

2025 vierde kwartaal

Rapportage

AKF Alg. Pensioenwet Politieke Ambtsdragers

Belangrijke informatie

Met deze rapportage willen wij u inzicht geven in het door u aan ons toevertrouwd vermogen. Wij verwachten dat deze rapportage de informatie biedt die u nodig heeft. Uiteraard staan wij altijd open voor verbetering. Heeft u vragen of opmerkingen dan kunt u deze richten aan uw relatiebeheerder.

De kwartaalrapportage is met zorg samengesteld door a.s.r. Vermogensbeheer ("a.s.r."). a.s.r. Vermogensbeheer is een geregistreerd merk van ASR Nederland N.V., gevestigd te Utrecht, Handelsregister K.v.K. Utrecht, nr. 30227237. a.s.r. staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten ("AFM") te Amsterdam en beschikt over een vergunning voor het beheren van beleggingsinstellingen op grond van art. 2:65 Wft.

Het is a.s.r. toegestaan om onder haar vergunning de volgende beleggingsdiensten te verlenen:

- het beheren van een individueel vermogen,
- het verstrekken van beleggingsadvies en
- het ontvangen en doorgeven van orders met betrekking tot financiële instrumenten.

a.s.r. is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van deze rapportage is gebaseerd op betrouwbaar geachte informatiebronnen. Er wordt echter geen garantie of verklaring gegeven omtrent de juistheid, volledigheid en actualiteit van die informatie, noch uitdrukkelijk, noch stilzwijgend. De verstrekte informatie is uitsluitend indicatief en aan verandering onderhevig. De berekeningen en financiële waarde (n) in deze rapportage zijn niet door een externe accountant beoordeeld.

De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten.

De in/via deze rapportage verstrekte informatie is geen aanbod, beleggingsadvies of financiële dienst. De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel instrument, tot het deelnemen aan een beleggingsstrategie, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r., noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing. Op deze rapportage is Nederlands recht van toepassing.

Inleiding

ASR Kapitaalmarkt Fonds

ASR Kapitaalmarkt Fonds is een fonds voor gemene rekening naar Nederlands recht. Bij een fonds voor gemene rekening brengen de deelnemers in het fonds, de participanten, vermogen bijeen dat door een beheerder voor hun rekening en risico wordt belegd. Het fonds is gestructureerd als een zogenaamd paraplufonds. Dit betekent dat de participaties zijn onderverdeeld in verschillende subfondsen. Iedere participatie in een subfonds geeft recht op een evenredig aandeel in het vermogen van dat subfonds. Voor elk subfonds bestaat een afzonderlijk beleggingsbeleid, waardoor elk subfonds zijn eigen risicoprofiel en koersvorming heeft.

AKF Alg. Pensioenwet Politieke Ambtsdragers

ASR Kapitaalmarkt Fonds - APPA Fonds is een subfonds van het ASR Kapitaalmarkt Fonds. Het APPA Fonds wordt uitsluitend aangeboden aan Nederlandse gemeenten, provincies, waterschappen en andere partijen die risicodragers zijn voor de opbouw van pensioen voor landelijke en lokale politieke ambtsdragers in de zin van de Algemene pensioenwet politieke ambtsdragers (Wet van 10 december 1969, houdende nieuwe regeling van de toekenning van uitkering en van pensioen aan politieke ambtsdragers, zomede van pensioen aan hun nabestaanden), zoals bedoeld in artikel 2 van de Wet APPA. Het doel van het APPA Fonds is om participanten een eenvoudige mogelijkheid aan te bieden om gespreid te beleggen in in euro's luidende financiële instrumenten (voornamelijk vastrentende waarden). De lange-termijn leidraad voor de looptijd van de beleggingsportefeuille is de leeftijdsopbouw van wethouders en andere politieke ambtsdragers in Nederland. De beleggingsdoelstelling is een zo hoog mogelijk risicogewogen rendement te bieden, waarbij negatieve rendementen zoveel mogelijk dienen te worden voorkomen (als ware het een spaarrekening).

Het vermogen van het APPA Fonds wordt belegd conform de regels van de Wet financiering decentrale overheden van 14 december 2000 en de hieronder uitgevaardigde regelgeving zoals deze van kracht waren tot aan de wijziging ingevolge de inwerkingtreding van de Wet van 11 december 2013 tot wijziging van de Wet financiering decentrale overheden in verband met het rentedragend aanhouden van liquide middelen in 's Rijks schatkist (verplicht schatkistbankieren). Dit houdt in dat er wordt belegd in waardepapier waarvoor een solvabiliteitsweging van 0% geldt (veelal waardepapier uitgegeven of gegarandeerd door overheden en supranationale instellingen), of in financiële instrumenten die zijn uitgegeven of worden gegarandeerd door financiële ondernemingen (als banken en verzekeraars) die ten tijde van de aankoop:

- a. Voor henzelf of voor de door hen uitgegeven waardepapieren beschikken over ten minste een AA – (AA minus) rating, afgegeven door ten minste twee gezaghebbende ratingbureaus; en
- b. Zijn gevestigd in een lidstaat van de Europese Unie of een andere staat die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte die beschikt over minimaal een AA (flat) rating, afgegeven door ten minste twee gezaghebbende ratingbureaus.

Indien voornoemde rating- en landeneisen niet meer in acht kunnen worden genomen (bijvoorbeeld door krimp van het vermogen of een neerwaartse bijstelling van ratings) zullen de betreffende posities niet meer worden uitgebreid en bij voorkeur worden afgebouwd. Het is evenwel aan de beheerder om te beoordelen of in het belang van de participanten gekozen wordt voor gehele of gedeeltelijke vervroegde liquidatie van deze posities of dat gekozen wordt voor het laten uitlopen daarvan.

Gevoerd beleid en rendement

Portefeuillebeleid

Het fondsvermogen van het ASR APPA Fonds kwam eind december 2025 uit op EUR 27,2 miljoen. Het APPA Fonds is duurzaam belegd conform het duurzaamheidsbeleid van a.s.r. De portefeuille van het fonds bestaat grotendeels uit obligaties van Europese financiële ondernemingen, inclusief covered bonds (obligaties met een onderpand als extra zekerheid). Tezamen besloegen deze categorieën ca. 33,4% van de totale portefeuille. Overheids- en overheidsgerelateerde obligaties maakten ultimo juni ca. 66,6% van de beleggingen uit. Wat betreft de ratingverdeling maakten 'AAA' en 'AA' samen 39,4% van de portefeuille uit. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (28,5%), Spanje (16,4%) en Duitsland (8,8%). Ruim 85% van de portefeuille bestaat uit duurzame green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille was aan het eind van het kwartaal ca. 4,5 jaar. Het effectieve rendement bedraagt ongeveer 2,4%.

Performanceverantwoording

Het ASR APPA Fonds behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,28%. De kapitaalmarktrente steeg licht maar credit spreads daalden. Over geheel 2025 is er een rendement van +2,51% behaald. In de verslagperiode hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement te verhogen. Hierbij zijn ook Franse debiteuren afgebouwd. Vanwege de rating downgrade van Frankrijk naar A+, zijn nieuwe beleggingen in Franse banken onder Fido niet meer toegestaan. In het kader van goed huisvaderschap zullen de huidige beleggingen vooralsnog wel worden aangehouden en langzaam worden afgebouwd. Positief nieuws was er voor Spaanse semi-overheden; diverse debiteuren kregen bij Moody's en/of Fitch een rating upgrade van één notch nadat vorig kwartaal Spanje al een upgrade had gehad.

Marktomstandigheden

Economische Groeivoorzichten

Het jaar 2025 zal de boeken ingaan als een jaar met veel macro-economische volatiliteit.

Beleidswijzingen volgden elkaar in hoog tempo op, terwijl technologische ontwikkelingen zich razendsnel doorzetten. De combinatie is ongebruikelijk: protectionisme is doorgaans negatief voor de mondiale groei, terwijl technologische vooruitgang juist tot productiviteitswinst en hogere potentiële groei kan leiden. Wat het netto-effect hiervan op de wereldeconomie zou zijn, was lange tijd (en is tot op zekere hoogte nog steeds) onzeker.

Het jaar begon met groeiverwachtingen rond het langjarig gemiddelde. Het IMF rekende begin dit jaar voor zowel 2025 als 2026 nog op een mondiale groei van 3,3%, vrijwel gelijk aan de gerealiseerde groei in 2024. Na de aangekondigde “wederkerige” importheffingen van president Trump begin april verlaagde het IMF de raming naar 2,8% voor 2025 en 3,0% voor 2026. Inmiddels is het IMF opnieuw bijgedraaid: de groei voor 2025 wordt nu op 3,2% geschat en voor 2026 op 3,1%. Per saldo is het netto-effect op de eindstand dus bijna nul, maar de weg ernaartoe was allesbehalve rustig. Het IMF staat daarin niet alleen. Ook Bloomberg-surveys lieten hetzelfde patroon zien: de mediaan van de groeiverwachtingen startte rond 3,0%, zakte naar 2,6% na de afgekondigde wederkerige heffingen, en eindigt het jaar weer rond de oorspronkelijke 3,0%. De negatieve groeiprikkels van protectionisme en de positieve impuls van technologie lijken elkaar op mondiaal niveau grofweg in evenwicht te houden, al blijft deze conclusie omgeven door bovengemiddeld hoge onzekerheden én duidelijke regionale verschillen.

