

2025 eerste 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 maart 2025 uit op EUR 25,8 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. 44,2% van de totale portefeuille. Overheids- en overheidsgerelateerde obligaties maakten ultimo maart ca. 55,8% van de beleggingen uit. Wat betreft de ratingverdeling maakten 'AAA' en 'AA' samen 58,1% van de portefeuille uit. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (27,9%), Spanje (13,2) en Zweden (11,2%). Ruim 82% 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 2,6%.

Performanceverantwoording

Het ASR APPA Fonds behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,15%. De kapitaalmarktrente steeg gemiddeld met 20 tot 25 basispunten, en de kredietopslagen daalden ongeveer 10 basispunten. In de verslagperiode hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement en de duurzaamheid in de portefeuille te verhogen. Vanwege de rating downgrade eind vorig jaar van Frankrijk naar AA- 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. Afgelopen kwartaal was er geen nieuws van de kredietbeoordelaars.

Marktomstandigheden

Economische Groeivoorzichten

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%. Wat wel veranderd is, is de onzekerheid rond deze verwachting, en dan vooral het risico van een scenario van lagere economische groei. Deze onzekerheid wordt vooral veroorzaakt door de (op-) nieuw aangetreden president van de Verenigde Staten, Donald Trump. Hij heeft in de eerste maanden van zijn tweede regeringstermijn veel nieuwe beleidsmaatregelen aangekondigd, ook op economisch gebied. In de aanloop naar zijn inauguratie in januari was de hoop van veel economen (en beleggers) dat Trump zich vooral zou richten op zijn campagnebeloften van belastingverlagingen en deregulering. In de praktijk heeft dit tot nu toe anders uitgepakt. Zelfverklaard 'tariff man' Trump heeft zich vooral gericht op het aankondigen van handelstarieven tegen zowel vijanden als (voormalige?) bondgenoten van de VS, om die vervolgens weer uit te stellen, af te blazen of er juist nog een schepje bovenop te doen.

De feitelijke economische schade van dit zwabberende handelsbeleid is tot nu toe beperkt gebleven, maar de onzekerheid die Trump hiermee creëert, heeft inmiddels wel een duidelijk negatieve invloed op het vertrouwen van Amerikaanse consumenten en ondernemers. Dit kan zich in de komende maanden makkelijk vertalen in lagere economische groei dan waar economen nu nog op rekenen. Ook op kortere termijn kunnen de gevolgen mogelijk al wel terug te zien zijn in de economische groeicijfers. Het lijkt er namelijk op dat veel bedrijven de handelstarieven van Trump niet hebben afgewacht, en in de eerste maanden van 2025 invoer van hun producten naar de VS naar voren hebben gehaald, voor zover mogelijk. Dit draagt in ieder geval in theorie negatief bij aan economische groei. Als de 'GDP Now'-indicator van de Atlanta Fed klopt, zou zich dat zelfs al kunnen vertalen in een economische krimp over het eerste kwartaal, oftewel het begin van een recessie in de VS.

Voor nu is het nog te vroeg om een Amerikaanse recessie als basisscenario te zien. Handelstarieven zullen naar verwachting weliswaar een negatieve schok voor de economie vormen, maar dit effect kan eenmalig blijken zolang deze niet het begin van een langdurige handelsoorlog betekenen. Daarnaast kunnen handelstarieven leiden tot een toename van buitenlandse bedrijfsinvesteringen in de VS, wat positief zou bijdragen aan de economische groei. Dat is natuurlijk ook de wensgedachte van Trump, al rekent hij zich daarmee waarschijnlijk te rijk. De prijs van invoertarieven wordt uiteindelijk namelijk vooral betaald door Amerikaanse consumenten, en die kunnen zich daarmee gedwongen zien minder te besteden. Aangezien bestedingen van consumenten ruim tweederde van de Amerikaanse economische groei bepalen, weegt dit negatieve effect waarschijnlijk veel zwaarder dan een eventuele toename in bedrijfsinvesteringen, die maar zo'n 20% van de Amerikaanse BBP-groei uitmaken.

Een derde potentiële bron van economische groei voor de VS, namelijk een ruimer begrotingsbeleid van de overheid, lijkt ook niet echt in goede handen te zijn bij de nieuwe machthebbers in het Witte Huis. Weliswaar lijkt Trump erin geslaagd om de belastingverlagingen uit zijn eerste regeringstermijn te verlengen, wat in principe gunstig is voor groei, maar de ongerichte manier waarop tegelijkertijd het nieuw opgerichte 'Department of Government Efficiency' onder leiding van Elon Musk Amerikaanse overheidsinstanties te lijf gaat, lijkt niet alleen hier en daar wat bezuinigingen op te leveren, maar vooral veel chaos en mogelijkheden voor corruptie en belastingontduiking te creëren. Hoe dan ook is de ruimte voor stimulerend begrotingsbeleid in de VS beperkt, met een begrotingstekort dat al zo'n 7% van BBP bedraagt. Een nog groter begrotingstekort lokt eerder het risico van steeds hogere rentelasten en uiteindelijk een onbeheersbare toename van de staatsschuld uit.

Al met al lijkt Trump er nog niet echt in te slagen zijn belangrijkste campagnebelofte, 'Make America Great Again', in te lossen. Eerder lijkt hij met zijn geopolitieke beleid, en dan met name zijn 'pro-Rusland / anti-Oekraïne en EU'-uitspraken, Europa wakker te hebben geschud, met als potentiële uitkomst 'To Make Europe Great Again'. Vooral de draai van de beoogde Duitse bondskanselier Merz om meer bij te dragen aan de Europese defensie, o.a. met het loslaten van de overdreven strenge 'Schuldenremse', heeft gezorgd voor een omslag van de stemming onder ondernemers en consumenten (en beleggers) over de vooruitzichten voor de Europese economie.

De vraag is of deze omslag in het sentiment zich ook zal vertalen in daadwerkelijk hogere economische groei. Vooral nog rekenen economen zich wat dat betreft niet al te rijk, met een voorziene economische groei voor de eurozone van ca. 1% in 2025. Een toename van overheidsbestedingen en bedrijfsinvesteringen, met name in de defensie-industrie, zou eraan kunnen bijdragen dat de groei hoger uitvalt, maar daar staat tegenover dat aanhoudende geopolitieke onrust kan zorgen voor tegenvallende consumentenbestedingen. Daarnaast is de vraag of alle plannen, bijvoorbeeld in het kader van het 'Re-Arm Europe'-voorstel van de Europese Commissie en mogelijk ook het rapport van Mario Draghi om de productiviteit van de Europese economie te stimuleren, daadwerkelijk ten uitvoer zullen worden gebracht. Alleen al de huidige krapte op de Europese arbeidsmarkt, met een voor Europese begrippen nog altijd historisch lage werkloosheid van 6,2%, zou dit in de weg kunnen staan. Desalniettemin zijn de vooruitzichten voor de Europese economie per saldo nu beter dan een paar maanden geleden voor mogelijk werd gehouden, vooral dankzij Trump.

Voor opkomende markten, en dan met name voor China, vormen Amerikaanse handelstarieven uiteindelijk waarschijnlijk een grotere bedreiging dan voor Europa. Daar staat tegenover dat een 'anti-VS' stemming bijvoorbeeld China en Europa dichter bij elkaar zou kunnen brengen. Daarnaast zullen niet alle opkomende markten in gelijke mate hinder ondervinden van een eventuele handelsoorlog. Een belangrijk pluspunt voor opkomende markten, met name voor landen met grote staatsschulden en/of leningen in Amerikaanse dollars, is dat sinds de inauguratie van Trump lange rentes zijn gedaald en de dollar is verzwakt. Dit helpt de betaalbaarheid van schulden.

