

Marktanalyse

De titel van het recente "IMF World Economic Outlook" rapport, namelijk "Policy Pivot, Rising Threats" is veelzeggend. De wereldeconomie komt inderdaad uit een periode van monetaire verkrapping naar monetaire verruiming ('Policy Pivot'), nu dat inflatie langzaam beweegt richting de targets van centrale banken. Maar helaas liggen er ook wat meer donkere wolken op de loer vanuit de geopolitieke en militaire conflicten hoek, maar ook wat betreft mogelijke handelsbelemmeringen ('Rising Threats'). Samengenomen verwacht het IMF nog steeds dat de wereldeconomie met 3,2% gaat groeien in 2025, wat zwak is maar niet zo wezenlijk anders dan het lange termijn gemiddelde. Wel zijn er grote verschillen binnen de regio's, waarbij verwachtingen voor de groei van de Amerikaanse economie naar boven zijn bijgesteld en die voor Europa naar beneden.

Of de Amerikaanse economie harder zal blijven groeien dan de Europese economie gaat ook het komend jaar een belangrijk thema zijn voor financiële markten. Dat was in 2024 duidelijk het geval. Hoewel de economische groei over heel 2024 nog niet bekend is, biedt de consensus schatting van economen op Bloomberg een redelijke indicatie. Die geeft aan dat de eurozone economie in 2024 met 0,8% is gegroeid en die van de VS met 2,7%, dat is een verschil van bijna 2%-punt. Dat komt met name omdat de Amerikaanse economie beter heeft gepresteerd dan verwacht. Ook voor het komend jaar gaan economen er vanuit dat de Amerikaanse economie harder gaat groeien dan die van de VS, al is het groeiverschil minder groot. Voor het komend jaar is de verwachting van economen dat de VS 2,1% gaat groeien en de eurozone met 1%. Voor beide regio's is dat rond het lange termijn gemiddelde.

Hierbij is het interessant dat de economische groei van de VS meer geholpen zal worden door (impliciete) overheidsstimulus dan door monetair beleid, terwijl het omgekeerde geldt voor de eurozone. Namelijk, de beleidsplannen van Trump om de belasting op bedrijfswinst te verlagen naar 15% en om zijn eerder ingezette verlaging van inkomstenbelasting aan te houden, zijn impliciet overheidsstimulus. Dat is ook te zien in het verwachte begrotingstekort van de VS voor 2025 volgens de Bloomberg consensus, namelijk 6,5% van het BBP. Voor de eurozone wordt er in vergelijking een stuk minder 'hulp' vanuit de overheid verwacht, namelijk een begrotingstekort van 'slechts' 3% van het BBP in 2025. Wel worden er meer beleidsrenteverlagingen verwacht voor de ECB dan voor de Fed.

Na rentestijgingen in het eerste halfjaar van 2024 en dalende rentes in het derde kwartaal, zijn rentes op staatsobligaties in het vierde kwartaal weer licht opgelopen, met gemiddeld ca. 25 basispunten voor de meeste Europese landen en op zowel 10-jaars als 30-jaars looptijden. Ten opzichte van begin 2024 zijn rentes op de meeste Europese staatsobligaties per saldo niet heel sterk veranderd, ondanks soms flinke tussentijdse fluctuaties. Gemiddeld hebben Europese staatsobligaties een licht positief rendement opgeleverd over het hele jaar gemeten.

In het VK en de VS lieten rentes op staatsobligaties wel een duidelijke richting zien, namelijk omhoog, zowel over het vierde kwartaal als over heel 2024 gemeten. Over heel 2024 liepen rentes op 10-jaars staatsobligaties in het VK en de VS met zo'n 75-100 basispunten op, waarvan het grootste deel (ca. 50-75 basispunten) in het vierde kwartaal werd gerealiseerd. De (her-)verkiezing van Donald Trump als president in de VS en twijfels over de houdbaarheid van de begrotingsplannen van de nieuw aangetreden Labour-regering in het VK zorgden voor toenemende inflatie-angst en daarmee ook voor hogere renteniveaus.