Als het IMF gelijk krijgt, is de economie die relatief het meest te lijden heeft onder het wispelturige beleid van de regering-Trump paradoxaal genoeg die van de Verenigde Staten zelf. De groeiverwachting voor 2025 ligt inmiddels circa 0,7 procentpunt lager dan aan het begin van het jaar en komt naar verwachting uit op 2,0%. Tegelijkertijd geven de feitelijke cijfers over 2025 (nog) geen eenduidig oordeel. Op het eerste kwartaal na kwamen de Amerikaanse groeicijfers veelal boven verwachting uit of werden ze in de maanden na publicatie naar boven bijgesteld. Dat wekt de indruk dat importheffingen weinig schade aanrichten, of dat het effect op korte termijn wordt gecompenseerd. Daarbij hoort wel een belangrijke kanttekening: de afgelopen maanden zijn er verschillende ontwikkelingen geweest die de interpretatie en betrouwbaarheid van deze cijfers significant compliceren.

Deze zomer ontstond er scepticisme over de datakwaliteit van het ‘Bureau of Labor Statistics’ (BLS) nadat het hoofd, Erika McEntarfer, op 1 augustus door president Trump werd ontslagen omdat het tegenvallende resultaten over de Amerikaanse arbeidsmarkt had gepubliceerd. Een permanente opvolger is nog altijd niet benoemd; het proces sleept zich voort. Daar komt bij dat het BLS structureel onderbezet is. In september bleek dat vrijwel een derde van de seniorposities openstaat. Dat voedt opnieuw vragen over de kwaliteit, robuustheid en consistentie van de dataproductie.

Los van deze kanttekeningen was de reële bbp-groei in het tweede kwartaal verrassend sterk: 3,8% op ‘geannualiseerde’ basis. Deze uitkomst werd echter mede vertekend door het vertraagde effect van ‘frontloading’ in het eerste kwartaal: vooruitlopend op importheffingen werden toen grote voorraden opgebouwd. In het tweede kwartaal raakten die voorraden als het ware verzadigd, waardoor de importvraag terugviel. Omdat lagere import in de bbp-boekhouding een positief effect heeft op de groei, kreeg het cijfer hierdoor een extra zetje.

In het derde kwartaal zou de vertekening in elk geval gedeeltelijk moeten zijn verdwenen en daarmee meer inzicht moeten geven, maar ook toen deden zich uitzonderlijke omstandigheden voor. De federale overheid slaagde er niet in tijdig een nieuwe begroting goed te keuren, waarna de federale overheid per 1 oktober in ‘shutdown’ ging. Niet-essentiële ambtenaren legden het werk neer, waaronder medewerkers van zowel het BLS als het ‘Bureau of Economic Analysis’ (BEA). In de stijl van president Trump werd ook deze ‘shutdown’ ‘great’: met 43 dagen duurde die historisch lang. Het BLS verzamelde daardoor tot en met 12 november geen data, waardoor zowel de onderliggende statistiek als de latere revisies met extra voorzichtigheid geïnterpreteerd moet worden. De “ruis” hiervan kan nog tot in ieder geval het eerste kwartaal van 2026 doorwerken, voordat er echt harde conclusies te trekken zijn.

Hoewel de cijfers met serieuze twijfel zijn omgeven, oogt de Amerikaanse economie op basis van de beschikbare informatie opvallend veerkrachtig. In het derde kwartaal groeide de reële economie met 1,1% ten opzichte van het vorige kwartaal, wat neerkomt op 4,3% op ‘geannualiseerde’ basis. Onderliggend blijven de Amerikaanse consumentenbestedingen (met een gewicht van circa 70% de belangrijkste motor van het bbp) goed op peil. Opmerkelijk is dat dit gebeurt terwijl het sentiment zwak is: de consumentenvertrouwensindex staat rond 89 (waarbij 100 als neutraal wordt gezien).

Dit is deels te verklaren door het stijgende reële beschikbare inkomen: circa +1,5% op jaarbasis, doordat de loonstijging inmiddels hoger ligt dan de inflatie. Een tweede belangrijke component is de ontwikkeling van het netto vermogen van huishoudens, dat door stijgende huizenprijzen, en hoge beurskoersen fors is opgelopen. Dat onder pessimistische consumenten de bestedingsbereidheid hoog blijft lijkt tegenstrijdig, maar het verschil zit in de statistische weging. Consumentenvertrouwen is een (gewogen) doorsnede waarin de zorgen van de brede massa (en dus relatief veel gewicht naar lage inkomensgroepen gaat) zwaar doorwerken. Het totale huishoudvermogen wordt daarentegen sterk beïnvloed door de vermogende top. Juist die groep drukt onevenredig zwaar op de vermogensstatistiek én dus op consumptie. Dit mechanisme wordt vaak aangeduid als een ‘K-shaped’ economie: de welvaartsbeleving divergeert, terwijl de macro-economische uitkomst nog solide kan blijven.

Hierin schuilt volgens het IMF echter een belangrijk risico voor 2026. Als de hoge winstverwachtingen van Amerikaanse bedrijven niet worden waargemaakt en financiële markten scherp corrigeren, kan dat het totale vermogen van de hoogste inkomensgroepen (89e percentiel) direct raken. Deze groep bezit ongeveer 90% van de aandelen en beleggingsfondsen, waaronder 'mutual funds'. Omdat juist deze huishoudens een bovengemiddeld grote bijdrage leveren aan de binnenlandse consumptie, kan een forse correctie een belangrijke steunpilaar onder de groei wegnemen en de kans op een brede economische terugval vergroten.

Naast consumptie droeg in het derde kwartaal ook de netto-export relatief veel bij aan de groei. Dat werd geholpen door (1) importheffingen die import afremmen en (2) een zwakkere dollar gedurende het kwartaal, wat de exportpositie ondersteunt. Tegelijkertijd lieten private investeringen een grilliger beeld zien. In het eerste kwartaal (circa 1,2% van het bbp) en het tweede kwartaal (circa 0,8% van het bbp) droegen investeringen, veelal onder de vlag van investeringen in artificiële intelligentie ('AI'), sterk bij. In het derde kwartaal viel dit scherp terug naar ongeveer 0,2%. Hoewel de bouw van datacenters doorzet, werd dat effect overschaduwd door een terugval in mijnbouw gerelateerde bouwactiviteiten, mede door lagere olieprijsen. Ook dit onderstreept hoe onzeker de 'AI'-impuls blijft: die kan economische groei versterken via hogere investeringen, en consumptie, maar juist weer temperen wanneer verwachtingen omslaan.

Voor 2026 komt daar een duidelijke politieke dynamiek bovenop. In november staan de Amerikaanse 'midterms' op de agenda, en de aanloop daarnaartoe zal gebruikt worden om de 'approval rate' van president Trump en de Republikeinen te stutten. De 'One Big Beautiful Bill Act', met onder andere belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, kan daarbij voor een tijdelijke groeiprikkel zorgen, al is het de vraag of dit voldoende is om een afkoelende arbeidsmarkt te compenseren. De werkloosheid is vanaf het dieptepunt van 3,4% begin 2023 namelijk gestaag opgelopen naar 4,6%. Dat is historisch nog steeds laag, maar de trend duidt op een afkoelende arbeidsmarkt, en dit wordt ook door andere indicatoren bevestigd. In die context is het niet ondenkbaar dat het eerder geopperde plan terugkeert om (een deel van) de opbrengsten uit importheffingen om te zetten in 'stimulus checks', met als doel het politieke draagvlak richting de verkiezingen te vergroten.

Vergeleken met de VS oogt Europa als een baken van relatieve stabiliteit, maar wel met duidelijk lagere groei. De eurozone groeide in het derde kwartaal met 1,4% ten opzichte van een jaar eerder. Vooral de exportgeoriënteerde Duitse economie ondervindt op meerdere manieren hinder van het Amerikaanse handelsbeleid. Een sterke euro drukt het concurrentievermogen richting andere handelsblokken, terwijl China een deel van de export die oorspronkelijk voor de VS bestemd was, in de eurozone op de markt brengt. Bovendien is de Chinese exportmix sterk veranderd: het gaat allang niet meer alleen om laagwaardige 'copycat'-producten, maar steeds vaker om hoogwaardige industriële goederen die rechtstreeks concurreren met Duitse kernsectoren, zoals de besmette auto-industrie.

Op termijn zullen de hogere overheidsuitgaven van de regering-Merz, onder meer gericht op investeringen in de defensie-industrie, helpen om de Duitse economie weer vlot te trekken. Maar, zoals we gewend zijn van onze oosterburen, verloopt dit proces traag. Bijna een jaar na het loslaten van de 'schulden-rem' zijn de effecten hiervan niet of nauwelijks zichtbaar. Wel is het budget voor 2026 inmiddels door de 'Bondsday' heen, waarmee de weg open ligt voor grote defensie opdrachten, die naar verwachting vanaf begin 2026 op gang zullen komen. Tegelijk blijft onzeker hoe groot de fiscale 'multiplier' is: schattingen lopen uiteen van circa 0,5x (Goldman Sachs) tot 1,0x–1,5x (Kiel Institute).