Inflatie en rentes

Zowel in Europa als de VS is het inflatiebeeld de afgelopen tijd sterk verbeterd. De 'headline' inflatie bedraagt in de VS nu nog 'slechts' 2,8% en in de eurozone 2,2%. Ook de 'kerninflatie', exclusief volatiele voedings- en energieprijzen, is afgenomen, maar blijft met 3,1% in de VS en 2,4% in de eurozone nog wel altijd boven de 2%-inflatie doelstellingen van de Fed en de ECB. Gunstig voor de inflatievooruitzichten is vooral dat de olieprijs de laatste tijd gedaald is (tot onder 70 USD per vat), wat in ieder geval kan bijdragen aan een lagere 'headline' inflatie.

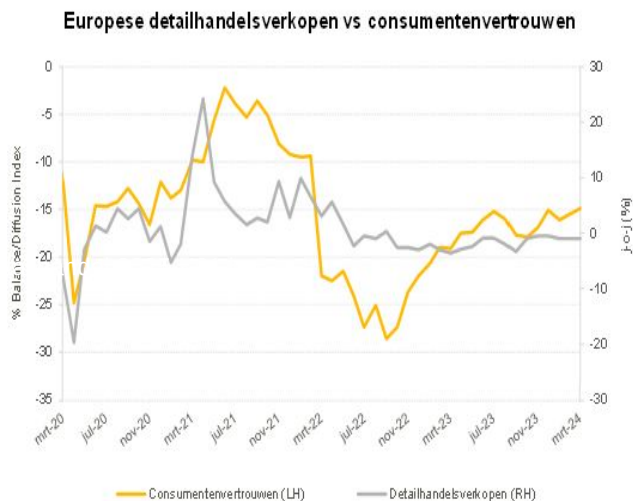
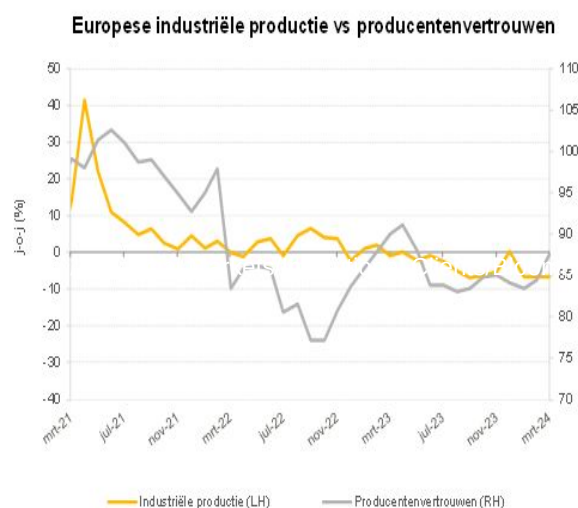
Minder gunstig is dat het vooruitzicht van een handelsoorlog juist voor hogere inflatie kan zorgen, zeker in de VS. Dit was recent voor de Fed mede ook aanleiding om de inflatievooruitzichten naar boven (en de economische groeivooruitzichten naar beneden) bij te stellen. Ook aan Amerikaanse consumenten is de toegenomen inflatiedreiging niet voorbij gegaan. Volgens onderzoek van de University of Michigan rekenen consumenten nu op een inflatie van maar liefst 5% voor het komende jaar en voor de komende 5 jaar op een gemiddelde inflatie van nog altijd bijna 4%. Sinds 1993 was de inflatieverwachting onder consumenten niet zo hoog. Enigszins geruststellend, ook voor de Fed, is wel dat de inflatieverwachtingen op financiële markten geen vergelijkbare sprong hebben laten zien, in ieder geval tot nu toe. De 'ingeprijsde' inflatieverwachting op 5-jaars basis blijft nog altijd rond 2-2,5%.

Ook voor Europa vormt een potentiële handelsoorlog een bedreiging voor de inflatievooruitzichten, maar naar verwachting wel in mindere mate en minder direct dan voor de VS. Voor zover een handelsoorlog negatief zou uitpakken voor de economische groei, zou deze per saldo zelfs een 'disinflatoir' effect kunnen hebben. Daar staat dan wel weer tegenover dat de toegenomen geopolitieke druk, ook mede aangewakkerd door de nieuwe bewoner van het Witte Huis, tot een golf aan nieuwe overheidsbestedingen (en bedrijfsinvesteringen) kan leiden, wat op termijn weer voor een toename van de inflatiedruk kan zorgen. Daarnaast blijft de loondruk vanuit de krappe arbeidsmarkt in de eurozone nog altijd bovengemiddeld hoog, al lijkt deze de laatste tijd wel eerder af- dan verder toe te nemen. Per saldo lijkt de algemene verwachting van economen dat de inflatie in de eurozone in 2025 en daarna geleidelijk verder zal afnemen richting 2%, ons vooralsnog ook het meest aannemelijke scenario.

Buiten Europa en de VS vallen voor wat betreft inflatie vooral de tegengestelde bewegingen in Japan en China op. In Japan, decennialang het schoolvoorbeeld van een economie in 'deflatie', schommelt de inflatie nu al een paar maanden rond 3%, terwijl China juist voor de tweede in minder dan twee jaar is weggezakt in deflatie, met een inflatie van -0,7% jaar-op-jaar in februari. Dit kan ten dele te wijten zijn aan een 'seizoenseffect' (als gevolg van de viering van Chinees nieuwjaar begin februari), maar lijkt vooral een weerslag van zwakte aan de vraagzijde van de Chinese economie.

Voor centrale banken vormen de wisselende inflatievooruitzichten een uitdaging. Wat dat betreft lijkt het pad voor de ECB dan wellicht nog het meest voor de hand liggend. In het eerste kwartaal van 2025 heeft de ECB de basisrente in twee stappen verder verlaagd, van 3% naar 2,5%. Zolang het inflatiebeeld niet wezenlijk verandert, ligt een verdere beweging richting het 'neutrale' renteniveau van 2% voor de hand, maar dan waarschijnlijk wel in een wat langzamer tempo, bijvoorbeeld in het komende halfjaar.

Voor de Fed is het plaatje ingewikkelder. Onlangs heeft de Fed haar verwachtingen voor de groei van de Amerikaanse economie naar beneden bijgesteld en die voor inflatie naar boven. Met andere woorden: de Fed schat het risico van een 'stagflatie'-scenario hoger in. De Fed moet zich nu oriënteren op wat voorrang krijgt: het ondersteunen van een eventueel inzakkende economie met meer renteverlagingen, of het indammen van mogelijk oplopende inflatie met renteverhogingen. In ieder geval heeft de Fed de Amerikaanse basisrente het afgelopen kwartaal onveranderd gelaten op 4,5%. Rentemarkten rekenen nog wel op 3-4 renteverlagingen in het komende jaar, maar als blijkt dat de inflatiedruk de komende tijd gaat oplopen, zou de renteverlaging van afgelopen december voorlopig ook zo maar de laatste kunnen zijn geweest.



Financiële markten

Het afgelopen kwartaal leverde volop drama op voor financiële markten met uiteindelijk één duidelijke winnaar, namelijk Europese aandelen, en één duidelijke verliezer, namelijk Amerikaanse aandelen.

Staatsobligaties

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.

Bedrijfsobligaties

Een combinatie van licht hogere rentes en een relatief gunstige ontwikkeling van 'credit spreads' leverde over het afgelopen kwartaal per saldo een vrijwel vlak rendement op voor Europese bedrijfsobligaties. Daarbij presteerden de relatief risicovolle 'high yield-bedrijfsobligaties' iets beter dan 'investment grade'-obligaties.

