

Kwartaalbericht Delen Private Bank

3^e kwartaal 2024

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



DELEN

PRIVATE BANK

DELEN

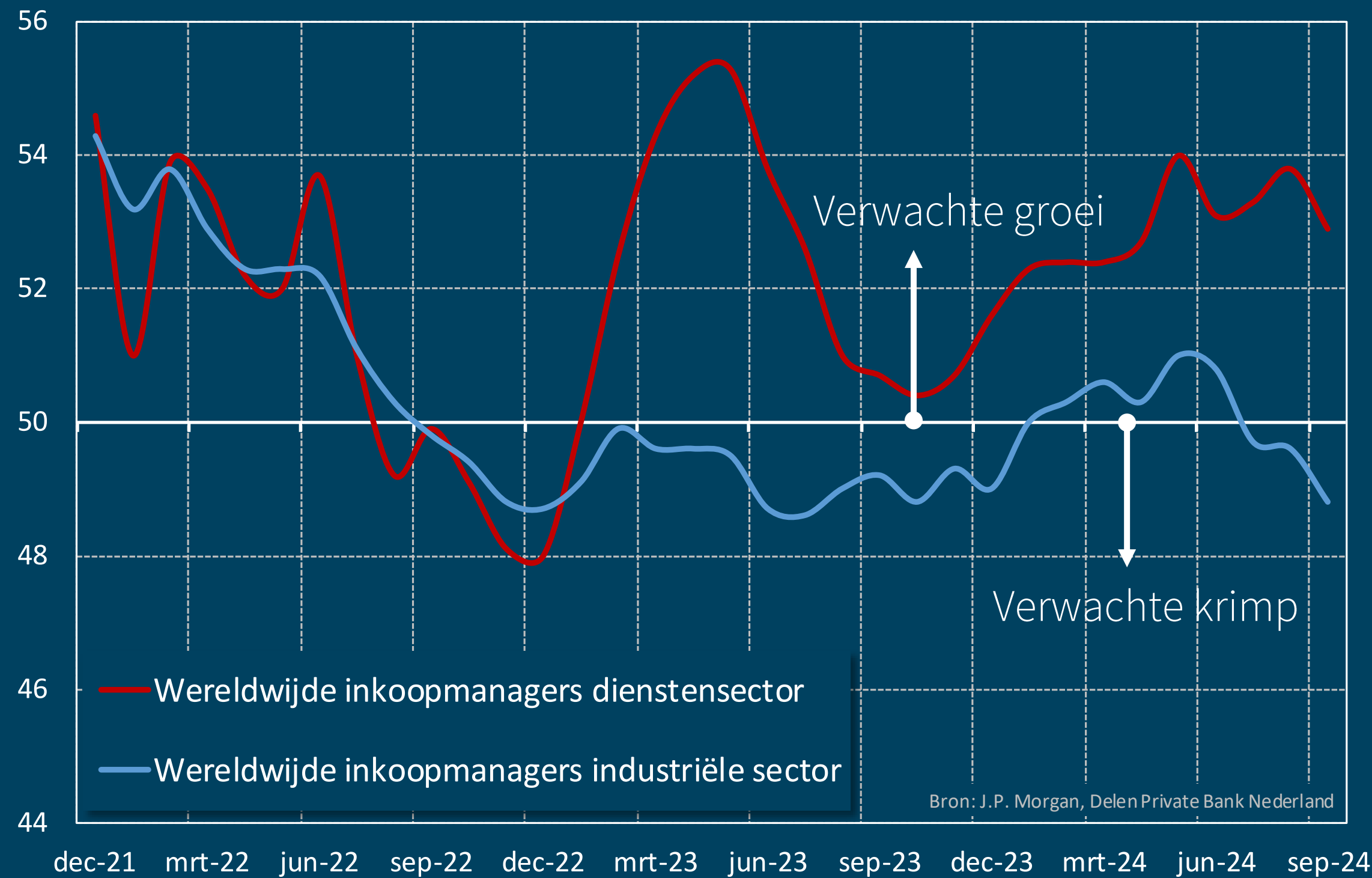
PRIVATE BANK

Executive summary

- Ondanks het restrictieve beleid van centrale banken en de toenemende geopolitieke spanningen blijft de wereldeconomie groeien met ruim 3% per jaar. De groei wordt vooral gedragen door de sterke dienstensector, terwijl de industriële sector het al langere tijd moeilijk heeft. Vooruitkijkend vinden wij het ‘soft landing’-scenario nog steeds het meest waarschijnlijk.
- Centrale banken zijn in een nieuwe fase beland: nu de inflatie onder controle lijkt kunnen zij de beleidsrentes verlagen. De focus verschuift hiermee van inflatiebestrijding naar het ondersteunen van de economische groei. Wij verwachten tot in 2025 meerdere renteverlagingen wat zal leiden tot een normalisatie van het monetaire beleid.
- De dalende kapitaalmarktrentes zorgden voor een krachtig herstel op de obligatiemarkten. Ook aandelenmarkten behaalden per saldo positieve rendementen, maar hier nam de volatiliteit toe. In de portefeuilles hebben we hier succesvol op ingespeeld. In de eerste negen maanden van 2024 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald variërend van +3,0% tot +14,5%.
- De huidige economische omgeving is gunstig voor financiële markten door de aanhoudende economische groei en verdere versoepeling van het monetaire beleid. Wij verwachten dat mede door de huidige geopolitieke risico's de marktvolatiliteit voorlopig hoog zal blijven, wat weer kansen kan bieden voor ons actieve asset allocatiebeleid.

Aanhoudende economische groei ondanks zwakke industrie

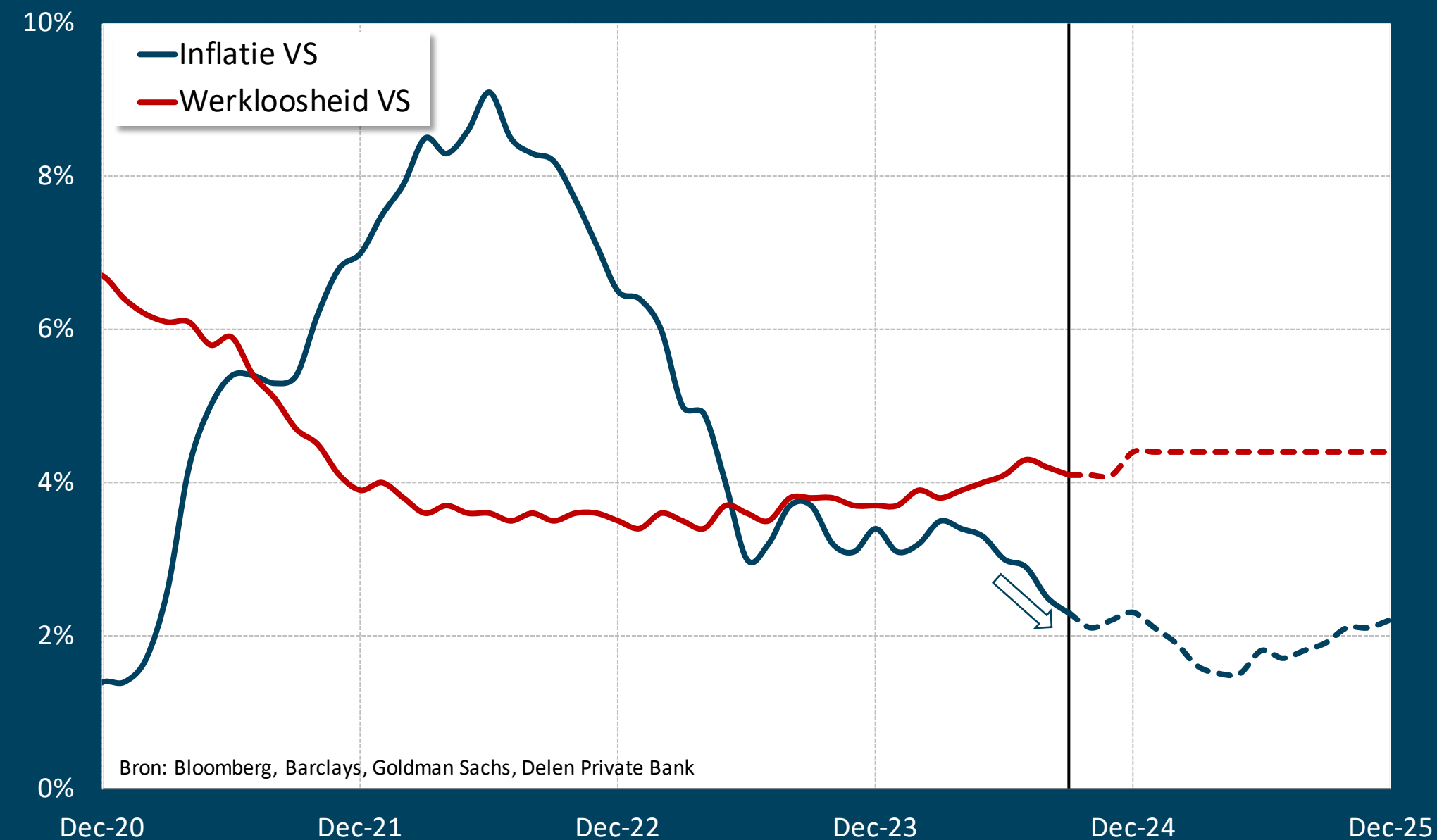
Verwachtingen van wereldwijde inkoopmanagers