Fondsbeleid en resultaten

In het vierde kwartaal was er de nodige volatiliteit in rentes. Het kwartaal begon met een rentedaling toen enkele slechte macrocijfers bekend werden gemaakt en Israël een aanval op Hezollah begon en Libanon binnenviel. Dit werd echt snel ongedaan gemaakt in aanloop naar de Amerikaanse verkiezingen toen markten voorsorteerden op een overwinning van de Republikeinen. Na deze verkiezingen zorgden politiek onrust in Frankrijk, tegenvallende macrocijfers in Duitsland en grote hedging programma's vanuit pensioenfondsen voor een felle rentedaling die duurde tot en met half december. Toen deze hedging programma's klaar waren, droogde de liquiditeit op en volgde een forse rentestijging waardoor rentes het kwartaal uiteindelijk hoger eindigden. De 10-jaars Duitse rente begon het kwartaal op 2,12%, had een range van 2,01 t/m 2,50% maar stond eind december op 2,37%. Swaprentes kenden netto een kleinere beweging, maar wel een vergelijkbare volatiliteit. Onder invloed van de hedging programma's was een historisch grote beweging in de zogeheten swapspread, het renteverschuif tussen Duitse staats- en swaprentes, zichtbaar. Na bijna een decennium aan QE, waarin staatsrentes kunstmatig ver onder swaprentes werden gedruwd, is dit in 2024 rap tempo omgedraaid en dan met name in het laatste kwartaal. Dit zorgde ervoor dat 10-jaars Duitse rentes voor het eerst sinds jaren weer boven swaprentes kwamen. Op lange looptijden liep dit verschil zelfs op tot bijna 50 basispunten positief!

De renteniveaus aan de korte kant van de curve werden vanzelfsprekend vooral bepaald door het (verwachte) ECB rentebeleid. Hoewel de ECB de rente 2x verlaagde in het vierde kwartaal, waarmee de depositorrente nu op 3% staat, was dit volledig in lijn met de marktverwachtingen en was de marktpact, ook gegeven de minimaal bewogen langere termijn verwachtingen voor de beleidsrente, daardoor beperkt. De markten gingen eind december uit van nog 4 renteverlagingen in 2025. Gegeven de stijgende rentes op langere looptijden versteiden rentecurves hierdoor.

Landenspreads kenden met uitzondering van Frankrijk en België, niet onlogisch gegeven de politieke ontwikkelingen in Frankrijk en van oudsher sterke correlatie met België, een sterk kwartaal. Hierbij moet wel opgemerkt worden dat markten steeds meer onderscheid beginnen te maken tussen landen die hun schuld ratio terug aan het dringen zijn (zoals Portugal en Ierland) en landen die hier meer moeite mee hebben zoals Frankrijk en in mindere mate België. Verder was het sterke kwartaal ons inziens vooral een gevolg van een "pauze" in het aanbod van nieuwe leningen en de aantrekkelijke waardering van staatsobligaties versus swaps. Dit trekt kopers zonder dat het fundamentele verhaal voor landen nu zoveel beter is geworden. In 2025 zal het aanbod van nieuwe leningen zeer fors zijn en is het maar de vraag of het positieve sentiment aan blijft houden.

Het fonds kende een sterk kwartaal. Er werden enkele basispunten toegevoegd door de curvepositie waarin geanticipeerd werd op steilere rentecurves. Ook op de obligatiekeuze over de verschillende looptijden werden enkele basispunten verdiend, onder andere door het onderwegen van de leningen met hele lange looptijden in België, Frankrijk en Oostenrijk. De overweging aan kredietrisico aan het begin van het kwartaal pakte goed uit gegeven de krappere landenspreads. Naarmate het kwartaal vorderde, is deze overweging afgebouwd. Ook de keuze tussen landen droeg positief bij, hierbij stond een onderweging van Frankrijk en België tegenover een overweging in Oostenrijk, Finland en enkele kleine Oost-Europese landen. De onderweging in Ierland, op basis van een onaantrekkelijke waardering ten opzichte van bijvoorbeeld Nederland, pakte licht negatief uit omdat Ierse obligaties na drie zeer goede kwartalen ook in het laatste kwartaal goed bleven liggen.

