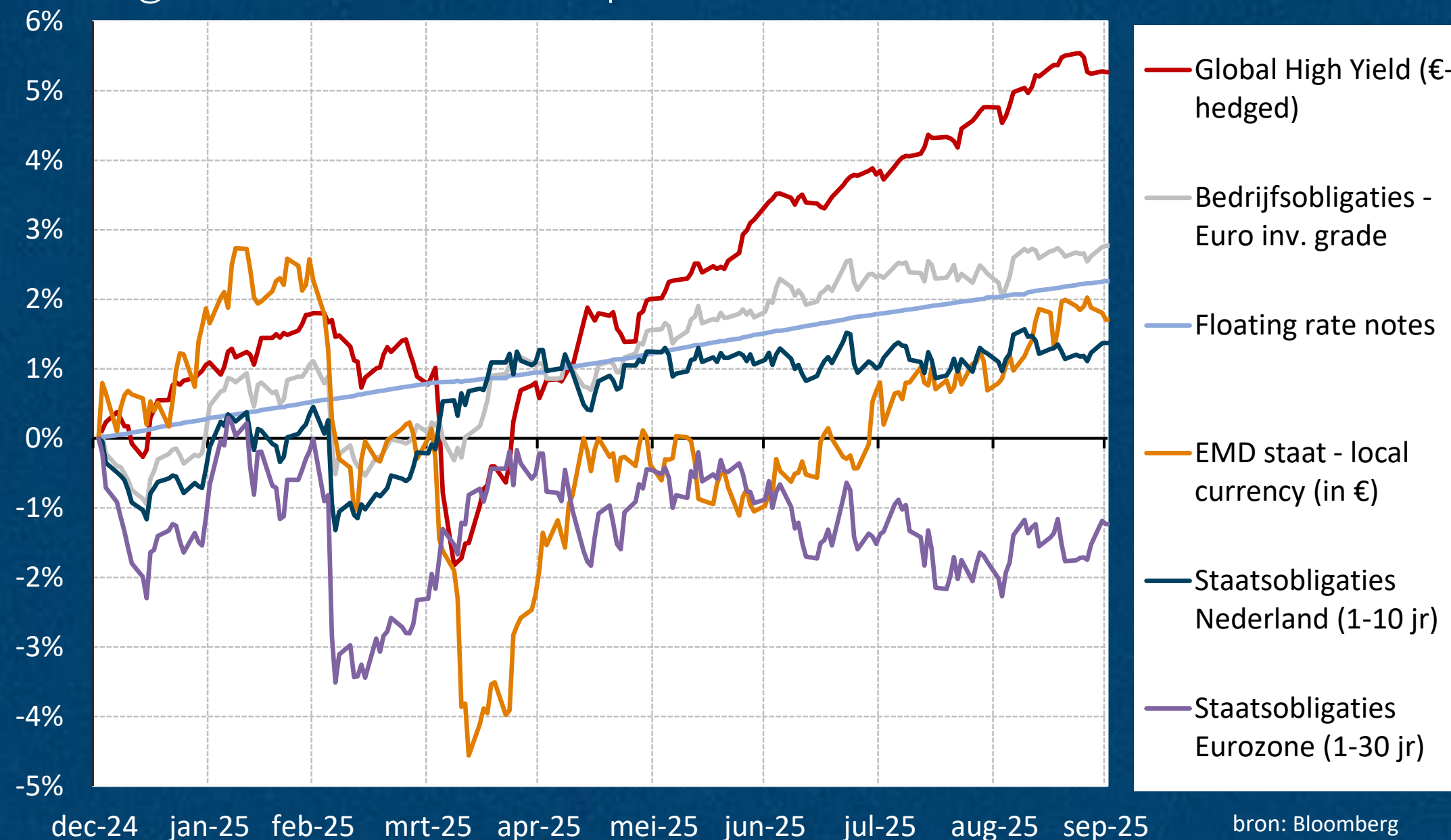
- De staatsschuld in de Verenigde Staten is al jarenlang relatief hoog. De 'Big Beautiful Bill' van Trump draagt verder bij aan de toename van deze schuldenlast, met de 'government shutdown' als meest actuele ontwikkeling.
- Ook in Europa is sprake van een oplopende schuldenlast, met Frankrijk en Duitsland als voorbeelden. Deze stijging wordt veroorzaakt door toenemende defensie-uitgaven en toekomstige benodigde investeringen in sociale zekerheid.
- De zorgen over de houdbaarheid van de staatsschulden, economische groei en politieke instabiliteit nemen globaal toe. Vanwege gebrek aan vertrouwen in het fiscale beleid stijgen met name de rentes op zeer langlopende staatsobligaties.
- In de vastrentende portefeuille beleggen we bewust niet in zeer langlopende staatsobligaties. Om de rentegevoeligheid van de portefeuille te beperken geven we de voorkeur aan obligaties met een kortere looptijd (tot 10 jaar).

Ruimere financiële condities ondersteunen marktrally in 3^e kwartaal



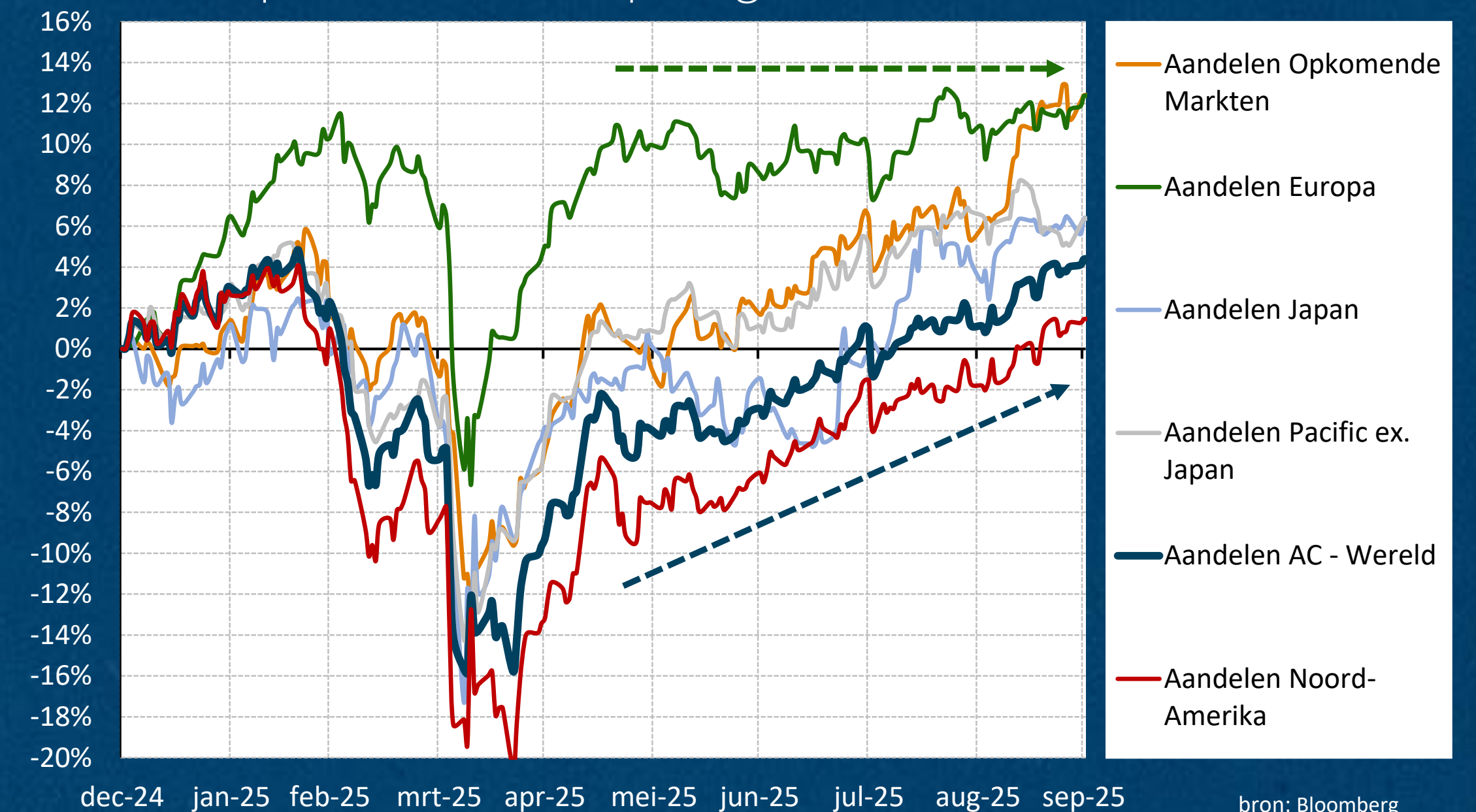
Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten