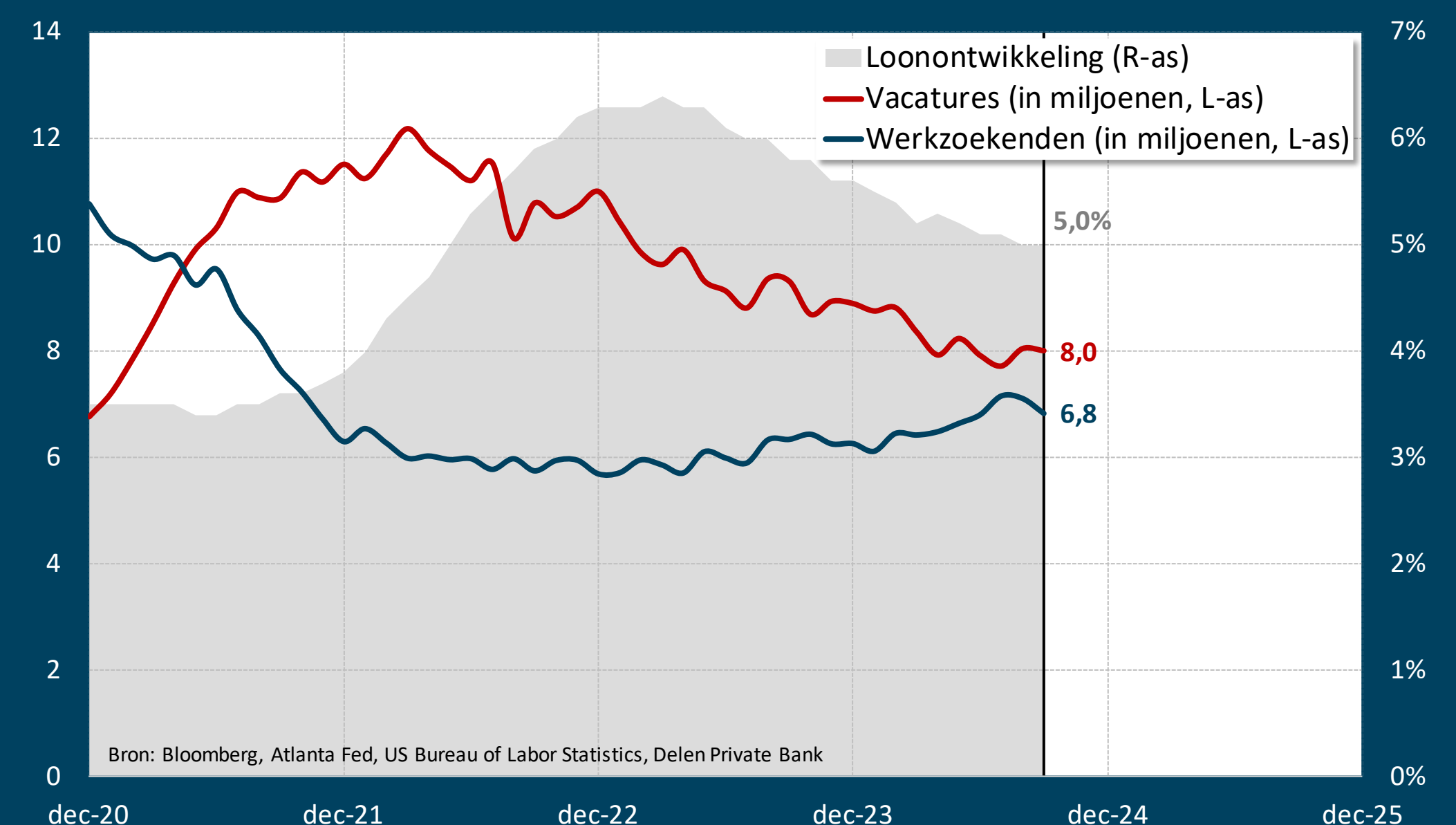
- Volgens het laatste IMF-rapport groeit de wereldeconomie al een aantal jaren ongeveer 3,3% per jaar. De ontwikkelde economieën groeien 1,7% per jaar en de opkomende economieën 4,3% per jaar.
- Het is opvallend dat de wereldeconomie ondanks hoge inflatie, restrictief monetair beleid, toenemende geopolitieke spanningen en stagnerende wereldhandel blijft groeien met ruim 3% per jaar.
- Deze mondiale economische groei wordt vooral gedragen door de dienstensector, want de industriële sector heeft het al langere tijd moeilijk, zoals blijkt uit de grafiek.
- Dit verschil tussen de industriële sector en de dienstensector is ook goed zichtbaar tussen landen. Duitsland dat sterk afhankelijk is van de industrie en de wereldhandel groeit nauwelijks, terwijl Amerika profiteert van de grote dienstensector en technologische innovaties.

Amerikaanse inflatiezorgen maken plaats voor focus op arbeidsmarkt

Gunstige inflatieontwikkeling, werkloosheid stabiliseert



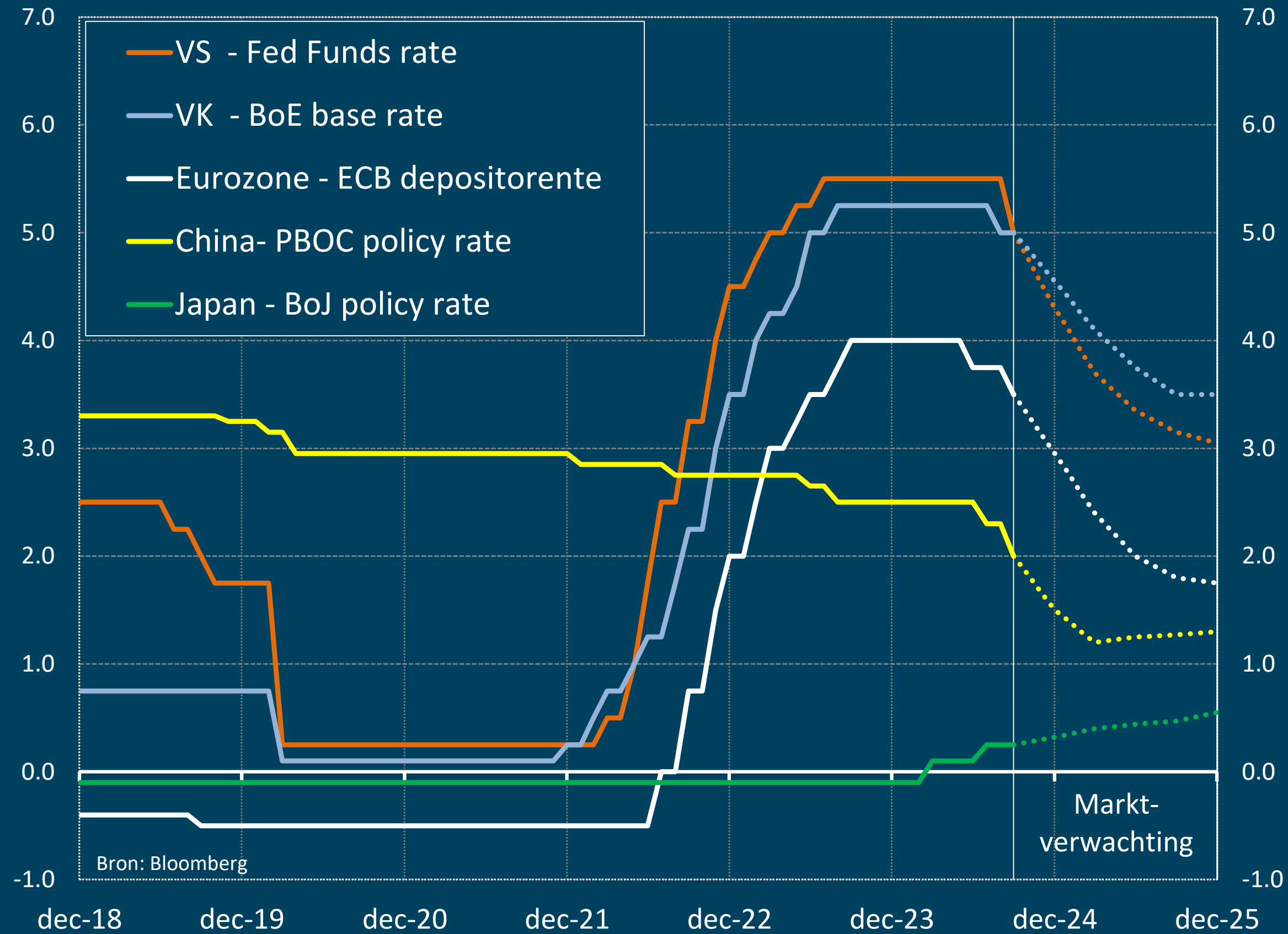
Amerikaanse arbeidsmarkt is bijna in evenwicht



- o De Amerikaanse inflatie is sinds het tweede kwartaal in een dalende trend, waarbij het niveau per eind september 2,4% betreft. Het is de verwachting dat deze in de komende kwartalen verder zal dalen en rond de 2% zal blijven.
- o Tegelijkertijd liep de Amerikaanse werkloosheid dit jaar op van 3,7% naar 4,3% en is inmiddels weer licht gedaald naar 4,1%. Een verdere stijging vormt op dit moment het grootste risico voor de Amerikaanse economie.

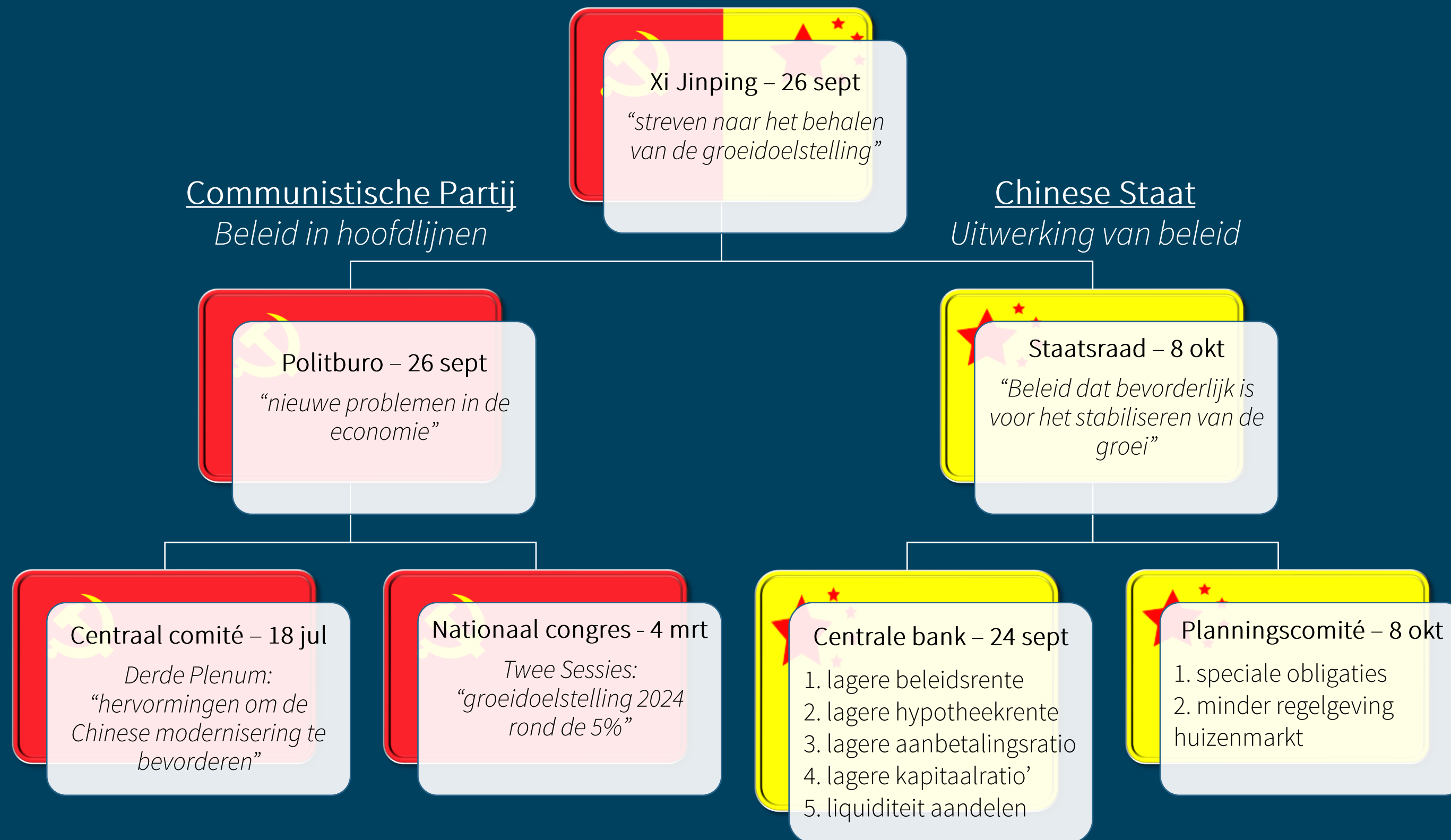
- o Gedurende 2024 is de Amerikaanse arbeidsmarkt minder krap geworden, waarbij het aantal openstaande vacatures daalde (normalisering economie) en het aantal werkzoekenden juist toenam (migratie, participatiegraad).
- o De afkoeling van de arbeidsmarkt leidt enerzijds tot de gewenste minder sterke loonontwikkeling, maar verhoogt anderzijds het risico op een te snelle afname van economische activiteit.