Frankrijk staat iets hoger op de ranglijst (van economische groei), maar daar domineren binnenlandse politieke spanningen het beeld. Het vierde kwartaal voegde nieuwe onrust toe: Sébastien Lecornu trad na 26 dagen af als premier om vervolgens de volgende dag opnieuw benoemd te worden door president Macron. Na het overleven van een motie van wantrouwen lukte het in de rest van het jaar niet om een volledige begroting voor 2026 door het parlement te krijgen. Daarmee start Frankrijk het nieuwe jaar (net als vorig jaar) met een noodwet die de overheid in staat stelt belasting te blijven innen en uitgaven te doen op basis van de kaders van de begroting 2025. Dat is ongunstig voor het schuldenpad, al blijft het wat ons betreft een oplosbaar probleem.

De economische groei van de eurozone werd ten dele rechtgetrokken door de "periferie" landen zoals Ierland, Cyprus, Bulgarije (bijna lid van de eurozone) en Spanje, die de malaise van de 'eurocrisis' van de jaren '10 achter zich hebben gelaten en weer stevig groeien, gedragen door aantrekkelijk toerisme, een sterkere bankensector en, paradoxaal genoeg, striktere begrotingsdiscipline.

Buiten Europa ging veel aandacht uit naar Japan. Na decennia van hardnekkige deflatie moet het land nu juist prijsstijgingen beteugelen. Met een overheidsschuld van 237% (IMF) kan herfinanciering bij hogere rentes snel duur worden, zeker als de groei tegenvalt, zoals in het derde kwartaal met 0,6% groei op jaarbasis het geval was. De nieuw benoemde premier Takaichi deed daar nog een schep bovenop door aan te kondigen de economie fiscaal verder te willen stimuleren, wat verdere opwaartse druk zet op lange rentes.

China liet in geopolitiek opzicht zijn spierballen zien door het gebruik van zeldzame aardmetalen deels aan banden te leggen. De VS reageerde met een dreiging om importheffingen met 100% te verhogen. Tijdens de APAC-top kwamen de landen echter tot een nieuw akkoord. De Verenigde Staten en China, die elkaar eerder importtarieven van respectievelijk 145% en 125% hadden opgelegd, besloten deze maatregelen nu voor een jaar op te schorten, nadat ze dat al twee maal eerder voor 90 dagen hadden gedaan. Tijdens deze 'uitstel' periode heft de VS 30% op goederen uit China. Dit bestaat uit een 10% basis tarief plus 20%, omdat China te weinig tegen de export van fentanyl deed. De laatste 20% gaat de VS voor komend jaar ook met 10% verlagen. China trekt op zijn beurt de restricties op zeldzame aardmetalen in. Importheffingen op China blijven hoog, maar zoals eerder beschreven heeft het land zich geherpositioneerd door goederen naar andere regio's te exporteren.

De Chinese economie groeide in het derde kwartaal met 4,8% ten opzichte van een jaar eerder. De officiële doelstelling ligt rond 5,0% per jaar, maar volgens het IMF zal China dat waarschijnlijk niet halen. Binnenlandse consumptie blijft zwak, mede door de nasleep van de vastgoedcrisis. Het land leunt zwaar op industriële subsidies en export gedreven groei. De vraag, ook door het IMF gesteld, is hoe lang China dit model kan volhouden zonder de fiscale gevolgen ervan te moeten ervaren.

India vormde het tegenbeeld. De economie groeide in het derde kwartaal met 8,2% (!) ten opzichte van een jaar eerder. Daarmee zal het land, geholpen door de zwakke yen per jaareinde 2025 Japan inhalen en de vierde grootste economie ter wereld worden. In tegenstelling tot China is de groei in India veel meer gedragen door private consumptie. Dat wordt deels gevoed door het extra vertrouwen na de vereenvoudiging van het belastingstelsel die in september is doorgevoerd.

Tot slot maakten verschillende vormen (edel-) metalen een enorme stijging door. De trend is sinds het begin van 2025 zichtbaar, maar zilver spande in het vierde kwartaal de kroon met een prijsstijging van circa +60%. Grote zilver producenten zoals Mexico, China, en Peru kunnen hier de vruchten van plukken.

Financiële markten

Aandelenmarkten beleefden opnieuw een goed kwartaal, vrijwel zonder uitzonderingen. Europese kapitaalmarktrentes liepen op, met name aan het lange eind van de rentecurve, terwijl Amerikaanse kapitaalmarktrentes per saldo zijwaarts bewogen. Bedrijfsobligaties deden het iets beter dan staatsobligaties, maar boekten door rentebewegingen een mager resultaat. Beursgenoteerd vastgoed sloot licht hoger, maar bleef duidelijk achter bij de brede aandelenindices. Edelmetalen zetten hun opmars, met goud (+12%), en vooral zilver verder voort, terwijl het 'digitale goud', Bitcoin, 20% verloor.

Staatsobligaties

Aan het begin van het kwartaal daalden de rentes op Europese staatsobligaties nog, nadat leden van de ECB Governing Council hadden gesuggereerd dat een renteverlaging waarschijnlijker was dan een renteverhoging. Vanaf de tweede helft van oktober draaide dat beeld. De focus verschoof naar de aangekondigde fiscale stimulering in Duitsland, en begin december kwam daar extra vaart in toen de Duitse overheid de begroting voor 2026 goedkeurde.

De Duitse 10-jaars steeg van 2,7% naar 2,9%. In Nederland liep de 10-jaars rente op van 2,9% naar 3,0%. Ook aan het lange eind stegen de rentes. Zo ging de Duitse 30-jaars rente naar circa 3,5% vanaf 3,3%, terwijl de Nederlandse 30-jaars rente rond 3,6% uitkwam. Omdat Duitsland het voortouw neemt bij hogere defensie uitgaven, bleven Duitse obligaties relatief achter ten opzichte van andere eurolanden. Italiaanse, Franse en Spaanse 10-jaars rentes bleven bijvoorbeeld grotendeels onveranderd, terwijl die van Duitsland dus opliep.

Opvallend was bovendien dat Europese swaprentes sneller opliepen dan de bijbehorende staatsrentes, waardoor swapspreads afnamen. Een deel daarvan kan worden verklaard door normalisatie, omdat die spreads historisch hoog waren. Daarnaast speelt de Nederlandse Wet Toekomst Pensioenen (WTP) een rol, doordat pensioenfondsen minder (ultra-) lange swaps nodig hebben om renterisico af te dekken. Hedgefondsen participeren ook, maar dan speculatief. Onduidelijk is welke partij de markt maakt. Dit kan ertoe hebben bijgedragen dat (lange) swaprentes al voor de invaardatum van 1 januari 2026 verder zijn opgelopen.

Buiten de eurozone was het beeld gemengd. De Amerikaanse 10-jaars rente bewoog per saldo zijwaarts en blijft op 4,1% steken. Rentes liepen op met ongeveer 10 basispunten in Zwitserland en circa 20 basispunten in Nieuw Zeeland. Grotere stijgingen zagen we in Australië, waar de 10-jaars rente opliep van 4,3% naar 4,7%, en in Japan van 1,6% naar 2,1%. Alleen in het Verenigd Koninkrijk daalde de 10-jaars rente, van 4,7% naar 4,5%, nadat bleek dat eerdere inflatiecijfers toch te hoog waren ingeschat.

Bedrijfsobligaties

Europese bedrijfsobligaties stonden onder druk door de oplopende swaprentes. Spreads op 'investment grade' obligaties kwamen wel iets in, maar onvoldoende om het effect van hogere 'basis' rentes te compenseren. Het kwartaal eindigde daardoor magertjes. De verschillen tussen financials en non-financials bleven beperkt, net als het onderscheid met meer risicovolle 'high yield' bedrijfsobligaties. Het dominante verhaal was de rentebeweging, niet krediet.

Aandelen

Aandelenbeurzen kunnen terugkijken op een goed vierde kwartaal van 2025. De best presterende regio's van het kwartaal waren Europese aandelen en aandelen van opkomende markten, maar met resultaten variërend tussen de 3,5% en 6,0% voor de verschillende regio's zijn de verschillen niet erg groot. De Eurostoxx50 kwam uit op een kwartaalrendement van circa 5%, en de S&P 500- index bleef in euro's gemeten wat achter met een kwartaalrendement van circa 3%.

Onderliggend waren er (in euro's gemeten) wel een aantal uitschieters. In Europa sprongen Finland met +14%, Spanje met +13% en Zwitserland met +9% eruit. In Azië presteerden Zuid Korea met +23% en Taiwan met +14% sterk. In Zuid A

Ondanks de positieve kwartaaluitkomsten was het geen kwartaal zonder nervositeit. Aan het begin van het kwartaal ontstond onrust nadat twee regionale Amerikaanse banken in verplichte rapportages blootstelling meldden aan frauduleuze leningen van respectievelijk 100 miljoen en 50 miljoen dollar. De markt corrigeerde scherp, mede omdat beleggers het faillissement van First Brands Group nog aan het verwerken waren en vreesden dat er meer problemleningen boven water zouden komen. Dat scenario materialiseerde niet. Medio november volgde opnieuw een stevige correctie, dit keer zonder duidelijke fundamentele aanleiding. Zorgen over waarderingen van 'AI' gerelateerde bedrijven sloegen kortstondig om in risicoaversie, terwijl de winstcijfers over het derde kwartaal geen brede paniek rechtvaardigden. Veel koersen zakten onder hun 50- en zelfs 100-daags gemiddelde, wat technisch vaak als trendbreuk wordt gezien. Vanaf eind november herstelde de markt echter toch waarmee indices het kwartaal alsnog positief afsloten.

