

Marktanalyse

De renteverhogingen die wereldwijde centrale banken hebben gevoerd over de afgelopen anderhalf jaar, het uithollende effect van inflatie op de koopkracht van consumenten en de vertraging van de Chinese economie hebben duidelijk een remmend effect gehad op de wereldwijde economische groei. De consensus-verwachting van economen (volgens Bloomberg) is dat de wereldeconomie in 2023 met slechts 2,7% zal groeien en in 2024 met 2,6%, ver beneden het 'normale' niveau van rond de 3,5%.

De economie van de eurozone is in het tweede kwartaal van dit jaar met slechts 0,1% jaar-op-jaar gegroeid, wat aanzienlijk lager is dan de verwachte 0,3%. Hoewel exporten de grootste boosdoener waren (-0,7% jaar-op-jaar), was ook de groei van consumptie (in het algemeen de motor van westerse economieën) met 0,1% ronduit zwak. De Bloomberg consensus suggereert ook voor de rest van dit jaar bijna een stilstand van de economische groei, met een verwachte groei op jaarbasis van slechts 0,1% in zowel het derde als het vierde kwartaal van 2023. Consensus groeiverwachtingen voor 2024 zijn 0,8%, en pas in 2025 komt weer een 'normale' groei van 1,5% in zicht. Hoewel een recessie hiermee niet onmiddellijk dreigt, ligt deze mogelijk wel op de loer, vooral als zich onverwachte gebeurtenissen voordoen die de eurozone-economie uit evenwicht kunnen brengen. Op Bloomberg wordt de waarschijnlijkheid van een recessie in de eurozone in de komende 12 maanden geschat op 50%.

Andere vooruitkijkende maatstaven voor de eurozone, zoals sentimentsindicatoren, vertonen ook tekenen van verslechtering. De index voor consumentenvertrouwen is in september verder gedaald. Ook producenten zijn pessimistisch. De 'Purchasing Manager Index' (PMI) is in september weliswaar iets gestegen naar 47,1 ten opzichte van 46,7 in augustus, maar is nog steeds onder de 50 en geeft daarmee verwachte economische krimp aan.

In de Verenigde Staten waren de economische cijfers positiever. De economische vooruitzichten voor de korte termijn zijn gunstiger voor de VS dan voor de eurozone. Wel is de geschatte kans op een recessie in de komende 12 maanden in de VS met 55% iets hoger dan in de eurozone. In China valt het terugveren van de economie na het loslaten van China's strenge covid-beleid duidelijk tegen. De afgelopen maanden lijkt de focus van financiële markten dan ook gekanteld naar de kans op een harde (economische) landing in China. En inderdaad, de huizenprijzen dalen nog steeds (-0,1% in september) en de groei van detailhandelsverkopten is zwak.

Als er een harde landing komt in China, zijn het vooral Aziatische landen die de directe pijn zullen voelen. Voor landen als Taiwan, Zuid-Korea, Thailand en Japan bijvoorbeeld is China niet alleen een belangrijke afzetmarkt (in veel gevallen 20% of meer van de totale export), historisch was het ook een belangrijke bron van toerisme inkomsten. Voor de coronacrisis was China verantwoordelijk voor bijna een derde van de toeristen die naar deze landen kwamen. Exporten naar China van deze landen kunnen dus tegenvallen en de kans is groot dat het toerisme uit China voorlopig niet terugkeert naar oude niveaus. Daarnaast zijn ook grondstof exporterende opkomende markten gevoelig voor een harde landing in China, zoals Chili en Zuid Afrika. Voor beide landen is China hun grootste export partner. Een matig positieve uitkomst is wel dat een groeivertraging in China waarschijnlijk deflatoir is voor de wereldeconomie, omdat China voor veel grondstoffen (o.a. staal, olie en koper) een van de grootste kopers ter wereld is.

Rentes op de meeste Europese staatsobligaties zijn in het derde kwartaal gestegen. Tussen het begin van juli en het eind van september zijn Duitse, Franse en Nederlandse 10-jaars staatsrentes gestegen naar 2,9%, 3,2% en 3,4% respectievelijk. Dat betekent grofweg een stijging van 0,45% voor deze landen. De rente op Italiaanse staatsobligaties steeg nog meer, met 0,7% naar 4,8%. Dat had deels te maken met een nieuwe begroting die aanvankelijk leek te wijzen op een hoger begrotingstekort van de Italiaanse overheid dan markten hadden verwacht. Griekse en Spaanse staatsobligatierentes stegen ook, naar 4,3% en 3,9% respectievelijk.