Centrale banken zijn begonnen met renteverlagingen



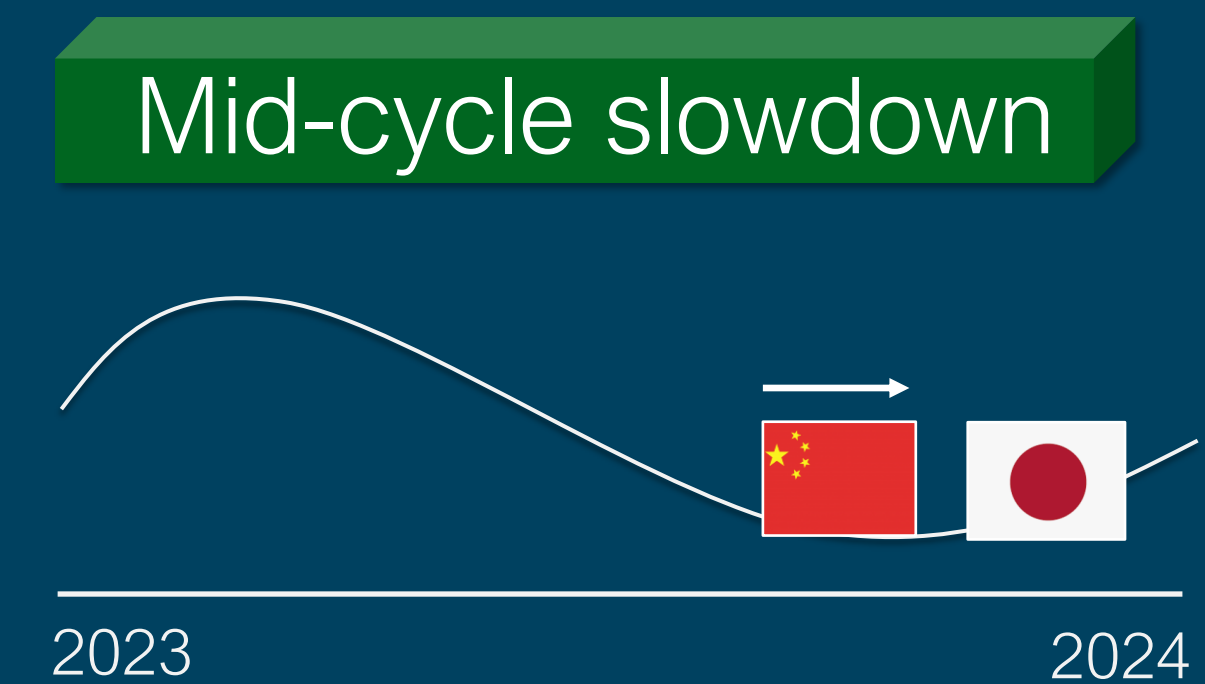
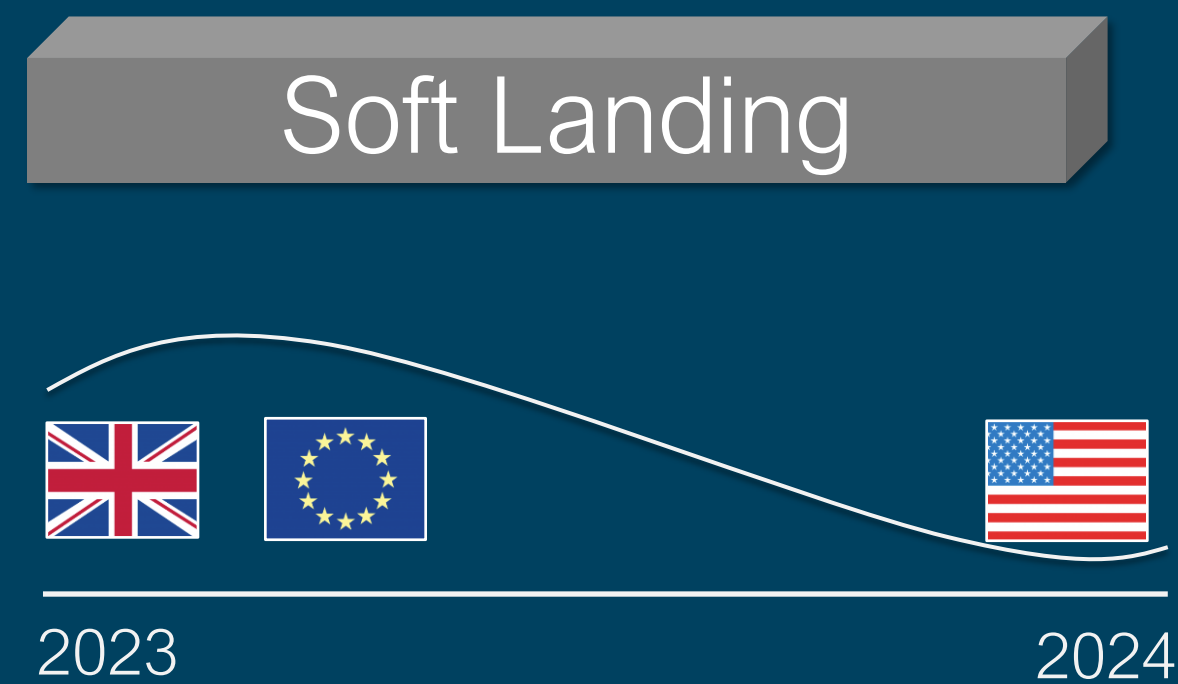
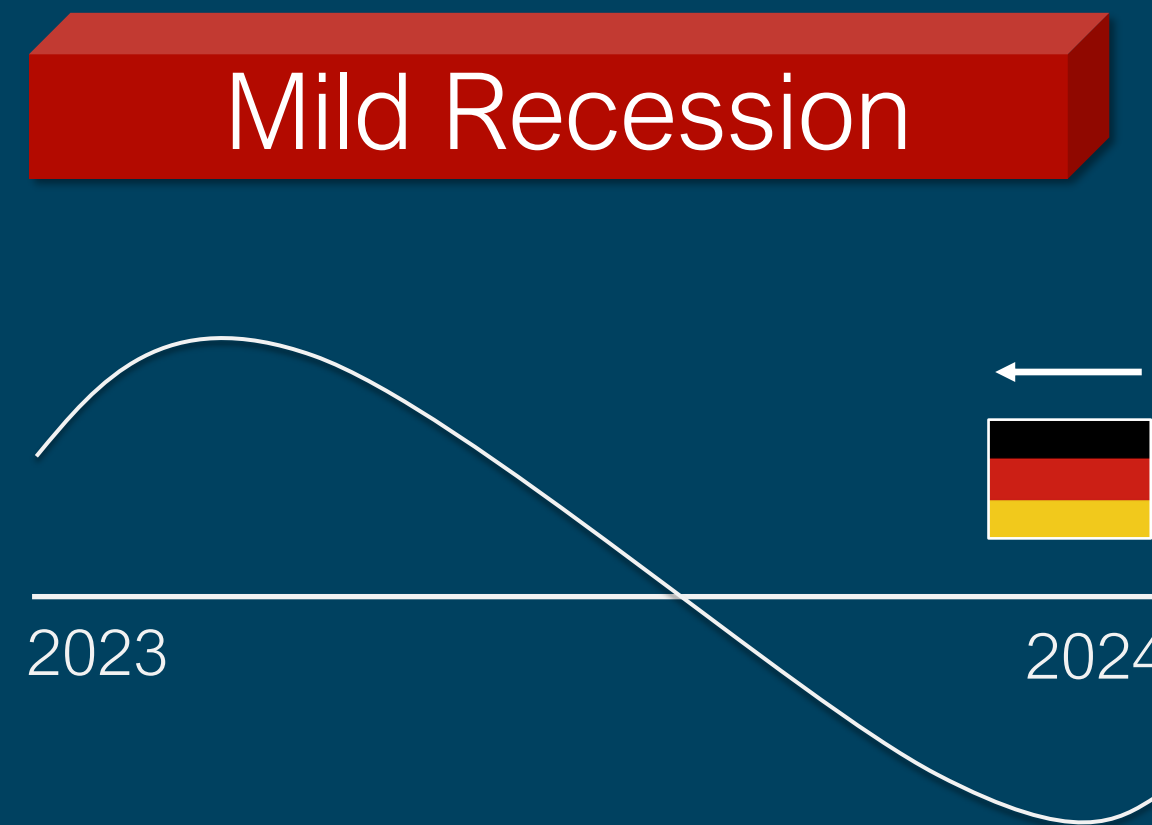
- Centrale banken zijn wereldwijd (met uitzondering van Japan) begonnen met het verlagen van de beleidsrentes. Nu de inflatie onder controle lijkt, is er ruimte om door renteverlagingen de economische groei en werkgelegenheid te ondersteunen.
- Zowel in de VS, het VK, de Eurozone en China werden beleidsrentes in de afgelopen maanden verlaagd. Opvallend was dat de Fed ditmaal later was dan de ECB en de beleidsrente in september verlaagde met een grote stap van 0,5%.
- De verwachting is dat centrale banken tot eind 2025 zullen doorgaan met het stapsgewijs verlagen van hun beleidsrentes. Het huidige restrictieve monetaire beleid (waarbij de economische groei wordt afgeremd) zal daarmee geleidelijk worden ingeruild voor een meer neutraal monetair beleid.
- De veranderingen in het rentebeleid in de diverse regio's hebben ook een impact op de valuta's. In augustus leidde de renteverhoging van de Japanse centrale bank tot een flinke appreciatie van de Yen en een correctie op aandelenmarkten.

Wat is het doel en de impact van de Chinese stimulering?



- In maart werd de groeidoelstelling van China door het Nationale Congres vastgesteld op $\pm 5\%$. Het politburo concludeerde pas op 26 september dat de economische groei tegenwind ervaart en stimulering noodzakelijk is.
- Op 24 september kondigde de Chinese Centrale Bank een ongekende combinatie van beleidsmaatregelen aan, waarbij de aandelenmarkt direct werd ondersteund en met name de huizenmarkt indirect zal worden gestimuleerd.
- Dit leidde tot hooggespannen marktverwachtingen t.a.v. fiscale stimuleringen (marktrally van 20%). Desondanks bleven deze tot 11 oktober uit, waarbij het Planningscomité slechts minimale extra uitgaven en beleidsmaatregelen aankondigde.
- Wij verwachten dat de stimulering op de korte termijn enkel is gericht op de groeidoelstelling en op de langere termijn een kleine positieve impact op het vertrouwen van de Chinese consument zal bewerkstelligen.