High Yield en EM Debt presteren sterk in het derde kwartaal



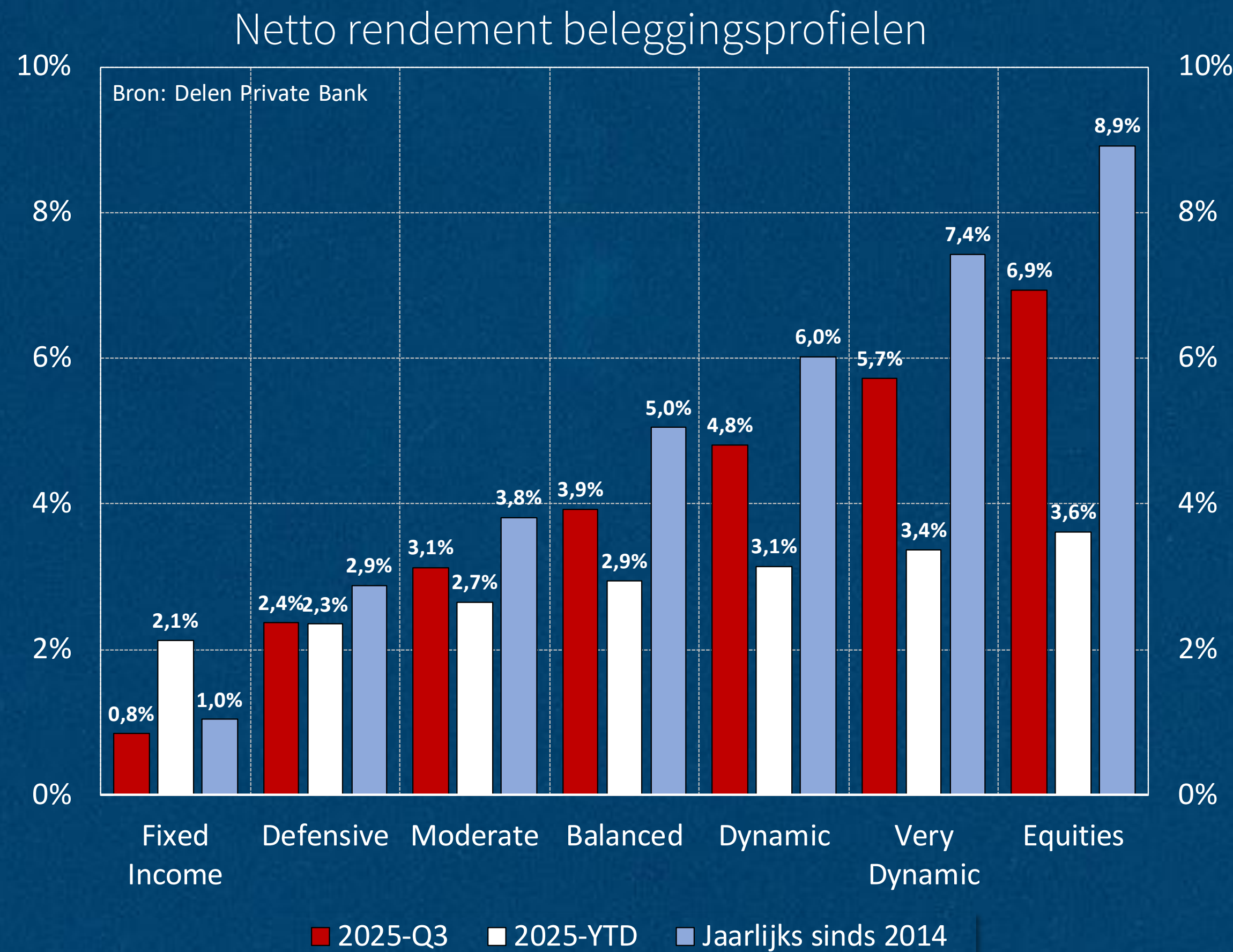
- In het derde kwartaal lieten de obligatiemarkten een verder herstel zien. Terwijl staatsobligaties last hadden van de lichte stijging van de kapitaalmarktrente presteerden de overige vastrentende markten duidelijk beter.
- De hoogste resultaten werden in Q3 behaald door High Yield obligaties en obligaties van opkomende markten (EM Debt). Deze markten profiteerden van de afnemende risico-aversie waardoor risicopremies ('spreads') verder daalden.

Europa verliest voorsprong in het recente marktherstel



- In het derde kwartaal steeg de wereldindex in euro's met 7,5%. Valuta-effecten speelden nauwelijks een rol, dit in tegenstelling tot de eerste 6 maanden van 2025, waarin de kracht van de euro leidde tot flinke valutaverliezen.
- Grote beursgenoteerde bedrijven publiceerden meevallende bedrijfsresultaten en zijn enthousiast over de mogelijkheden van Artificial Intelligence. Dit was in combinatie met de verlaging van Amerikaanse rentetarieven positief nieuws.

