

Marktanalyse

Afgaande op consensusverwachtingen van economen zijn de vooruitzichten voor de wereldeconomie de afgelopen tijd niet wezenlijk veranderd. Nog altijd wordt voor 2025 (en voor 2026 en 2027) gerekend op een wereldwijde groei van rond 3%. In het tweede kwartaal van 2025 blijft de wereldeconomie naar verwachting groeien met ongeveer 3% per jaar, ondanks de toenemende onzekerheid veroorzaakt door de nieuwe Amerikaanse president, Donald Trump. Zijn onvoorspelbare handelsbeleid, gekenmerkt door wisselende handelstarieven, heeft het vertrouwen van Amerikaanse consumenten en bedrijven aangetast, wat mogelijk kan leiden tot een lagere economische groei of zelfs een recessie.

Trump's beleid heeft gemengde effecten op de Amerikaanse economie. Hoewel handelstarieven buitenlandse investeringen kunnen stimuleren, wegen de negatieve gevolgen voor de consumentenbestedingen zwaarder. De belastingverlagingen uit zijn eerste termijn zijn verlengd, maar nieuwe maatregelen van het 'Department of Government Efficiency' onder leiding van Elon Musk zorgen voor chaos.

In Europa heeft Trump's geopolitieke beleid, vooral zijn pro-Rusland en anti-EU uitspraken, geleid tot een hernieuwd optimisme. Duitsland, onder leiding van de beoogde bondskanselier Merz, heeft besloten meer te investeren in defensie, wat de economische vooruitzichten heeft verbeterd. Toch blijft de verwachte groei voor de eurozone bescheiden, rond 1%, met mogelijke positieve effecten van verhoogde overheidsuitgaven en bedrijfsinvesteringen. Opkomende markten, vooral China, worden sterker bedreigd door Amerikaanse handelstarieven. Echter, de dalende lange rentes en zwakkere dollar sinds Trump's inauguratie helpen de betaalbaarheid van schulden in deze landen.

Inflatie is zowel in de VS als Europa gedaald, maar blijft boven de doelstellingen van de centrale banken. De ECB heeft de rente verlaagd en zal dit waarschijnlijk blijven doen, terwijl de Fed worstelt met de keuze tussen het ondersteunen van de economie en het beheersen van inflatie.

Het eerste kwartaal van 2025 verliep voor staatsobligaties zoals heel 2024 in feite ook was verlopen: met per saldo geen grote veranderingen in rentes, maar wel met flinke tussentijdse fluctuaties. Zo steeg de Duitse 10-jaars rente van ca. 2,4% eind 2024 tot bijna 3% begin maart, na de aankondiging van beoogd bondskanselier Merz om fors te gaan investeren in defensie en infrastructuur. Richting eind maart daalde de Duitse 10-jaars rente weer tot ca. 2,7%, vooral als gevolg van toenemende onzekerheid over de vooruitzichten voor de wereldeconomie.

Voor de meeste landen binnen de eurozone gold dat de rentes op hun staatsobligaties redelijk in tandem bewogen met die van Duitsland, en dat gold ook voor rentes op langer lopende (bijv. 30-jaars) staatsobligaties. Per saldo stonden rentes op Europese staatsobligaties aan het eind van het eerste kwartaal licht (dat wil zeggen ca. 20-30 basispunten) hoger dan aan het begin van het kwartaal, waarmee de 'total return' op Europese staatsobligaties licht negatief was over het hele kwartaal gemeten.

In de VS waren rentes op staatsobligaties in de laatste maanden van 2024 fors gestegen (bijv. de 10-jaars rente van 3,6% naar 4,6%), maar in het eerste kwartaal van 2025 zette juist een duidelijke daling in. Eind maart kwam de 10-jaars rente rond 4,2% uit. Dit was vooral toe te schrijven aan het gestaag verbeterende inflatiebeeld, in combinatie met een 'safe haven'-effect als gevolg van toenemende onzekerheid, vooral over het verwachte economische beleid vanuit het Witte Huis.