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%

- situatie:
- Internationale handel en industrie
 - Restrictief fiscaal beleid

- Consumptieve bestedingen
- Krap monetair beleid, soepel fiscaal beleid

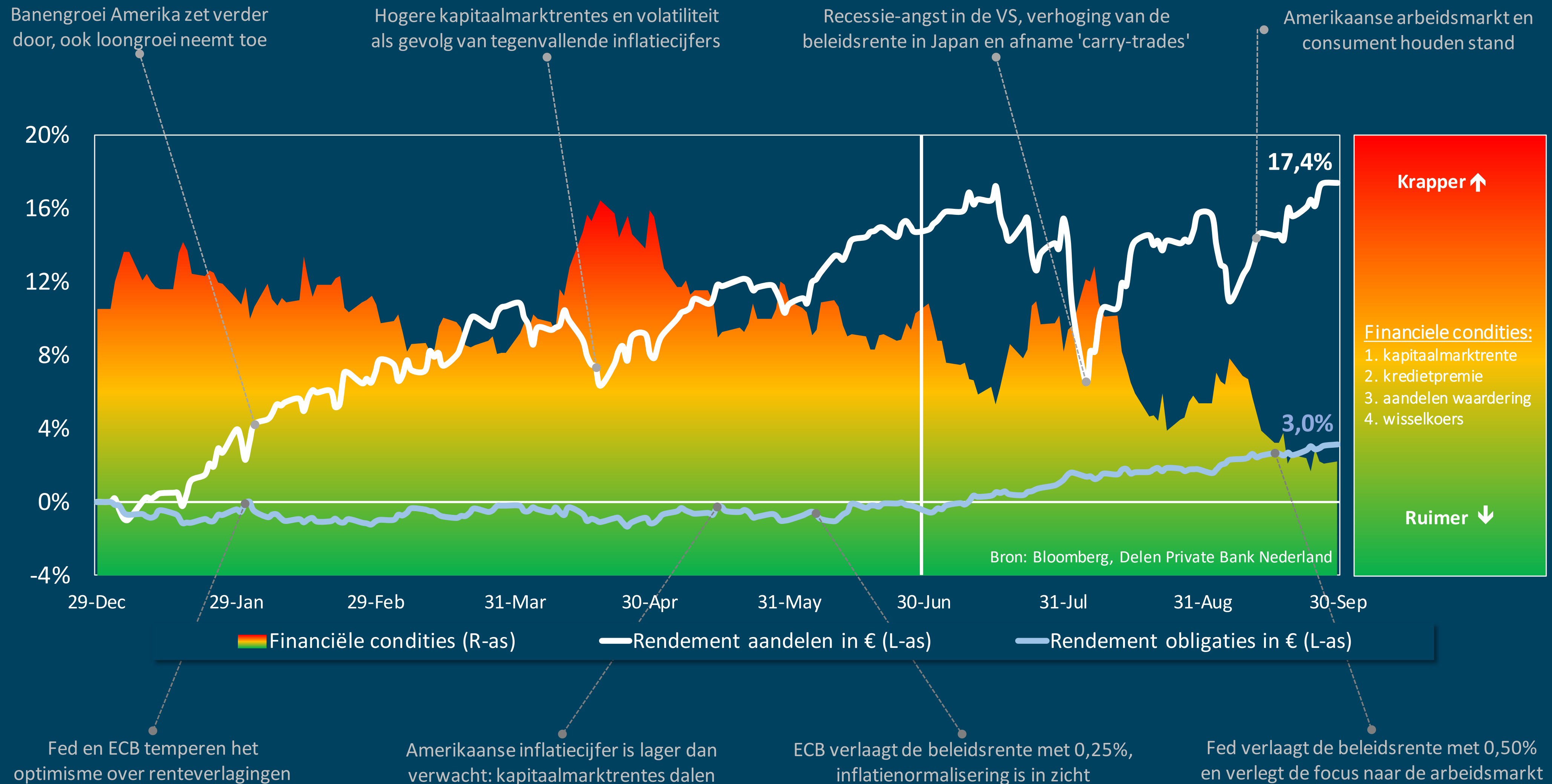
- Loonstijgingen en soepel fiscaal beleid
- Ruim monetair beleid en zwakke munt