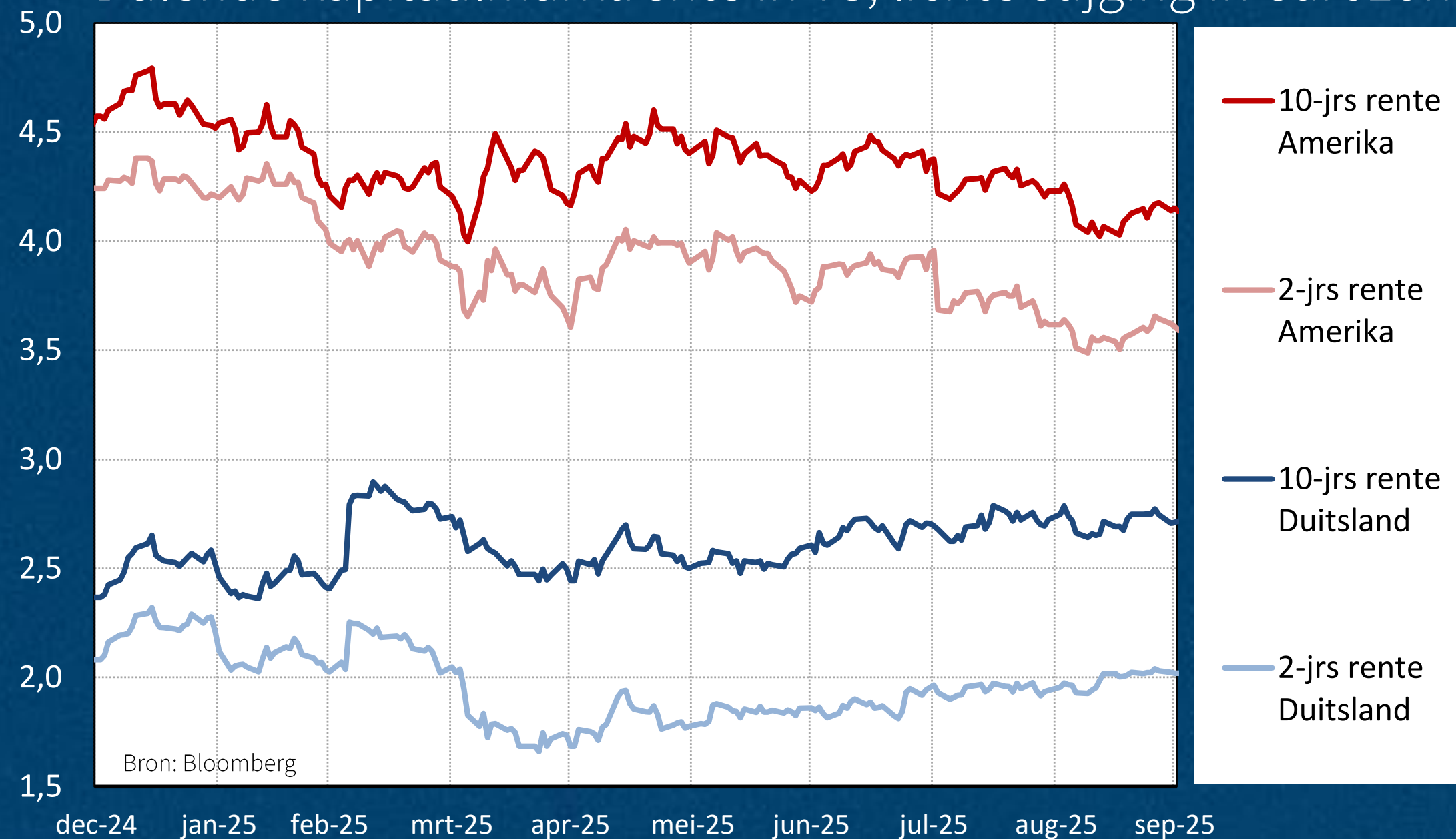
Volledig herstel in het 3^e kwartaal van 2025



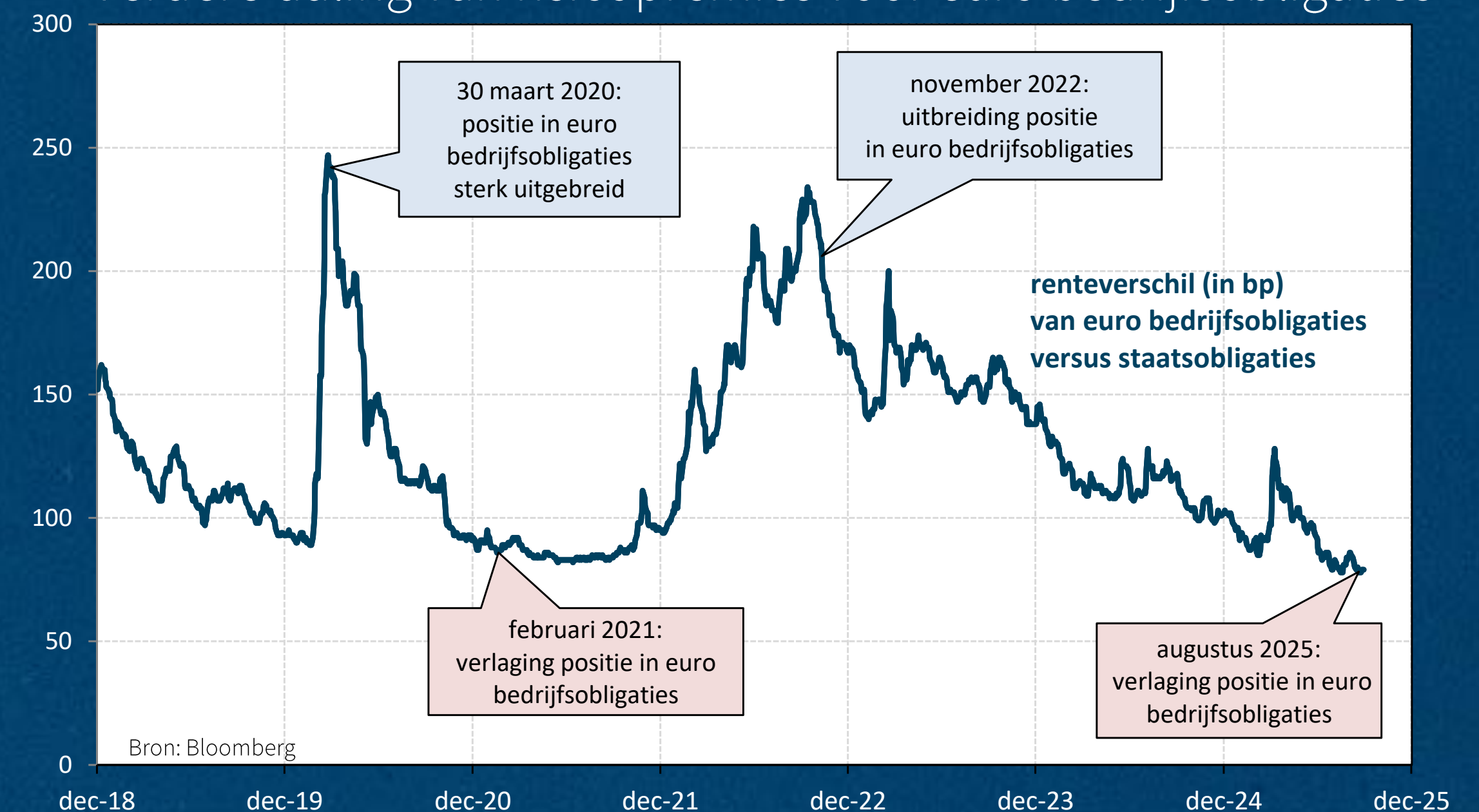
- In het derde kwartaal van 2025 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van +0,8% tot +6,9%. Aanhoudende economische groei, renteverlaging en meevallende winstcijfers vormden een rugwind.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd van +1,0% tot +8,9% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.
- Gedurende het derde kwartaal hadden wij een neutrale weging in aandelen en obligaties. Met name de relatief lage marktvolatiliteit viel op, gegeven de geopolitieke en macro-economische gebeurtenissen.
- De huidige neutrale positionering geeft ruimte voor toekomstige tactische asset allocatie. Een toename van de marktvolatiliteit biedt vaak een relatief gunstige instapmoment voor aandelen op de langere termijn.