Fondsbeleid en resultaten

Het eerste kwartaal van 2025 was in meerdere opzichten memorabel. De marktbewegingen vielen nog mee, maar de (geo)politieke aardverschuiving die ingezet is door de nieuwe Amerikaanse regering kan nog veel grotere volatiliteit gaan veroorzaken in de komende periode. Rentes stegen in het eerste kwartaal, en de stijging was groter naarmate de looptijd toenam, ofwel een forse verdeling van de rentecurve. Daarbij was de stijging in rentes op Duitse staatsobligaties groter dan die van swaprentes. Opvallend genoeg was de rentestijging op staatsobligaties van andere Europese landen juist kleiner waardoor de landenspreads versus Duitsland knapper bewogen.

Het nieuwe Amerikaanse beleid lijkt als doelstellingen te hebben om zowel de fiscale, als de handelstekorten terug te dringen. Een mooi streven, maar bij de wijze waar op deze doelstellingen behaald dienen te worden kunnen de nodige vraagtekens worden gezet. Allereerst lijkt Amerika in te zetten op een "one war at a time" beleid. China is de grote tegenstander, en de oorlogen gestart door Rusland en Hamas leiden af van het grote doel, namelijk het beteugelen van China. De beschikbare middelen moeten hiertoe worden ingezet en dus is een snel einde aan de bestaande oorlogen noodzakelijk. Dit bespaart zo bovendien geld is de redenatie. Ten tweede wordt de druk opgevoerd op landen die veel exporteren naar de VS. Productie moet terug naar Amerika, gaat het niet goedschiks, dan maar kwaadschiks. Met het maximum van 2 presidentstermijnen en de mid-term elections in 2026, is de tijd om de doelstellingen te realiseren beperkt en daarom lijkt het doel de middelen te heiligen. We zou den een heel boek over de alle Amerikaanse acties in het afgelopen kwartaal kunnen schrijven, maar daar is hier geen plek voor. We zullen juist inzoomen op de gevolgen en voor de Europese rente markten.

Europa lijkt nu serieus werk te gaan maken van defensie-investeringen. Omdat Amerika geen energie, tijd en geld meer wil besteden aan het beteugelen van de Russische oorlogszucht, is Europa gedwongen dit zelf te gaan regelen. De NAVO-norm lijkt fors te worden opgehoogd, de EU heeft een "rearm Europe" project gestart en Duitsland heeft een enorme investering in defensie en achterstallig economisch onderhoud aangekondigd. Dit zorgde begin maart voor een felle rentestijging. Omdat de plannen van Duitsland tot nu toe groter zijn dan die van andere Europese landen en er bovendien gesteld kan worden dat de EU plannen bijdragen aan meer Europese integratie, daalden landen spreads. Tegelijkertijd moet Europa rekening gaan houden met aangekondigde importheffingen die begin april zullen worden geëffectueerd. Dit drukte rentes juist weer. Simulaties en berekeningen van de ECB geven aan dat importheffingen uiteindelijk, mogelijk tegen intuïtie, zullen leiden tot lagere inflatie omdat de negatieve groei-effecten zwaarder wegen op het prijsniveau van de eenmalige prijsstijging. In een escalatie scenario met wederzijdse handelstarieven kan het effect wel inflatoir worden, maar omdat groei in dit scenario nog meer zal tegenvallen, kan niet zonder meer worden gesteld dat rentes moeten stijgen. Hierdoor werd de rentestijging in de laatste weken van maart alweer gedeeltelijk ongedaan gemaakt.

Het fonds rendement was voor kosten lager dan het benchmark rendement. Dit gehele effect was echter toe te schrijven aan een pricing effect dat de performance in de laatste dagen van 2024 positief beïnvloedde wat in dit kwartaal gecorrigeerd is. Het fonds beleid droeg ongeveer neutraal bij. Na de felle rentestijging werd een overweging in rentegevoeligheid geïmplementeerd die enkele basispunten positief bijdroeg. Ook de curvebeweging, droeg positief bij aangezien de fonds posities anticipeerden op p steilere rente curves. Dit positieve resultaat werd echter geneutraliseerd door de spread positionering. In het klimaat van terugtrekkende centrale banken, grote hoeveel heden aan nieuwe leningen en een nerveuze geopolitieke omgeving was het fonds voorzichtig gepositioneerd, maar deze keuze bleek dit kwartaal (nog?) niet terecht. W e houden alle drie de riskposities aan. Een overweging in rentegevoeligheid, vooral op korte looptijden en terughoudend met spreadrisico.

