

Marktanalyse

Het jaar 2025 werd gekenmerkt door een ongebruikelijke combinatie van protectionisme en technologische vooruitgang. Waar protectionisme doorgaans een rem zet op mondiale groei, zorgt technologie juist voor productiviteitswinst. Het netto-effect bleef lange tijd onzeker, maar per saldo lijkt het elkaar grotendeels te neutraliseren. Het IMF begon het jaar met een groeiverwachting van 3,3%, verlaagde die na Amerikaanse importheffingen naar 2,8%, om uiteindelijk uit te komen op 3,2%. Bloomberg-surveys lieten een vergelijkbaar patroon zien.

Opvallend is dat de VS, ondanks het agressieve handelsbeleid, zelf de grootste groeivertraging kent: van 2,7% naar circa 2,0%. Toch oogt de economie veerkrachtig. Consumentenbestedingen blijven op peil, gesteund door stijgende reële inkomens en vermogenswinsten, ondanks een zwak sentiment. Dit 'K-shaped' patroon maskeert kwetsbaarheden: een scherpe correctie op financiële markten kan consumptie ondermijnen. Politiek speelt mee: richting de midterms in november wordt fiscale stimulans ingezet, terwijl werkloosheid langzaam oploopt.

Europa biedt relatieve stabiliteit, maar met lage groei. Duitsland worstelt met trage doorwerking van defensie-investeringen, Frankrijk met politieke onrust. Periferie-landen zoals Spanje en Ierland groeien juist stevig. Buiten Europa springt India eruit met 8,2% groei, terwijl China met 4,8% achterblijft en leunt op export en subsidies. Japan kampt met oplopende rentes en een hoge schuldquote.

Grondstoffen vormden een opvallende trend: zilver steeg in het vierde kwartaal met circa 60%, wat producenten als Mexico en Peru wind in de zeilen geeft.

Vooruitkijkend naar 2026 blijven onzekerheden groot: politieke dynamiek in de VS, fragiele consumptiepatronen, en geopolitieke spanningen rond handel en technologie. Regionale divergentie en volatiliteit blijven het sleutelwoord.

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 inwaardatum 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.

Fondsbeleid en resultaten

In het vierde kwartaal waren er een aantal noemenswaardige marktbevingen. Allereerst stegen rentes, swaprentes stegen meer dan staatsrentes en ook was de stijging groter op lange looptijden dan op korte looptijden. Landenspreads daalden, zowel gemeten versus Duitsland als versus swaps en ook de inflatieverwachtingen bewogen neerwaarts in lijn met dalende olieprijsen.

De reden van de rentebevingen kan gezocht worden in een combinatie van meevallende macro-economische cijfers en het anticiperen van verschillende marktpartijen op de aankomende pensioentransitie. Dat hogere groei ceteris paribus leidt tot hogere rentes hoeven we niet nader toe te lichten, maar voor de pensioentransitie is dit mogelijk niet het geval. In het nieuwe stelsel (WTP) neemt de hoeveelheid af te dekken renterisico voor Nederlandse pensioenfondsen af en bovendien verschuift het zwaartepunt qua looptijden "naar voren". De hiermee gepaard gaande transacties zorgen naar verwachting voor hogere rentes op lange looptijden en een verstelling van de rentecurve. De betrokken marktpartijen zijn vanzelfsprekend pensioenen zelf, maar ook zakenbanken waar pensioenfondsen mee handelen en daarnaast meer speculatieve partijen als hedge fondsen die hopen te profiteren van de verwachte marktbevingen. Omdat de transitiedatum bekend is en ook de omvang van de transitie redelijk kan worden ingeschat door de talloze studies die de afgelopen tijd zijn gedaan, is het voor alle betrokken partijen een uitdagend kat-en-muis-spel waarbij veel op het spel staat. Iedereen weet wat er moet gebeuren, maar niet exact wanneer en op welke manier. In het vierde kwartaal is een gedeelte van de verwachte transacties direct (door pensioenfondsen) of indirect (door andere partijen) gedaan, maar het is vanzelfsprekend onduidelijk hoeveel exact. Daarmee belooft ook het eerste kwartaal van 2026 spannend te worden.