Obligatiemarkten rustig, vooral bedrijfsobligaties presteren sterk

Dalende kapitaalmarktrente in VS, lichte stijging in eurozone



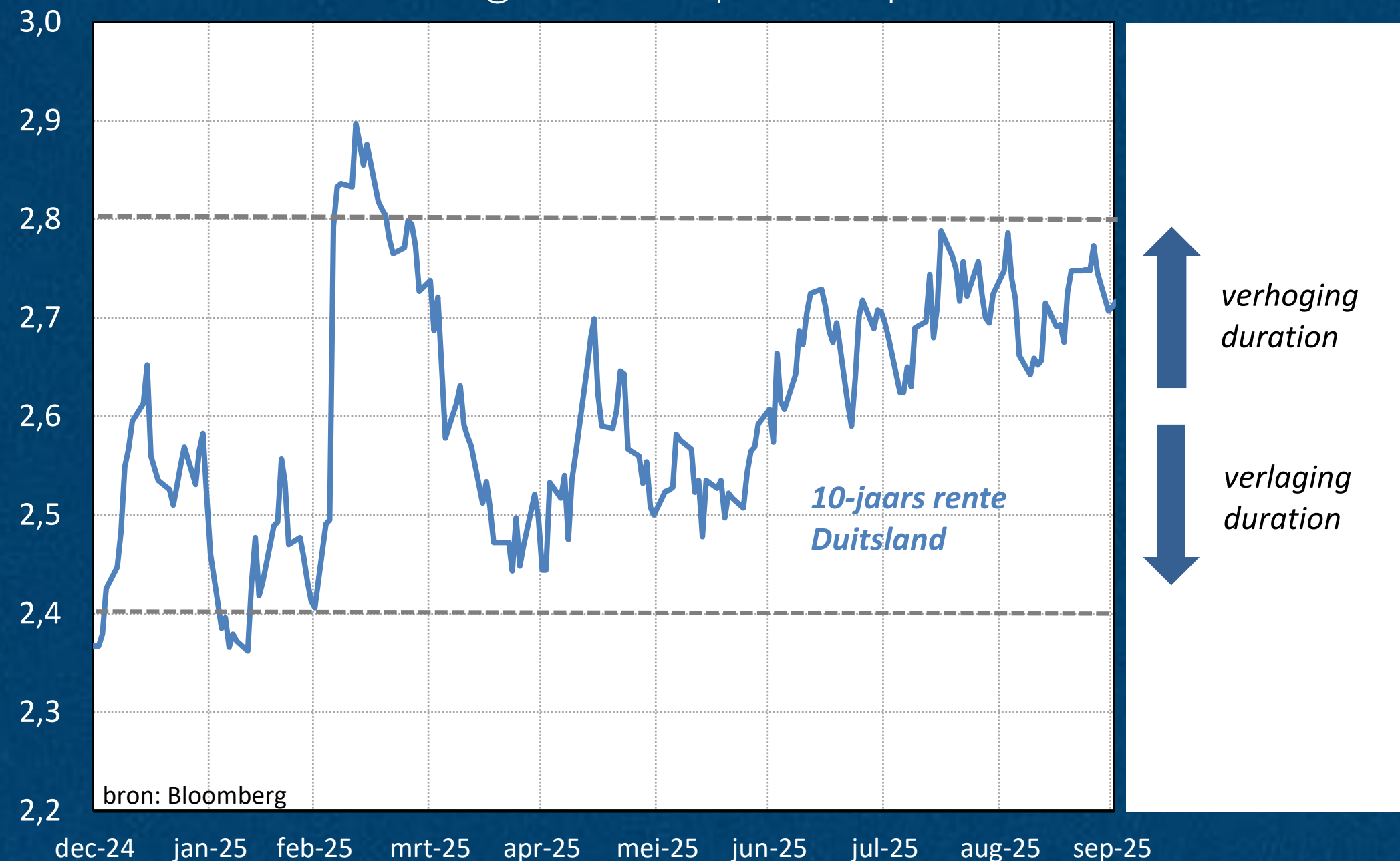
Verdere daling van risicopremies voor euro bedrijfsobligaties



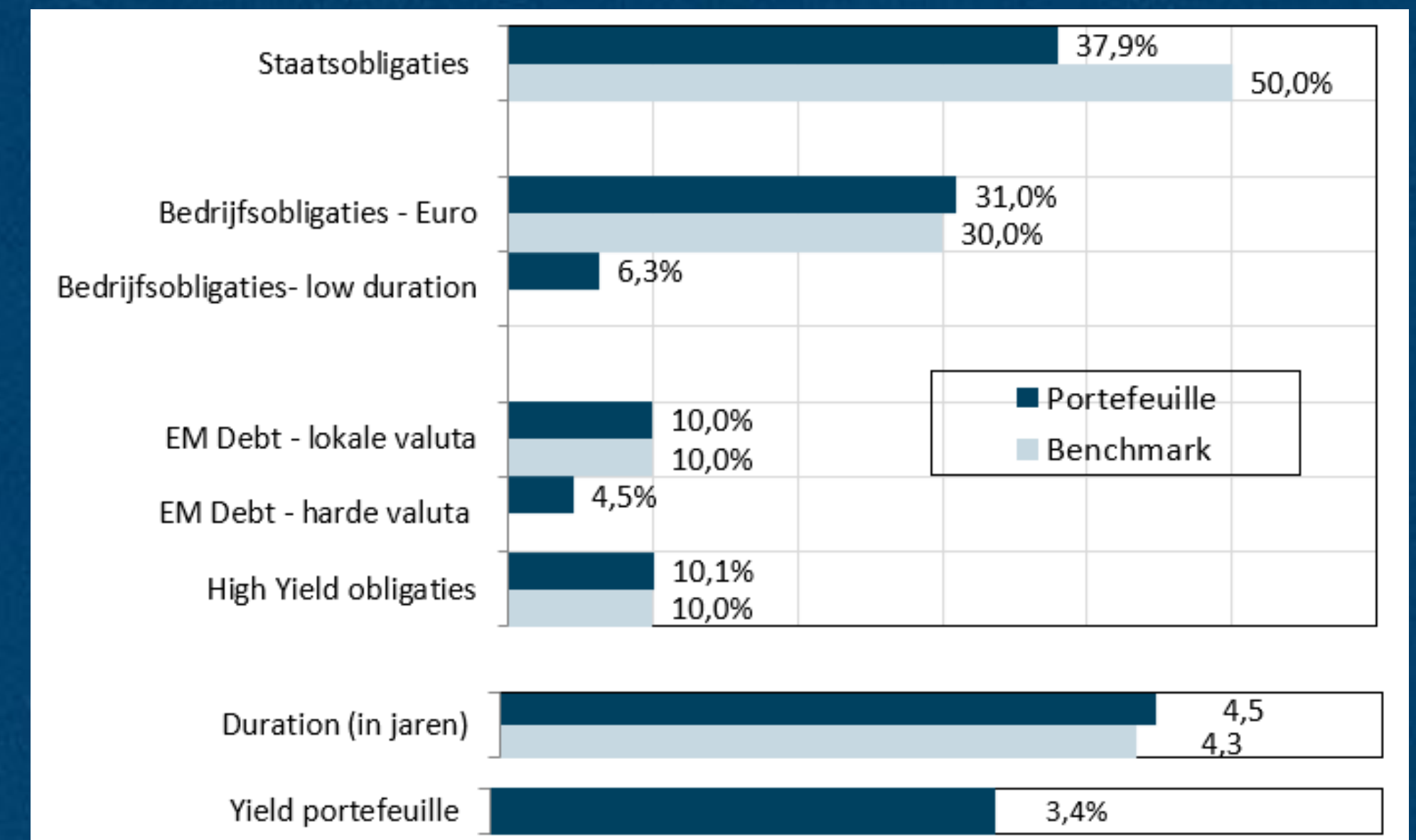
- Op de staatsobligatiemarkten liep in 2025 de renteontwikkeling tussen de VS en de eurozone uiteen. In de VS daalde de kapitaalmarktrente. Vooral door de draai in het monetaire beleid van de Fed, die in september de beleidsrente verlaagde.
- In de eurozone bleef de kapitaalmarktrente in een relatief nauwe bandbreedte bewegen. Anders dan in de VS was er geen positieve invloed vanuit het rentebeleid van de centrale bank omdat de ECB de beleidsrente ongewijzigd liet op 2%.
- Door de sterke daling van risicopremies ('spreads') presteren bedrijfsobligaties al langere tijd beter dan staatsobligaties. Ook dit jaar hebben we hiervan in de portefeuille geprofiteerd door onze overwogen positie in bedrijfsobligaties.
- Omdat 'spreads' inmiddels in historisch perspectief zeer laag zijn, hebben we in augustus voor een deel winst genomen op deze positie door het belang in bedrijfsobligaties te verkleinen ten gunste van staatsobligaties.