In het eerste kwartaal van 2025 bewogen rentes hoger, vooral op langere looptijden, netto curveversteiling. Kredietopslagen bewogen neerwaarts en Frankrijk was een keer de positieve uitzondering. Inflatieverwachtingen liepen licht op tot boven de centrale banken doelstelling van 2%.

Het fonds had na kosten een kwartaal rendement van -6,36% tegenover -6,22% voor de benchmark, een negatief relatief rendement van -0,14%.

Vooruitzichten

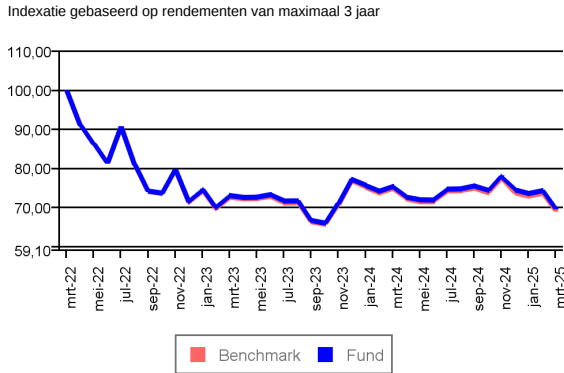
Rentes op Europese staatsobligaties zijn de afgelopen maanden per saldo gestegen, in eerste instantie op de verwachting dat de inflatiedruk in de eurozone niet snel veel verder zal afnemen en het einde van de cyclus van renteverlagingen door de ECB daarmee in zicht lijkt te zijn gekomen. In tweede instantie zorgden de aankondigingen van plannen om de Europese defensie te versterken voor verder oplopende rentes, omdat deze naar verwachting vooral gefinancierd zullen worden met hogere overheidsbestedingen en nieuwe leningen. Inmiddels lijken beleggers hierop wel grotendeels te zijn voorgesorteerd, en lijkt het risico van verdere opwaartse druk op rentes daarmee redelijk beperkt.

Wanneer het macro-economische beeld verder zou verslechteren, bijvoorbeeld als gevolg van toenemende dreiging van een handelsoorlog, en/of het sentiment op financiële markten om een andere reden zou keren, kunnen staatsobligaties ook hun traditionele rol als 'safe haven'-belegging weer vervullen, met andere woorden: kunnen lange rentes ook weer dalen. Een dergelijk scenario lijkt ons op dit moment aannemelijker dan dat lange rentes op korte termijn sterk zouden stijgen. Daarom kiezen wij op een drie- tot zesmaands horizon voor een lichte overweging van 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



Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	-6,12 %	-6,07 %
3 maanden	-6,36 %	-6,22 %
6 maanden	-7,63 %	-7,77 %
1 jaar	-7,46 %	-7,68 %
3 jaar	-11,22 %	-11,48 %
5 jaar	-9,05 %	-9,31 %
YTD	-6,36 %	-6,22 %
Sinds start	-3,83 %	-4,00 %

*) 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	Marín 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

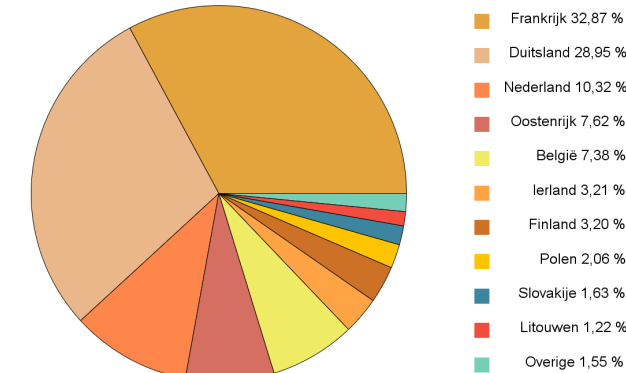
(*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