Ook in Amerika is de rente op 10-jaars staatsobligaties sterk gestegen, met 0,7% naar 4,6% eind september. Deels vanwege de renteverhoging van de Fed en deels omdat kerninflatie niet snel daalt, en de loongroei in de VS nog steeds redelijk is. Als gevolg van de dalende rentes hebben staatsobligaties het afgelopen kwartaal dan ook slecht gepresteerd. De 'Barclays Euro Government Bond Index' haalden een rendement van -3,5% in het derde kwartaal.

Fondsbeleid en resultaten

De opvallendste marktbeveging in het derde kwartaal was de wijziging in de vorm van de rentecurve. Rentes op korte looptijden bewogen amper, maar naarmate de looptijd toenam liepen ook rentes meer op, netto een forse versteiling van rentecurves. Wel dient in ogenschouw te worden genomen dat de versteiling plaats heeft gevonden van historisch gezien zeer vlakke niveaus en daarmee is vooruitkijkend verdere versteiling het meest logische pad. Verder nam het renteverskil tussen staats- en swaprentes af en bewogen inflatieverwachtingen en landenspreads, met uitzondering van Italië, zijwaarts.

Om een verhaal bij deze bewegingen te maken helpt het om op te merken dat het gros van de rentestijging op langere looptijden plaatsvond in de laatste 2 weken van het kwartaal. Was er in die periode een wijziging in macro-economische beeld van lage groei en te hoge, maar dalende, inflatie? Was er een wijziging het beleid van centrale banken? Kwamen er nieuwe en grote aankondigingen van nieuwe obligatie-uitgiftes? Hoewel dit alle drie argumenten zouden kunnen zijn bij de hogere rentes, was het juist opvallend dat er geen grote fundamentele wijzigingen waren in deze factoren. Daarom is het tijdstip van de beweging opvallend.

De meest logische, maar niet heel bevredigende, verklaring is te geven vanuit "positioning". Hoewel de ECB de rente in september enigszins verrassend nog een keer verhoogde terwijl de FED geen actie ondernam, veranderde dit het beeld qua monetair beleid voor de komende 1-2 jaar niet. Normaliter betekent het einde van een verkrappende monetaire cyclus het startsein van zowel een rentedaling als een curve-versteiling. Dit weet "iedereen" en het is daarom niet raar dat partijen al hadden ingespeeld op lagere rentes richting de centrale bank vergaderingen in september. Deze aanname kunnen we enigszins hard maken door de rentevoorspellingen van marktpartijen, een enquête die we ieder kwartaal doen, te bekijken en te vergelijken met marktresen. Hierin zagen we dat de gemiddelde renteverwachting van deze partijen fors lager was dan de huidige marktresen. Als "iedereen" al gepositioneerd is op deze rentedaling, en deze beweging uitblijft, dan leidt dit onvermijdelijk tot het sluiten van deze posities waardoor een tegengestelde beweging van hogere rentes plaatsvindt. De beweging werd bovendien gestut door een marktsentiment waarin opeens weer de focus werd gelegd op oplopende begrotingstekorten. Vooruitkijkend is het daarom maar de vraag of deze beweging doorzet en of verdere curve-versteiling plaatsvindt met gelijkblijvende korte rentes.

Het antwoord zal gegeven worden door de macro-economische ontwikkelingen. Hoewel groei dit jaar niet goed was, is een recessie tot nu toe vermeden en is lage maar positieve groei ook de verwachting voor 2024. Inflatie neemt naar verwachting verder af, maar niet tot de ECB-doelstelling van 2%. Er zitten echter neerwaartse risico's aan deze verwachtingen. De effecten van de zeer snelle en grote rentestijging worden nog lang niet volledig gevoeld door de economie. Ook de grote overheidstekorten die geholpen hebben om groei op peil te houden tijdens de coronacrisis zijn voorbij. Het is bovendien lastig in te schatten wanneer de coronaspaargelden, één van de drijvers achter de sterke consumentenuitgaven dit jaar, opraken. Mocht de consensusverwachting voor een zachte landing met positieve groei en iets te hoge inflatie te optimistisch blijken, dan zullen rentecurves versteilen doordat korte rentes juist dalen. Een opwaarts risicoscenario met sterkere groei (en/of hogere inflatie) is in theorie mogelijk, maar de triggers hiervoor lijken op dit moment niet aanwezig.