Inflatie: ➤ In lijn met inflatiedoelstelling

➤ Richting inflatiedoelstelling

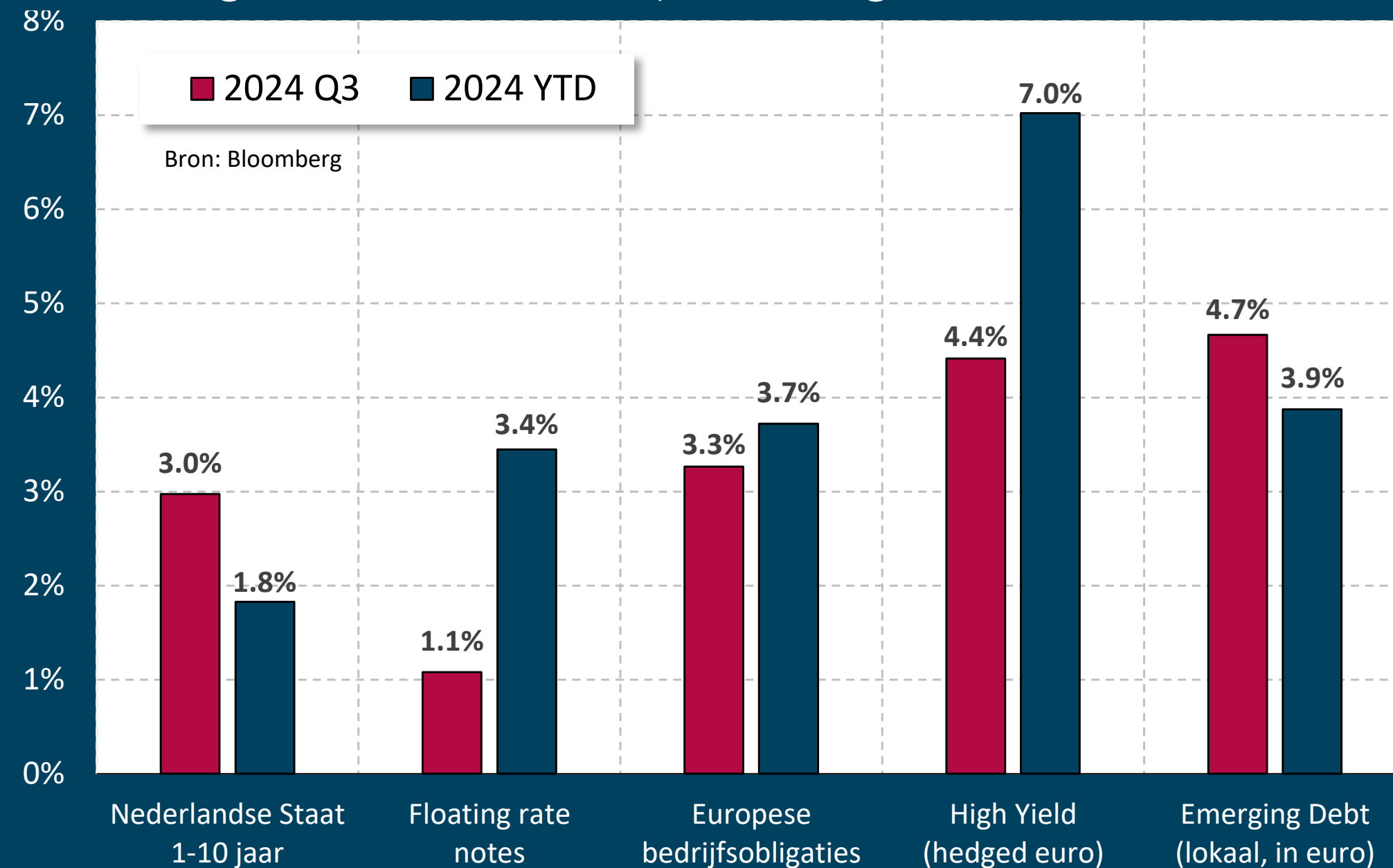
➤ Van deflatie naar inflatie

Ruimere financiële condities gunstig voor markten

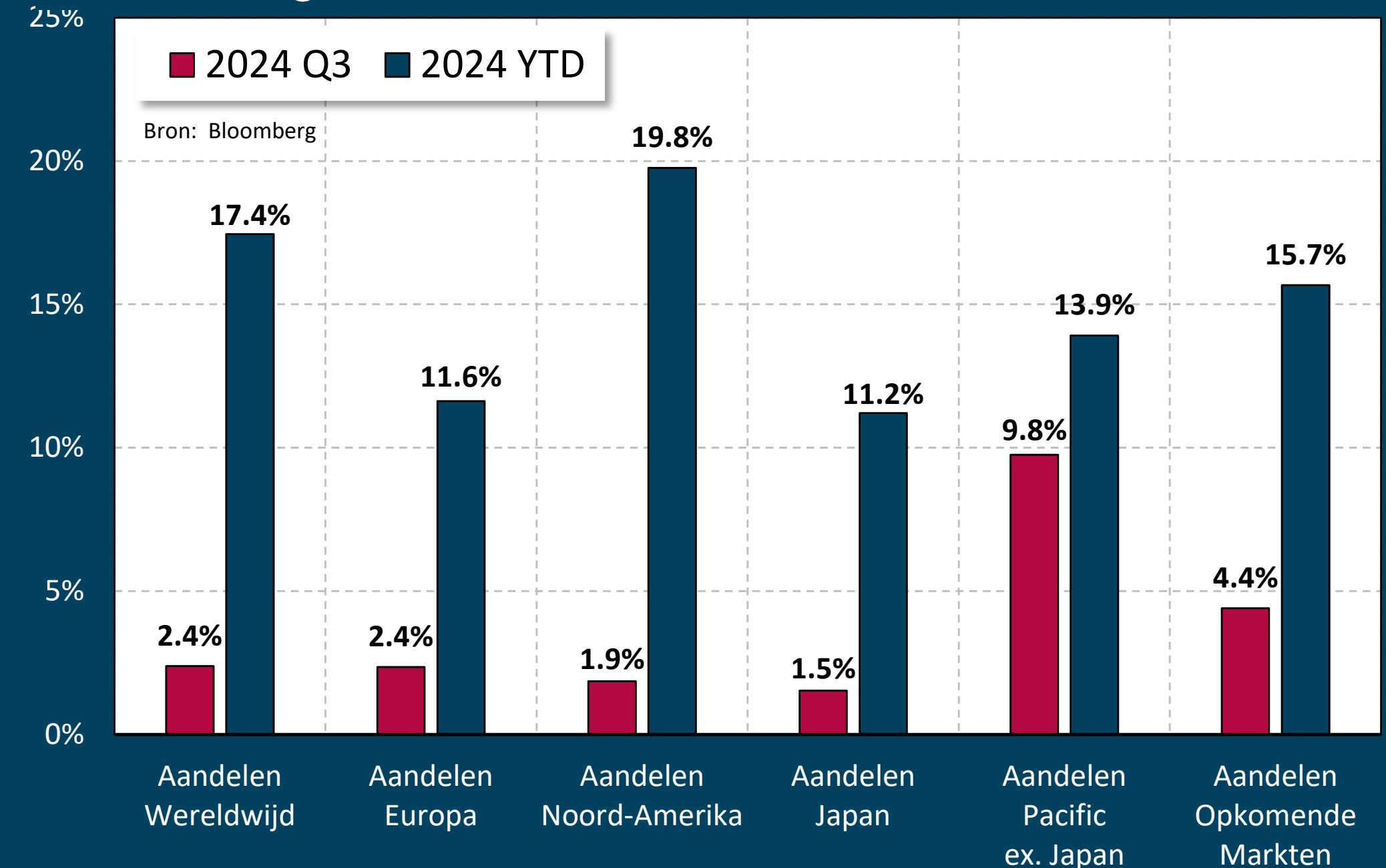


Overzicht rendementen op vastrentende en aandelenmarkten in 2024

Hoge rendementen op de obligatiemarkten in Q3



Bovengemiddelde aandelenrendementen in 2024

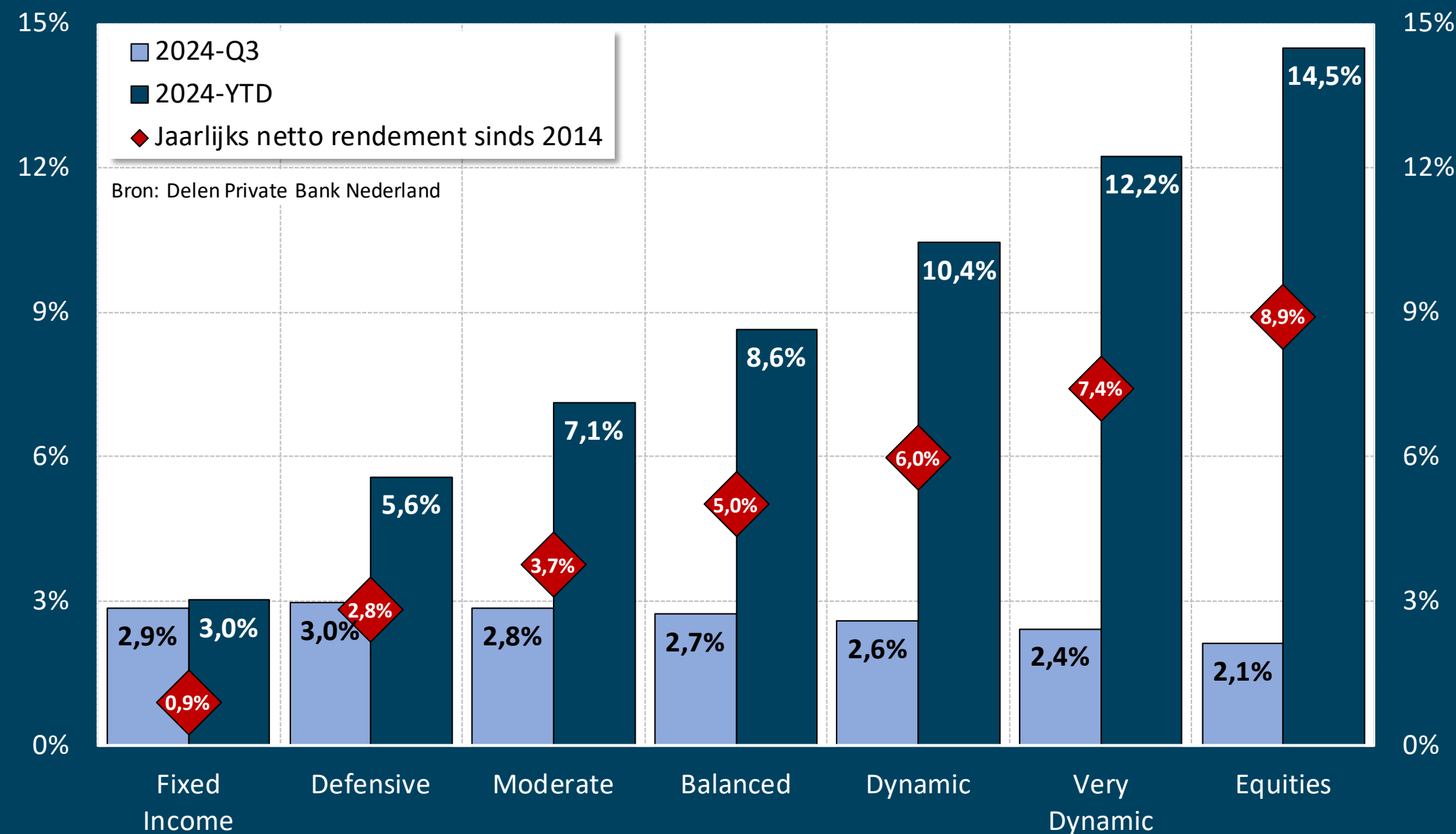


- Na de tegenvallende resultaten in het eerste halfjaar lieten obligatiemarkten in het derde kwartaal een sterk herstel zien. Het herstel werd vooral gedreven door de flinke daling van de kapitaalmarktrentes.
- De meer risicovolle obligatiemarkten, zoals High Yield obligaties en Emerging Market Debt, behaalden de hoogste resultaten. Vooral High Yield obligaties presteren sterk dit jaar, mede dankzij de verdere afname van risicopremies.

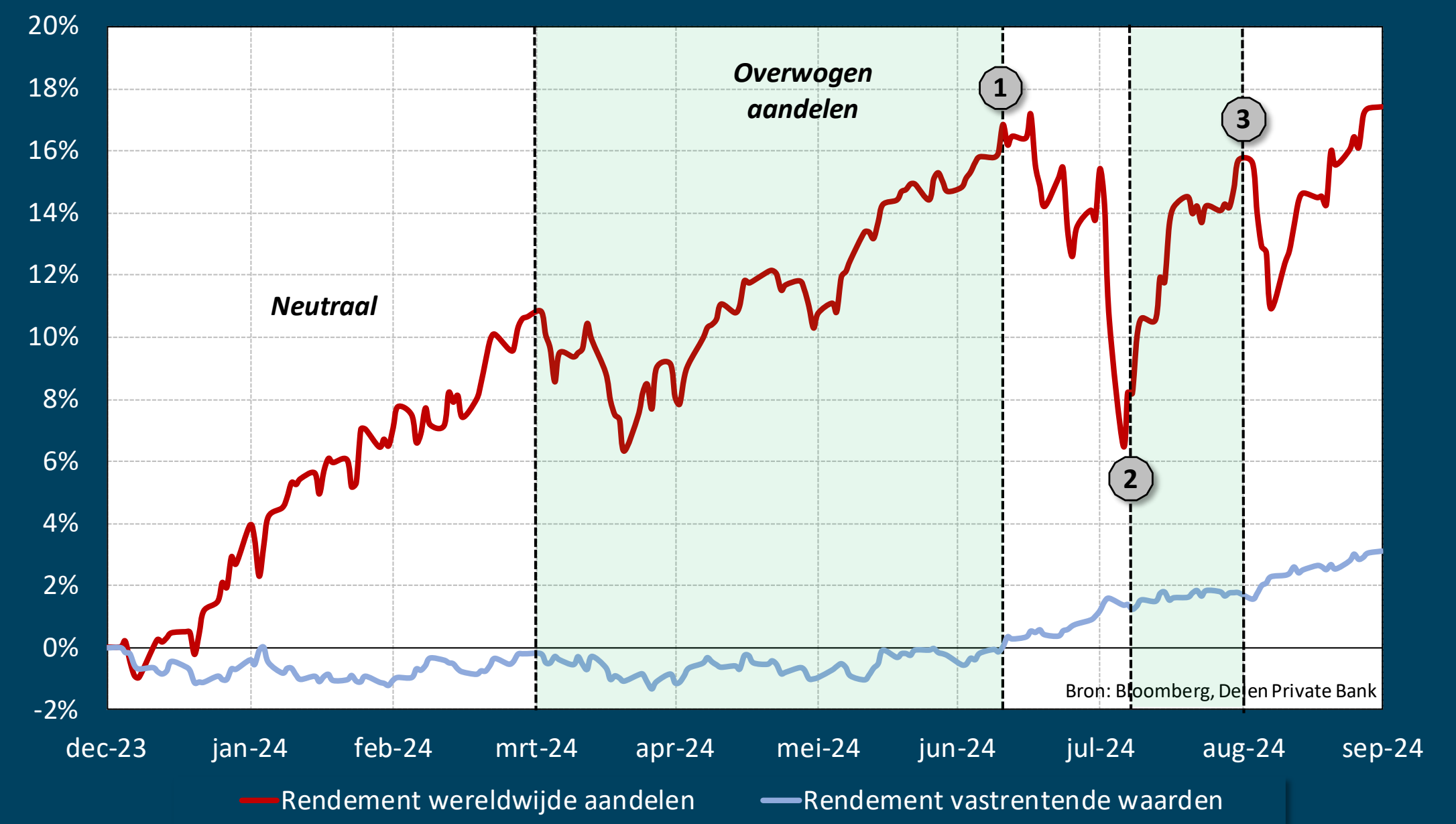
- Ondanks tussentijdse koersdalingen begin augustus (-8%) en begin september (-4%) zijn aandelenkoersen gestegen in het 3e kwartaal. Aanhoudende economische groei en dalende rentes wonnen het van de geopolitieke risico's.
- Een reeks van Chinese stimuleringsmaatregelen leidde tot flinke koersstijgingen in Hong Kong, Shanghai en Shenzhen. Hierdoor konden de regio's Pacific ex. Japan en Opkomende markten hun achterstand in korte tijd wegwerken.

Aandelen en obligaties renderen in het derde kwartaal 2024

Netto rendementen beleggingsprofielen



Succesvol ingespeeld op de zomervolatiliteit

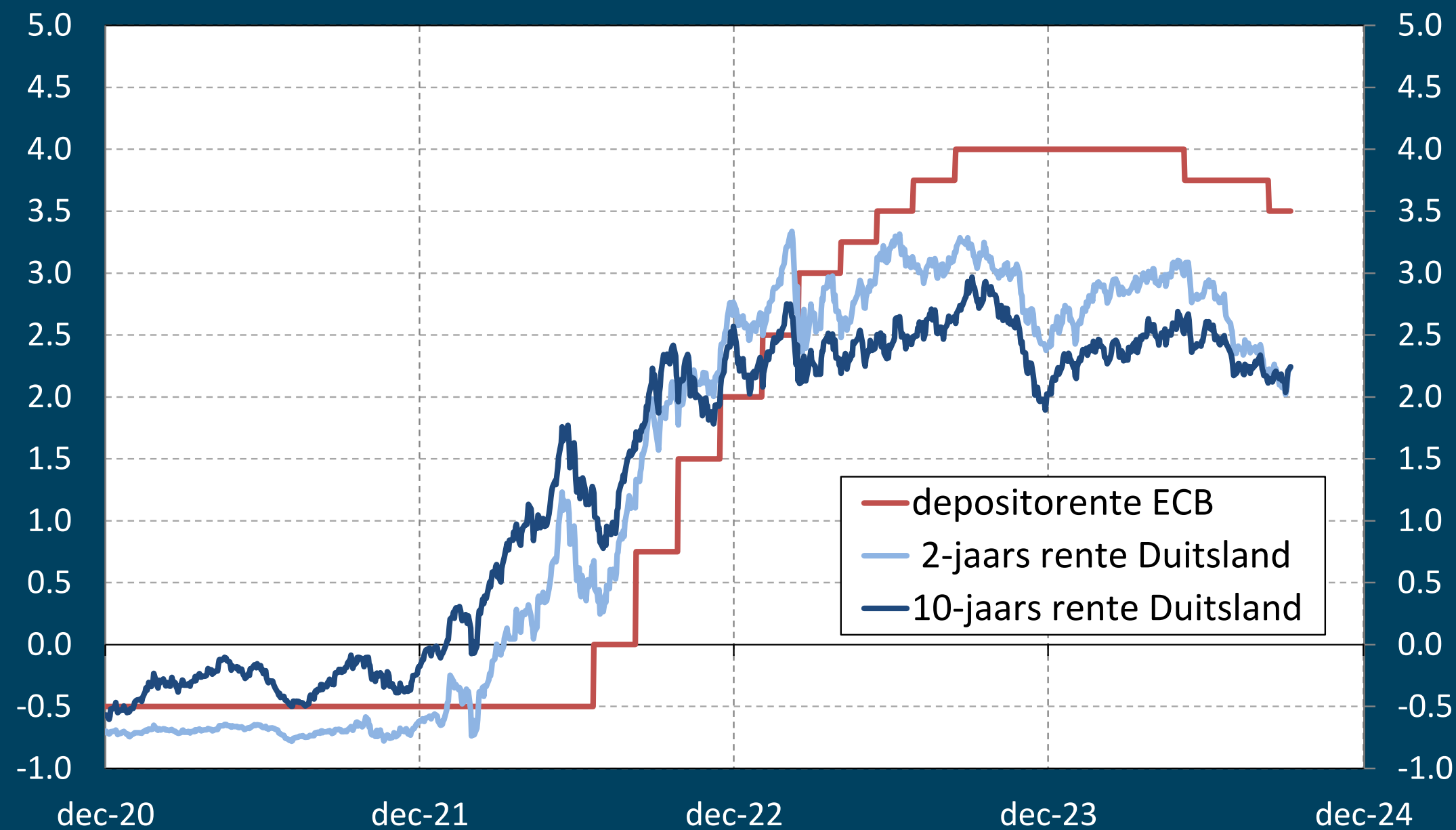


- In het 3^e kwartaal van 2024 hebben de beleggingsprofielen netto rendementen behaald van +2,9% tot +2,1%. Zowel obligaties als aandelen profiteerden van de daling van de kapitaalmarktrente.
- Vanaf 2014 hebben de 7 beleggingsprofielen netto rendementen gerealiseerd van +0,9% tot +8,9% per jaar. Over een korte periode is een zekere mate van volatiliteit niet uit te sluiten en kunnen de rendementen behoorlijk variëren.

