

## Marktanalyse

De wereldeconomie laat nog altijd een redelijke groei zien van naar verwachting ca. 3% over heel 2024. Dat is vergelijkbaar met de gerealiseerde groei in 2023 en de verwachte groei in 2025. Onder deze ogenschijnlijke stabiliteit vinden wel de nodige verschuivingen plaats, zowel in de tijd als voor de verschillende regio's. 2024 lijkt daarbij een jaar van twee gezichten te worden. Het jaar startte sterker dan verwacht, vooral dankzij de Amerikaanse en Chinese economie, maar inmiddels lijkt de wereldeconomie in een duidelijke afkoelingsfase aanbeland.

De Chinese economie groeide in het eerste kwartaal van dit jaar nog met ruim 5% jaar-op-jaar, maar zal dat groeitempo naar verwachting niet kunnen handhaven en over heel 2024 eerder op een groei van maximaal 5% uitkomen. In tegenstelling tot China kwam de Japanse economie dit jaar juist moeilijk uit de startblokken, maar heeft die sindsdien wel een sterk herstel laten zien. Desondanks zal de groei van de Japanse economie over heel 2024 waarschijnlijk niet boven 1% uitkomen. Tenslotte is de economische groei in de eurozone het hele jaar niet echt goed of gang gekomen. In het tweede kwartaal realiseerde de eurozone-economie een groei van slechts 0,6% jaar-op-jaar. De verwachting is niet dat dit de komende tijd veel hoger zal zijn, zodat voor heel 2024 de groei in de eurozone waarschijnlijk blijft steken op maximaal 1%.

Voor 2025 liggen de groeiverwachtingen op regio-niveau wel wat dichter bij elkaar, in ieder geval voor ontwikkelde economieën. Zo verwacht het IMF dat de groei van de Amerikaanse economie in de loop van 2025 zal terugvallen richting 2%, terwijl voor de eurozone juist op een groeiversnelling richting 1,5% wordt gerekend. Ook voor o.a. het VK, Japan en Canada verwacht het IMF dat de groei in 2025 hoger zal uitvallen dan in 2024. Daarmee zou de VS in 2025 niet meer de enige groeimotor onder ontwikkelde economieën moeten zijn, die het in 2024 in feite wel is geweest.

De wereldeconomie als geheel lijkt zich dus vrij stabiel te ontwikkelen, ondanks de onderliggende verschuivingen, maar dat verhuult dat de risico's op een andere, minder gunstige uitkomst recent wel zijn toegenomen. Daarbij is aanhoudend (te) hoge inflatie niet langer het belangrijkste risicoscenario, maar is toenemende recessiedreiging eerder een probleem. Vertrouwsindicatoren geven aan dat vooral de industrie een moeilijke periode doormaakt. Dit geldt het sterkst voor Europa (en binnen Europa met name voor Duitsland), maar ook in de VS en China wijst het producentenvertrouwen in de industrie nu al geruime tijd op benedengemiddelde groei.

Een bepalende factor voor de economische vooruitzichten lijkt ook in toenemende mate ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Werkloosheid werd in het verleden vaak als een 'lagging indicator' gezien (vaak nam de werkloosheid pas toe als een recessie al teneinde liep), maar mede door het toegenomen belang van consumentenbestedingen voor economische groei is dat veranderd. Een sterke verslechtering van de arbeidsmarkt kan via lagere consumentenbestedingen ook het begin blijken van een recessie.

Naast ontwikkelingen op de arbeidsmarkt, zullen ook de uitkomsten van verkiezingen (dit jaar gaat ruim 40% van de wereldbevolking naar de stembus) en geopolitieke risico's bepalend blijven voor de economische vooruitzichten. Meest in het oog springend daarbij zijn op korte termijn de presidentsverkiezingen in de VS, maar ook in Europa (o.a. Duitsland, Frankrijk) kan politieke instabiliteit invloed houden op toekomstig economisch beleid.