Aandelen

Wereldwijde aandelenbeurzen beleefden een enerverend kwartaal, met duidelijke verschillen op regio-niveau. Vooral het onderscheid tussen Amerikaanse en Europese aandelenbeurzen was opvallend. Aan de langdurige 'outperformance' van Amerikaanse aandelen ten opzichte van Europese kwam in het eerste kwartaal van 2025 een, in ieder geval voorlopig, einde. Per saldo stegen Europese aandelenbeurzen met 6-8%, onder aanvoering van de Duitse DAX-index, met een koerswinst van ruim 10% op kwartaalbasis. De Britse aandelenbeurs bleef achter bij het Europese gemiddelde, mede door de waardedaling van de Britse pond ten opzichte van de euro.

De Amerikaanse aandelenbeurs was de grote verliezer over het afgelopen kwartaal, met een koersdaling voor de S&P 500-index van ca. 4%. Door de waardedaling van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro, resulteerde in euro's gemeten zelfs een negatief kwartaalrendement van ca. 8%. Aziatische aandelenbeurzen en opkomende markten behaalden rendementen tussen die van Europese en Amerikaanse in, met overwegend licht negatieve kwartaalrendementen van 1-3%. De Japanse beurs was een negatieve uitschieter, met een rendement van ca. -10% voor de Nikkei-index.

Beursgenoteerd vastgoed

Europees beursgenoteerd vastgoed bleef in het eerste kwartaal van 2025 met een rendement van -2% wel achter bij de brede Europese aandelenmarkt, maar was daarmee niet de slechtst presterende beleggingscategorie, zoals in 2024 het geval was.

Marktvooruitzichten

In onze TAA-visie begonnen we 2025 met een beperkte 'risk off'-positionering, via een lichte overweging van staatsobligaties en onderweging van bedrijfsobligaties. In de loop van het eerste kwartaal hebben we dit aangepast naar een neutrale tactische visie voor alle beleggingscategorieën. Onzekere economische vooruitzichten, in combinatie met nog altijd relatief ongunstige waarderingsniveaus voor de meeste beleggingscategorieën, pleitten niet voor een uitgesproken tactische positionering. Tegelijkertijd is ook de relatieve aantrekkelijkheid van het 'veilige' alternatief cash afgenomen, naarmate centrale banken (en dan m.n. de ECB) rentes verder verlagen.

Voor het tweede kwartaal kiezen we weer voor een beperkte 'risk-off' positionering, nu via een lichte overweging van staatsobligaties en onderweging van aandelen. Aandelenbeurzen hebben sinds de inauguratie van president Trump in januari een wisselend beeld laten zien, waarbij vooral de dure Amerikaanse aandelen uit de gratie zijn geraakt. Europese aandelen zijn 2025 juist wel goed begonnen, maar het risico dat het verslechterde sentiment op Amerikaanse aandelenbeurzen overslaat naar andere aandelenregio's, inclusief Europa, lijkt ons reëler dan dat er op korte termijn alweer een herstel zou optreden. Daarvoor zijn het geopolitieke klimaat en vooral ook de gure economische wind die uit het Witte Huis is gaan waaien te onbestendig. De dreiging van een handelsoorlog en een toename van overheidsbestedingen (bijv. in Duitsland) zouden voor toenemende inflatiedruk en daarmee hogere rentes kunnen zorgen, maar eerder gaan we ervan uit dat verslechterende economische vooruitzichten en 'safe haven'-gedrag beleggers richting staatsobligaties zullen duwen. Daarmee denken we dat het risico van (veel) hogere kapitaalmarktrentes op korte termijn beperkt is. Daarnaast blijft onze eerdere conclusie dat de huidige beleggingsomgeving niet pleit voor een al te uitgesproken tactische positionering nog altijd overeind, wat ons betreft.

Staatsobligaties

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.

Bedrijfsobligaties

Fundamenteel gezien, bijvoorbeeld voor wat betreft winstmarges en kapitaalratio's, staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk voor. De hogere renteniveaus ten opzichte van een paar jaar geleden hebben wel gezorgd voor licht hogere 'leverage'-niveaus, maar in historisch perspectief zijn deze niet extreem te noemen. Bovendien lijkt de kans op dalende rentes ons voor de komende tijd aannemelijker dan het risico van verder stijgende rentes. Dat is in principe gunstig voor de schuldontwikkeling van bedrijven, en ook voor de 'total return' op bedrijfsobligaties.

Een nadeel voor bedrijfsobligaties is wel dat deze na het relatief gunstig verlopen beleggingsjaar 2024 niet bepaald aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Dit geldt overigens wel meer voor relatief laag 'gerate' (bijv. BBB of lager) dan voor meer 'veilige' (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties. Daarbij wordt voor 2025 ook veel aanbod van nieuwe bedrijfsobligaties verwacht, en het is de vraag of beleggers die net zo makkelijk zullen opnemen als in 2024, zeker als het macro-economische beeld of het klimaat op financiële markten om andere redenen zou verslechteren. Per saldo kiezen wij daarom op een drie- tot zesmaands horizon voor een neutrale weging van bedrijfsobligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen hebben wereldwijd twee goede tot zeer goede beleggingsjaren achter de rug, maar in het afgelopen kwartaal heeft die trend zich niet doorgezet. Daarbij geldt dat de aandelenmarkten die eerder het best presteerden, met name de Amerikaanse, en binnen de Amerikaanse aandelenmarkt dan ook weer bij uitstek een relatief beperkte groep 'tech'-aandelen, in het eerste kwartaal van 2025 juist achterbleven. Na de koersdalingen van de afgelopen tijd zijn aandelen echter nog altijd bepaald niet 'goedkoop' te noemen, en dat geldt ook nog altijd in het bijzonder voor de eerder genoemde categorie Amerikaanse tech-aandelen.

De huidige waarderingsniveaus pleiten dus nog altijd niet voor aandelen, en die zijn mede daarom extra kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten en/of ongunstige (geo-) politieke ontwikkelingen. Vooral de dreiging van een handelsoorlog kan het sentiment op aandelenbeurzen verder onder druk zetten. Daarom kiezen wij op een drie- tot zesmaands horizon voor een licht onderwogen positionering van aandelen.

Beursgenoteerd vastgoed

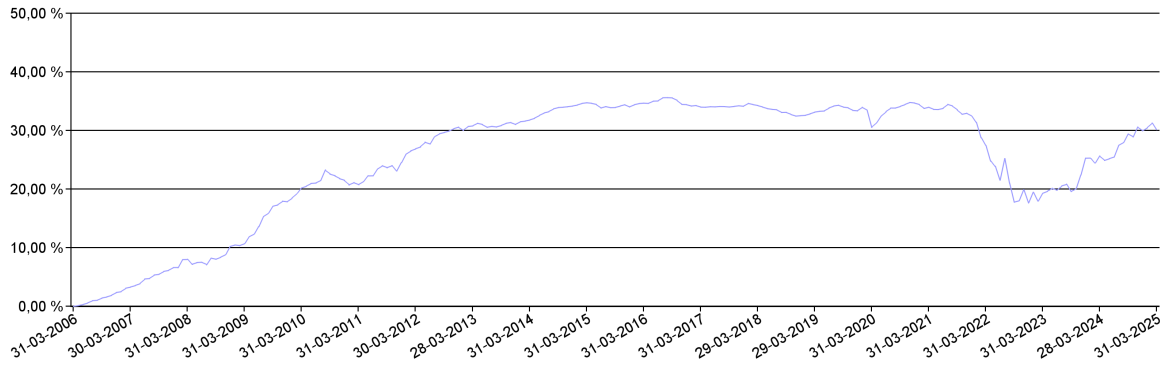
Voor beleggers in beursgenoteerd vastgoed is 2024 teleurstellend verlopen en daarin kwam in het eerste kwartaal van 2025 niet echt verandering. Zeker na de koersdalingen van de afgelopen tijd is beursgenoteerd vastgoed nu echter wel redelijk gewaardeerd, bijvoorbeeld ten opzichte van de brede aandelenmarkt. Mede gezien de onzekere economische vooruitzichten, handhaven wij vooralsnog echter nog wel onze neutrale visie op beursgenoteerd vastgoed.

Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 2,5% is het risicovrije rendement de afgelopen tijd aanzienlijk gedaald, maar de relatieve aantrekkelijkheid van cash kan de komende tijd nog verder afnemen naarmate centrale banken, en dan met name de ECB, rentes nog verder verlagen, zoals algemeen wordt verwacht.

Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
31-03-2025	13.014,77	-0,88%	0,15 %	0,15 %
28-02-2025	13.129,72	0,62%	1,04 %	1,04 %
31-01-2025	13.048,90	0,42%	0,42 %	0,42 %

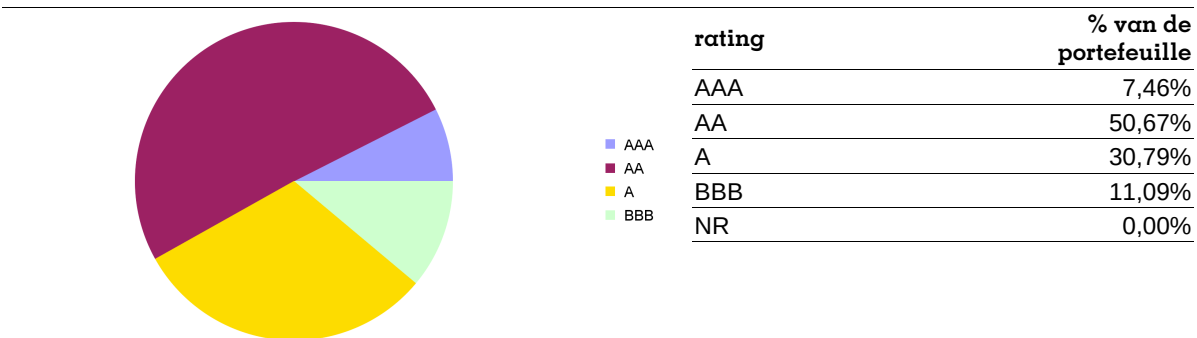
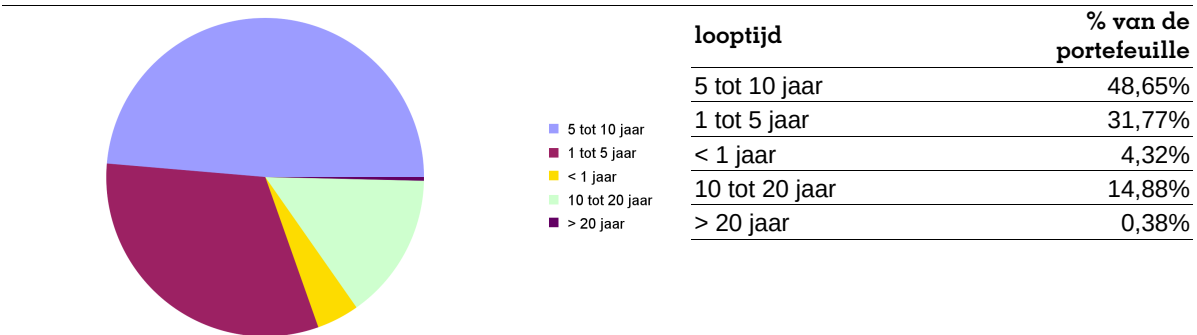
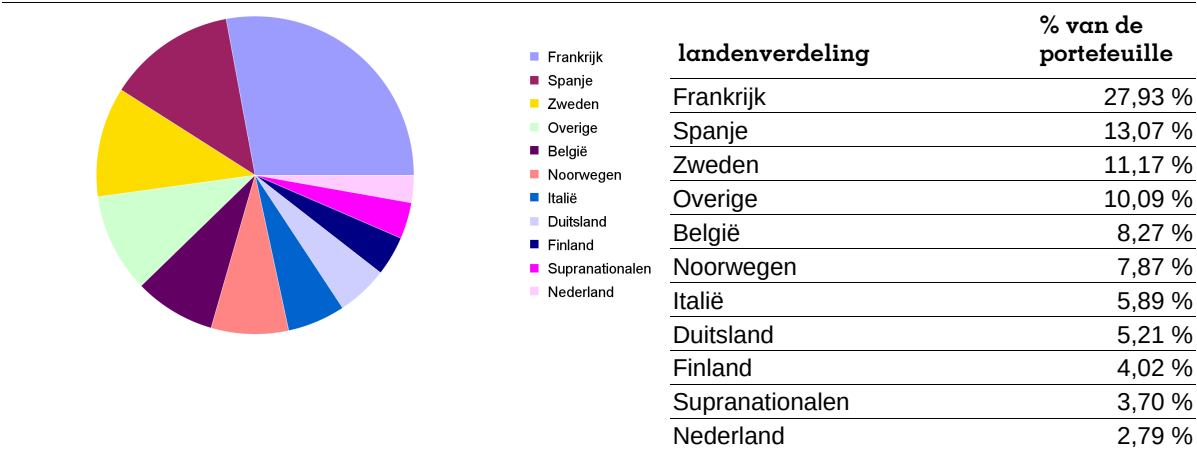
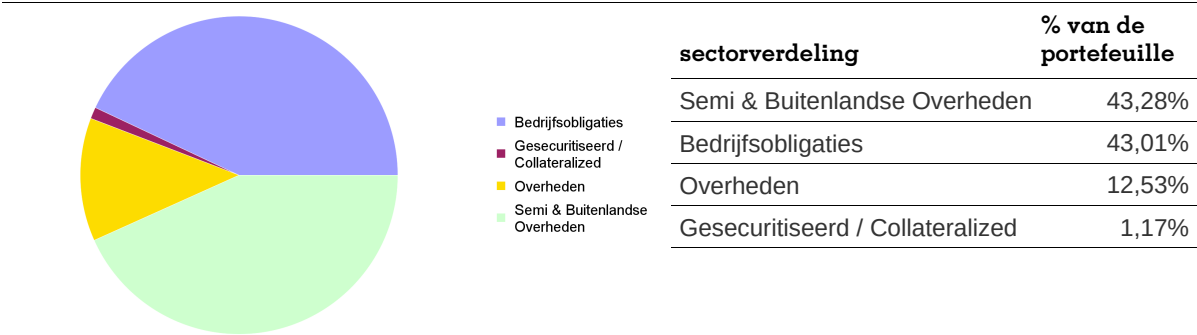


partial duration naar looptijd

	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,00
1 tot 3 jaar	0,23
3 tot 5 jaar	0,06
5 tot 7 jaar	1,52
7 tot 10 jaar	1,32
10 tot 15 jaar	1,24
15 tot 20 jaar	0,10
totaal	4,48