- Begin juli hebben wij winstgenomen op de overweging in aandelen (1), om in potentie gebruik te maken van mogelijk hogere marktvolatiliteit gedurende de zomermaanden (seizoenseffect).
- De marktdaling begin augustus gaf al snel de aanleiding voor een nieuwe overweging in aandelen (2). Eind augustus hebben wij weer winstgenomen en sindsdien zijn wij neutraal gepositioneerd (3).

Soepeler monetair beleid zorgt voor daling kapitaalmarktrentes

Staatsobligaties: dalende rentes door renteverlagingen ECB



Effectieve rente obligatieportefeuille gedaald naar ca. 3,5%

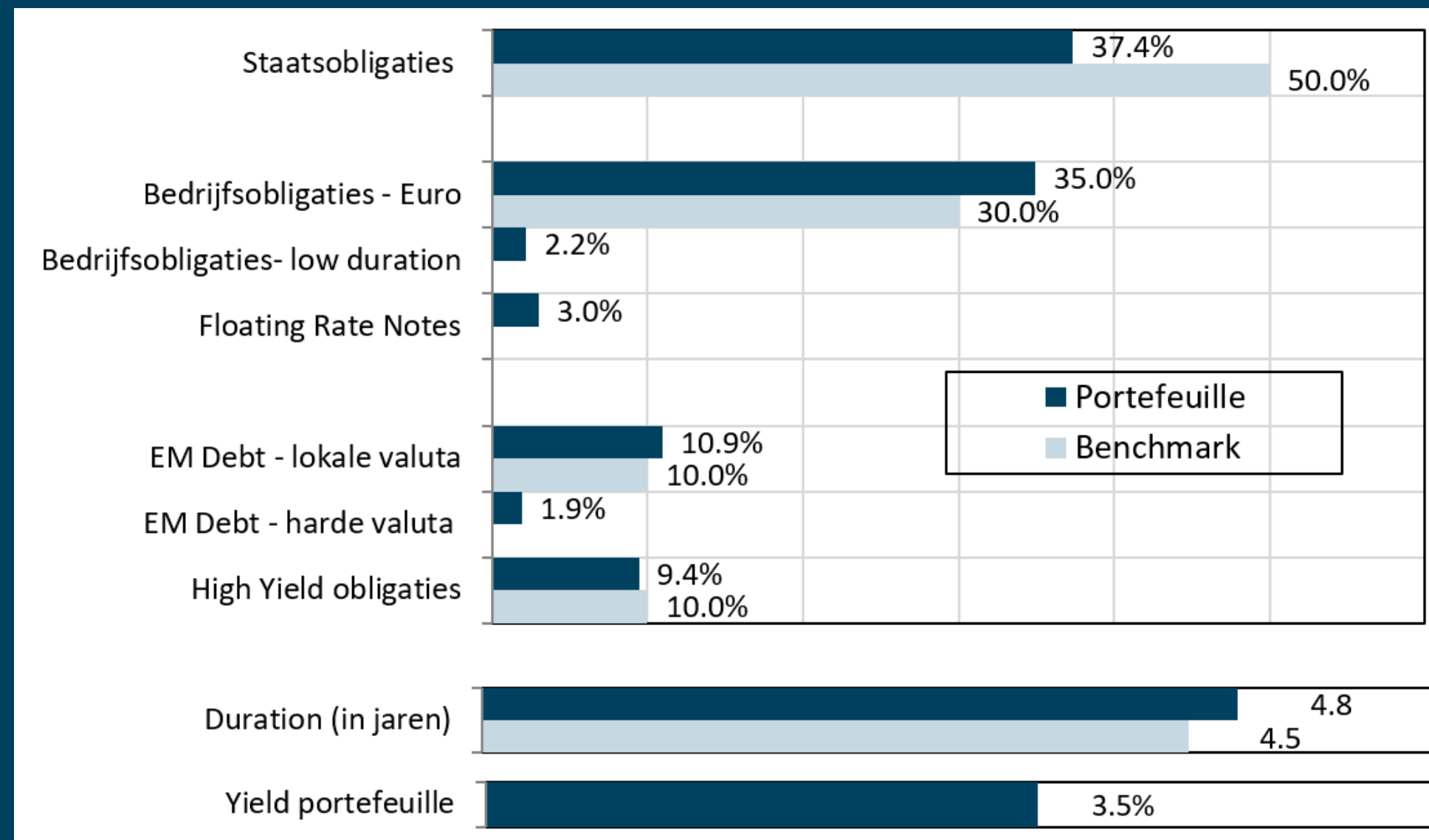


- Op de Europese staatsobligatiemarkten daalden de rentes flink in het derde kwartaal. Dit werd gedreven door de afnemende inflatie en de draai in het rentebeleid van de ECB, die de beleidsrente tweemaal verlaagde sinds juni.
- Beleggers liepen vooruit op verdere renteverlagingen door de ECB. Vooral de rente van kortlopende obligaties daalde hierdoor sterk, waardoor de rentecurve inmiddels niet meer invers is: de 2-jaars rente ligt weer onder de 10-jaars rente.

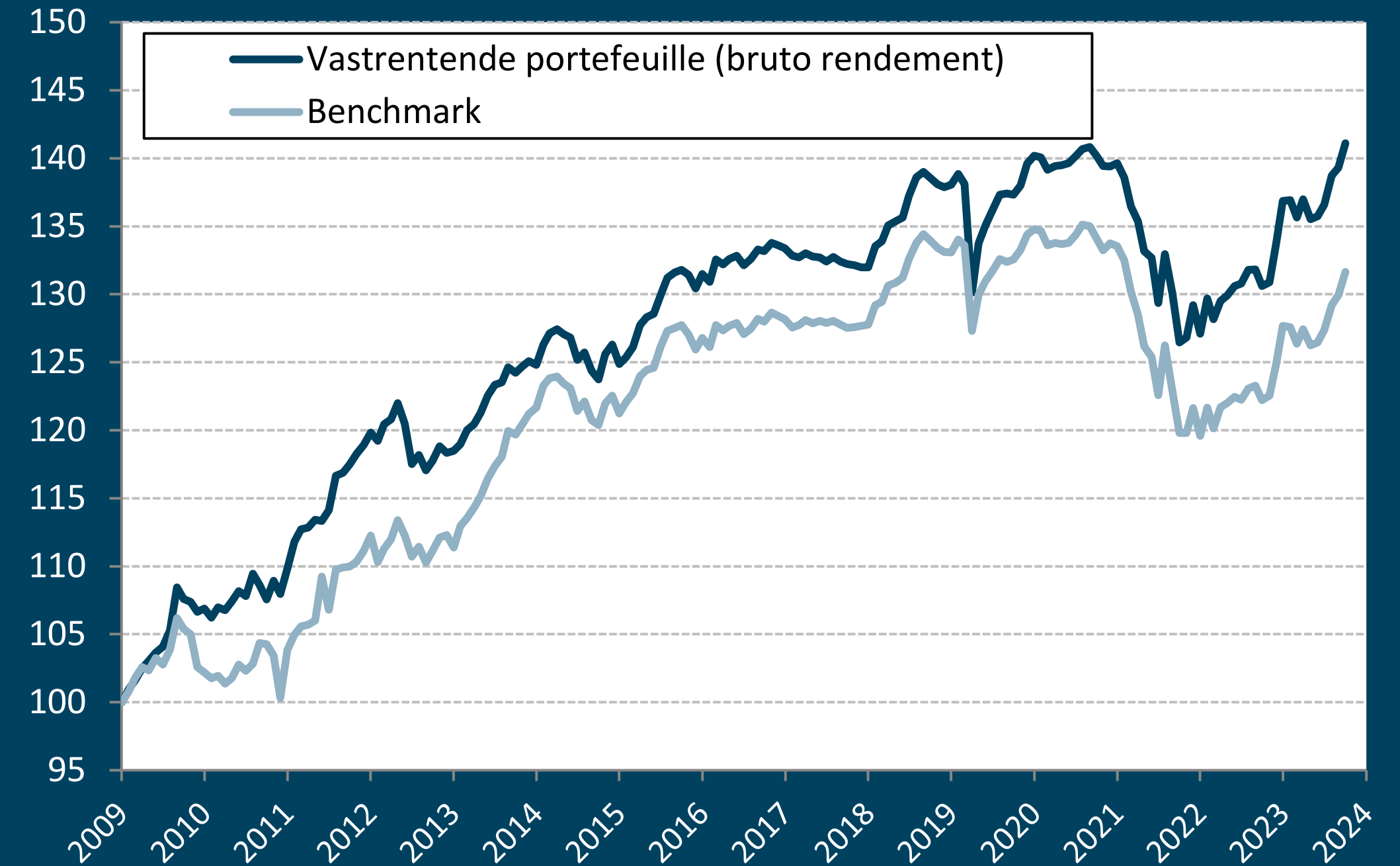
- Deze grafiek toont de renteontwikkeling van de verschillende onderdelen van de vastrentende portefeuille. Het blauwe vlak geeft de gemiddelde yield van de portefeuille weer, die dit jaar licht is gedaald naar ca. 3,5% per eind september.
- De rentes daalden in Q3 over een breed front. De sterkste rentedaling vond plaats in de meer risicovolle categorieën (High Yield en EM Debt). Deze markten profiteerden tevens van de lichte daling van de risicopremies ('spreads').