Voor wat betreft geopolitieke risico's lijken de voortdurende oorlog in Oekraïne en de strijd tussen Israël en Hamas in Gaza (en inmiddels ook Hezbollah in Libanon) op korte termijn nog altijd de grootste bedreigingen voor de wereldeconomie te blijven. Opvallend is wel dat waar in het verleden conflictsituaties (zeker in het Midden-Oosten) vaak de wereldeconomie beïnvloedden via een hogere olieprijs, daar nu geen sprake van lijkt te zijn.

Tenslotte blijft de doorzichtigheid van de Chinese economie, en dan met name van de Chinese huizenmarkt en banksector, problematisch. Onlangs heeft de Chinese overheid (en centrale bank) weer een omvangrijk stimuleringspakket aangekondigd om de Chinese economie en kapitaalmarkt te ondersteunen. De vraag blijft of daarmee de ongunstige demografische en economische vooruitzichten gekeerd kunnen worden, zolang deze stimulering niet gepaard gaat met structurele hervormingen.

Na de rentestijgingen van het eerste halfjaar van 2024 zijn rentes op staatsobligaties in het derde kwartaal juist weer gedaald. In Europa varieerden de rentedalings van 25 basispunten (o.a. VK, Zweden, Zwitserland) tot rond 50 basispunten (o.a. Duitsland, Nederland, Spanje). Per saldo staat de 10-jaars euro swaprente daarmee nu weer rond hetzelfde niveau als begin 2024 (ca. 2,4%) en datzelfde geldt voor de Amerikaanse 10-jaars rente (ca. 3,8%). Ook buiten Europa en de VS daalden lange rentes, en de meeste ook in vergelijkbare mate, dat wil zeggen met 25-50 basispunten.

Opvallend is dat de rentedalings in het derde kwartaal binnen de eurozone niet gepaard gingen met een 'flight to safety': lange rentes op o.a. Italiaanse, Spaanse en Griekse staatsobligaties daalden harder dan die op Duitse staatsobligaties. Daarmee blijven de renteversillen binnen de eurozone redelijk beperkt, variërend van 2,2% op Duitse 10-jaars staatsobligaties tot rond 3% voor o.a. Franse, Spaanse en Griekse staatsobligaties. In de eurozone noteert Italië de hoogste rentes (3,5% voor 10-jaars), maar dit is nog altijd lager dan bijv. de 4% rente op Britse 10-jaars staatsobligaties. Opvallend is ook dat yield curve versteilde, met andere woorden rentes op kortlopende (bijv. 2-jaars) staatsobligaties daalden harder dan die op langlopende (bijv. 30-jaars).

## Fondsbeleid en resultaten

Niet als in het tweede kwartaal was in het derde kwartaal een fikse verstelling van de rentecurves zichtbaar. Het grote verschil was dat de verstelling nu plaatsvond in een dalende rente-omgeving terwijl in het tweede kwartaal rentes juist opliepen. Na ruim twee jaar kwam de 2-jaars Duitse rente weer onder de 10-jaars Duitse rente aan het einde van het derde kwartaal doordat deze met bijna 0,80% daalde terwijl de 10-jaars Duitse rente "maar" 0,40% omlaag ging en het kwartaal op 2,12% eindigde.

Landenspreads bewogen gemiddeld gezien zijaar, maar lieten wel de nodig verscheidenheid zien. Opvallend genoeg presteerden de landen met lagere ratings; Griekenland, Spanje, Portugal en Italië, aanmerkelijk beter dan AA-gerate landen als Frankrijk en België en zelfs Nederland met haar AAA rating. Dit alles werd getriggerd door de aanhoudende fiscale onrust in Frankrijk waar de nieuwe premier Barnier een uitdaging heeft om genoeg politieke neuzen dezelfde kant op te krijgen teneinde een begroting op te stellen die door beleggers, rating agencies en de Europese commissie gepruimd wordt. Deze fundamentele reden, in combinatie met een terugtrekkende ECB, heeft beleggers weer kritisch gemaakt op de fiscale situatie in individuele landen. Landen die al langer hun best doen om de staatsfinanciën onder controle te krijgen werden beloond, al is daar in het geval van Italië ook nog wel wat op aan te merken.