In Europa en de VS waren de koersstijgingen minder uitgesproken, maar alsnog overwegend positief. Op Europese aandelenbeurzen liepen de kwartaalrendementen uiteen van rond 0% in Duitsland tot 8-10% in Spanje en Italië. De EuroStoxx50-index kwam daarmee uit op een kwartaalrendement van ca. 5%. Daarmee bleef Europa iets achter bij de VS, waar de S&P500-index met ca. 7% steeg (in euro's gemeten). Daarbij viel vooral het verschil op tussen de 'technologie'-index Nasdaq, die met ruim 10% steeg, en de meer 'traditionele industrie'-index Dow Jones, die met zo'n 3% steeg.

Beursgenoteerd vastgoed

Europees beursgenoteerd vastgoed liet dit jaar eindelijk weer een licht positief resultaat zien, maar dat kwam vooral doordat de sector na de eerdere correcties laag was gewaardeerd. Het herstel bleef fragiel, omdat Europese rentes juist opliepen. De Duitse 10-jaars rente steeg in 2025 met circa 50 basispunten, wat een duidelijke rem zet op vastgoedwaarderingen. De categorie kwam voor het kwartaal uit op ongeveer +2% en bleef daarmee ruim achter bij de brede aandelenindices. Binnen de sector presteerden zorgvastgoed en winkelvastgoed relatief goed, terwijl woningen en kantoren duidelijk achterbleven.

Marktvooruitzichten

In onze TAA-visie begonnen we het vierde kwartaal van 2025 met een neutrale positie. In de loop van het kwartaal zijn we naar een 'risk on'-positionering gegaan via een lichte overweging van aandelen en een lichte onderweging van staatsobligaties. Voor het eerste kwartaal van 2026 handhaven we deze tactische visie.

Financiële markten waren gedurende het vierde kwartaal al positief gestemd, ondanks het onzekere macro-economische en geopolitieke klimaat. Die onzekerheid is zeker niet verdwenen, maar een groot aantal dossiers is inmiddels een stuk concreter geworden. Hoewel de uitkomsten lang niet overal gunstig zijn, weten beleggers wel beter waar ze aan toe zijn. Het salvo aan importheffingen is afgevuurd en een reeks onderhandelingen is ondertussen afgerond. Ook op fiscaal terrein is er meer richting, omdat de 'One Big Beautiful Bill Act' is getekend en deels is ingevoerd. In het verlengde daarvan is ook het monetaire pad beter in te schatten. De markt rekent op een Trump-gezinde voorzitter bij de Fed, waardoor de beleidsrente eerder zal dalen dan stijgen, en de Fed is daarnaast gestopt met 'quantitative tightening'. Tegelijk is een belangrijk praktisch risico weggenomen. De 'shutdown' is afgewend, waardoor de datastroom van het BLS en het BEA weer normaliseert. Geopolitiek heeft Trump kleur bekend in het conflict tussen Rusland en Oekraïne. De dollar is minder sterk, maar zijn rol als wereldreservemunt staat niet meer ter discussie. En in Europa groeit het besef dat het continent meer op eigen benen moet staan, wat zich zal vertalen naar meer fiscale stimulering.

Dat straalde af op risicovolle categorieën die het in het vierde kwartaal dan ook goed hebben gedaan, zeker in vergelijking met de 'veilige' staatsobligaties die beduidend minder in trek waren. De keerzijde van het positieve sentiment is wel dat risicovolle beleggingscategorieën, die historisch gezien al duur waren, nog duurder zijn geworden. Zeker de waardering van AI-gerelateerde bedrijven doet denken aan de "dotcom-bubble" van eind jaren '90 van de vorige eeuw. Er zijn veel gelijkenissen te trekken, zoals de waardering van de IT-sector die momenteel historisch hoog is, maar even zo goed valt te beargumenteren dat deze keer toch 'echt' anders is, omdat AI wel tot significante productiviteits- en/of winstgroei leidt. Of dit echt waar is, zullen we wellicht over vijf jaar kunnen beantwoorden. Wat in ieder geval blijkt uit historische data is dat huidige waarderingen een zeer slechte voorspeller zijn van rendementen de komende 12 maanden (terwijl ze wel veel zeggen over rendementen de komende 10 jaar).

Vooralsnog zijn er weinig signalen dat het positieve marktsentiment op korte termijn snel omslaat. De fundamentele omgeving blijft bovendien ondersteunend, door ruim monetair beleid, het stopzetten van 'quantitative tightening' en extra fiscale impulsen. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt af, maar is nog niet in een kritieke fase, terwijl de consument blijft besteden. Ook de groeiverwachtingen voor 2026 liggen rond het gemiddelde, wat op zichzelf geen paniek rechtvaardigt. Tegelijkertijd is het verhaal niet zo eenduidig. De (over-) waardering van aandelen en andere risicovolle beleggingscategorieën maken deze namelijk wel kwetsbaar voor een diepe correctie als deze komt door bijvoorbeeld negatieve geopolitieke ontwikkelingen of een onverwacht 'risk event'.

Staatsobligaties

De rentes op Europese staatsobligaties zijn de afgelopen maanden opgelopen. Dit werd vooral gedreven door Duitsland, terwijl veel andere landen per saldo nauwelijks veranderden. Opvallend is dat de stijging dit keer niet primair samenhangt met inflatie of inflatieverwachtingen, die in de eurozone netjes rond de doelstelling liggen. De belangrijkste factor is het groeiende besef dat Europese overheden meer zullen moeten lenen om strategisch en defensief zelfstandiger te worden, nu de financiële en politieke steun vanuit de Verenigde Staten minder vanzelfsprekend is.

Door deze ontwikkeling wordt er in 2026 (voor het derde jaar op rij) veel nieuwe uitgifte van staatsobligaties verwacht. Traditioneel begint het jaar met grote volumes aan nieuwe leningen, wat in het eerste kwartaal opwaartse druk kan geven op rentes en daarmee negatief kan uitpakken voor obligatierendementen. Daarnaast gaan per 1 januari 2026 vierentwintig Nederlandse pensioenfondsen invaren onder de WTP. Dat kan ertoe leiden dat zij in de loop van 2026 hun positie in 'receiver swaps' afbouwen. Dit heeft niet één op één hetzelfde effect op staatsrentes, maar kan indirect wel invloed hebben op de rentestructuur van staatsobligaties. De combinatie van veel uitgifte en deze technische factoren is voor ons reden om staatsobligaties licht onderwogen te houden.

Voor Amerikaanse rentes geldt in theorie dat stevige groei, hardnekkige inflatie, een zwakkere dollar (via de handelsbalans), importheffingen en een groot begrotingstekort zouden moeten leiden tot hogere kapitaalmarktrentes. Toch is dat afgelopen jaar niet gebeurd. Dat komt deels doordat importheffingen meer inkomsten opleverden dan aanvankelijk werd gedacht, waardoor een deel van de budgettaire impact van de 'One Big Beautiful Bill Act' werd gedompt. Daarnaast speelde mee dat de Fed stopte met 'quantitative tightening'. Ook zijn er beleidsmatige keuzes gemaakt om de druk op lange rentes te verlichten. De Fed herbelegt sinds december aflopende 'MBS' bijvoorbeeld volledig in Amerikaanse staatsobligaties. Daarnaast is het Amerikaanse ministerie van Financiën haar schuld met kortere looptijden gaan financieren, wat de uitgifte van langlopende leningen beperkt. Tot slot is er wetgeving ingevoerd waardoor de snelgroeiende 'stablecoins' verplicht zijn om één op één Amerikaanse staatsobligaties aan te houden. Ter vergelijking, Tether, het grootste 'stablecoin'-bedrijf, bezit \$135 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties, waarmee het na Zuid-Korea de op 17 na grootste bezitter is van Amerikaans schuld papier.

Bedrijfsobligaties

Fundamenteel staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk voor. Winstmarges en kapitaalratio's, met name bij Europese financials, zijn solide. Hogere rentes dan een paar jaar geleden hebben wel geleid tot hogere 'leverage' en lagere 'interest coverage', maar dit is historisch gezien nog niet extreem. Voor de creditmarkt zijn bovendien korte rentes vaak relevanter dan lange rentes, en die zijn de laatste tijd juist gedaald.