Voorkeur voor bedrijfsobligaties boven staatsobligaties

Positionering en kenmerken obligatieportefeuille



Obligatieportefeuille volledig hersteld van dal in 2022

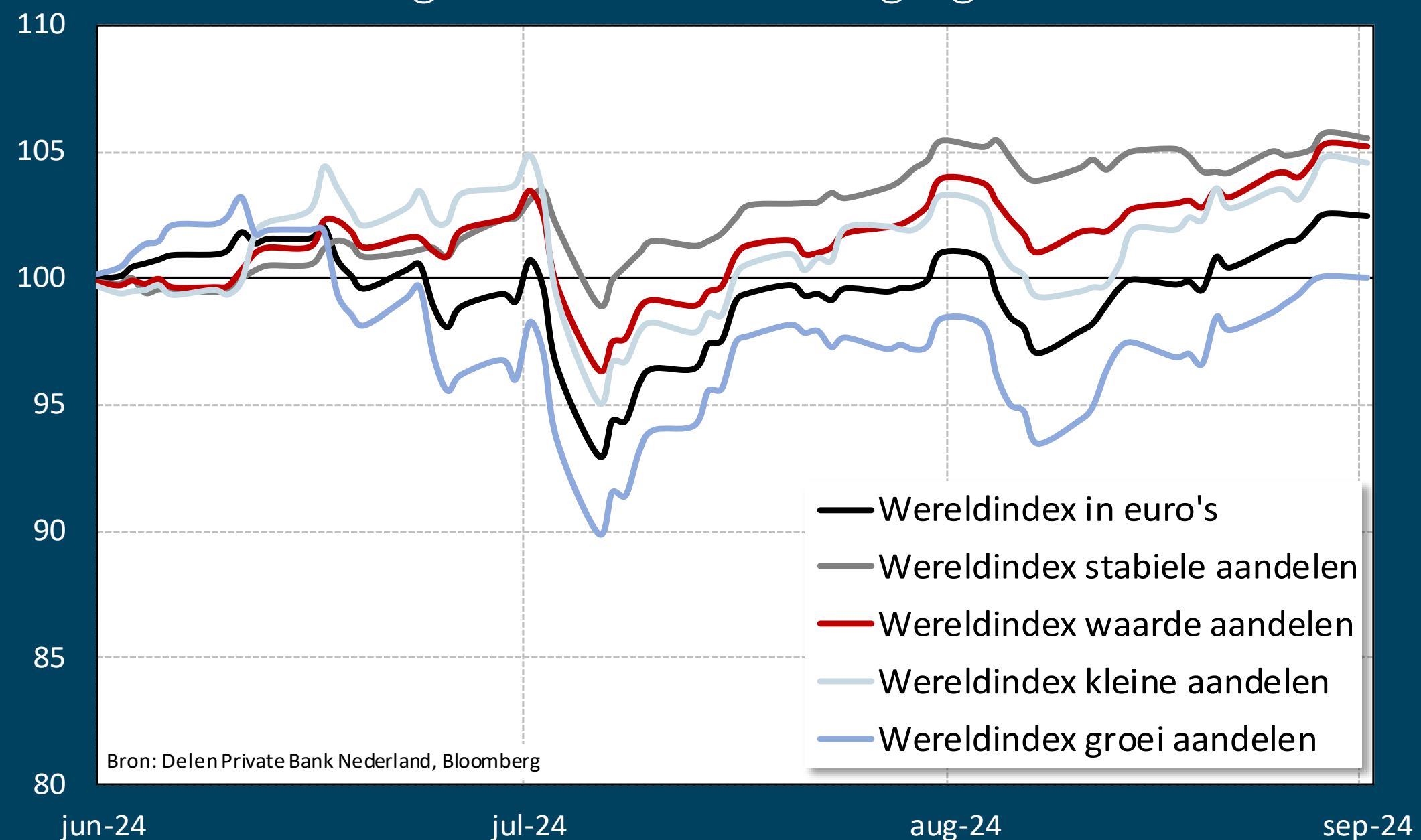


- o In het afgelopen jaar hebben we met het oog op de verbeterde rentevooruitzichten de duration (rentegevoeligheid) van de portefeuille in een aantal stappen verhoogd naar 4,8 jaar, licht boven de benchmark.
- o Daarnaast houden we vast aan onze voorkeur voor bedrijfsobligaties van hoge kwaliteit (overwogen) versus staatsobligaties (onderwogen), vooral vanwege de extra rentevergoeding in combinatie met de goede ‘fundamentals’.

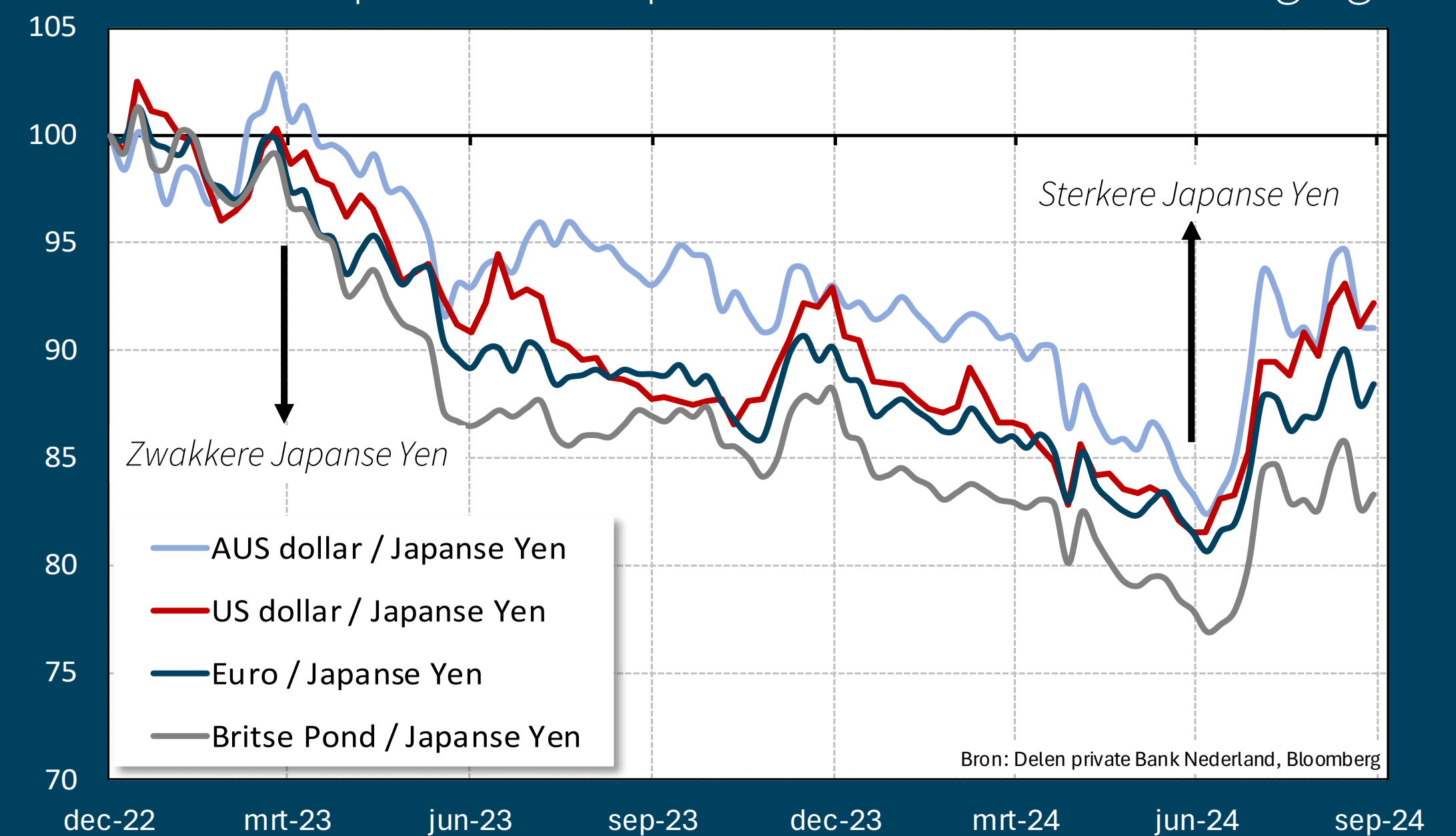
- o In bovenstaande grafiek is de lange termijn bruto performance weergegeven van de vastrentende portefeuille in relatie tot de samengestelde benchmark sinds de start in 2010 (geïndexeerd, dec. 2009=100)
- o In 2022 vond een flinke correctie plaats door de zeer sterke rentestijging in dat jaar. Inmiddels heeft de portefeuille zich, mede door de goede rendementen in het derde kwartaal, volledig hersteld van het dal in 2022.

Een ander marktsentiment in het 3^e kwartaal

Verbreiding van de marktbevinging in 3^e kwartaal



Bank of Japan verrast speculanten met renteverhoging

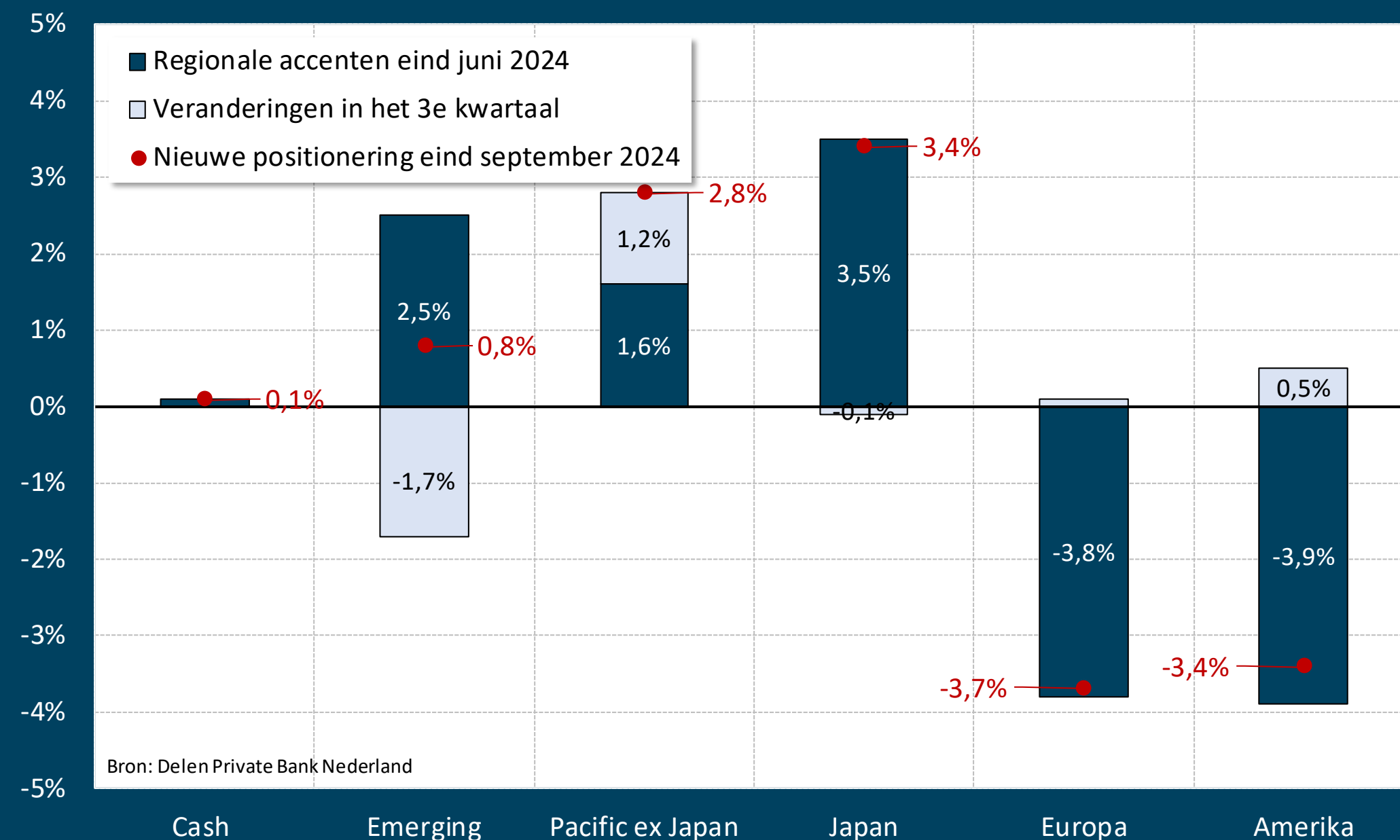


- In de eerste helft van 2024 stegen de wereldwijde aandelenkoersen vooral dankzij forse koersstijgingen van groei aandelen. Vooral de Amerikaanse 'Magnificent 7' aandelen met een groot indexgewicht stegen sterk.
- In het 3e kwartaal was er een verbreding van de marktbevinging zichtbaar, waarbij stabielere aandelen, waarde aandelen en kleinere aandelen het beter deden dan de wereldindex en groei aandelen nauwelijks mee deden.