Een andere opvallende beweging was de beweging van de olieprijs en daarbij behorende beweging in inflatieswaps. Hoewel de wereld enigszins in brand staat, en hier ook olieproducerende direct en/of indirect bij betrokken zijn, daalde de olieprijs sterk. De verklaring hiervoor ligt met name in de US. Olieproductie is daar de laatste jaren, en ook dit jaar, fors opgelopen. Dit kan niet los worden gezien van de aanstaande presidentsverkiezingen waarbij inflatie een belangrijk thema is en ook is het geopolitiek e belang om landen als Rusland en Iran onder druk te zetten is een factor hierbij. Een andere factor die neerwaartse druk op olieprijsen zet, is de afkoelende economisch e groei. Met name in China en Europa is de groei zwak en dit heeft op zijn beurt ook een neerwaarts effect op inflatie. Dit alles stelde de ECB in staat om de beleidsrente in september weer te verlagen en de marktverwachting is dat renteverlagingen door de ECB in de komende maanden verder gaan. Dat betekent overigens niet dat alle rentes dan vanzelfsprekend mee omlaag gaan. Rentecurves zijn, zelfs na de verstelling van de afgelopen maanden, historisch gezien nog altijd zeer vlak en ook zorgt de combinatie van hoge begrotingstekorten en krimpende centrale bankbalansen ervoor, dat markten ook in 2025 een golf aan nieuw schuld papier zullen moeten verorberen .

Het fonds presteerde in het derde kwartaal beter dan de benchmark. Rentepositionering was neutraal en had daarom geen impact op het resultaat, wel werd geprofiteerd van de curvepositionering en de landenkeuzes. Het kredietrisico in het fonds was grotendeels neutraal tot licht onderwogen, met uitzondering van de laatste weken van het kwartaal, toen kredietrisico is toegevoegd. Allereerst is het fonds gedurende het kwartaal overwogen geweest in de kortere looptijden die het sterkst daalden, in anticipatie op verstelling van de rentecurve. Maar ook de landenkeuzes, zowel per looptijd als op totaalniveau, hadden een positieve bijdrage. Het fonds was stevig onderwogen in België en Frankrijk, en overwogen in een reeks aan andere landen en semi-staatsleningen. Gegeven de slechte rendementen op Frankrijk en België, pakte dit goed uit. Maar ook de keuze om bijvoorbeeld in Finland 15-jaars looptijden en in alle landen juist niet de 30+ jaar looptijden te kiezen droeg positief bij. Richting het einde van het kwartaal is de onderweging in met name Frankrijk wel verkleind om de winst veilig te stellen en het gegeven dat de vergoeding op Frankrijk dicht in de buurt van het A-gerate Spanje kwam. De enige duidelijk negatief bijdrage kwam uit de onderweging van Ierland. Toen deze dichtbij de rendementen op Nederlandse leningen kwamen, hebben we Ierland afgebouwd maar dit was achteraf gezien te vroeg.

Het laatste kwartaal van 2024 wordt aangevangen met een blijvende, maar kleinere, onderweging in België en Frankrijk, waardoor netto meer kredietrisico wordt genome n dan de benchmark. Ook anticipeert het fonds op verdere curveverstelling. Rentepositionering blijft wel neutraal, waarmee onze base case is dat de verstelling plaats gaat vinden rondom de middellange looptijden. In het derde kwartaal van 2024 bewogen rentes lager, meer op korte dan op lange looptijden. Kredietopslagen bewogen zijaar, maar kenden de nodige verschillen tussen de landen. Inflatieverwachtingen daalden fors tot niveau licht onder de centrale banken doelstelling van 2%. Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van 5,05% tegenover 4,89% voor de benchmark, een positief relatief rendement van 0,16%.