Actief beleid in obligatieportefeuille inspeland op marktbewegingen

Binnen staatsobligaties: inspelen op volatiliteit marktrente



Positionering en kenmerken van obligatieportefeuille

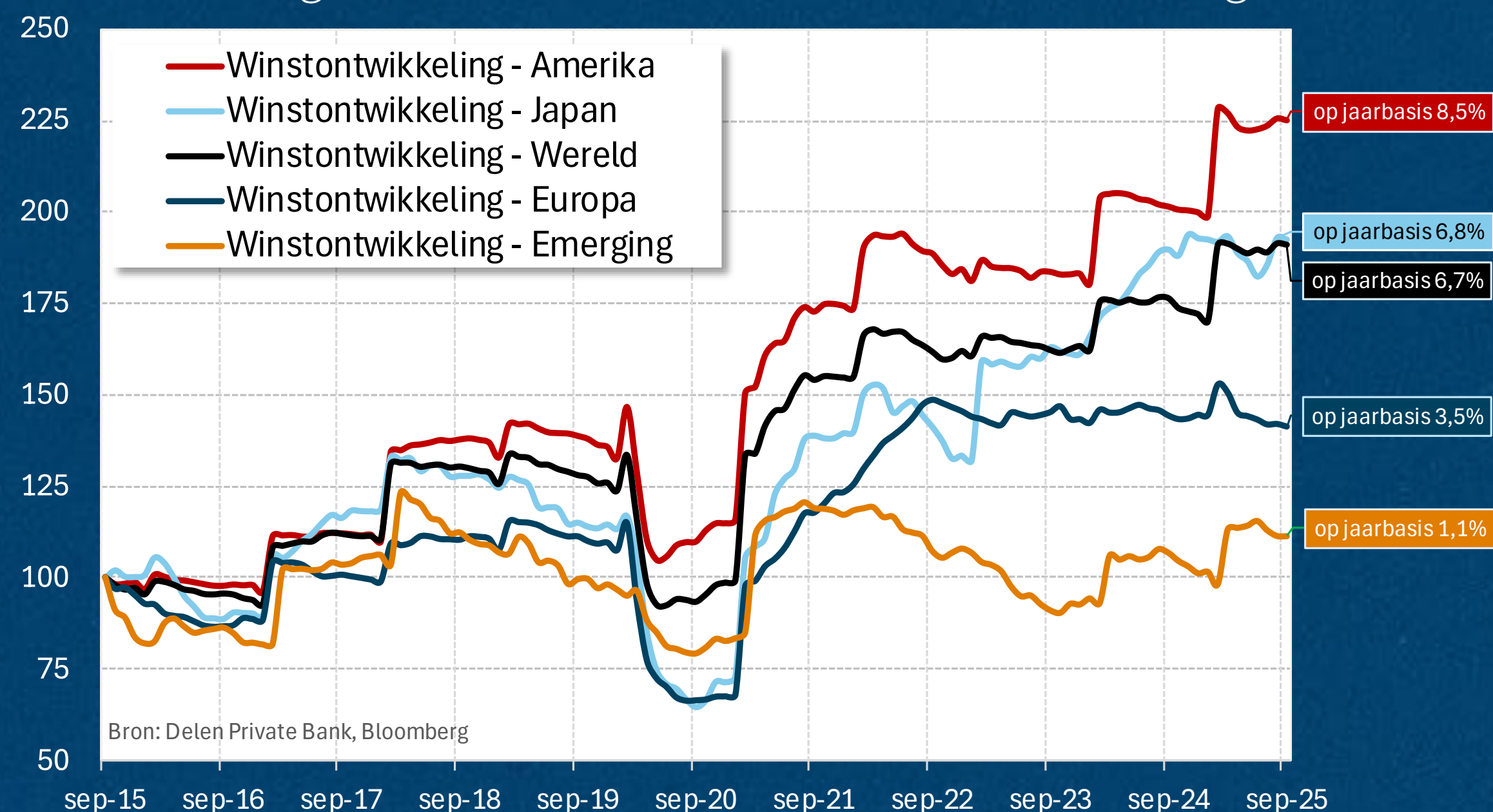


- Op de Europese staatsobligatiemarkten beweegt de kapitaalmarktrente zich al langere tijd zijwaarts binnen een nauwe bandbreedte. De Duitse 10-jaars rente heeft zich dit jaar bewogen in een range van ruwweg 2,4% - 2,8%..
- In het staatsobligatiegedeelte van de portefeuille hebben we hier op ingespeeld door met actief tactisch beleid de rentegevoeligheid (duration) van de portefeuille aan te passen om te profiteren van tussentijdse rentebewegingen.

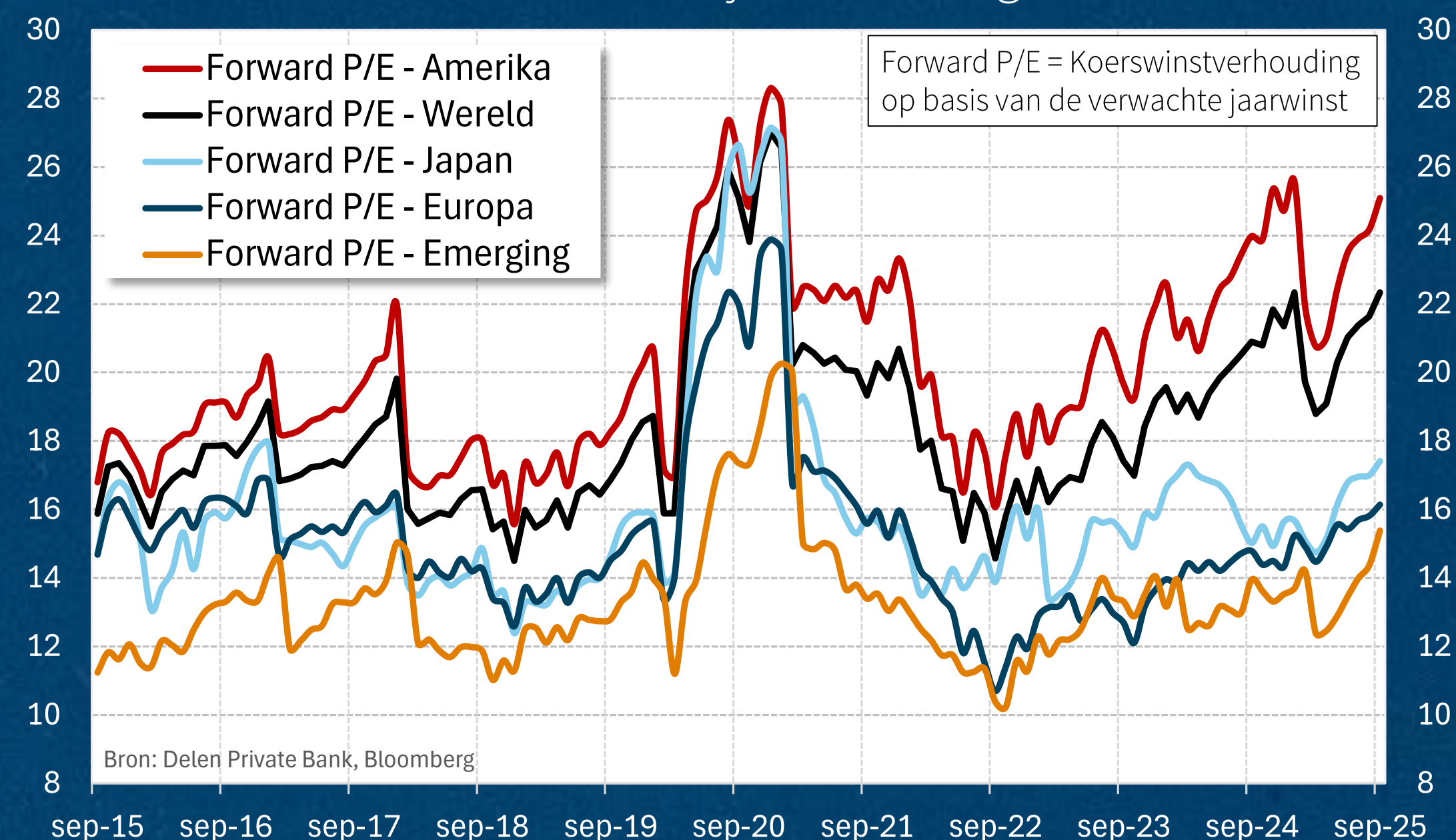
- In de breed gespreide vastrentende portefeuille houden we vast aan onze voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties. Wel hebben we deze overweging in Q3 verkleind vanwege de sterk gedaalde risicopremies.
- In het hoogrentende gedeelte van de portefeuille hebben we een voorkeur voor EM Debt boven High Yield. De huidige externe omgeving met een zwakke dollar en renteverlagingen door de Fed is gunstig voor opkomende landen.

