

## Marktanalyse

De wereld economie is in 2024 beter uit de startblokken gekomen dan verwacht. Dit is vooral te danken aan de Amerikaanse economie, die tegen veler verwachting in nog steeds niet in een recessie is terecht gekomen, maar ook de economische cijfers uit China vallen tot nu toe overwegend mee bij de laaggespannen verwachtingen. Europa laat een wisselend beeld zien, waarbij de Duitse en de Franse economie het duidelijk moeilijk hebben, terwijl Zuid-Europese landen juist relatief goed presteren. Ook binnen opkomende economieën zijn er grote verschillen qua economische ontwikkeling, zowel tussen regio's als binnen regio's.

Voor de komende tijd lijkt het meest aannemelijke scenario dat de Amerikaanse economie in absolute zin beter blijft presteren dan de Europese economie. Zo verwacht het IMF voor heel 2024 een economische groei van ca. 1% voor de eurozone en van ca. 2% voor de VS. Ten opzichte van 2023 betekent dat voor de VS een groeivertraging, maar voor de eurozone juist een groeiherstel. Ook ten opzichte van de verwachtingen laat de Europese economie de afgelopen maanden meer meevallende cijfers zien dan de VS. De Amerikaanse economie houdt weliswaar tot nu toe beter stand dan verwacht, maar de verwachting blijft ook dat in de loop van het jaar het opraken van corona-spaargelden, de hoge renteniveaus en teruglopende overheidsbestedingen de economische groei zullen afremmen.

Voor de Europese economie geldt dat deze minder sterk uit de coronacrisis is gekomen dan de VS en bovendien meer hinder heeft ondervonden van de oorlog in Oekraïne. Mede daardoor heeft Europa nu wel relatief meer herstell potentieel. Investerings in de energietransitie en defensie-industrie door zowel overheden als bedrijven, en koopkracht herstel onder consumenten, dankzij hogere lonen, kunnen als aanjagers van dit groeiherstel dienen. Daar staat wel tegenover dat ook hier renteniveaus aanzienlijk hoger zijn dan een paar jaar geleden en de ruimte voor extra overheidsbestedingen beperkt is. Dat zet wel een rem op het verwachte groeiherstel.

Voor de Chinese economie geldt dat de economische cijfers over de eerste twee maanden van 2024, bijvoorbeeld ten aanzien van industriële productie, exporten en detailhandelsverkoop, overwegend meevielen bij de verwachtingen. Daarmee lijkt het recente besluit van het Chinese Volkscongres om de groei doelstelling voor 2024 met 5% onveranderd te laten ten opzichte van vorig jaar niet helemaal onhaalbaar. Daar staat wel tegenover dat de wankel vastgoedmarkt en bankensector niet pleiten voor al te veel optimisme over de groeivoorzichten van de Chinese economie.

Afgezien van China, zijn de vooruitzichten voor opkomende economieën sterk wisselend. Daarbij zorgt het relatief grote aantal verkiezingen in de komende maanden (o.a. India, Zuid-Afrika en Mexico) voor extra onzekerheid, net als een eventuele verkiezingsoverwinning in de VS van Donald Trump, die bijvoorbeeld al heeft aangekondigd een generieke importheffing van 10% te willen opleggen.

Na rentedalingen in het laatste kwartaal van 2023, liepen rentes op staatsobligaties in het eerste kwartaal van 2024 juist weer op. Zo was de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties in het laatste kwartaal van 2023 gedaald van 2,9% naar 1,9%, maar was deze eind maart 2024 weer opgelopen naar 2,3%. Nederlandse staatsobligaties lieten een vergelijkbaar beeld zien, met eerst een daling van de 10-jaars rente van 3,2% richting 2,2% in het laatste kwartaal van 2023 en vervolgens weer een stijging naar 2,6% per eind maart 2024. Opvallend was verder dat binnen de eurozone rentes op Zuid-Europese staatsobligaties aanzienlijk minder hard stegen dan die op Duitse en Nederlandse staatsobligaties. Zo steeg de Spaanse 10-jaars rente in het eerste kwartaal van 2024 van 3% naar 3,2%, en bleef de Italiaanse 10-jaars rente per saldo zelfs onveranderd. Naast een reflectie van de hogere risicobereidheid van beleggers, die ook op bijvoorbeeld aandelenbeurzen terug te zien was, lijkt dit ook een blijk van vertrouwen van beleggers in de economische ontwikkelingen in deze landen.