Wat het extra spannend, en mogelijk ook volatieler, maakte was het feit dat liquiditeit in het vierde kwartaal afnam. Het uitgifteseizoen eindigde pas echt in december, maar ook in oktober en november was het aantal nieuwe leningen zeer beperkt. Het opdrogen van leninguitgiftes, de betere macrocijfers en de (nog?) niet materialiserende geopolitieke risico's zorgde voor een positief kwartaal voor landenspreads. Zelfs de begrotingsimpasse in Frankrijk en bijbehorende rating downgrade had amper effect op het sentiment, en zelfs Franse spreads kwamen in. De grote vraag is echter hoe lang dit positieve sentiment aanhoudt. Uiteindelijk lijkt het erop uit te draaien dat alleen een crisis de Franse politiek kan bewegen tot het nemen van de noodzakelijke begrotingsmaatregelen. Ook zal leninguitgifte fors zijn in 2026 en kunnen geopolitieke risico's opeens wel een thema worden dat markten gaat beheersen. In het beteugelen van Amerikaanse inflatie is de zittende president bezig om olieprijsen koste wat kost omlaag te krijgen. Dit werkt totnu toe, maar creëert vanzelfsprekend de nodige spanningen bij olieproducerende landen. Een factor die weer positief bijdraagt aan het sentiment is het feit dat inflatie wereldwijd grotendeels onder controle lijkt waardoor het centrale bankenbeleid weer vrij voorspelbaar is geworden.

Het fonds presteerde in lijn met de benchmark in dit kwartaal. Er werden enkele basispunten ingeleverd op de rentepositionering doordat er in het fonds is geanticipeerd op een rentedaling in lijn met lage uitgiftes en olieprijsen, maar de anticipatie op de pensioentransitie was fors en vooral eerder dan door ons verwacht. De curvepositionering (steiler) compenseerde dit verlies echter gedeeltelijk en de overige basispunten werden goedgemaakt doordat werd geprofiteerd van het positieve marktsentiment op spreads. Met inkomen van de spreads is de overwogen positie in spreadrisico gedurende het kwartaal verkleind. De curvepositie wordt in stand gehouden en de overwogen rentepositie geïmplementeerd op de minder lange looptijden.

Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -1,58% tegenover -1,66% voor de benchmark, een relatief rendement van +0,08% waarbij moet worden opgetekend dat op de laatste handelsdag beperkte liquiditeit tot prijsverstoring in het voordeel van het fonds heeft geleid.

Vooruitzichten

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.

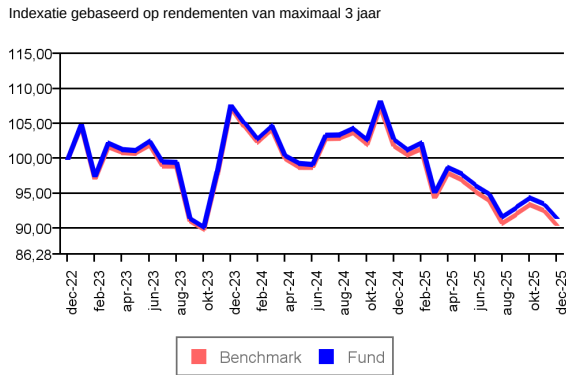
Door deze ontwikkeling wordt er in 2026 (voor het derde jaar op rij) veel nieuwe uitgifte van staatsobligaties verwacht. Traditioneel begint het jaar met grote volumes aan nieuwe leningen, wat in het eerste kwartaal opwaartse druk kan geven op rentes en daarmee negatief kan uitpakken voor obligatierendementen. 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 gedempt. 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 schuldpapier.

Beleggingsstrategie

De doelstelling van het ASR Pensioen Staatsobligatiefonds 20+ Jaar is een belegging te bieden in een gediversifieerde portefeuille Investment Grade vastrentende titels en instrumenten met lange looptijden, voornamelijk uitgegeven door overheden en gedenomineerd in euro. De benchmark is de ICE 20+ Year AAA-A Euro Government + European Union Index. Het beleggingsbeleid is erop gericht om over een drie-jaars periode een targetrendement te behalen dat minimaal gelijk is aan het rendement van de vastgestelde representatieve maatstaf (benchmark), na aftrek van alle van toepassing zijnde kosten. Het fonds wordt gemanaged met inachtneming van het ESG-beleid opgesteld door de Beheerder.

Geïndexeerd rendementsverloop



Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	-2,12 %	-2,22 %
3 maanden	-1,58 %	-1,66 %
6 maanden	-4,84 %	-5,04 %
1 jaar	-10,97 %	-11,13 %
3 jaar	-2,90 %	-3,26 %
5 jaar	-12,70 %	-12,99 %
YTD	-10,97 %	-11,13 %
Sinds start	-9,22 %	-9,52 %

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

Kerngegevens

Berekening NAV	Dagelijks
Datum van oprichting	19-11-2019
Rendement berekening vanaf	29-11-2019
Fondsbeheerder	ASR Vermogensbeheer N.V.
Fondsmanager	Maren Klap
Instapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Uitstapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Lopende kosten(*)	0,20 %
Land van vestiging	NL
Valuta	EUR
Benchmark	ICE 20+ Year AAA-A Euro Government + European Union Index
ISIN	NL0013995194