Beleggers blijven optimistisch over de toekomst

Grote regionale verschillen in de winstontwikkeling



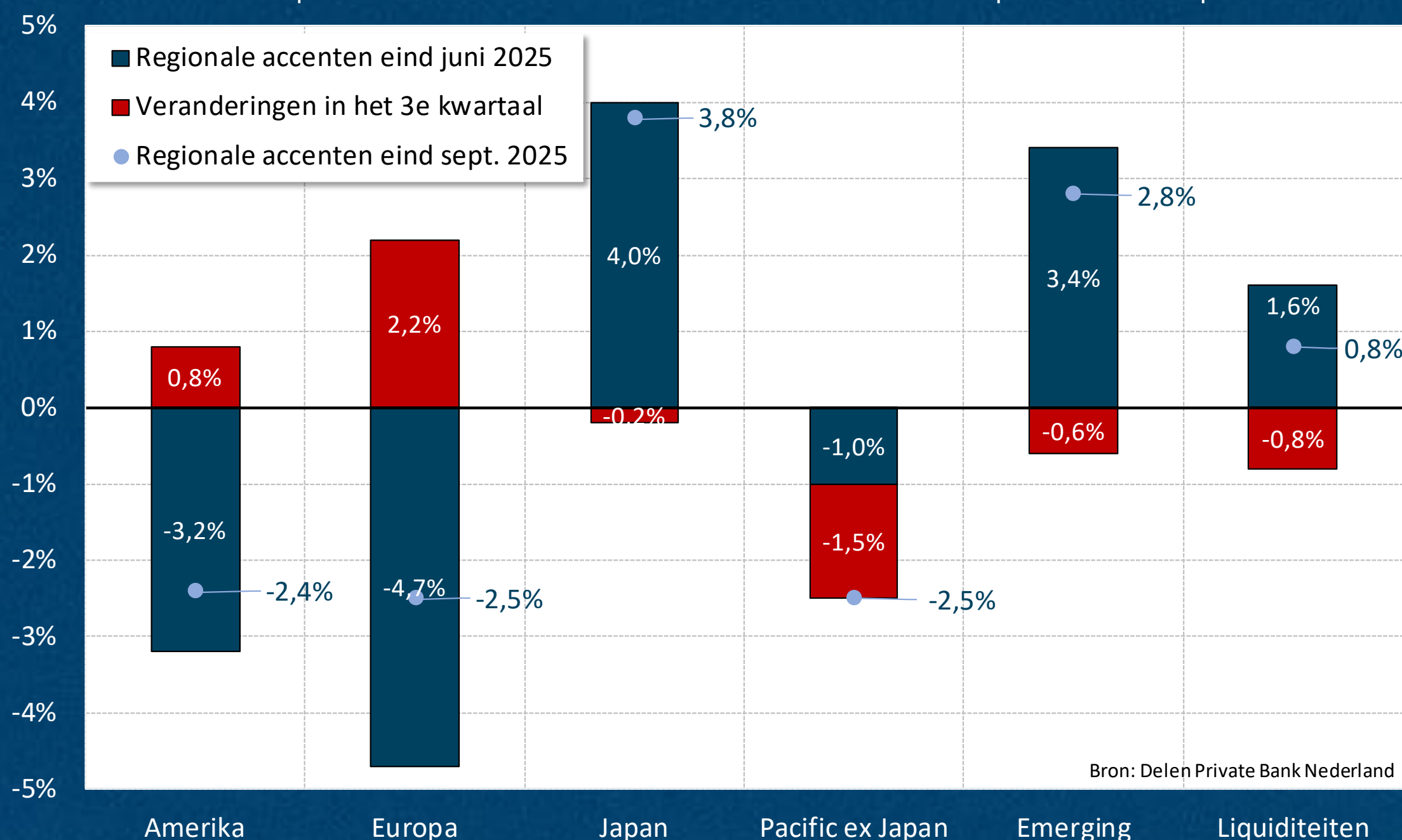
Amerikaanse aandelen zijn wel duur geworden