Ook buiten Europa liepen rentes op de meeste obligatiemarkten op, waarbij de rentebewegingen in de VS het meest opvielen. In de loop van het laatste kwartaal van 2023 daalde de Amerikaanse 10-jaars rente van 5% naar 3,8%, om vervolgens weer te stijgen naar 4,2% per einde eerste kwartaal 2024. Zowel in Europa als de VS lijken de stijgende rentes in het afgelopen kwartaal vooral toe te schrijven aan verbeterde economische vooruitzichten in combinatie met een inflatiedruk die hoger blijft dan eerder gedacht.

## Fondsbeleid en resultaten

In het eerste kwartaal van 2024 werd de forse rentedaling van het laatste kwartaal van 2024 gedeeltelijk ongedaan gemaakt. Vooral rentes op korte looptijden stegen behoorlijk waardoor rentecurves vervlachten. Daarnaast was de rentebeweging voor obligaties groter dan de beweging in swaprentes en hierdoor liep het verschil tussen beiden, de zogeheten swappspread, verder terug. Landenspreads kenden een goed kwartaal terwijl inflatieverwachtingen opliepen.

De reden achter deze bewegingen moet vooral gezocht worden in het veranderende macro-economische beeld. De aan groei gerelateerde cijfers vielen mee in het eerste kwartaal en daarnaast lieten vertrouwscijfers verbeteringen zien die ook voor de toekomst een positiever beeld impliceren. Dit was positief voor risicovollere beleggingen en daarmee ook voor landenspreads. De jaar-op-jaar inflatiecijfers lieten weliswaar een daling zien, maar deze daling was minder sterk dan eerder gedacht waardoor verwachte renteverlagingen door centrale banken nu later worden verwacht.

De grote rentebewegingen, neerwaarts in het vierde kwartaal van 2023 en opwaarts in het afgelopen kwartaal, geven aan dat er veel onzekerheid is in de markten, en waarschijnlijk ook bij centrale bankiers. Niemand durft met grote zekerheid te zeggen of inflatie echt onder controle is en dat heeft grote impact op de rentemarkten. Ook onder economen is grote discussie. Er zijn valide argumenten te geven dat zowel corona als de geopolitieke ontwikkelingen uiteindelijk, weliswaar hevige, korte termijn aanbodverstoringen zijn die geen blijvende impact hebben. Maar er is een even plausibel verhaal te maken dat beiden er juist toe leiden dat ons economisch denken permanent veranderd is en hier hogere inflatie bij hoort. De markten lijken meer in het tweede scenario te geloven als we bijvoorbeeld kijken naar verwachte beleidsrentes die nu "nooit" meer onder de 2,5% lijken te komen in Europa. Een niveau dat, met uitzondering van de huidige inflatie gedreven rentecyclus, voor het laatst gehaald werd in 2008 rondom het uitbreken van de financiële crisis. Maar het zal ook niet de eerste keer zijn dat een welbekend fenomeen uit de gedragswetenschap, waarbij recente herinneringen een overdreven grote rol spelen in het doen van voorspellingen, hier de lange termijn marktverwachting vertroebelt. Voor de korte termijn gaan wij mee met de markt en ligt het risico voor inflatie, en daarmee rente aan de bovenkant. Maar voor de middellange termijn sluiten wij ook een terugkeer naar de lage inflatieperiode van voor Corona niet uit.

Het fonds kende een goed eerste kwartaal. Er werd bij de stijgende rentes geprofiteerd van een onderwogen rentepositie die het vorige kwartaal was ingenomen om in te spelen op overdreven marktoptimisme. Ook de positionering op de curve leverde enkele basispunten op. Hierbij dient wel opgemerkt te worden dat het lastig is om curvepositionering in risicovrije rentes, en curvepositionering in meer risicodragende leningen exact toe te bedelen aan de risicofactoren "curve" en "spread" in het attributiemodel. De overweging in het spreadrisico droeg ook positief bij dit kwartaal en naarmate het kwartaal vorderde is de positie dan ook afgebouwd en zelf gedraaid naar een onderweging in spreadrisico. Als we inzoomen op de landenkeuzes, zien we dat de posities in semi-staatsleningen zoals het ESM en meer illiquide staatsleningen zoals Luxemburg, Litouwen en Slowakije het best presteerden.