## Vooruitzichten

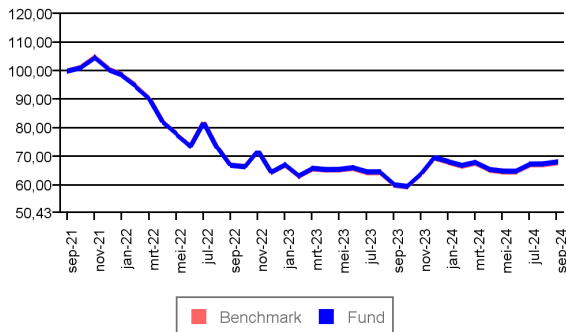
Na een periode van rentestijgingen, zijn lange rentes in het derde kwartaal weer gedaald tot vergelijkbare niveaus als aan het begin van 2024. Daarmee lijken obligatiemarkten een draai te hebben gemaakt van inflatie-angst naar recessie-angst, al blijven lange rentes nog altijd ver weg van de 0%- (of negatieve rente-) niveaus van de jaren voor 2022. Vooral nog zien we in macro-economische cijfers geen tekenen van een aanstaande zware economische neergang, en zien we mede daarom ook weinig reden om aan te nemen dat lange rentes nog (veel) verder zullen dalen van de huidige niveaus. Daar staat wel tegenover dat centrale banken met een redelijke mate van zekerheid de komende tijd door zullen gaan met basisrentes te verlagen. Daarmee lijkt de ruimte voor (veel) hogere lange rentes ook beperkt. Met de verwachting van lagere korte rentes en vlakke lange rentes (met potentieel wel veel beweeglijkheid), gaan wij voor de komende tijd wel uit van een geleidelijke 'verstelling van yield curves', maar zijn we per saldo neutraal over de vooruitzichten voor staatsobligaties.

## Beleggingsstrategie

De doelstelling van het ASR Pensioen Staatsobligatiefonds 15+ Jaar is een belegging te bieden in een gediversifieerde portefeuille Investment Grade vastrentende titels en instrumenten met lange looptijden, voornamelijk uitgegeven door overheden en gedenomineerd in euro. De benchmark is de Bank of America / Merrill Lynch 15+ Year AAA-AA Euro Government Index. Het beleggingsbeleid is erop gericht om over een drie-jaars periode een targetrendement te behalen dat minimaal gelijk is aan het rendement van de vastgestelde representatieve maatstaf (benchmark), na aftrek van alle op dit mandaat van toepassing zijnde kosten. Het fonds wordt gemanaged met inachtneming van het ESG-beleid opgesteld door de Beheerder.

## Geïndexeerd rendementsverloop

Indexatie gebaseerd op rendementen van maximaal 3 jaar



Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	1,04 %	0,91 %
3 maanden	5,05 %	4,89 %
6 maanden	0,19 %	0,10 %
1 jaar	13,21 %	13,01 %
3 jaar	-11,95 %	-12,11 %
5 jaar	-8,32 %	-8,60 %
YTD	-2,17 %	-2,43 %
Sinds start	-2,98 %	-3,15 %

\*) Periode langer dan 1 jaar is geannualiseerd en is op netto basis

## Kerngegevens

Berekening NAV	Dagelijks
Datum van oprichting	30-11-2017
Rendement berekening vanaf	30-11-2017
Fondsbeheerder	ASR Vermogensbeheer N.V.
Fondsmanager	Marèn Klap
Instapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Uitstapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Lopende kosten(*)	0,20 %
Land van vestiging	NL
Valuta	EUR
Benchmark	BofA ML 15+ Year AAA-AA Euro Government (EG68)
ISIN	NL0012625032

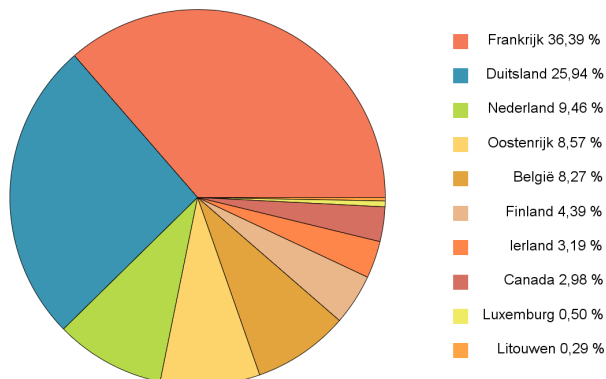
(\*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