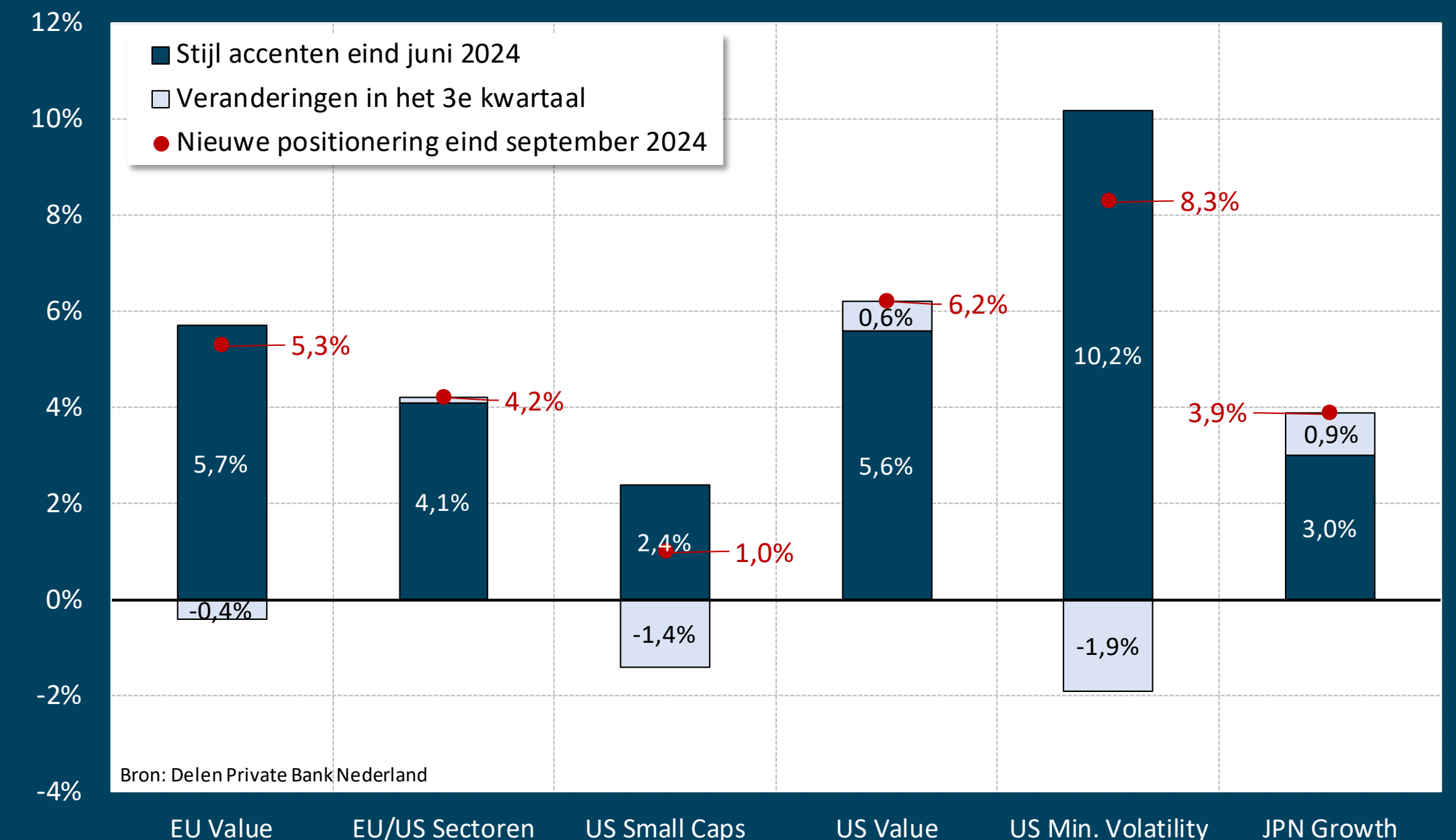
- De afgelopen jaren is de Japanse Yen flink verzwakt door het ruime monetaire beleid, terwijl Westerse centrale banken hun rentetarieven moesten verhogen om de inflatie te bestrijden. Lage Japanse rentes waren fijn voor speculanten.
- Geld lenen in Japan en beleggen in Britse of Amerikaanse korte obligaties of VS aandelen was voor speculanten heel aantrekkelijk. Toen de BoJ op 31 juli haar rentebeleid veranderde was dat merkbaar op veel financiële markten.

Voorkeur voor Aziatische markten en Japanse marktvolatiliteit benut

Regio-allocatiebeleid in het 3^e kwartaal van 2024



Stijl-allocatiebeleid in het 3^e kwartaal van 2024



- o Met het regio-allocatiebeleid plaatsen we accenten ten opzichte van de regionale verdeling van de wereldwijde aandelenindex. We hebben nu een voorkeur voor Aziatische aandelenmarkten ten koste van de Europese en Amerikaanse markten.
- o In het begin van het 3^e kwartaal is wat winstgenomen op posities in Zuid-Korea en China ten gunste van Pacific ex. Japan en Amerika. De Japanse koerscorrectie van begin augustus hebben we benut door de overweging tijdelijk te vergroten tot 5%.

- o Met stijl-allocatie kiezen we voor beleggingsstijlen die op langere termijn een bewezen risicopremie opleveren t.o.v. de aandelenmarkten. Zoals stabielere (Min. Vol.), goedkopere (Value) aandelen en kleine beursbedrijven (Small Caps).
- o In het 3^e kwartaal hebben we het gewicht van Amerikaanse Small Caps verlaagd en wat winstgenomen op stabielere VS aandelen na de sterke rentedaling. Na de koersdalingen in Japan hebben we Japanse groeibedrijven bijgekocht.

Positieve en negatieve bijdragen in Q3-2024

+

Positieve bijdrage aan rendement

TACTISCH: Asset Allocatie

- *Winstgenomen na de sterke aandelenrally begin juli*
- *Lichte overweging aandelen versus obligaties in augustus*

TACTISCH: Aandelen

- *Regio-Allocatie: ingespeeld op korte koerscorrectie in Japan*
- *Stijl-Allocatie: voorkeur voor Value en Minimum Volatility*

TACTISCH: Vastrentend

- *Relatief hoge rentegevoeligheid (duration)*

-

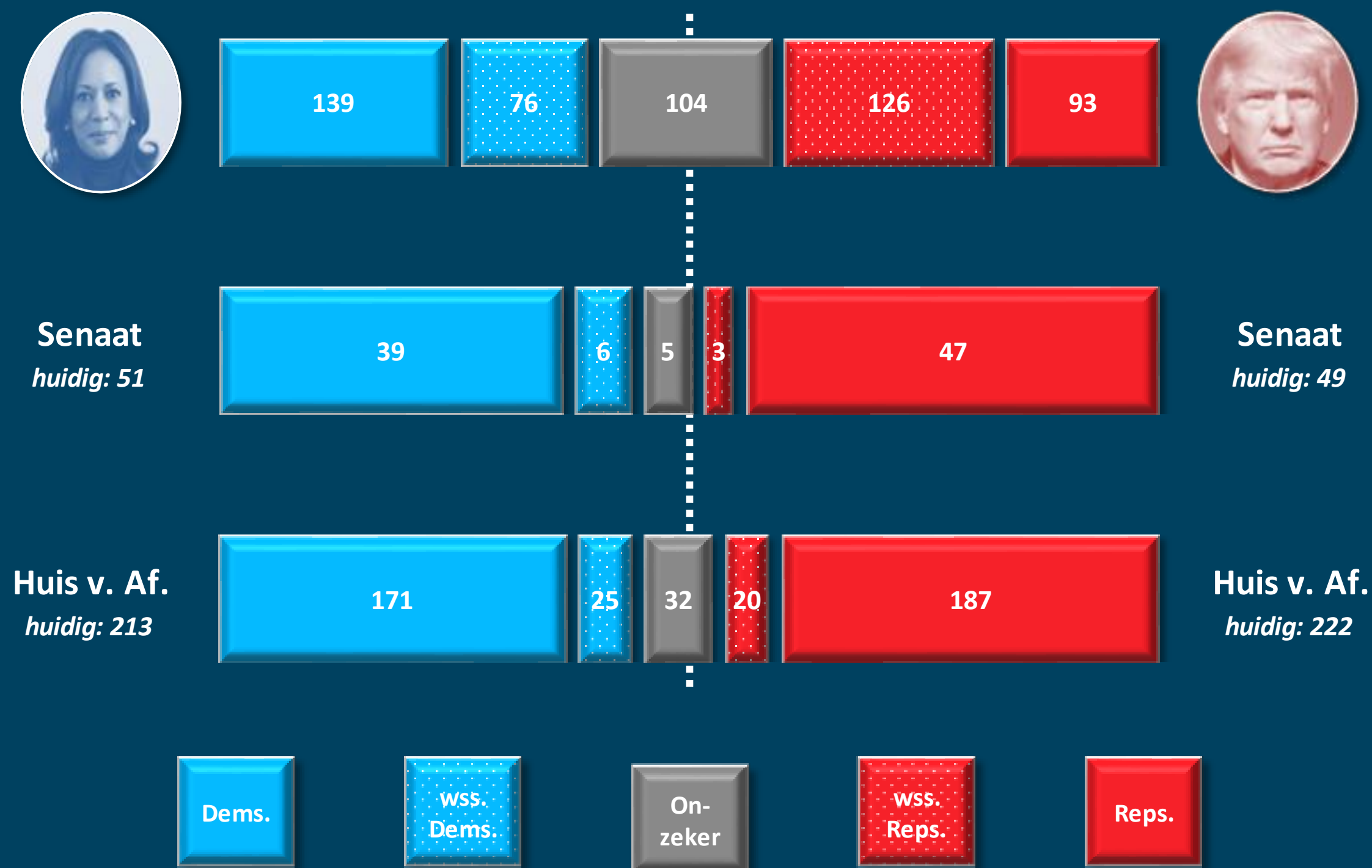
Negatieve bijdrage aan rendement

- *Manager selectie: vooral de Actieve Fundamentele managers hadden moeite met de marktvolatiliteit*

- *Manager selectie: achterblijvende performance van High Yield en EMD fondsen*

Beleidsuitkomst van Amerikaanse verkiezingen onzeker

Onzekerheid over President, Senaat & Huis van Afgevaardigden



Bron: Real Clear Polling, Delen Private Bank

- Op 5 november vinden er drie vertegenwoordigende verkiezingen plaats in Amerika: het Presidentschap, 33 van de 100 zetels van de Senaat (Hogerhuis) en alle 435 zetels van het Huis van Afgevaardigden (Lagerhuis) zijn verkiesbaar.
- Voor zowel de presidentsverkiezing, de Senaat als het Huis is de verkiezingsuitslag hoogst onzeker (peilingen, links). Deze worden slechts door enkele 'swing states' (presidentsschap), 'contested states' (Senaat) en 'congressional districts' (Huis) bepaald.
- De winnende presidentskandidaat heeft een hoge kans op een verdeeld congres, waarmee beleidswijzigingen lastig worden. Bovendien is er geen garantie dat de uitslag wordt geaccepteerd, waardoor een constitutionele crisis een mogelijke uitkomst is.
- Echter, voor Amerikaanse beursgenoteerde bedrijven zijn de meeste uitkomsten per saldo gunstig en leiden naar verwachting tot aanhoudend ruime regelgeving en relatief lage belastingdruk voor bedrijven.

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		○		
Floating Rate Notes			○	
Bedrijfsobligaties Investment Grade			○	
High Yield		○		
Emerging Market Debt			○	

- In de huidige onzekere marktomgeving geven we de voorkeur aan een neutrale asset allocatie. Wij verwachten aanhoudend hoge marktvolatiliteit, wat weer kansen kan bieden voor ons tactisch asset allocatie beleid. Hierbij hebben we wel een lichte voorkeur voor aandelen versus vastrentende waarden.
- In de wereldwijde aandelenportefeuille hebben we een voorkeur voor de Aziatische aandelenmarkten (Japan, Pacific ex-Japan en Emerging Asia) ten opzichte van Europa en Amerika. Binnen de Amerikaanse portefeuille hebben we een sterke voorkeur voor stabielere aandelen, daarnaast zijn er accenten naar laag gewaardeerde aandelen en kleinere beursgenoteerde bedrijven. In Europa hebben we een voorkeur voor laag gewaardeerde kwaliteitsbedrijven.
- Wij verwachten dat centrale banken de beleidsrentes verder zullen verlagen. Hierdoor kan de kapitaalmarktrente nog wat verder dalen. Daarom houden we vast aan een licht hogere rentegevoeligheid van de obligatieportefeuille. Hoge kwaliteit bedrijfsobligaties vinden we relatief aantrekkelijker dan staatsobligaties. We houden een lichte voorkeur voor EM Debt boven High Yield.

Delen Private Bank

Amsterdam

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

Heerenveen

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

Hengelo

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

Waalre

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

's-Hertogenbosch

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

Noordwijk

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



DELEN

PRIVATE BANK