Dat is ook te zien in de relatief gunstige ontwikkeling van de 'vraag-aanbod verhouding' van bedrijfsobligaties. Europese bedrijven hebben de afgelopen periode relatief veel obligaties uitgegeven. Daarnaast zijn er door het renteverskil tussen de VS en Europa ook Amerikaanse bedrijven in toenemende mate naar de euromarkt gekomen met zogeheten 'reverse Yankees'. Tegelijk bleek de vraag ruim voldoende om het extra aanbod te absorberen. In sommige segmenten was de vraag zelfs groter dan het aanbod, waardoor waarderingen van bedrijfsobligaties in historisch perspectief niet bijzonder aantrekkelijk ogen. Dit geldt sterker voor lager gewaardeerde credits, zoals BBB en lager, dan voor hoger gewaardeerde categorieën, zoals AA. Ook voor begin 2026 verwachten we veel uitgifte, maar we gaan er vooralsnog van uit dat dit aanbod kan rekenen op voldoende vraag.

Aandelen

Aandelenmarkten hebben sinds de tijdelijke inzinking na 'Liberation Day' de wind in de rug, maar daarmee zijn waarderingen opnieuw een centraal aandachtspunt. Beleggers anticiperen op verdere winstgroei en prijzen dat duidelijk in. De gerealiseerde winstontwikkeling in de VS blijft vooralsnog robuust en biedt geen directe aanleiding om die verwachting nu al af te schrijven.

De belangrijkste groeimotor onder Amerikaanse aandelen blijft de investeringsgolf in 'AI'. De investeringen zijn fors, maar in macro termen nog niet extreem. 'Capex' investeringen van 'AI' liggen rond de 0,8% van het bbp, tegenover ongeveer 1,3% van het bbp aan telecom investeringen in de jaren negentig. Dat relativeert de omvang, al zegt het uiteraard weinig over de uitkomst.

Voor Europese aandelen en veel andere regio's speelt waardering minder sterk, maar ze zijn bij de huidige koersniveaus wel kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten of ongunstige geopolitieke ontwikkelingen. Per saldo blijven wij positief over aandelen en handhaven we een lichte overweging.

Beursgenoteerd vastgoed

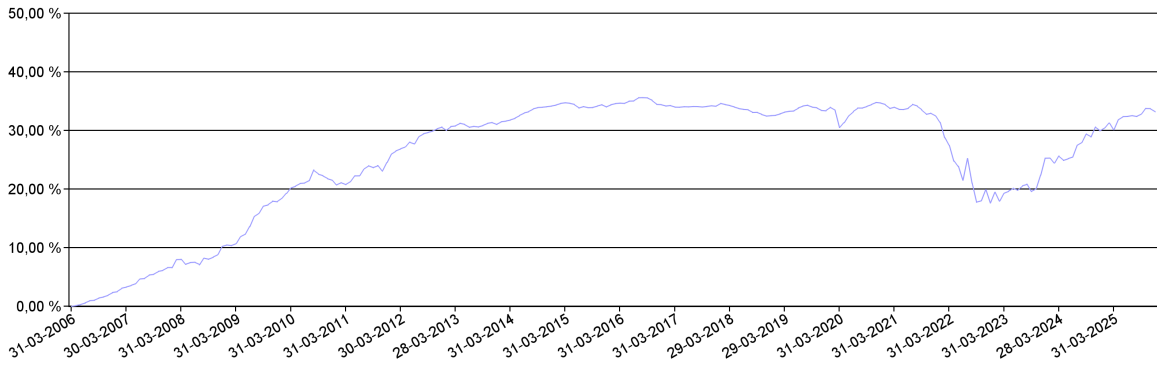
Europees beursgenoteerd vastgoed liet direct na de aankondiging van importheffingen in april korte tijd een duidelijke outperformance zien, maar bleef de afgelopen twee kwartalen juist achter bij de bredere markt. Vastgoed kan defensieve eigenschappen hebben in een handelsconflict, omdat de kasstromen vaak lokaal zijn. Tegelijk maken de wankelende groeivoorzichten en het risico op hogere Duitse rentes het beeld minder aantrekkelijk. Daarom handhaven we hier een neutrale positie.

Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 2% is het risicovrije rendement de afgelopen tijd aanzienlijk gedaald, maar verdere renteverlagingen worden voorlopig niet meer verwacht. Daarmee blijft het rendement op cash redelijk in lijn met de inflatie.

Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
31-12-2025	13.321,23	-0,41%	0,28 %	2,51 %
30-11-2025	13.375,89	-0,01%	0,70 %	2,93 %
31-10-2025	13.377,10	0,71%	0,71 %	2,94 %

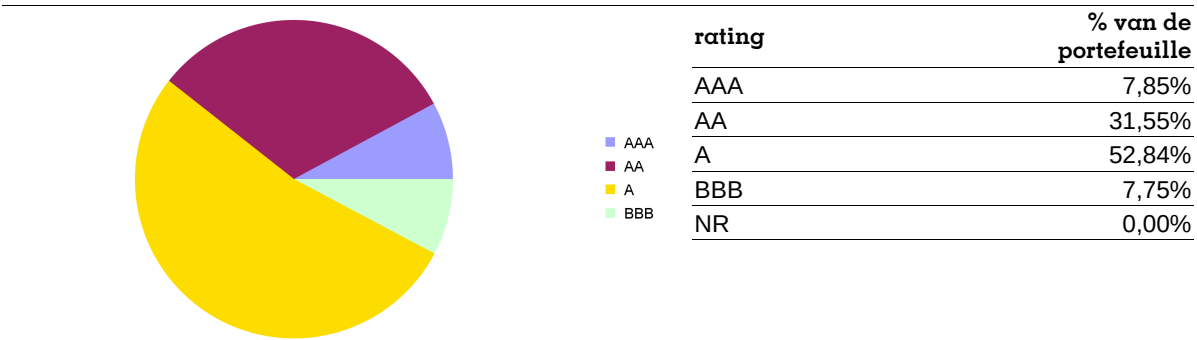
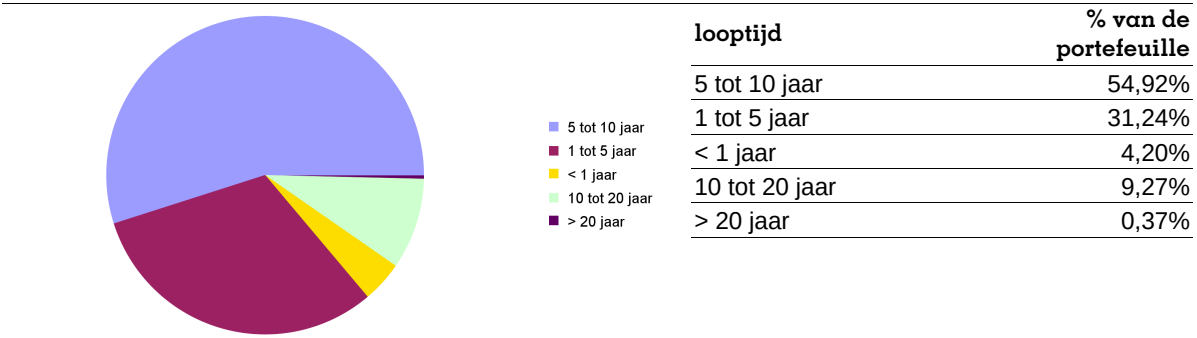
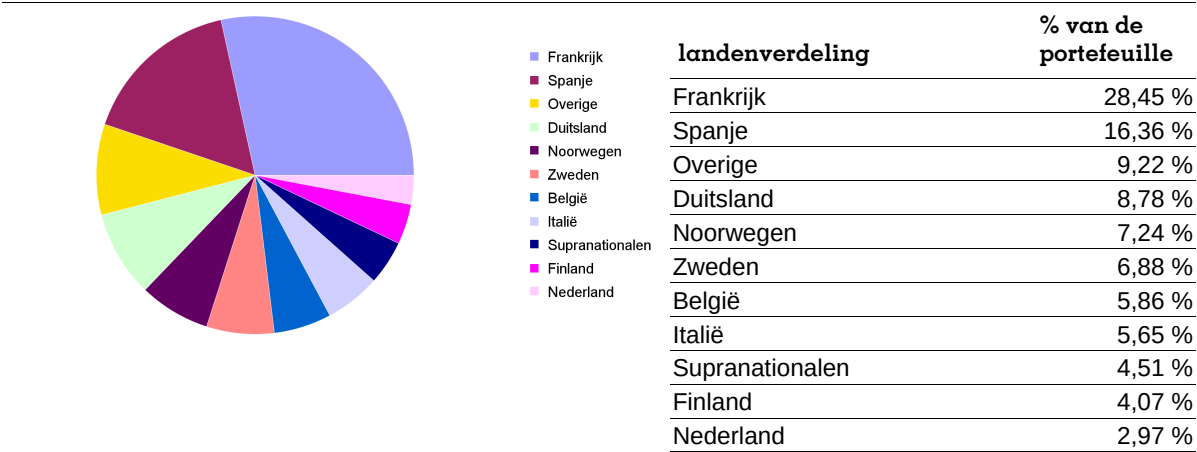
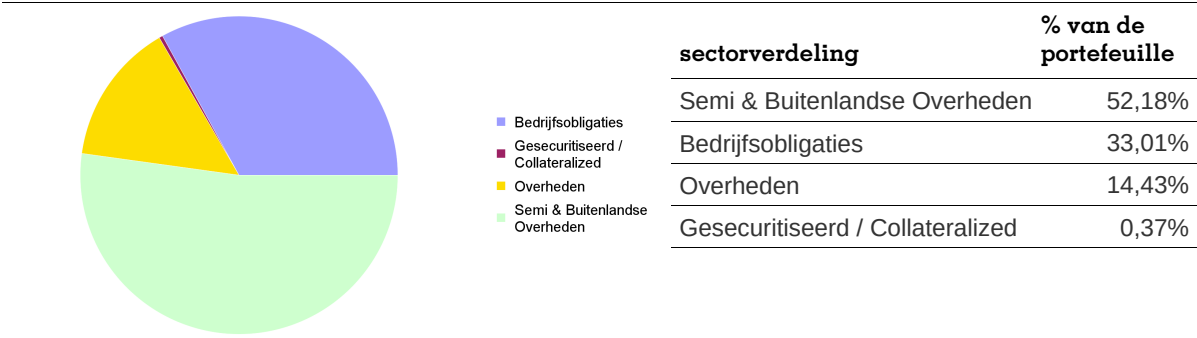


partial duration naar looptijd

	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,01
1 tot 3 jaar	0,11
3 tot 5 jaar	0,72
5 tot 7 jaar	0,78
7 tot 10 jaar	1,92
10 tot 15 jaar	0,76
15 tot 20 jaar	0,13
Langer dan 20 jaar	0,05
totaal	4,49