## Fondsfeiten en koersen

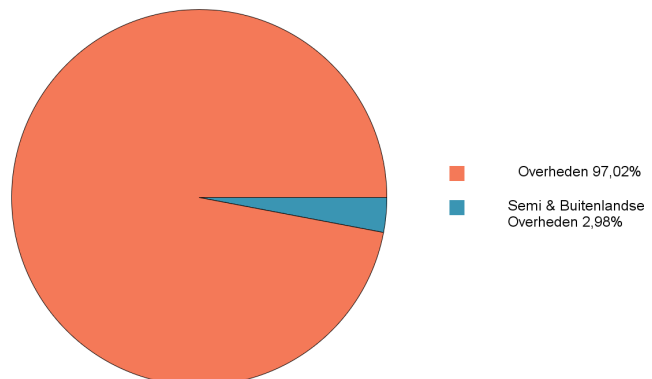
Totale activa (x1.000)	€ 372.382,33
Aantal uitstaande units (x1.000)	9.052,47
Nettovermogenswaarde per unit	41,14
Hoogste koers verslagperiode	41,78
Laagste koers verslagperiode	40,38
Dividend	Geen

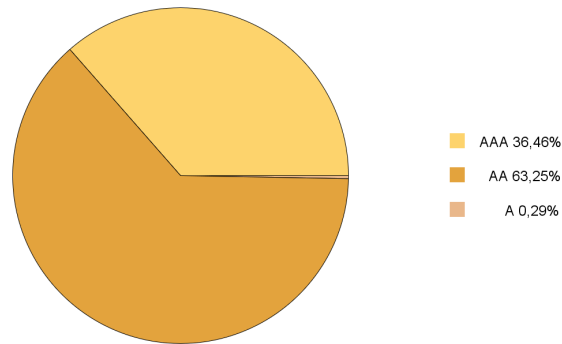
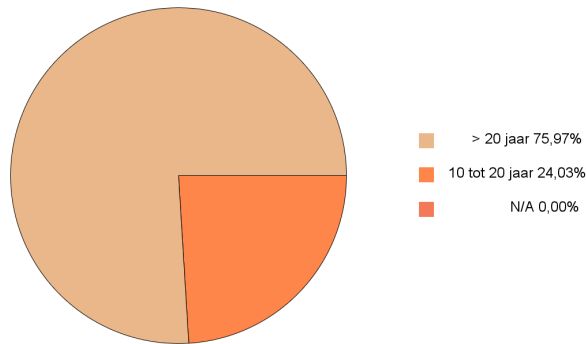
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
FRANKRIJK 2% 25/05/2048	FR0013257524	Frankrijk	8,19 %
DUITSLAND 2.5% 15/08/2046	DE0001102341	Duitsland	6,76 %
FRANKRIJK 3% 25/05/2054	FR001400FTH3	Frankrijk	6,71 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001030724	Duitsland	5,06 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001102481	Duitsland	0,92 %
FRANKRIJK 3.25% 25/05/2055	FR001400OHF4	Frankrijk	5,96 %
DUITSLAND 1.25% 15/08/2048	DE0001102432	Duitsland	5,25 %
DUITSLAND GROEN 1.8% 15/08/2053	DE0001030757	Duitsland	5,22 %
FRANKRIJK 4% 25/04/2055	FR0010171975	Frankrijk	5,12 %
FRANKRIJK 2.5% 25/05/2043	FR001400CMX2	Frankrijk	3,73 %
OOSTENRIJK 3.15% 20/10/2053	AT0000A33SK7	Oostenrijk	3,17 %

## Landenverdeling



## Sectorverdeling





## Fondsgedragscode

Om voor de Participanten waarborgen te scheppen voor een beheerste en integere uitoefening van het beheer van het Fonds en zorgvuldige dienstverlening zoals bedoeld in de Wft sluit de Beheerder aan bij de gedragscode die is opgesteld door de brancheorganisatie DUFAS (Dutch Fund and Asset Management Association). Deze gedragscode behelst de vastlegging van good practices op het gebied van fund governance en biedt nadere richtlijnen voor de organisatorische opzet en de werkwijze van beheerders van beleggingsinstellingen met als doel dat de beheerder handelt in het belang van de deelnemers in zijn beleggingsinstellingen en zijn organisatie zo inricht dat belangenconflicten worden tegengegaan.