Vooruitkijkend gaan markten in spannend 2025 tegemoet. Franse politieke onzekerheid is gegarandeerd tot in ieder geval de zomer waarin nieuwe verkiezingen mogelijk tot meer stabiliteit leiden. Amerikaanse beleidsonzekerheid zal met de winst van Trump ook groot zijn, en dit maakt op zijn beurt het werk van centrale bankiers uitdagend. Daarnaast is de combinatie van een groot leningenaanbod en een krimpende centrale bankenbalans een mogelijk punt van zorg.

In het vierde kwartaal van 2024 bewogen rentes hoger, vooral op langere looptijden, netto curveversteiling. Kredietopslagen bewogen neerwaarts met uitzondering van Frankrijk. Inflatieverwachtingen bleven rondom de centrale banken doelstelling van 2%.

Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -1,35% tegenover -1,65% voor de benchmark, een positief relatief rendement van 0,30%. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat als gevolg van illiquide markten en bijbehorende prijsvolatiliteit in de laatste dagen van het jaar er meerdere basispunten aan onverklaard rendement zichtbaar was in de attributie.

Vooruitzichten

Afgezien van beursgenoteerd vastgoed, waren staatsobligaties de slechtst presterende beleggingscategorie in 2024, al leverden ze per saldo nog altijd een licht positief rendement op. Richting eind 2024 liepen lange rentes weer licht op, mede op de verwachting dat het inflatiebeeld in 2025 kan tegenvallen, wat de ruimte voor centrale banken om rentes verder te verlagen zou inperken. Dit lijkt wel meer te gelden voor de VS dan voor de eurozone, waar markten nog altijd rekenen op ca. 1%-punt aan renteverlagingen door de ECB in 2025. Met de matige groeivoorzichten voor de eurozone, de beperkte ruimte voor meer stimulerend begrotingsbeleid (gezien de nog altijd te hoge begrotingstekorten in de meeste landen in de eurozone) en de marktverwachting dat de basisrente van de ECB eerder zal dalen dan stijgen in 2025, lijkt de ruimte voor (veel) hogere rentes op Europese staatsobligaties relatief beperkt.

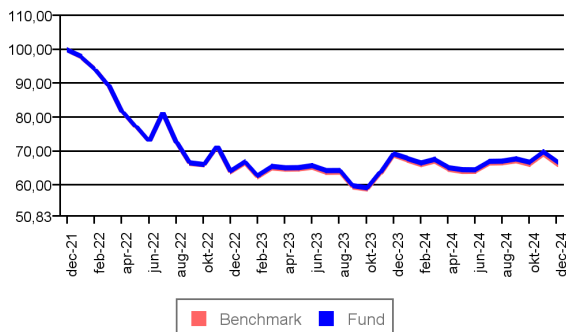
Wanneer het macro-economische beeld verder zou verslechteren en/of het sentiment op financiële markten om een andere reden zou keren, kunnen staatsobligaties ook hun traditionele rol als 'safe haven'-belegging weer vervullen, met andere woorden: kunnen lange rentes ook weer dalen. Een dergelijk scenario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

Beleggingsstrategie

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

Geïndexeerd rendementsverloop

Indexatie gebaseerd op rendementen van maximaal 3 jaar



Rendement (*)

	Fund	Benchmark
1 maand	-4,40 %	-4,57 %
3 maanden	-1,35 %	-1,65 %
6 maanden	3,62 %	3,16 %
1 jaar	-3,50 %	-4,04 %
3 jaar	-12,50 %	-12,85 %
5 jaar	-7,24 %	-7,55 %
YTD	-3,50 %	-4,04 %
Sinds start	-3,06 %	-3,26 %