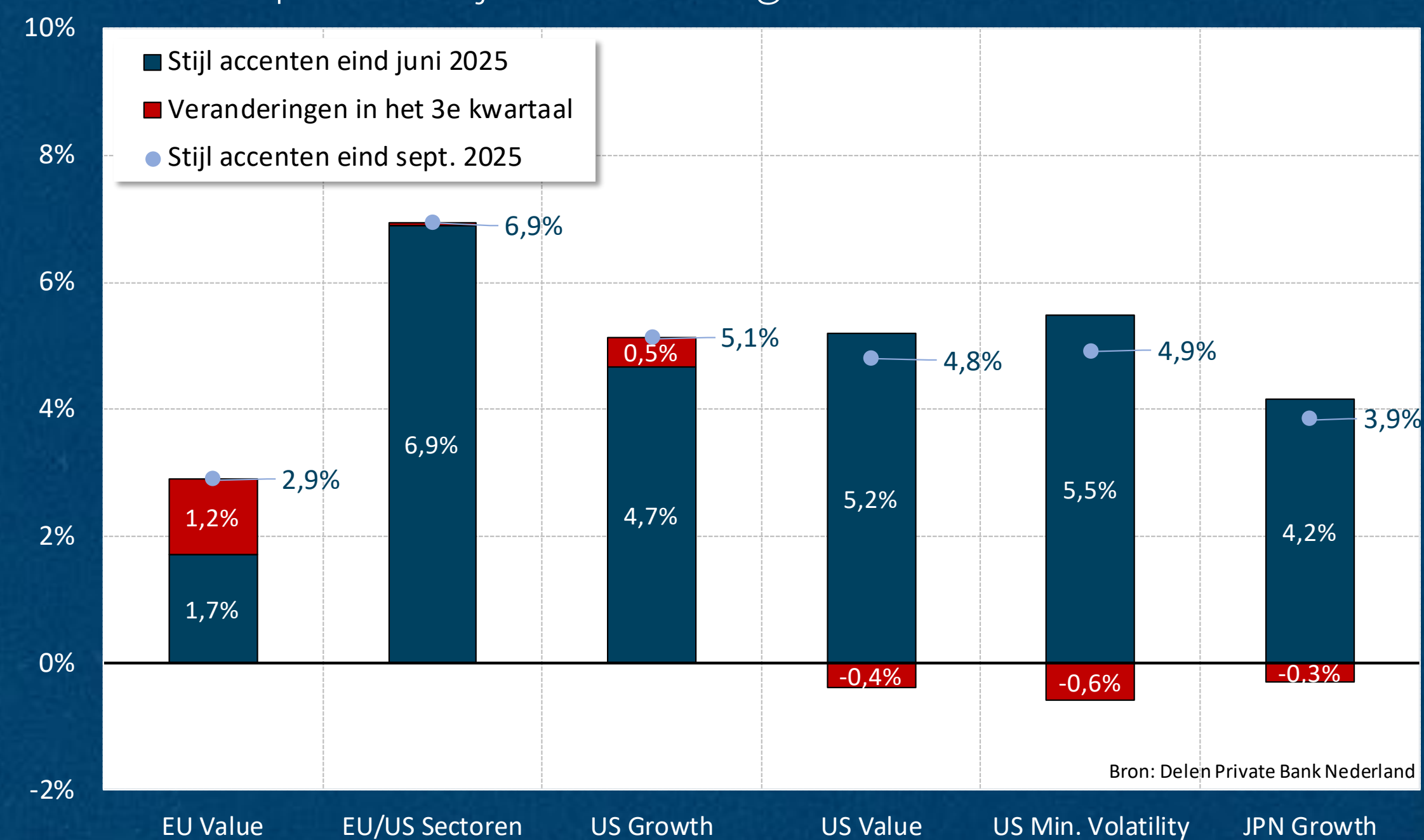
- De afgelopen 10 jaar hebben Amerikaanse bedrijven een enorme winstgroei gerealiseerd. In bovenstaande grafiek zien we grote verschillen tussen de regio's. De lange termijn winstgroei beïnvloedt ook de waarderingen (grafiek rechts).
- De laatste 5 jaar zijn de regionale verschillen groter geworden. Amerika is goed gepositioneerd met veel succesvolle technologiebedrijven, terwijl Europa en Emerging Markets sterker vertegenwoordigd zijn in de meer cyclische sectoren.
- De krachtige Amerikaanse winstgroei heeft geleid tot hoge en bovengemiddelde aandelenwaarderingen. Amerikaanse bedrijven profiteren van de innovaties waardoor tijdelijk extra hoge winstmarges mogelijk zijn (bijv. NVIDIA).
- De waarderingsverschillen tussen Amerika en Emerging Markets zijn wel groot geworden. De toegenomen geopolitieke spanningen hebben er ook toe geleid dat China meer ruimte geeft aan de technologiebedrijven voor een inhaalslag.

Geprofiteerd van de regionale positionering

Meer Europa en VS en minder Pacific ex Japan en liquiditeiten



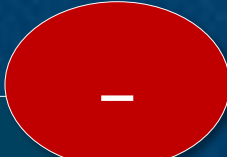
Beperkte stijl-veranderingen in het derde kwartaal



- Met het regio-allocatie beleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de wereldwijde aandelenindex. Op dit moment hebben we een voorkeur voor Japan en Emerging Markets ten laste van Amerika en Europa.
- In het 3^e kwartaal hebben we de beleggingen in Amerika en Europa uitgebreid ten koste van de liquiditeiten en de beleggingen in de regio Pacific ex. Japan (=Australië, Hong Kong, Singapore en Nieuw-Zeeland).

- 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).
- In juli hebben we de beleggingen in een nieuwe Europese Value manager verder uitgebreid. De andere mutaties zijn veroorzaakt door accent verschuivingen met nieuw te beleggen vermogen.

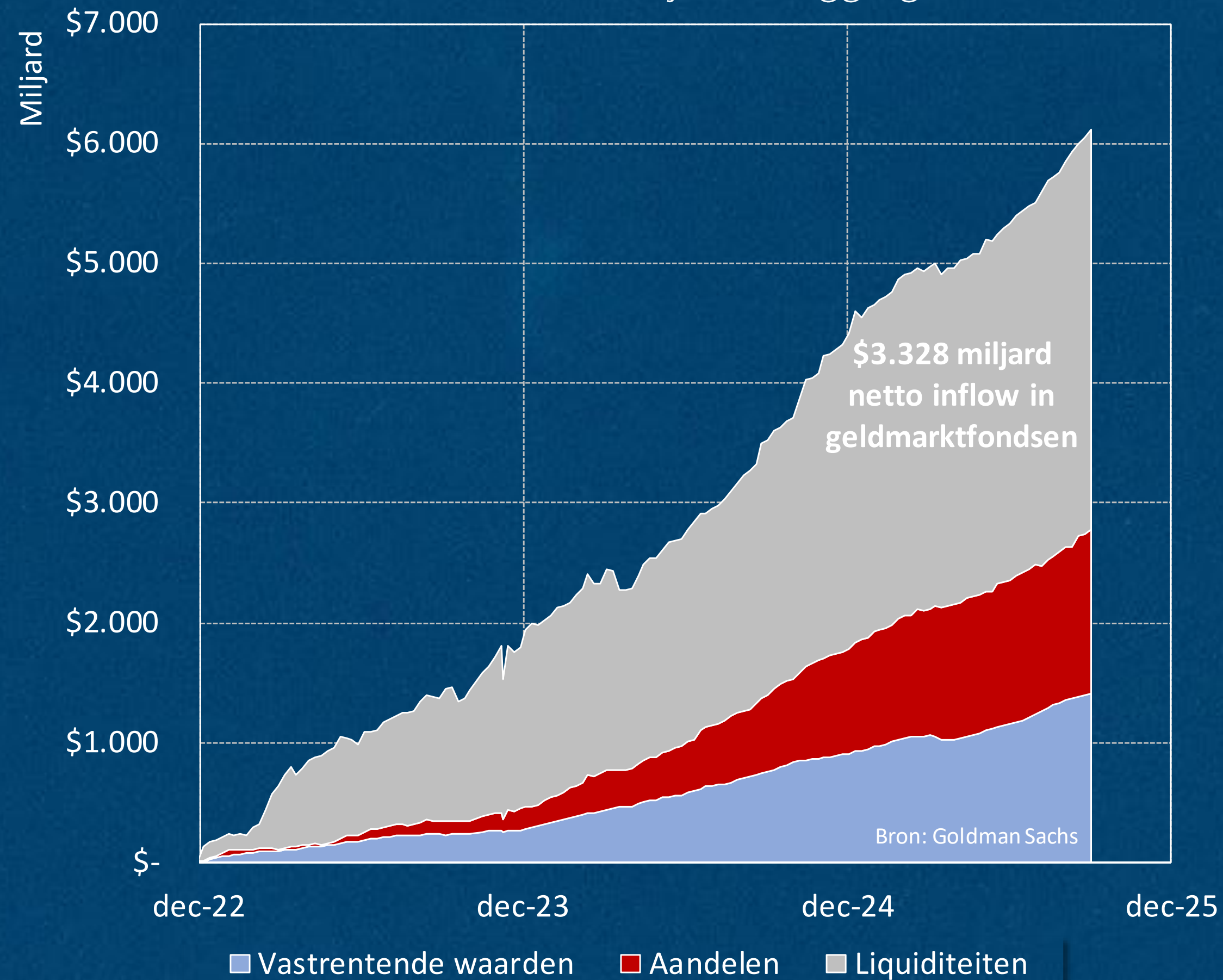
Positieve en negatieve bijdragen in het 3^e kwartaal van 2025