Voor het komende kwartaal zien wij rentes verder stijgen onder invloed van goede macro-economische ontwikkelingen en een blijvend slechte combinatie van veel uitgiftes en krimpende centrale bank balansen. Als de markten en centrale bankiers het eens zijn over het verwachte rente pad, zal normaal gesproken ook verdere verdeling van de rentecurve plaats gaan vinden, maar ook hierbij zal macrodata de richting gaan geven. Het fonds zal terughoudend gepositioneerd blijven qua spreadrisico omdat waarderingen zijn opgelopen en er daarnaast de nodige geopolitieke risico's aanwezig zijn.

In het eerste kwartaal van 2024 bewogen rentes hoger, meer op kortere dan op langere looptijden. Kredietopslagen daalden, net als swappreads. Inflatieverwachtingen liepen op en liggen nu weer iets boven de centrale banken doelstelling van 2%. Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -2,36% tegenover -2,54% voor de benchmark, een positief relatief rendement van 0,18%.

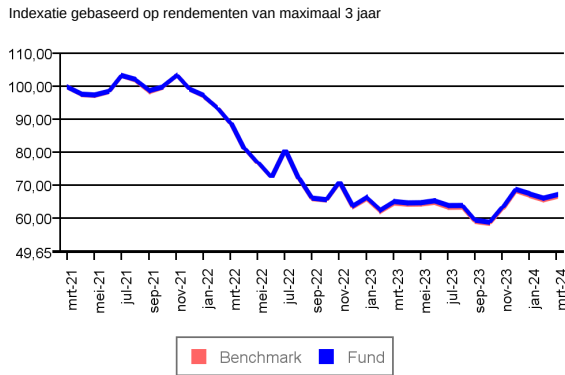
## Vooruitzichten

Eind 2023 leken rentes op staatsobligaties ons te ver naar beneden doorgeschoten, maar na de rentestijgingen van het afgelopen kwartaal zijn deze nu ons inziens nu op meer redelijke niveaus aanbeld, gegeven de huidige macro-economische context. Naarmate de economische groeivoorzichten de komende tijd blijven meevallen en/of de inflatiedruk langer hoog blijft dan verwacht, is er nog wel enige ruimte voor verdere rentestijgingen. Een dergelijk scenario lijkt ons aannemelijker dan een scenario waarin rentes weer sterk zouden terugvallen, maar we zijn daarvan niet zodanig overtuigd dat we ons daarop tactisch willen positioneren. Per saldo gaan we ervan uit dat rentes op staatsobligaties de komende tijd redelijk vlak zullen blijven, maar wel binnen een ruime bandbreedte.

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 gedomineerd 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



| Rendement (*) | Fund     | Benchmark |
|---------------|----------|-----------|
| 1 maand       | 1,70 %   | 1,69 %    |
| 3 maanden     | -2,36 %  | -2,54 %   |
| 6 maanden     | 13,00 %  | 12,88 %   |
| 1 jaar        | 3,19 %   | 3,13 %    |
| 3 jaar        | -12,36 % | -12,61 %  |
| 5 jaar        | -5,67 %  | -6,00 %   |
| YTD           | -2,36 %  | -2,54 %   |
| Sinds start   | -3,25 %  | -3,41 %   |

\*) 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                 | Marín Klap                                     |
| Instapvergoeding (maximaal)  | 0,15 %                                         |
| Uitstapvergoeding (maximaal) | 0,15 %                                         |
| Lopende kosten(*)            | 0,20 %                                         |
| Land van vestiging           | NL                                             |
| Valuta                       | EUR                                            |
| Benchmark                    | BofA ML 15+ Year AAA-AA Euro Government (EG68) |
| ISIN                         | NL0012625032                                   |

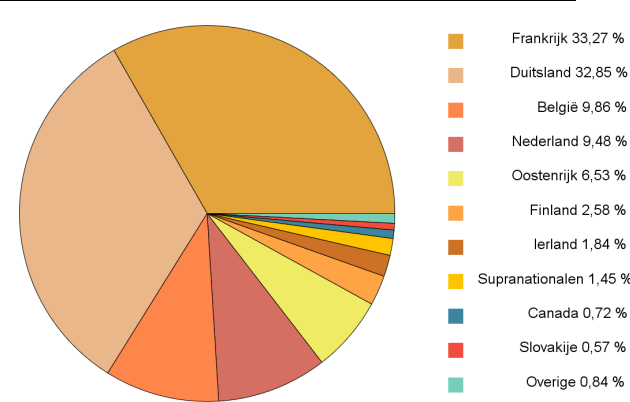
(\*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