De Beheerder heeft zijn "principles of fund governance" neergelegd in een Fund Governance Code. Daarnaast heeft de Beheerder voor al zijn werkzaamheden een beleid inzake belangenconflicten opgesteld. Uitgangspunten van het beleid zijn het voorkomen en het beheersen van belangenconflicten die in het nadeel kunnen zijn van cliënten van de Beheerder en het gelijk en rechtvaardig behandelen van cliënten.

## Duurzaamheidsbeleid

Als institutionele belegger toont a.s.r. haar maatschappelijke verantwoordelijkheid onder meer door toepassing van ethische en duurzaamheidscriteria in haar beleggingsbeleid. Alle beleggingen die beheerd worden door ASR Vermogensbeheer N.V. worden gescreend op basis van het a.s.r. SRI-beleid (Socially Responsible Investment), zoals sociale en milieuaspecten. Landen en ondernemingen die niet hieraan voldoen worden uitgesloten. De screening van ondernemingen is gebaseerd op externe, onafhankelijke research van Vigeo Eiris ([www.vigeoeiris.com/en/vigeo-eiris-rating/](http://www.vigeoeiris.com/en/vigeo-eiris-rating/)) conform Arista standaarden. Daarnaast is er een externe, onafhankelijke certificering door Forum Ethibel ([forumethibel.org/content/home.html](http://forumethibel.org/content/home.html)) via een halfjaarlijkse audit van de beleggingsportefeuille van ASR Vermogensbeheer N.V.

Bij het beheer van vermogen selecteert a.s.r. op basis van best practices en products volgens de ESG-criteria (Environmental, Social en Governance). Dit betreft alle beleggingen in landen (staatsleningen) en in ondernemingen (aandelen en bedrijfsobligaties) die het best scoren en passend zijn binnen de beleggingsrichtlijnen. Daarnaast investeert a.s.r. in bedrijven die een duurzame bijdrage leveren aan de maatschappij.

Ook hanteert a.s.r. een strikt uitsluitingsbeleid ten aanzien van controversiële activiteiten van landen en ondernemingen. Dit betreft bijvoorbeeld producenten van controversiële of offensieve wapens, nucleaire energie, de gokindustrie, tabak en kolen. Tevens eist a.s.r. dat bedrijven voldoen aan internationale conventies op het gebied van milieu, mensen- en arbeidsrechten. Voor de beleggingen in staatsleningen sluit a.s.r. landen uit die slecht scoren in de Freedom in the World Annual Report en de Corruption Perception Index. ASR is ondertekenaar van UNPRI en UNGC. Tevens voldoet a.s.r. aan de Code Duurzaam Beleggen voor verzekeraars van het Verbond van Verzekeraars, die sinds 1 januari 2012 van kracht is.

Een belegging in het fonds is onderhevig aan marktschommelingen en aan de risico's die inherent zijn aan het beleggen in roerende waarden. De waarde van de belegging en de inkomsten ervan kunnen zowel stijgen als dalen. Het is mogelijk dat beleggers het initieel belegd kapitaal niet terugontvangen. De waarde van uw belegging kan fluctueren, in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Deze publicatie is op zichzelf geen aanbod tot het kopen van enig effect of een uitnodiging tot het doen van een aanbod met betrekking tot dit effect. De beslissing om units in het fonds aan te kopen dient uitsluitend te worden genomen op basis van het informatiememorandum. In het informatiememorandum staat informatie over het product, beleggingsbeleid, de kosten en de risico's. Lees het informatiememorandum. Het informatiememorandum en overige informatie is verkrijgbaar bij a.s.r. of op [asr.nl](http://asr.nl).