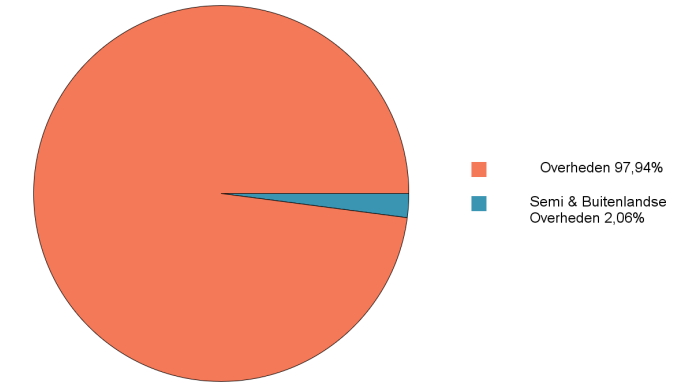
Totale activa (x1.000)	� 395.114,56
Aantal uitstaande units (x1.000)	10.398,68
Nettovermogenswaarde per unit	38,00
Hoogste koers verslagperiode	39,67
Laagste koers verslagperiode	37,36
Dividend	Geen

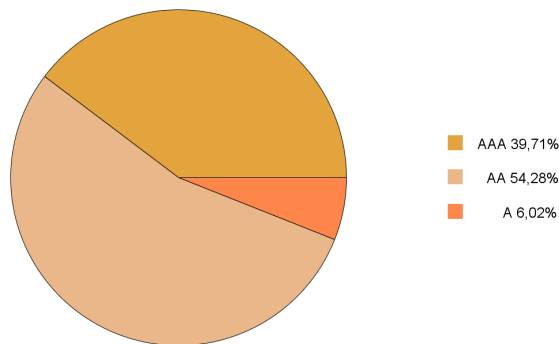
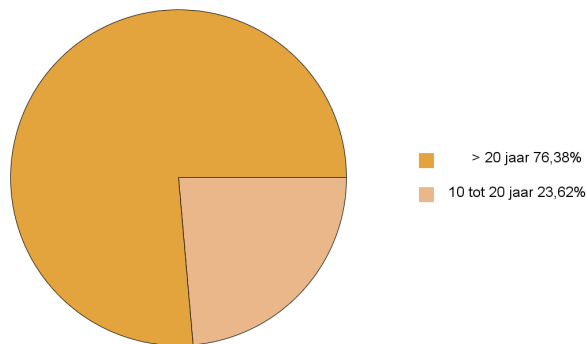
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001030724	Duitsland	5,59 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001102481	Duitsland	3,29 %
FRANKRIJK 2% 25/05/2048	FR0013257524	Frankrijk	5,50 %
FRANKRIJK 3% 25/05/2054	FR001400FTH3	Frankrijk	5,27 %
NEDERLAND 2.75% 15/01/2047	NL0010721999	Nederland	5,26 %
FRANKRIJK 3.25% 25/05/2055	FR001400OHH4	Frankrijk	5,03 %
DUITSLAND 1.25% 15/08/2048	DE0001102432	Duitsland	4,84 %
DUITSLAND 2.5% 15/08/2046	DE0001102341	Duitsland	3,80 %
FRANKRIJK 4% 25/04/2055	FR0010171975	Frankrijk	3,54 %
FRANKRIJK 2.5% 25/05/2043	FR001400CMX2	Frankrijk	3,39 %
OOSTENRIJK 3.15% 20/10/2053	AT0000A33SK7	Oostenrijk	3,18 %

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. vermogensbeheer haar maatschappelijke verantwoordelijkheid onder meer door toepassing van ethische en duurzaamheidscriteria in

haar beleggingsbeleid. Alle beleggingen beheerd door a.s.r. vermogensbeheer worden aan de hand van ons Policy on Responsible Investments (PRI) beleid gescreend op onder meer sociale en milieuaspecten en bestuurlijke criteria. Landen en bedrijven die niet aan de criteria voldoen, worden uitgesloten. Denk hierbij aan producenten van wapens en tabak, de gokindustrie en steenkool, (onconventionele) olie en gas productie en palmolie producenten. Daarnaast beoordeelt a.s.r. bedrijven op hun naleving van internationale afspraken als de OESO-richtlijnen en richtlijnen van de VN zoals de Global Compact. De screening van ondernemingen is gebaseerd op externe, onafhankelijke research van twee externe leveranciers (MSCI ESG en ISS).

Bij het beheer van vermogen selecteert a.s.r. vermogensbeheer op basis van best practices 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/of passend zijn binnen de beleggingsrichtlijnen. Daarnaast investeert a.s.r. vermogensbeheer in bedrijven die een concreet duurzame bijdrage leveren aan de maatschappij.

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.