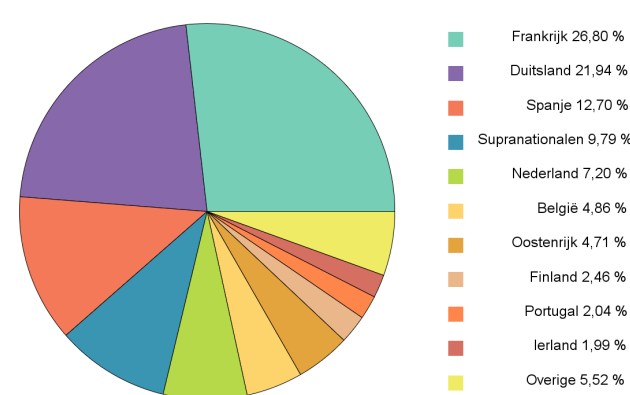
(*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

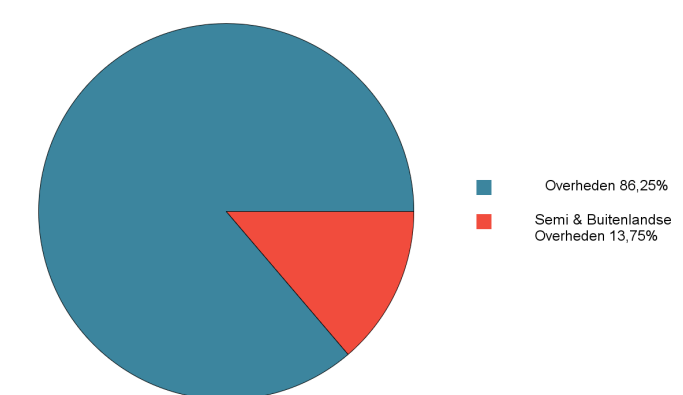
Totale activa (x1.000)	€ 489.876,53
Aantal uitstaande units (x1.000)	17.523,01
Nettovermogenswaarde per unit	27,96
Hoogste koers verslagperiode	28,24
Laagste koers verslagperiode	27,60
Dividend	Geen

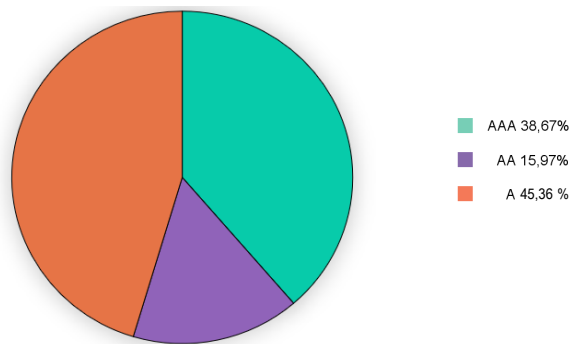
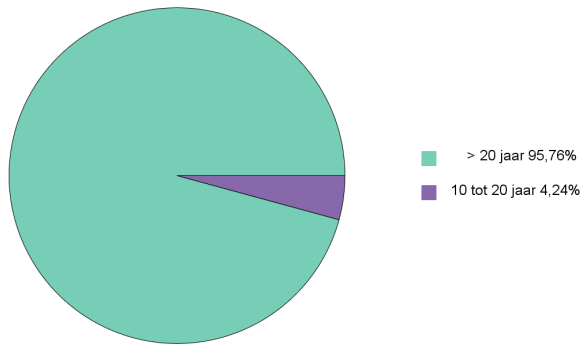
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001030724	Duitsland	5,88 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001102481	Duitsland	3,67 %
FRANKRIJK 3% 25/06/2049	FR001400NEF3	Frankrijk	5,98 %
FRANKRIJK 4% 25/04/2060	FR0010870956	Frankrijk	4,86 %
SPANJE 4% 31/10/2054	ES0000012M93	Spanje	4,68 %
DUITSLAND 0% 15/08/2052	DE0001102572	Duitsland	4,55 %
FRANKRIJK 3% 25/05/2054	FR001400FTH3	Frankrijk	3,78 %
FRANKRIJK 3.75% 25/05/2056	FR001400XJJ3	Frankrijk	3,58 %
FRANKRIJK 3.25% 25/05/2055	FR001400OHF4	Frankrijk	3,05 %
SPANJE 3.45% 30/07/2066	ES00000128E2	Spanje	2,83 %
SPANJE 2.7% 31/10/2048	ES0000012B47	Spanje	2,54 %

Landenverdeling



Sectorverdeling





Fondsgedragscode

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

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

Duurzaamheidsbeleid

Als institutionele belegger toont a.s.r. vermogensbeheer haar maatschappelijke verantwoordelijkheid onder meer door toepassing van ethische en duurzaamheidscriteria in

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

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

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 op deze factsheet bevat publicitaire mededelingen. Raadpleeg het prospectus voordat u een beleggingsbeslissing neemt. 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.