	 Positieve bijdrage aan rendement	 Negatieve bijdrage aan rendement
TACTISCH: Asset Allocatie	○ <i>N.v.t. vanwege neutrale positionering</i>	
TACTISCH: Aandelen	○ <i>Regio-Allocatie: de voorkeur voor Emerging Markets en minder Europa en Pacific ex Japan was heel effectief</i>	○ <i>Stijl-Allocatie: lange termijn voorkeur voor US Value en US Minimum Volatility waren nadelig tijdens de marktrally</i> ○ <i>Manager selectie: Actieve Fundamentele managers hadden moeite de markt te verslaan</i>
TACTISCH: Vastrentend	○ <i>Voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties</i> ○ <i>Relatief goede performance van EM Debt beleggingen</i>	○ <i>Relatief hoge rentegevoeligheid (duration)</i>

Bron: Delen Private Bank Nederland

Wereldwijd duizenden miljarden langs de zijlijn

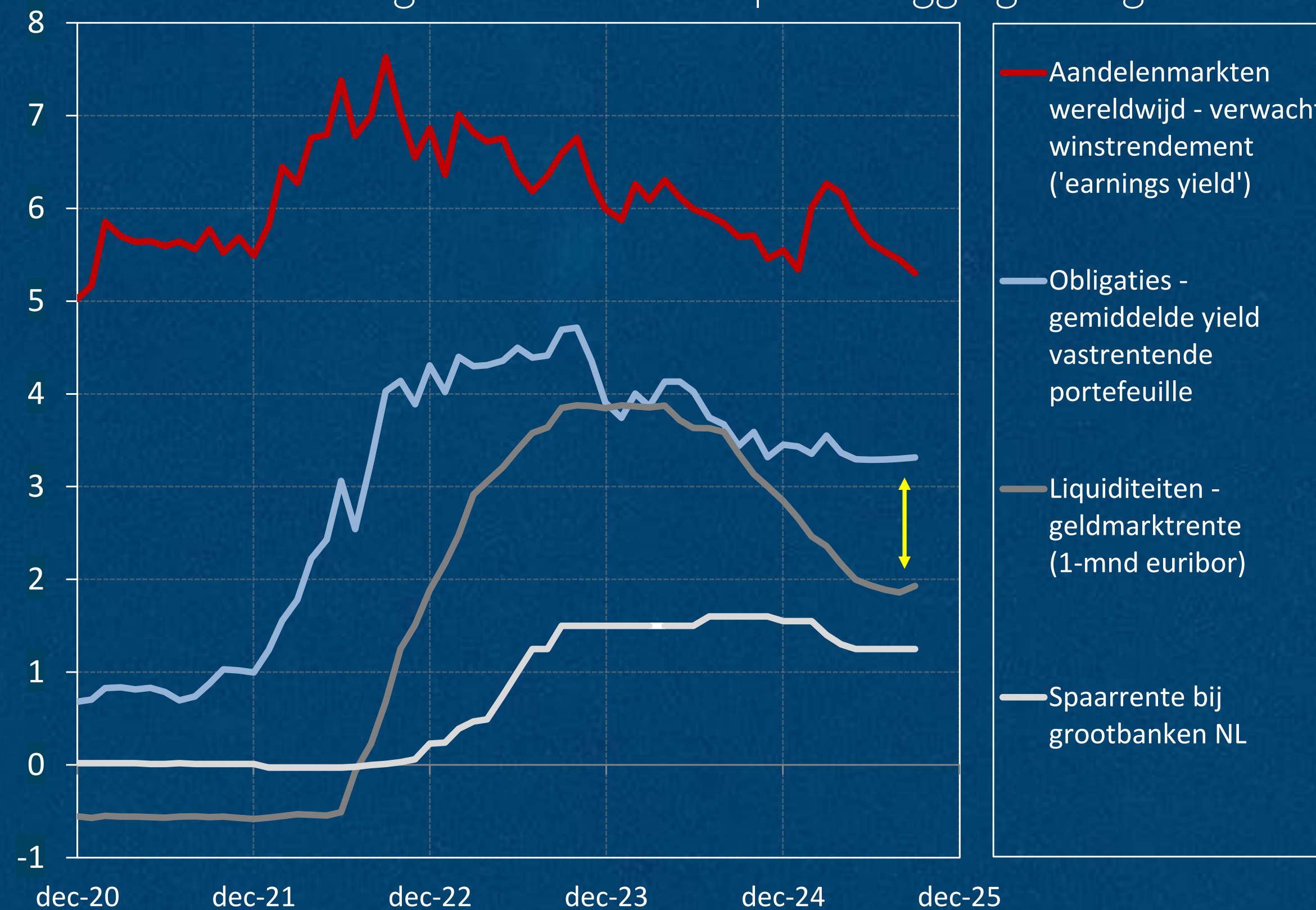
Instroom in wereldwijde beleggingsfondsen



- In de afgelopen jaren zijn er als gevolg van de relatief hoge geldmarkttrentes, een kleine bankencrisis (maart 2023), geopolitieke onzekerheden en de reguliere vrijval van liquiditeiten vele duizenden miljarden naar geldmarktfondsen gestroomd (grijs).
- Met een geleidelijke verlaging van de beleidsrente door de Amerikaanse centrale bank in het verschiet zal de relatieve aantrekkelijkheid van geldmarktfondsen afnemen. Immers, de geldmarkttrentes volgen de beleidsrentes op de voet.
- Er bestaat een sterke wisselwerking tussen de verschillende beleggingscategorieën. Daarom verwachten wij dat er in de komende 12 maanden geld vanuit geldmarktfondsen naar vastrentende waarden en aandelenmarkten zal gaan vloeien.

Beleggen aantrekkelijk bij de huidige lage spaarrentes

Ontwikkeling effectieve rentes per beleggingscategorie



- In deze grafiek is de ontwikkeling weergegeven van de effectieve rentes ('yield') voor de diverse beleggingscategorieën. Voor aandelen is als proxy het winstrendement gehanteerd
- Een belangrijke verandering in de laatste 12 maanden is dat door de renteverlagingen van de ECB (van 4% naar 2%) de rente op korte looptijden inmiddels weer onder de rente op langere looptijden is komen te liggen.
- Hierdoor is het aanhouden van cash in een geldmarktfonds minder aantrekkelijk geworden vergelijking met beleggen in een gespreide obligatieportefeuille. Ook het aanhouden van spaargelden bij de grootbanken is niet interessant vanwege de nog steeds zeer lage spaarrentes.
- Dit illustreert dat beleggen loont. Voor de belegger met een wat langere horizon vinden wij de huidige aanvangsrendementen voor zowel aandelen als obligaties nog steeds aantrekkelijk.

Inspelen op verwachte 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 onzekere marktomgeving geven we de voorkeur aan een neutrale asset allocatie. Als in het vierde kwartaal de marktvolatiliteit plotseling toeneemt dan biedt ons dat mogelijkheden voor tactisch asset allocatie beleid.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor Japan en Emerging Markets ten koste van Amerika, Europa 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 wereldwijde aandelenportefeuille dekken we valutarisico's niet af.
- Binnen de obligatieportefeuille hebben wij een lichte voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties en voor EM Debt boven High Yield. Wij verwachten dat de kapitaalmarktrente in Europa voorlopig in een nauwe bandbreedte blijft bewegen en spelen daarop in met een actief duration beleid.

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

‘s-Hertogenbosch I

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

‘s-Hertogenbosch II

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

Hengelo

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

Heerenveen

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

Utrecht

Maliesingel 27
3581 BH UTRECHT
T: 085 – 485 85 70

Noordwijk

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



DELEN

PRIVATE BANK