Het relatieve fondsrendement was in lijn met de benchmark in het derde kwartaal. Hierbij dient wel te worden opgemerkt dat in het kader van een omzetting in het pensioenproduct van de klanten van het fonds er al vanaf begin september de mandaat restricties zijn losgelaten. Het doel hiervan is om het fonds klaar te maken voor een in-kind transitie van de fondsbeleggingen naar het nieuwe doelfonds. In de maanden juli en augustus is het kredietrisico in het fonds teruggebracht waarmee in feite winst is genomen op de overwogen positie in kredietrisico die het fonds gedurende 2023 aanhield. Rentepositionering is het hele kwartaal neutraal geweest.

In het derde kwartaal van 2023 bewogen rentes op langere looptijden opwaarts terwijl de beweging op korte looptijden zeer beperkt was. Kredietopslagen bewogen zijwaarts met uitzondering van Italië waar kredietopslagen stegen. Inflatieverwachtingen bewogen zijwaarts, boven de ECB doelstelling van 2% terwijl het verschil tussen Duitse staats- en swaprentes daalde.

Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -2,45% tegenover -2,46% voor de benchmark, een neutrale relatieve performance.

Vooruitzichten

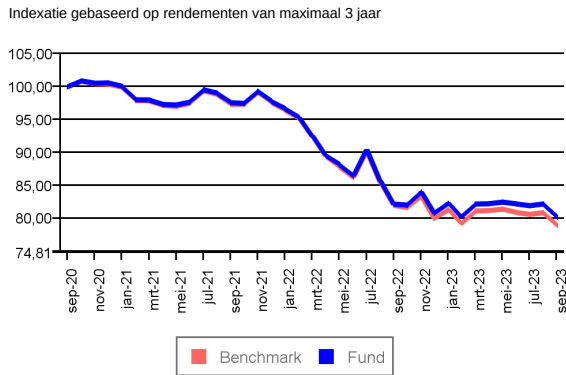
Het afgelopen kwartaal zijn rentes op veilige staatsobligaties zoals die van Duitsland en Nederland gestegen met ca. 50 basispunten. Rentes op 'periferie' landen zoals Spanje en Italië stegen meer (57 bps en 73 bps respectievelijk), waar dat laatste deels te maken had met een hoger dan verwacht begrotingstekort van de Italiaanse overheid. Verder gaan markten uit van een hogere volatiliteit voor rentes dan normaal, zo is de Merrill Lynch Option Volatility Estimate index (MOVE Index, die de ingeprijsde volatiliteit van Amerikaanse obligaties voor de komende maand meet) momenteel bijna twee keer zo hoog als in het verleden.

Op langere termijn is het aannemelijk dat rentecurves zullen versteilen met lagere korte rentes en/of hogere lange rentes, maar op korte termijn lijkt het nog steeds aannemelijk dat rentecurves vlak, of zelfs invers, zullen blijven. Al met al pleit dit niet voor een uitgesproken positie in staatsobligaties.

Beleggingsstrategie

Het ASR Euro Staatsobligatie Basisfonds (AESB) belegt hoofdzakelijk in obligaties en andere verhandelbare vastrentende schuldbewijzen, uitgegeven of gegarandeerd door overheden binnen de Europese Monetaire Unie of door supranationale instellingen. De analyse van de economische indicatoren en ontwikkelingen op financiële markten met de nadruk op de markt voor overheidsobligaties, is bepalend voor de beslissing omtrent de rentegevoeligheid (duration) en positionering op de yieldcurve van de portefeuille, de spreiding over verschillende landen, en uiteindelijk op de keuze van obligaties in het fonds. Beleggingen in bedrijfsobligaties en niet-EMU landen zijn beperkt toegestaan.

Geïndexeerd rendementsverloop



Kerngegevens

Berekening NAV	Dagelijks
Datum van oprichting	11-11-2013
Rendement berekening vanaf	02-01-2014
Fondsbeheerder	ASR Vermogensbeheer N.V.
Fondsmanager	Marèn Klap
Instapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Uitstapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Lopende kosten(*)	0,00 %
Land van vestiging	NL
Valuta	EUR
Benchmark	BofA ML EMU AAA direct govt index (EG10)
ISIN	NL0012645162

(*) Dit fonds kent geen beheer- of servicevergoeding, maar importeert wel kosten van onderliggende beleggingen..

Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	-2,45 %	-2,43 %
3 maanden	-2,45 %	-2,46 %
6 maanden	-2,43 %	-2,72 %
1 jaar	-2,41 %	-3,73 %
3 jaar	-7,09 %	-7,57 %
5 jaar	-2,85 %	-3,21 %
YTD	-0,74 %	-1,29 %
Sinds start	0,26 %	-0,23 %

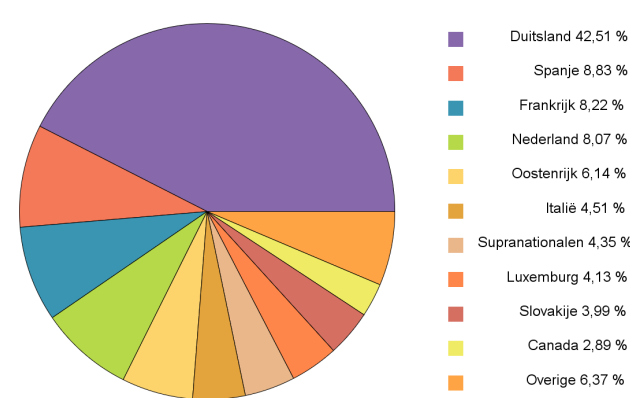
*) Periode langer dan 1 jaar is geannualiseerd en is op netto basis

Fondsfeiten en koersen

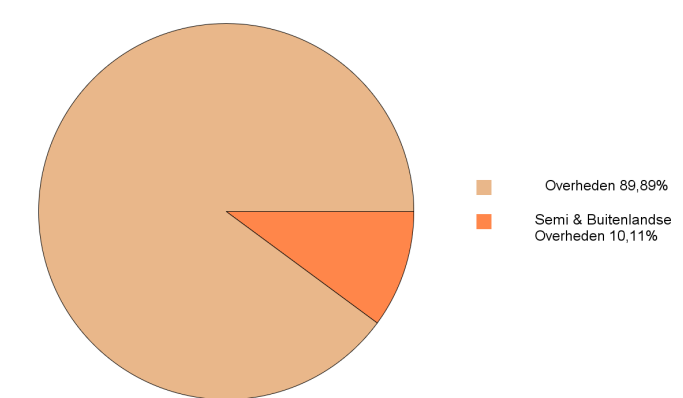
Totale activa (x1.000)	€ 253.937,29
Aantal uitstaande units (x1.000)	4.973,74
Nettovermogenswaarde per unit	51,06
Hoogste koers verslagperiode	52,09
Laagste koers verslagperiode	50,57
Dividend	Geen

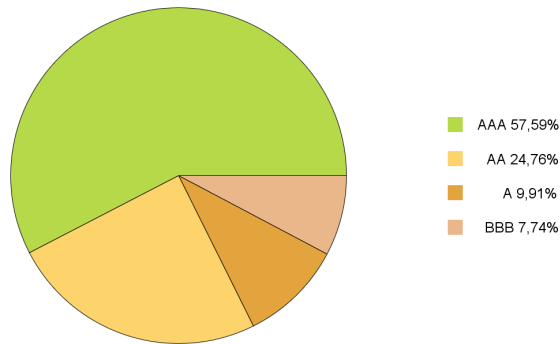
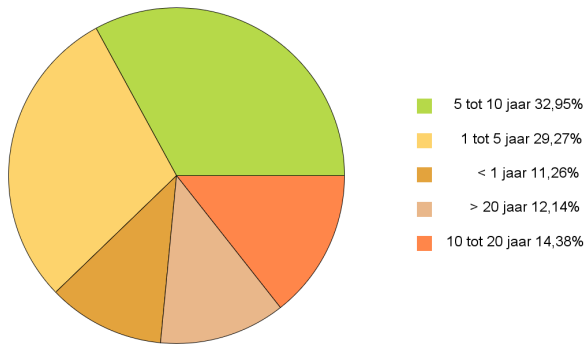
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
DUITSLAND 2.4% 15/11/2030	DE006BU27006	Duitsland	7,19 %
DUITSLAND 1% 15/05/2038	DE0001102598	Duitsland	7,18 %
FRANKRIJK 0% 25/03/2025	FR0013415627	Frankrijk	5,63 %
DUITSLAND 5.5% 04/01/2031	DE0001135176	Duitsland	5,40 %
DUITSLAND 0% 15/05/2024	DE000BU0E055	Duitsland	4,52 %
SPANJE 2.8% 31/05/2026	ES0000012L29	Spanje	4,07 %
SLOWAKIJE 0.125% 17/06/2027	SK4000017380	Slovakije	3,99 %
DUITSLAND 2.5% 04/07/2044	DE0001135481	Duitsland	3,34 %
OOSTENRIJK 4.85% 15/03/2026	AT0000A0DXC2	Oostenrijk	3,20 %
NEDERLAND 0% 15/07/2030	NL0014555419	Nederland	2,86 %

Landenverdeling



Sectorverdeling





Fondsgedragcode

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.vigoeiris.com/en/vigoe-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 www.asr.nl