Bovenstaande tabel is na correctie van de futures

Samenstelling portefeuille



Samenstelling portefeuille (vervolg)

sectoren verdeeld naar rating					
	AAA	AA	A	BBB	totaal
Bedrijfsobligaties		31,72%	11,29%		43,01 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,17%				1,17 %
Overheden			6,64%	5,89%	12,53 %
Semi & Buitenlandse Overheden	6,28%	18,95%	12,85%	5,20%	43,28 %
totaal	7,46 %	50,67 %	30,79 %	11,09 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating					
	AAA	AA	A	BBB	totaal
België		3,22%	5,05%		8,27 %
Cyprus			1,57%		1,57 %
Duitsland		5,21%			5,21 %
Finland		4,02%			4,02 %
Frankrijk	1,17%	15,46%	11,29%		27,93 %
Italië				5,89%	5,89 %
Kroatië			0,91%		0,91 %
Letland			1,33%		1,33 %
Litouwen			0,41%		0,41 %
Luxemburg		1,97%			1,97 %
Nederland	2,59%	0,20%			2,79 %
Noorwegen		7,87%			7,87 %
Oostenrijk		1,55%			1,55 %
Roemenië				0,93%	0,93 %
Slovakije			0,41%		0,41 %
Slovenië			1,01%		1,01 %
Spanje			8,80%	4,27%	13,07 %
Supranationalen	3,70%				3,70 %
Zweden		11,17%			11,17 %
totaal	7,46 %	50,67 %	30,79 %	11,09 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	4,6%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,3%
WALLONIE_3%_06/12/2030	2,7%
BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030	2,5%
DNB BANK_4%_14/03/2029	2,4%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
DNB BANK	7,8%
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	6,6%
REPUBBLICA ITALIANA	5,9%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	4,7%
CREDIT MUTUEL ARKEA	4,6%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-maart-2025

isin	instrument		land				markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers	kost	prijs							
AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A												
	3.125% 30/10/2036		Oostenrijk										
	EUR	1,0000	200.000	98,15	199.822	196.294,00	2.619,86	198.913,86	0,8%	11,59	9,44	AA	
BE0002853340	COMMUNAUTE FRANC 1.625% 03/05/2032												
	België												
	EUR	1,0000	200.000	89,71	199.506	179.410,00	2.965,07	182.375,07	0,7%	7,1	6,41	A	
BE0002922038	WALLONIE 3.25% 22/06/2033												
	België												
	EUR	1,0000	200.000	98,69	198.162	197.380,00	5.039,73	202.419,73	0,8%	8,23	6,93	A	
BE0002933142	COMMUNAUTE FRANC 3.75% 22/06/2033												
	België												
	EUR	1,0000	100.000	102,17	99.955	102.166,00	2.907,53	105.073,53	0,4%	8,23	6,81	A	
BE0002956374	WALLONIE 3.75% 22/04/2039												
	België												
	EUR	1,0000	100.000	98,33	99.775	98.332,00	3.534,25	101.866,25	0,4%	14,07	10,36	A	
BE0002966472	VLAANDEREN 4% 26/09/2042												
	België												
	EUR	1,0000	200.000	101,16	199.162	202.328,00	4.098,63	206.426,63	0,8%	17,5	12,21	AA	
BE0390103662	WALLONIE 3% 06/12/2030												
	België												
	EUR	1,0000	700.000	99,72	698.894	698.005,00	6.673,97	704.678,97	2,7%	5,69	5,11	A	
BE6322991462	EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025												
	België												
	EUR	1,0000	100.000	99,3	99.513	99.302,00	91,78	99.393,78	0,4%	0,27	0,27	AA	
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027												
	België												
	EUR	1,0000	500.000	102,19	499.485	510.955,00	8.441,78	519.396,78	2,0%	2,54	2,37	AA	
DE000BHY0GA	BERLIN HYP 0.5% 05/11/2029												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	600.000	89,42	511.654	536.544,00	1.208,22	537.752,22	2,1%	4,6	4,41	AA	
DE000BHY0SL9	BERLIN HYP 0.375% 21/04/2031												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	600.000	84,06	597.888	504.378,00	2.126,71	506.504,71	2,0%	6,06	5,78	AA	
DE000F1B2NG7	EURO-BUND FUTURE Jun25												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	-1.100.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR	
DE000F1B2NH5	EURO-BOBL FUTURE Jun25												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	-1.600.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR	
DE000F1B2NJ1	EURO-SCHATZ FUT Jun25												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	-900.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR	
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	100.000	94,07	99.316	94.068,00	1.472,95	95.540,95	0,4%	14,5	11,4	AA	
DE000NWB0AY	NRW 2.5% 13/02/2032												
	Duitsland												
	EUR	1,0000	200.000	97,94	198.936	195.884,00	643,84	196.527,84	0,8%	6,88	6,2	AA	
ES0000012L52	SPANJE 3.15% 30/04/2033												
	Spanje												
	EUR	1,0000	250.000	100,18	249.408	250.447,50	7.249,32	257.696,82	1,0%	8,09	6,85	A	
ES0000090953	JUNTA DE ANDALUC 3.3% 30/04/2035												
	Spanje												
	EUR	1,0000	500.000	98,09	498.815	490.435,00	813,70	491.248,70	1,9%	10,09	8,42	BBB	
ES00001010J0	MADRID 2.822% 31/10/2029												
	Spanje												
	EUR	1,0000	100.000	100,31	100.000	100.308,00	1.175,19	101.483,19	0,4%	4,59	4,2	A	

Portefeuilleoverzicht

Samenstelling fondsvermogen per 31-maart-2025

isin	instrument		land		kost	prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers									
ES00001010K8	MADRID 3.596% 30/04/2033		Spanje										
	EUR	1,0000	300.000	102,48	296.109	307.440,00	9.930,87	317.370,87	1,2%	8,09	6,73	A	
ES00001010P7	MADRID 3.173% 30/07/2029		Spanje										
	EUR	1,0000	100.000	101,94	99.991	101.935,00	2.649,99	104.584,99	0,4%	4,33	3,91	A	
ES00001010Q5	MADRID 3.137% 30/04/2035		Spanje										
	EUR	1,0000	400.000	97,45	399.952	389.792,00	1.581,39	391.373,39	1,5%	10,09	8,46	A	
ES0000106734	BASQUE GOVERNMENT 1.875% 30/07/2033		Spanje										
	EUR	1,0000	300.000	90,07	297.969	270.219,00	3.775,68	273.994,68	1,1%	8,34	7,41	A	
ES0000106759	BASQUE GOVERNMENT 3.4% 30/04/2034		Spanje										
	EUR	1,0000	200.000	100,68	199.686	201.358,00	7.578,85	208.936,85	0,8%	9,09	7,44	A	
ES0000106767	BASQUE GOVERNMENT 3.25% 30/04/2035		Spanje										
	EUR	1,0000	400.000	98,71	398.632	394.824,00	1.032,88	395.856,88	1,5%	10,09	8,44	A	
ES0200002030	ADIFAL 1.25% 04/05/2026		Spanje										
	EUR	1,0000	500.000	98,89	534.735	494.470,00	5.684,93	500.154,93	1,9%	1,09	1,06	BBB	
ES0200002121	ADIFAL 3.5% 30/04/2032		Spanje										
	EUR	1,0000	100.000	100,81	99.629	100.812,00	3.231,48	104.043,48	0,4%	7,09	6	BBB	
EU000A3L3W70	EU 0% 04/04/2025		Supranationalen										
	EUR	1,0000	50.000	99,99	49.953	49.993,00	0,00	49.993,00	0,2%	0,01	0,01	AAA	
FR00140003P3	BANQUE FEDERATIVE 0.1% 08/10/2027		Frankrijk										
	EUR	1,0000	400.000	93,52	399.989	374.068,00	191,78	374.259,78	1,5%	2,52	2,45	A	
FR0014001S17	CADES 0% 25/05/2031		Frankrijk										
	EUR	1,0000	300.000	83,65	304.047	250.944,00	0,00	250.944,00	1,0%	6,15	5,97	AA	
FR0014004750	BANQUE FEDERATIVE 0.25% 29/06/2028		Frankrijk										
	EUR	1,0000	200.000	91,98	199.488	183.950,00	378,08	184.328,08	0,7%	3,25	3,14	A	
FR001400A3H2	CADES 1.5% 25/05/2032		Frankrijk										
	EUR	1,0000	100.000	89,9	99.435	89.903,00	1.278,08	91.181,08	0,4%	7,16	6,52	AA	
FR001400F7C9	AGENCE FRANCAISE 2.875% 21/01/2030		Frankrijk										
	EUR	1,0000	400.000	99,79	395.312	399.156,00	2.205,48	401.361,48	1,6%	4,81	4,41	AA	
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIVE 4.125% 18/09/2030		Frankrijk										
	EUR	1,0000	600.000	104,27	605.136	625.638,00	13.222,60	638.860,60	2,5%	5,47	4,76	A	
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk										
	EUR	1,0000	200.000	99,12	198.066	198.240,00	3.965,75	202.205,75	0,8%	13,48	10,21	AA	
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk										
	EUR	1,0000	200.000	101,52	199.846	203.032,00	4.068,49	207.100,49	0,8%	13,52	10,05	AA	
FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT 3.375% 25/11/2030		Frankrijk										
	EUR	1,0000	100.000	102,09	99.931	102.086,00	1.174,32	103.260,32	0,4%	5,66	5,04	AA	
FR001400N7G0	CADES 2.75% 25/02/2029		Frankrijk										
	EUR	1,0000	200.000	100,42	199.820	200.836,00	527,40	201.363,40	0,8%	3,91	3,65	AA	