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

Kerngegevens

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

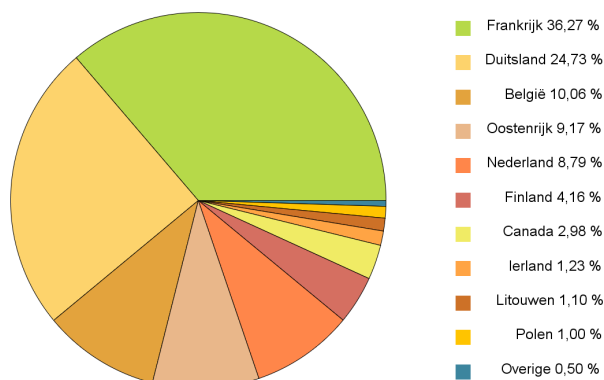
(*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

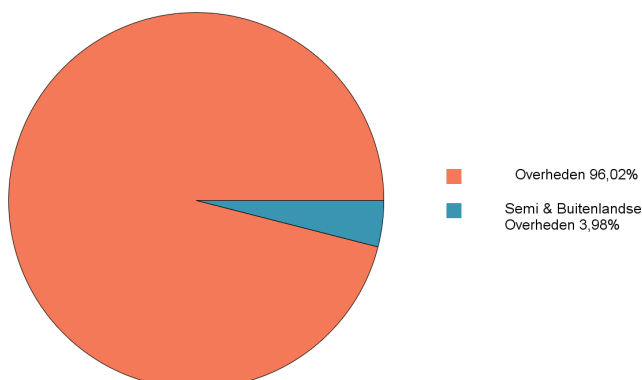
Totale activa (x1.000)	€ 374.469,76
Aantal uitstaande units (x1.000)	9.228,2
Nettovermogenswaarde per unit	40,58
Hoogste koers verslagperiode	42,70
Laagste koers verslagperiode	40,43
Dividend	Geen

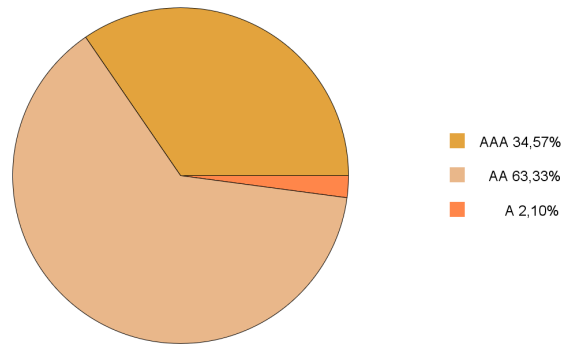
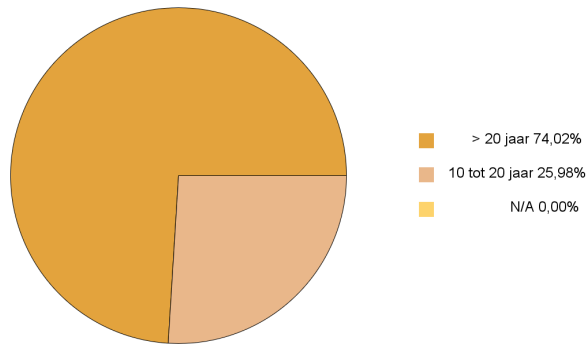
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001030724	Duitsland	6,63 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001102481	Duitsland	3,55 %
FRANKRIJK 2% 25/05/2048	FR0013257524	Frankrijk	7,06 %
DUITSLAND 1.25% 15/08/2048	DE0001102432	Duitsland	5,25 %
FRANKRIJK 3.25% 25/05/2055	FR001400OHF4	Frankrijk	5,04 %
FRANKRIJK 2.5% 25/05/2043	FR001400CMX2	Frankrijk	4,78 %
FRANKRIJK 3% 25/05/2054	FR001400FTH3	Frankrijk	4,78 %
FRANKRIJK 4% 25/04/2055	FR0010171975	Frankrijk	4,24 %
DUITSLAND 2.5% 15/08/2046	DE0001102341	Duitsland	4,20 %
NEDERLAND 2.75% 15/01/2047	NL0010721999	Nederland	3,58 %
FRANKRIJK 0.5% 25/06/2044	FR0014002JM6	Frankrijk	3,55 %

Landenverdeling



Sectorverdeling





Fondsgedragscode

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

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

Duurzaamheidsbeleid

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

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

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

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