Bovenstaande tabel is na correctie van de futures

Samenstelling portefeuille



Samenstelling portefeuille (vervolg)**sectoren verdeeld naar rating**

	AAA	AA	A	BBB	totaal
Bedrijfsobligaties		25,93%	7,08%		33,01 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	0,37%				0,37 %
Overheden		0,11%	8,67%	5,65%	14,43 %
Semi & Buitenlandse Overheden	7,48%	5,51%	37,09%	2,10%	52,18 %
totaal	7,85 %	31,55 %	52,84 %	7,75 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	BBB	totaal
België		1,09%	4,77%		5,86 %
Cyprus			1,47%		1,47 %
Duitsland		8,78%			8,78 %
Finland		4,07%			4,07 %
Frankrijk	0,37%		28,08%		28,45 %
Italië				5,65%	5,65 %
Letland			0,78%		0,78 %
Litouwen			0,39%		0,39 %
Luxemburg		1,91%			1,91 %
Nederland	2,97%				2,97 %
Noorwegen		7,24%			7,24 %
Oostenrijk		1,58%			1,58 %
Roemenië				0,97%	0,97 %
Slovakije			0,39%		0,39 %
Slovenië			1,74%		1,74 %
Spanje			15,23%	1,13%	16,36 %
Supranationalen	4,51%				4,51 %
Zweden		6,88%			6,88 %
totaal	7,85 %	31,55 %	52,84 %	7,75 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	4,3%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,1%
FRANKRIJK_3.5%_25/11/2035	2,9%
BPIFRANCE SACA_3.125%_01/07/2033	2,9%
WALLONIE_3%_06/12/2030	2,6%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
DNB BANK	7,2%
REPUBBLICA ITALIANA	5,6%
CREDIT MUTUEL ARKEA	4,3%
COMUNIDAD AUTONOMA DE MADRID	4,2%
NORDEA BANK	4,1%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A											
	3.125%	30/10/2036		Oostenrijk								
AT0000A3PPG7	EUR	1,0000	200.000	97,21	199.822	194.416,00	1.078,77	195.494,77	0,7%	10,84	8,97	AA
	OOSTENRIJK 0%											
	26/02/2026			Oostenrijk								
	EUR	1,0000	30.000	99,71	29.861	29.913,00	0,00	29.913,00	0,1%	0,16	0,16	AA
BE0002853340	COMMUNAUTE FRANC 1.625%											
	03/05/2032			België								
	EUR	1,0000	200.000	90,91	199.506	181.816,00	2.163,70	183.979,70	0,7%	6,34	5,8	A
	WALLONIE 3.25%											
BE0002922038	22/06/2033			België								
	EUR	1,0000	200.000	98,84	198.162	197.672,00	3.436,99	201.108,99	0,7%	7,48	6,42	A
BE0002933142	COMMUNAUTE FRANC 3.75%											
	22/06/2033			België								
	EUR	1,0000	100.000	102,27	99.955	102.270,00	1.982,88	104.252,88	0,4%	7,48	6,33	A
	WALLONIE 3.75%											
BE0002956374	22/04/2039			België								
	EUR	1,0000	100.000	97,1	99.775	97.101,00	2.609,59	99.710,59	0,4%	13,32	9,99	A
BE0002966472	VLAANDEREN 4%											
	26/09/2042			België								
	EUR	1,0000	200.000	99,23	199.162	198.450,00	2.126,03	200.576,03	0,7%	16,75	11,89	AA
	WALLONIE 3%											
BE0390103662	06/12/2030			België								
	EUR	1,0000	700.000	99,91	698.894	699.384,00	1.495,89	700.879,89	2,6%	4,93	4,51	A
BE0390122852	VLAANDEREN 3.5%											
	22/06/2045			België								
	EUR	1,0000	100.000	91,35	93.637	91.352,00	1.850,68	93.202,68	0,3%	19,49	13,34	AA
	SACHAN 2.75%											
DE000A4DFTY3	19/05/2032			Duitsland								
	EUR	1,0000	500.000	99,13	499.875	495.645,00	8.551,37	504.196,37	1,9%	6,39	5,68	AA
DE000BHY0GA	LANDESBANK BADEN											
	0.5% 05/11/2029			Duitsland								
	EUR	1,0000	600.000	90,91	511.654	545.448,00	468,49	545.916,49	2,0%	3,85	3,7	AA
	LANDESBANK BADEN											
DE000BHY0SL9	0.375% 21/04/2031			Duitsland								
	EUR	1,0000	600.000	86,32	597.888	517.896,00	1.571,92	519.467,92	1,9%	5,31	5,08	AA
DE000F2MGDC	EURO-BUND FUTURE											
	Mar26			Duitsland								
	EUR	1,0000	-1.700.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
	EURO-BOBL FUTURE											
DE000F2MGDD	Mar26			Duitsland								
	EUR	1,0000	-2.000.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
DE000F2MGDE	EURO-SCHATZ FUT											
	Mar26			Duitsland								
	EUR	1,0000	-400.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
	NORDDEUTSCHE											
DE000NLB4RS5	LAN 4.875%			Duitsland								
	11/07/2028			Duitsland								
	EUR	1,0000	200.000	105,09	212.078	210.176,00	4.647,95	214.823,95	0,8%	2,53	2,33	AA
	NRW BANK 2.875%											
DE000NWB0AX	26/09/2039			Duitsland								
	EUR	1,0000	100.000	91,98	99.316	91.977,00	764,04	92.741,04	0,3%	13,75	10,94	AA
DE000NWB0AY	NRW 2.5% 13/02/2032											
	EUR	1,0000	200.000	97,87	198.936	195.730,00	4.410,96	200.140,96	0,7%	6,12	5,46	AA
ES0000012L52	SPANJE 3.15%											
	30/04/2033			Spanje								
	EUR	1,0000	250.000	101,08	249.408	252.710,00	5.307,53	258.017,53	0,9%	7,33	6,34	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt-waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
ES0000090953	JUNTA DE ANDALUC 3.3% 30/04/2035		Spanje		498.815	496.495,00	13.245,21	509.740,21	1,9%	9,33	7,71	A
	EUR	1,0000	500.000	99,3								
ES0000090961	JUNTA DE ANDALUC 3.25% 31/10/2033		Spanje		399.724	401.144,00	7.978,08	409.122,08	1,5%	7,84	6,71	A
	EUR	1,0000	400.000	100,29								
ES00001010J0	MADRID 2.822% 31/10/2029		Spanje		100.000	100.979,00	479,35	101.458,35	0,4%	3,84	3,58	A
	EUR	1,0000	100.000	100,98								
ES00001010K8	MADRID 3.596% 30/04/2033		Spanje		296.109	310.059,00	7.270,82	317.329,82	1,2%	7,33	6,25	A
	EUR	1,0000	300.000	103,35								
ES00001010P7	MADRID 3.173% 30/07/2029		Spanje		99.991	102.121,00	1.347,44	103.468,44	0,4%	3,58	3,32	A
	EUR	1,0000	100.000	102,12								
ES00001010Q5	MADRID 3.137% 30/04/2035		Spanje		399.952	395.224,00	11.035,36	406.259,36	1,5%	9,33	7,75	A
	EUR	1,0000	400.000	98,81								
ES00001010R3	MADRID 2.487% 30/07/2030		Spanje		199.992	198.812,00	2.766,36	201.578,36	0,7%	4,58	4,22	A
	EUR	1,0000	200.000	99,41								
ES0000106734	BASQUE GOVERNMEN 1.875% 30/07/2033		Spanje		297.969	276.354,00	2.388,70	278.742,70	1,0%	7,58	6,85	A
	EUR	1,0000	300.000	92,12								
ES0000106759	BASQUE GOVERNMEN 3.4% 30/04/2034		Spanje		199.686	203.222,00	4.583,01	207.805,01	0,8%	8,33	7,02	A
	EUR	1,0000	200.000	101,61								
ES0000106767	BASQUE GOVERNMEN 3.25% 30/04/2035		Spanje		398.632	399.652,00	10.827,40	410.479,40	1,5%	9,33	7,73	A
	EUR	1,0000	400.000	99,91								
ES0001352642	XUNTA DE GALICIA 2.87% 30/04/2032		Spanje		299.940	298.677,00	4.670,63	303.347,63	1,1%	6,33	5,62	A
	EUR	1,0000	300.000	99,56								
ES0200002030	ADIFAL 1.25% 04/05/2026		Spanje		213.894	199.346,00	1.657,53	201.003,53	0,7%	0,34	0,34	BBB
	EUR	1,0000	200.000	99,67								
ES0200002121	ADIFAL 3.5% 30/04/2032		Spanje		99.629	101.612,00	2.358,90	103.970,90	0,4%	6,33	5,49	BBB
	EUR	1,0000	100.000	101,61								
FR0014001S17	CADES 0% 25/05/2031		Frankrijk		304.047	256.749,00	0,00	256.749,00	0,9%	5,4	5,24	A
	EUR	1,0000	300.000	85,58								
FR001400A3H2	CADES 1.5% 25/05/2032		Frankrijk		99.435	90.872,00	908,22	91.780,22	0,3%	6,4	5,89	A
	EUR	1,0000	100.000	90,87								