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-maart-2025

isin	instrument		land		kost	prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers									
FR001400NHX9	REGION OF ILE DE 3.2% 25/05/2034		Frankrijk		299.367		292.440,00	11.196,12	303.636,12	1,2%	9,16	7,5	AA
	EUR	1,0000	300.000	97,48									
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		502.498		502.475,00	15.390,41	517.865,41	2,0%	6,13	5,27	A
	EUR	1,0000	500.000	100,5									
FR001400Q6Q8	BPCE SFH 3.125% 22/05/2034		Frankrijk		99.992		99.641,00	2.688,36	102.329,36	0,4%	9,15	7,64	AAA
	EUR	1,0000	100.000	99,64									
FR001400SXM8	CAFFIL 2.75% 03/10/2031		Frankrijk		199.084		196.348,00	2.712,33	199.060,33	0,8%	6,51	5,79	AAA
	EUR	1,0000	200.000	98,17									
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk		1.178.340		1.166.136,00	17.188,67	1.183.324,67	4,6%	9,58	7,93	A
	EUR	1,0000	1.200.000	97,18									
FR001400TML1	BPIFRANCE SACA 2.875% 25/11/2031		Frankrijk		299.232		295.380,00	3.731,56	299.111,56	1,2%	6,66	5,89	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,46									
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk		196.710		196.916,00	2.400,00	199.316,00	0,8%	7,39	6,44	AA
	EUR	1,0000	200.000	98,46									
FR001400WR49	REGION OF ILE DE 3.65% 25/05/2035		Frankrijk		199.620		201.692,00	1.400,00	203.092,00	0,8%	10,16	8,33	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,85									
FR001400X656	VILLE DE PARIS 3.5% 05/02/2036		Frankrijk		498.740		494.650,00	2.636,99	497.286,99	1,9%	10,86	8,84	AA
	EUR	1,0000	500.000	98,93									
FR001400X6D7	CADES 2.875% 25/05/2030		Frankrijk		499.025		501.625,00	2.166,10	503.791,10	2,0%	5,15	4,71	AA
	EUR	1,0000	500.000	100,33									
FR001400YA95	UNEDIC 3.375% 25/11/2033		Frankrijk		496.220		502.380,00	601,03	502.981,03	1,9%	8,66	7,39	AA
	EUR	1,0000	500.000	100,48									
IT0005508590	ITALIE 4% 30/04/2035		Italië		478.203		512.405,00	8.406,60	520.811,60	2,0%	10,09	7,99	BBB
	EUR	1,0000	500.000	102,48									
IT0005542359	ITALIE 4% 30/10/2031		Italië		543.217		576.295,50	9.247,26	585.542,76	2,3%	6,59	5,6	BBB
	EUR	1,0000	550.000	104,78									
IT0005596470	ITALIE 4.05% 30/10/2037		Italië		299.595		302.433,00	5.107,02	307.540,02	1,2%	12,59	9,45	BBB
	EUR	1,0000	300.000	100,81									
IT0005631608	ITALIE 4.1% 30/04/2046		Italië		99.465		96.837,00	856,04	97.693,04	0,4%	21,1	13,48	BBB
	EUR	1,0000	100.000	96,84									
SI0002104303	SLOVENIE 3.625% 11/03/2033		Slovenië		251.775		259.737,50	521,40	260.258,90	1,0%	7,95	6,84	A
	EUR	1,0000	250.000	103,9									
SK4000023230	SLOWAKIJE 3.625% 08/06/2033		Slovakije		99.202		102.070,00	2.949,66	105.019,66	0,4%	8,19	6,82	A
	EUR	1,0000	100.000	102,07									
XS0525602339	RABOBANK 4.125% 14/07/2025		Nederland		60.780		50.209,00	1.474,83	51.683,83	0,2%	0,29	0,29	AA
	EUR	1,0000	50.000	100,42									
XS1484645616	KAF KAERNTNER AU 0% 14/01/2032		Oostenrijk		249.275		199.632,50	0,00	199.632,50	0,8%	6,79	6,68	AA
	EUR	1,0000	250.000	79,85									
XS1823485039	OP CORP BANK 1% 22/05/2025		Finland		410.494		399.088,00	3.441,10	402.529,10	1,6%	0,14	0,14	AA
	EUR	1,0000	400.000	99,77									

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-maart-2025

isin	instrument		land		kost	prijs	markt-waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers									
XS2003499386	NORDEA BANK 0.375% 28/05/2026		Finland		516.050		488.055,00	1.582,19	489.637,19	1,9%	1,16	1,13	AA
	EUR	1,0000	500.000	97,61									
XS2109812508	ROEMENIE 2% 28/01/2032		Roemenië		308.250		237.834,00	1.035,62	238.869,62	0,9%	6,83	6,02	BBB
	EUR	1,0000	300.000	79,28									
XS2167002521	SWEDBANK 0.75% 05/05/2025		Zweden		207.080		199.652,00	1.360,27	201.012,27	0,8%	0,1	0,1	AA
	EUR	1,0000	200.000	99,83									
XS2190201983	CROATIE 1.5% 17/06/2031		Kroatië		267.583		229.395,00	2.958,90	232.353,90	0,9%	6,22	5,72	A
	EUR	1,0000	250.000	91,76									
XS2258389415	OP CORP BANK 0.1% 16/11/2027		Finland		138.920		140.193,00	55,89	140.248,89	0,5%	2,63	2,56	AA
	EUR	1,0000	150.000	93,46									
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen		299.244		288.300,00	225,00	288.525,00	1,1%	1,8	1,75	AA
	EUR	1,0000	300.000	96,1									
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden		368.021		365.356,50	2.501,30	367.857,80	1,4%	1,62	1,56	AA
	EUR	1,0000	370.000	98,75									
XS2486092492	DNB BANK 1.625% 31/05/2026		Noorwegen		298.932		299.469,00	4.073,63	303.542,63	1,2%	0,17	0,16	AA
	EUR	1,0000	300.000	99,82									
XS2527451905	SVENSKA HB 2.625% 05/09/2029		Zweden		496.790		495.275,00	7.479,45	502.754,45	1,9%	4,44	4,07	AA
	EUR	1,0000	500.000	99,06									
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen		199.622		201.518,00	3.287,67	204.805,67	0,8%	1,48	1,41	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,76									
XS2586947082	ICO 3.05% 31/10/2027		Spanje		99.950		101.818,00	1.270,14	103.088,14	0,4%	2,59	2,44	A
	EUR	1,0000	100.000	101,82									
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		599.226		620.364,00	1.183,56	621.547,56	2,4%	2,96	2,77	AA
	EUR	1,0000	600.000	103,39									
XS2604821228	LITOUWEN 3.875% 14/06/2033		Litouwen		99.366		102.997,00	3.089,38	106.086,38	0,4%	8,21	6,76	A
	EUR	1,0000	100.000	103									
XS2610236445	CYPRUS 4.125% 13/04/2033		Cyprus		357.286		388.044,00	14.361,78	402.405,78	1,6%	8,04	6,6	A
	EUR	1,0000	360.000	107,79									
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden		802.222		826.632,00	24.953,42	851.585,42	3,3%	2,25	2,08	AA
	EUR	1,0000	800.000	103,33									
XS2648672660	LETLAND 3.875% 12/07/2033		Letland		199.430		206.944,00	5.584,25	212.528,25	0,8%	8,29	6,84	A
	EUR	1,0000	200.000	103,47									
XS2715276163	SVENSKA HB 3.875% 10/05/2027		Zweden		399.572		410.004,00	13.843,84	423.847,84	1,6%	2,11	1,95	AA
	EUR	1,0000	400.000	102,5									
XS2722876609	LETLAND 3.875% 22/05/2029		Letland		119.864		124.516,80	4.000,27	128.517,07	0,5%	4,15	3,69	A
	EUR	1,0000	120.000	103,76									
XS2744491874	NWB 2.625% 10/01/2034		Nederland		97.897		96.636,00	582,53	97.218,53	0,4%	8,79	7,66	AAA
	EUR	1,0000	100.000	96,64									
XS2765024414	WERELDBANK 2.9% 14/02/2034		Supranationalen		99.726		98.953,00	365,48	99.318,48	0,4%	8,88	7,69	AAA
	EUR	1,0000	100.000	98,95									