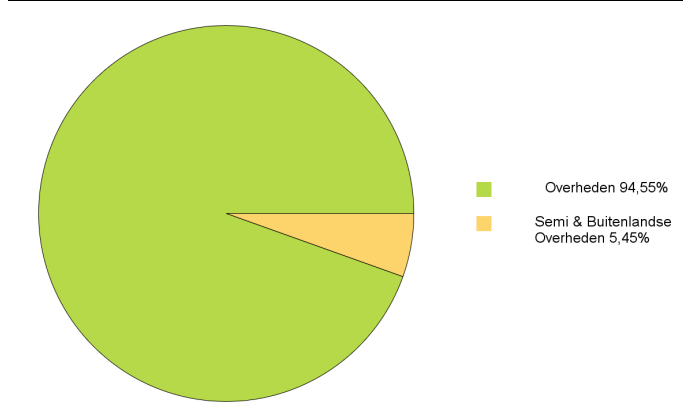
|                                  |              |
|----------------------------------|--------------|
| Totale activa (x1.000)           |   357.510,73 |
| Aantal uitstaande units (x1.000) | 8.707,24     |
| Nettovermogenswaarde per unit    | 41,06        |
| Hoogste koers verslagperiode     | 41,31        |
| Laagste koers verslagperiode     | 40,29        |
| Dividend                         | Geen         |

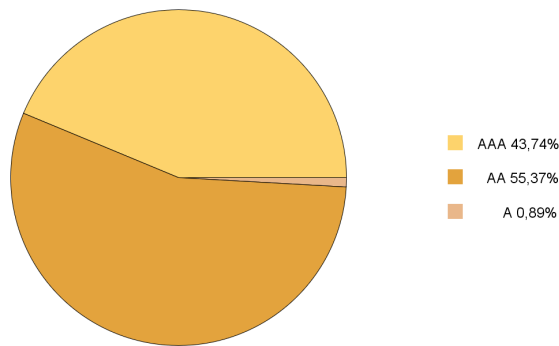
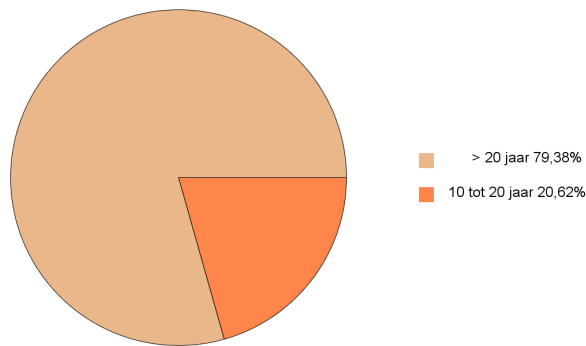
| 10 grootste belangen            | ISIN         | Land      | %      |
|---------------------------------|--------------|-----------|--------|
| FRANKRIJK 2% 25/05/2048         | FR0013257524 | Frankrijk | 9,39 % |
| FRANKRIJK 3% 25/05/2054         | FR001400FTH3 | Frankrijk | 6,55 % |
| DUITSLAND 2.5% 04/07/2044       | DE0001135481 | Duitsland | 6,22 % |
| DUITSLAND 2.5% 15/08/2046       | DE0001102341 | Duitsland | 6,20 % |
| DUITSLAND 3.25% 04/07/2042      | DE0001135432 | Duitsland | 5,66 % |
| DUITSLAND GROEN 1.8% 15/08/2053 | DE0001030757 | Duitsland | 5,14 % |
| DUITSLAND 1.25% 15/08/2048      | DE0001102432 | Duitsland | 3,91 % |
| FRANKRIJK 0.5% 25/06/2044       | FR0014002JM6 | Frankrijk | 3,80 % |
| FRANKRIJK 4% 25/04/2060         | FR0010870956 | Frankrijk | 3,65 % |
| FRANKRIJK 4% 25/04/2055         | FR0010171975 | Frankrijk | 3,64 % |

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.vigoeiris.com/en/vigoe-eiris-rating/](http://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](http://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](http://asr.nl).