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		504.280	520.405,00	5.933,22	526.338,22	1,9%	4,72	4,21	A
	EUR	1,0000	500.000	104,08								
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		198.066	194.312,00	2.116,44	196.428,44	0,7%	12,73	9,8	A
	EUR	1,0000	200.000	97,16								
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk		199.846	201.068,00	2.034,25	203.102,25	0,7%	12,76	9,69	A
	EUR	1,0000	200.000	100,53								
FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT 3.375% 25/11/2030		Frankrijk		99.931	102.078,00	342,12	102.420,12	0,4%	4,9	4,46	A
	EUR	1,0000	100.000	102,08								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
FR001400N7G0	CADES 2.75% 25/02/2029		Frankrijk		199.820	201.136,00	4.671,23	205.807,23	0,8%	3,16	2,92	A
	EUR	1,0000	200.000	100,57								
FR001400NHX9	REGION OF ILE DE 3.2% 25/05/2034		Frankrijk		299.367	293.163,00	5.812,60	298.975,60	1,1%	8,4	7,09	A
	EUR	1,0000	300.000	97,72								
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		200.999	201.578,00	4.430,14	206.008,14	0,8%	5,37	4,73	A
	EUR	1,0000	200.000	100,79								
FR001400Q6Q8	BPCE SFH 3.125% 22/05/2034		Frankrijk		99.992	98.567,00	1.917,81	100.484,81	0,4%	8,39	7,13	AAA
	EUR	1,0000	100.000	98,57								
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk		1.178.340	1.173.684,00	7.397,65	1.181.081,65	4,3%	8,82	7,46	A
	EUR	1,0000	1.200.000	97,81								
FR001400TML1	BPIFRANCE SACA 2.875% 25/11/2031		Frankrijk		299.232	295.635,00	874,32	296.509,32	1,1%	5,9	5,33	A
	EUR	1,0000	300.000	98,55								
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk		196.710	196.534,00	2.202,74	198.736,74	0,7%	6,64	5,85	A
	EUR	1,0000	200.000	98,27								
FR001400WR49	REGION OF ILE DE 3.65% 25/05/2035		Frankrijk		199.620	201.092,00	6.900,00	207.992,00	0,8%	9,4	7,6	A
	EUR	1,0000	200.000	100,55								
FR001400X656	VILLE DE PARIS 3.5% 05/02/2036		Frankrijk		498.740	491.935,00	15.821,92	507.756,92	1,9%	10,1	8,1	A
	EUR	1,0000	500.000	98,39								
FR001400X6D7	CADES 2.875% 25/05/2030		Frankrijk		499.025	502.400,00	8.703,77	511.103,77	1,9%	4,4	4,02	A
	EUR	1,0000	500.000	100,48								
FR001400YA95	UNEDIC 3.375% 25/11/2033		Frankrijk		496.220	501.370,00	1.710,62	503.080,62	1,9%	7,91	6,82	A
	EUR	1,0000	500.000	100,27								
FR001400ZAD0	UNEDIC 3.25% 25/05/2035		Frankrijk		497.575	488.645,00	10.863,01	499.508,01	1,8%	9,4	7,78	A
	EUR	1,0000	500.000	97,73								
FR0014010VH4	BPIFRANCE SACA 3.125% 01/07/2033		Frankrijk		796.320	785.512,00	12.602,74	798.114,74	2,9%	7,5	6,47	A
	EUR	1,0000	800.000	98,19								
FR0014012II5	FRANKRIJK 3.5% 25/11/2035		Frankrijk		795.784	796.200,00	2.838,36	799.038,36	2,9%	9,91	8,21	A
	EUR	1,0000	800.000	99,53								
IT0005508590	ITALIE 4% 30/04/2035		Italië		478.203	525.110,00	3.461,55	528.571,55	1,9%	9,33	7,61	BBB
	EUR	1,0000	500.000	105,02								
IT0005542359	ITALIE 4% 30/10/2031		Italië		543.217	582.488,50	3.807,71	586.296,21	2,2%	5,83	5,1	BBB
	EUR	1,0000	550.000	105,91								
IT0005596470	ITALIE 4.05% 30/10/2037		Italië		299.595	311.040,00	2.102,88	313.142,88	1,2%	11,84	9,16	BBB
	EUR	1,0000	300.000	103,68								
IT0005631608	ITALIE 4.1% 30/04/2046		Italië		99.465	99.716,00	709,62	100.425,62	0,4%	20,34	13,32	BBB
	EUR	1,0000	100.000	99,72								
SI0002104303	SLOVENIE 3.625% 11/03/2033		Slovenië		251.775	261.855,00	7.349,32	269.204,32	1,0%	7,2	6,13	A
	EUR	1,0000	250.000	104,74								
SI0002105052	SLOVENIE 3.125% 02/07/2035		Slovenië		199.492	197.568,00	3.133,56	200.701,56	0,7%	9,51	7,97	A
	EUR	1,0000	200.000	98,78								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
SK4000023230	SLOWAKIJE 3.625% 08/06/2033		Slovakije									
	EUR	1,0000	100.000	102,4	99.202	102.401,00	2.055,82	104.456,82	0,4%	7,44	6,33	A
XS1484645616	KAF KARNTNER AUS 0% 14/01/2032		Oostenrijk									
	EUR	1,0000	250.000	81,21	249.275	203.022,50	0,00	203.022,50	0,7%	6,04	5,94	AA
XS2003499386	NORDEA BANK 0.375% 28/05/2026		Finland									
	EUR	1,0000	500.000	99,28	516.050	496.405,00	1.119,86	497.524,86	1,8%	0,41	0,4	AA
XS2109812508	ROEMENIE 2% 28/01/2032		Roemenië									
	EUR	1,0000	300.000	85,56	308.250	256.668,00	5.556,16	262.224,16	1,0%	6,08	5,38	BBB
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen									
	EUR	1,0000	300.000	97,89	299.244	293.658,00	1.072,60	294.730,60	1,1%	1,05	1,02	AA
XS2527451905	SVENSKA HB 2.625% 05/09/2029		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	99,55	496.790	497.725,00	4.243,15	501.968,15	1,8%	3,68	3,43	AA
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen									
	EUR	1,0000	400.000	100,56	401.582	402.244,00	3.493,15	405.737,15	1,5%	0,72	0,71	AA
XS2586947082	ICO 3.05% 31/10/2027		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	101,53	99.950	101.530,00	518,08	102.048,08	0,4%	1,83	1,76	A
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen									
	EUR	1,0000	600.000	102,9	599.226	617.406,00	19.265,75	636.671,75	2,3%	2,2	2,04	AA
XS2604821228	LITOUWEN 3.875% 14/06/2033		Litouwen									
	EUR	1,0000	100.000	103,33	99.366	103.329,00	2.133,90	105.462,90	0,4%	7,46	6,29	A
XS2610236445	CYPRUS 4.125% 13/04/2033		Cyprus									
	EUR	1,0000	360.000	107,27	357.286	386.168,40	10.700,14	396.868,54	1,5%	7,29	6,12	A
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden									
	EUR	1,0000	800.000	102,52	802.222	820.160,00	16.816,44	836.976,44	3,1%	1,49	1,42	AA
XS2648672660	LETLAND 3.875% 12/07/2033		Letland									
	EUR	1,0000	200.000	103,05	199.430	206.102,00	3.673,29	209.775,29	0,8%	7,53	6,36	A
XS2695039128	BNG BANK 3.5% 27/09/2038		Nederland									
	EUR	1,0000	600.000	99,83	611.850	598.956,00	5.523,29	604.479,29	2,2%	12,75	10,05	AAA
XS2744491874	NWB 2.625% 10/01/2034		Nederland									
	EUR	1,0000	100.000	96,77	97.897	96.765,00	2.560,27	99.325,27	0,4%	8,03	6,93	AAA
XS2765024414	WERELDBANK 2.9% 14/02/2034		Supranationalen									
	EUR	1,0000	100.000	99,25	99.726	99.254,00	2.550,41	101.804,41	0,4%	8,13	6,96	AAA
XS2793252060	ICO 3.05% 30/04/2031		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	101,53	99.756	101.526,00	2.055,62	103.581,62	0,4%	5,33	4,78	A
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	102,07	496.935	510.370,00	10.032,53	520.402,53	1,9%	4,41	3,98	AA
XS2977974927	DNB BANK 3% 15/01/2031		Noorwegen									
	EUR	1,0000	600.000	100,28	598.050	601.662,00	17.309,59	618.971,59	2,3%	4,04	3,65	AA
XS2978479298	WERELDBANK 2.95% 16/01/2035		Supranationalen									
	EUR	1,0000	300.000	98,97	299.358	296.916,00	8.486,30	305.402,30	1,1%	9,05	7,61	AAA