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-maart-2025

isin	instrument		land									
	valuta	valuta koers	nominaal	koers	kost prijs	markt-waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
XS2793252060	ICO 3.05% 30/04/2031		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	100,85	99.756	100.853,00	3.099,34	103.952,34	0,4%	6,08	5,32	A
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	101,3	496.935	506.520,00	14.193,49	520.713,49	2,0%	5,16	4,56	AA
XS2977974927	DNB BANK 3% 15/01/2031		Noorwegen									
	EUR	1,0000	600.000	99,63	598.050	597.792,00	3.747,95	601.539,95	2,3%	4,8	4,38	AA
XS2978479298	WERELDBANK 2.95% 16/01/2035		Supranationalen									
	EUR	1,0000	300.000	98,58	299.358	295.749,00	1.818,49	297.567,49	1,2%	9,8	8,33	AAA
XS3009809453	BNG BANK 2.875% 26/02/2035		Nederland									
	EUR	1,0000	580.000	97,42	576.230	565.059,20	1.553,29	566.612,49	2,2%	9,92	8,45	AAA
XS3019311581	BANQUE ET CAISSE 3.25% 19/03/2031		Luxemburg									
	EUR	1,0000	500.000	100,75	498.365	503.730,00	578,77	504.308,77	2,0%	4,97	4,52	AA
XS3030091329	EBRD 2.875% 22/03/2032		Supranationalen									
	EUR	1,0000	500.000	100,28	498.500	501.400,00	472,60	501.872,60	1,9%	6,98	6,24	AAA
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	11.336	1		11.336,13	0,00	11.336,13	0,0%			NR
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	121.936	1		121.935,51	0,00	121.935,51	0,5%			NR
eindtotaal						25.469.654,14	326.914,56	25.796.568,70	100,0%	6,32		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	OTC	IT0005631608	ITALIE_4.1%_30/04/2046						
	BNP PARIBAS	EUR	100.000	99,47	-99.465,00	0,00	-99.465,00	08-01-2025	15-01-2025
Buy, Customer	XBIL	ES0000106767	BASQUE GOVERNMEN_3.25%_30/04/2035						
	HSBC France	EUR	400.000	99,66	-398.632,00	0,00	-398.632,00	19-02-2025	03-03-2025
Buy, Customer	XDRF	ES00001010Q5	MADRID_3.137%_30/04/2035						
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	EUR	400.000	99,99	-399.952,00	0,00	-399.952,00	05-02-2025	14-02-2025
Buy, Customer	XDRF	ES0000090953	JUNTA DE ANDALUC_3.3%_30/04/2035						
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	EUR	500.000	99,76	-498.815,00	0,00	-498.815,00	04-03-2025	14-03-2025
Buy, Customer	XDUB	XS2977974927	DNB BANK_3%_15/01/2031						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	600.000	99,68	-598.050,00	0,00	-598.050,00	08-01-2025	15-01-2025
Buy, Customer	XDUS	DE000NWB0AY4	NRW_2.5%_13/02/2032						
	Unicredit Bank AG Muenchen	EUR	200.000	99,47	-198.936,00	0,00	-198.936,00	06-02-2025	13-02-2025
Buy, Customer	XLON	XS3030091329	EBRD_2.875%_22/03/2032						
	Nomura Financial Products Europe GmbH	EUR	500.000	99,7	-498.500,00	0,00	-498.500,00	13-03-2025	20-03-2025
Buy, Customer	XLUX	XS2978479298	WERELDBANK_2.95%_16/01/2035						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	300.000	99,79	-299.358,00	0,00	-299.358,00	09-01-2025	16-01-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3009809453	BNG BANK_2.875%_26/02/2035						
	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	EUR	580.000	99,35	-576.230,00	0,00	-576.230,00	18-02-2025	26-02-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3019311581	BANQUE ET CAISSE_3.25%_19/03/2031						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	500.000	99,67	-498.365,00	0,00	-498.365,00	12-03-2025	19-03-2025
Buy, Customer	XMUN	EU000A3L3W70	EU_0%_04/04/2025						
	DZ Bank	EUR	50.000	99,91	-49.952,99	0,00	-49.952,99	19-03-2025	21-03-2025
Buy, Customer	XPAR	FR001400WR49	REGION OF ILE DE_3.65%_25/05/2035						
	Crédit Agricole Corporate and Investment Bank	EUR	200.000	99,81	-199.620,00	0,00	-199.620,00	14-01-2025	21-01-2025
Buy, Customer	XPAR	FR001400X656	VILLE DE PARIS_3.5%_05/02/2036						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	500.000	99,75	-498.740,00	0,00	-498.740,00	29-01-2025	05-02-2025
Buy, Customer	XPAR	FR001400X6D7	CADES_2.875%_25/05/2030						
	BNP PARIBAS	EUR	500.000	99,81	-499.025,00	0,00	-499.025,00	29-01-2025	05-02-2025
Buy, Customer	XPAR	FR001400YA95	UNEDIC_3.375%_25/11/2033						
	J.P Morgan AG	EUR	500.000	99,24	-496.220,00	0,00	-496.220,00	12-03-2025	19-03-2025
totaal Buy, Customer					-5.809.860,99	0,00	-5.809.860,99		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL FUTURE Mar25						
	UBS AG London branch	EUR	1.500.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F01NAD9	EURO-BUND FUTURE Mar25						
	UBS AG London branch	EUR	900.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F01NAF4	EURO-SCHATZ FUT Mar25						
	UBS AG London branch	EUR	1.200.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
totaal Buy Fut.Cl					0,00	0,00	0,00		
Coupon		XS2744491874	NWB_2.625%_10/01/2034						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.625,00	10-01-2025	10-01-2025
Coupon		XS2432567555	DNB BANK_0.375%_18/01/2028						
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.125,00	18-01-2025	18-01-2025
Coupon		FR001400F7C9	AGENCE FRANCAISE_2.875%_21/01/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.500,00	21-01-2025	21-01-2025
Coupon		XS2109812508	ROEMENIE_2%_28/01/2032						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.000,00	28-01-2025	28-01-2025
Coupon		XS1189263400	NORDEA BANK_1.125%_12/02/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.250,00	12-02-2025	12-02-2025
Coupon		XS2765024414	WERELDBANK_2.9%_14/02/2034						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.900,00	14-02-2025	14-02-2025
Coupon		FR001400N7G0	CADES_2.75%_25/02/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.500,00	25-02-2025	25-02-2025
Coupon		SI0002104303	SLOVENIE_3.625%_11/03/2033						
		EUR	0	0	0,00	0,00	9.062,50	11-03-2025	11-03-2025
Coupon		XS2597696124	DNB BANK_4%_14/03/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	24.000,00	14-03-2025	14-03-2025
totaal Coupon					0,00	0,00	64.962,50		
Pay Back		XS1189263400	NORDEA BANK_1.125%_12/02/2025						
		EUR	200.000	100	200.000,00	0,00	200.000,00	12-02-2025	12-02-2025
totaal Pay Back					200.000,00	0,00	200.000,00		
Sell,Cstmr	MOTX	IT0004889033	ITALIE_4.75%_01/09/2028						
	Natixis SA	EUR	240.000	106,98	256.747,20	4.125,41	260.872,61	08-01-2025	10-01-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS2411638575	NIBC BANK_0.125%_25/11/2030						