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS3019311581	BANQUE ET CAISSE											
	3.25% 19/03/2031		Luxemburg									
XS3030091329	EUR	1,0000	500.000	100,69	498.365	503.465,00	12.821,92	516.286,92	1,9%	4,22	3,79	AA
	EBRD 2.875%											
XS3030091329	22/03/2032		Supranationalen									
	EUR	1,0000	500.000	99,6	498.500	498.010,00	11.303,08	509.313,08	1,9%	6,23	5,5	AAA
XS3080786398	INTERNATIONAL DE											
	2.5% 28/05/2030		Supranationalen									
XS3080786398	EUR	1,0000	300.000	99,46	299.679	298.368,00	4.479,45	302.847,45	1,1%	4,41	4,06	AAA
	SPANJE 2.8%											
XS3080788683	30/04/2032		Spanje									
	EUR	1,0000	400.000	99,54	398.348	398.144,00	6.720,00	404.864,00	1,5%	6,33	5,63	A
XS3187827251	NWB 2.75%											
	24/09/2032		Nederland									
XS3187827251	EUR	1,0000	100.000	98,8	99.862	98.799,00	745,89	99.544,89	0,4%	6,74	6,01	AAA
	NORDEA BANK FRN											
XS3215430060	23/10/2028		Finland									
	EUR	1,0000	600.000	100,05	600.000	600.282,00	2.821,00	603.103,00	2,2%	2,81	2,74	AA
XS3218710625	NORDDEUTSCHE											
	LAN 2.75% 30/10/2030		Duitsland									
XS3218710625	EUR	1,0000	300.000	98,66	298.344	295.983,00	1.423,97	297.406,97	1,1%	4,83	4,43	AA
	Cash											
XS3218710625			Nederland									
	EUR	1,0000	-1.047	1		-1.047,09	0,00	-1.047,09	0,0%			NR
XS3218710625	Cash											
			Nederland									
XS3218710625	EUR	1,0000	136.536	1		136.535,93	0,00	136.535,93	0,5%			NR
	eindtotaal					26.777.173,24	391.203,04	27.168.376,28	100,0%	6,55		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Buy, Customer	MCAD	AT0000A3PPG7	OOSTENRIJK_0%_26/02/2026						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	30.000	99,54	-29.860,80	0,00	-29.860,80	28-11-2025	02-12-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3215430060	NORDEA BANK_FRN_23/10/2028						
	Landesbank Baden- wuerttemberg (LBBW)	EUR	700.000	100	-700.000,00	0,00	-700.000,00	16-10-2025	23-10-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3218710625	NORDDEUTSCHE LAN_2.75%_30/10/2030						
	DZ Bank	EUR	300.000	99,45	-298.344,00	0,00	-298.344,00	22-10-2025	30-10-2025
Buy, Customer	XPAR	FR0014012II5	FRANKRIJK_3.5%_25/11/2035						
	J.P Morgan AG	EUR	800.000	99,47	-795.784,00	-1.150,68	-796.934,68	08-12-2025	10-12-2025
totaal Buy, Customer					-1.823.988,80	-1.150,68	-1.825.139,48		
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1ZLHR4	EURO-SCHATZ FUT Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	500.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	1.800.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1ZLHQ6	EURO-BOBL FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	2.000.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
totaal Buy Fut.Cl					0,00	0,00	0,00		
Coupon		FR001400L362	ALSFR_4.125%_03/10/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	8.250,00	03-10-2025	03-10-2025
Coupon		FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	400,00	08-10-2025	08-10-2025
Coupon		BE6338167909	EUROCLEAR BANK_3.625%_13/10/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.250,00	13-10-2025	13-10-2025
Coupon		FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034						
		EUR	0	0	0,00	0,00	39.708,00	25-10-2025	27-10-2025
Coupon		IT0005508590	ITALIE_4%_30/04/2035						
		EUR	0	0	0,00	0,00	10.000,00	30-10-2025	30-10-2025
Coupon		IT0005542359	ITALIE_4%_30/10/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.000,00	30-10-2025	30-10-2025
Coupon		IT0005596470	ITALIE_4.05%_30/10/2037						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.075,00	30-10-2025	30-10-2025
Coupon		AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A_3.125%_30/10/2036						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.250,00	30-10-2025	30-10-2025
Coupon		IT0005631608	ITALIE_4.1%_30/04/2046						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.050,00	30-10-2025	30-10-2025
Coupon		ES00001010J0	MADRID_2.822%_31/10/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.822,00	31-10-2025	31-10-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Coupon		XS2586947082	ICO_3.05%_31/10/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.050,00	31-10-2025	31-10-2025
Coupon		DE000BHY0GA7	LANDESBANK BADEN_0.5%_05/11/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.000,00	05-11-2025	05-11-2025
Coupon		FR001400TML1	BPIFRANCE SACA_2.875%_25/11/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	9.355,53	25-11-2025	25-11-2025
Coupon		FR001400YA95	UNEDIC_3.375%_25/11/2033						
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.604,45	25-11-2025	25-11-2025
Coupon		FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT_3.375%_25/11/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.375,00	25-11-2025	25-11-2025
Coupon		BE0390103662	WALLONIE_3%_06/12/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	21.000,00	06-12-2025	08-12-2025
totaal Coupon					0,00	0,00	145.189,98		
Sell,Cstmr	XDUB	XS2258389415	OP CORP BANK_0.1%_16/11/2027						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	150.000	95,57	143.349,00	138,90	143.487,90	16-10-2025	20-10-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2478690931	SKANDINAVISKA EN_1.75%_11/11/2026						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	100.000	99,53	99.528,00	1.644,52	101.172,52	16-10-2025	20-10-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS3215430060	NORDEA BANK_FRN_23/10/2028						
	J.P Morgan AG	EUR	100.000	100,03	100.028,00	0,00	100.028,00	21-10-2025	23-10-2025
Sell,Cstmr	XDUB	BE6338167909	EUROCLEAR BANK_3.625%_13/10/2027						
	BNP PARIBAS	EUR	200.000	102,34	204.678,00	218,49	204.896,49	22-10-2025	24-10-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	400.000	95,77	383.076,00	13,15	383.089,15	16-10-2025	20-10-2025
totaal Sell,Cstmr					930.659,00	2.015,06	932.674,06		
SellFutOp	XEUR	DE000F2MGDD9	EURO-BOBL FUTURE Mar26						
	UBS AG London branch	EUR	2.000.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F2MGDE7	EURO-SCHATZ FUT Mar26						
	UBS AG London branch	EUR	400.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F2MGDC1	EURO-BUND FUTURE Mar26						
	UBS AG London branch	EUR	1.700.000	0	0,00	0,00	0,00	25-11-2025	25-11-2025
totaal SellFutOp					0,00	0,00	0,00		
SettDebt		Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	15.000	1	-15.000,00	0,00	-15.000,00	16-10-2025	16-10-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
SettDebt			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	5.000	1	-5.000,00	0,00	-5.000,00	17-10-2025	17-10-2025
SettDebt			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	15.000	1	-15.000,00	0,00	-15.000,00	22-10-2025	22-10-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	372	1	-372,42	0,00	-372,42	28-10-2025	28-10-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	307	1	-306,60	0,00	-306,60	25-11-2025	25-11-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	467	1	-466,66	0,00	-466,66	28-11-2025	28-11-2025
SettDebt			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	UBS AG London branch	EUR	30.000	1	-30.000,00	0,00	-30.000,00	08-12-2025	08-12-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	229	1	-229,00	0,00	-229,00	29-12-2025	29-12-2025
totaal SettDebt					-66.374,68	0,00	-66.374,68		
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	47	1	47,48	0,00	47,48	03-10-2025	03-10-2025
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	UBS AG London branch	EUR	5.000	1	5.000,00	0,00	5.000,00	17-10-2025	17-10-2025
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	UBS AG London branch	EUR	15.000	1	15.000,00	0,00	15.000,00	22-10-2025	22-10-2025
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	15.000	1	15.000,00	0,00	15.000,00	22-10-2025	22-10-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	42	1	41,75	0,00	41,75	05-11-2025	05-11-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	50	1	50,19	0,00	50,19	03-12-2025	03-12-2025
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	30.000	1	30.000,00	0,00	30.000,00	08-12-2025	08-12-2025
totaal SettRecv					65.139,42	0,00	65.139,42		