	UBS EUROPE SE	EUR	500.000	85,03	425.170,00	83,90	425.253,90	09-01-2025	13-01-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS2411638575	NIBC BANK_0.125%_25/11/2030						
	J.P Morgan AG	EUR	100.000	85,62	85.623,00	24,32	85.647,32	31-01-2025	04-02-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS2557551889	ING BANK_2.75%_21/11/2025						
	Natixis SA	EUR	100.000	100,27	100.270,00	610,27	100.880,27	06-02-2025	10-02-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
Sell,Cstmr	XAMS	XS2411638575	NIBC BANK_0.125%_25/11/2030						
	UBS EUROPE SE	EUR	100.000	85,75	85.745,00	29,79	85.774,79	18-02-2025	20-02-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS0525602339	RABOBANK_4.125%_14/07/2025						
	OOLDERS, HEIJN EN VOOG, AMSTERDAM	EUR	100.000	100,48	100.480,00	2.814,04	103.294,04	18-03-2025	20-03-2025
Sell,Cstmr	XBRA	SK4000023230	SLOWAKIJE_3.625%_08/06/2033						
	HSBC France	EUR	200.000	103,32	206.644,00	5.204,11	211.848,11	20-02-2025	25-02-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	96,26	192.528,00	157,53	192.685,53	20-02-2025	25-02-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2555192710	SWEDBANK_3.75%_14/11/2025						
	Morgan Stanley Europe SE	EUR	100.000	100,83	100.831,00	1.058,22	101.889,22	20-02-2025	25-02-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2558953621	SKANDINAVISKA EN_3.25%_24/11/2025						
	Toronto Dominion	EUR	500.000	100,5	502.491,00	4.897,26	507.388,26	12-03-2025	14-03-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2404629235	SVENSKA HB_0.125%_03/11/2026						
	Jefferies International Limited	EUR	600.000	95,96	575.742,00	269,18	576.011,18	12-03-2025	14-03-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2555192710	SWEDBANK_3.75%_14/11/2025						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	300.000	100,78	302.343,00	3.852,74	306.195,74	17-03-2025	19-03-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2555192710	SWEDBANK_3.75%_14/11/2025						
	OOLDERS, HEIJN EN VOOG, AMSTERDAM	EUR	400.000	100,78	403.120,00	5.178,08	408.298,08	18-03-2025	20-03-2025
Sell,Cstmr	XFRA	XS2530208490	BGK_4%_08/09/2027						
	J.P Morgan AG	EUR	100.000	102,41	102.410,00	1.424,66	103.834,66	14-01-2025	16-01-2025
Sell,Cstmr	XFRA	DE000A3KY359	ALLIANZ_0.5%_22/11/2033						
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	300.000	80,33	240.999,00	300,00	241.299,00	30-01-2025	03-02-2025
Sell,Cstmr	XFRA	DE000A3KY359	ALLIANZ_0.5%_22/11/2033						
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties	EUR	200.000	80,67	161.330,00	202,74	161.532,74	31-01-2025	04-02-2025
Sell,Cstmr	XLON	XS2680932907	HUNGARY_5.375%_12/09/2033						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	106,47	106.468,00	1.767,12	108.235,12	08-01-2025	10-01-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR0013373065	AGENCE FRANCAISE_1.5%_31/10/2034						
	UBS EUROPE SE	EUR	100.000	82,87	82.865,00	316,44	83.181,44	14-01-2025	16-01-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014002S57	BANQUE FEDERATIV_0.01%_11/05/2026						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	96,46	192.922,00	14,52	192.936,52	29-01-2025	31-01-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR0013421815	CREDIT AGRICOLE_1%_03/07/2029						
	RBC capital Markets (europe) GmbH	EUR	300.000	91,75	275.262,00	1.742,47	277.004,47	29-01-2025	31-01-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	300.000	93,58	280.734,00	100,27	280.834,27	05-02-2025	07-02-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014006XE5	BANQUE FEDERATIV_0.01%_07/03/2025						
	HSBC France	EUR	300.000	99,92	299.754,00	29,10	299.783,10	20-02-2025	24-02-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400M1S9	CAFFIL_3.5%_20/03/2029						
	UBS EUROPE SE	EUR	100.000	102,39	102.386,00	3.471,23	105.857,23	13-03-2025	17-03-2025
Sell,Cstmr	XQTX	EU000A4DMKY2	ESM_0%_06/03/2025						
	Toronto Dominion	EUR	30.000	99,79	29.936,40	0,00	29.936,40	03-02-2025	05-02-2025
Sell,Cstmr	XQTX	EU000A4DMKY2	ESM_0%_06/03/2025						
	DZ Bank	EUR	40.000	99,82	39.929,96	0,00	39.929,96	06-02-2025	10-02-2025
Sell,Cstmr	XQTX	EU000A4DMKY2	ESM_0%_06/03/2025						
	DZ Bank	EUR	50.000	99,93	49.963,75	0,00	49.963,75	20-02-2025	24-02-2025
totaal Sell,Cstmr					5.302.694,31	37.673,40	5.340.367,71		
SellFutOp	XEUR	DE000F1B2NG7	EURO-BUND FUTURE Jun25						
	UBS AG London branch	EUR	1.100.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1B2NH5	EURO-BOBL FUTURE Jun25						
	UBS AG London branch	EUR	1.600.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1B2NJ1	EURO-SCHATZ FUT Jun25						
	UBS AG London branch	EUR	900.000	0	0,00	0,00	0,00	04-03-2025	04-03-2025
totaal SellFutOp					0,00	0,00	0,00		
SettDebt									
		Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)							
	UBS AG London branch	EUR	95.000	1	-95.000,00	0,00	-95.000,00	14-01-2025	14-01-2025
SettDebt									
		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	91	1	-90,75	0,00	-90,75	17-01-2025	17-01-2025
SettDebt									
		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	205	1	-205,01	0,00	-205,01	28-01-2025	28-01-2025
SettDebt									
		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	121	1	-121,00	0,00	-121,00	26-02-2025	26-02-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	415	1	-415,17	0,00	-415,17	28-02-2025	28-02-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS LTD, LONDON	EUR	263	1	-262,80	0,00	-262,80	05-03-2025	05-03-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	683	1	-682,66	0,00	-682,66	28-03-2025	28-03-2025
totaal SettDebt					-96.777,39	0,00	-96.777,39		
SettRecv			Received interest on bank accounts						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	551	1	550,51	0,00	550,51	01-01-2025	01-01-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	186	1	185,61	0,00	185,61	07-01-2025	07-01-2025
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	95.000	1	95.000,00	0,00	95.000,00	14-01-2025	14-01-2025
SettRecv			Received interest on bank accounts						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	50	1	50,06	0,00	50,06	01-02-2025	01-02-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	166	1	165,95	0,00	165,95	06-02-2025	06-02-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	73	1	73,27	0,00	73,27	06-03-2025	06-03-2025
totaal SettRecv					96.025,40	0,00	96.025,40		