

a.s.r.  
de nederlandse  
vermogens  
beheerders

# 2024 derde kwartaal

Rapportage  
AKF Onderwijs Fonds

## 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 Onderwijs Fonds**

ASR Kapitaalmarkt Fonds – Onderwijs Fonds is een subfonds van ASR Kapitaalmarkt Fonds. Het Onderwijs Fonds (OLF) is geïntroduceerd op 16 september 2011 en is gericht op Nederlandse onderwijsinstellingen. Het doel van OLF is om participanten de mogelijkheid te bieden om eenvoudig, veilig en gespreid te beleggen. De beleggingsdoelstelling is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te bieden conform de regels van de Regeling beleggen en belenen van OC&W. Dit houdt onder andere in dat er alleen wordt belegd in waardepapier uitgegeven of gegarandeerd door overheden, supranationale instellingen of financiële ondernemingen. Hierbij moet de desbetreffende overheid of financiële ondernemingen gevestigd zijn in een lidstaat van de EER en dient het papier uitgegeven te zijn in euro's en minimaal te beschikken over een single A (flat) rating. Er mag geen gebruik worden gemaakt van derivaten om bijvoorbeeld het renterisico af te dekken.

## Gevoerd beleid en rendement

### Portefeuillebeleid

De beleggingsdoelstelling van het ASR Onderwijs Fonds (OLF) is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te behalen onder de voorwaarde dat conform de Regeling beleggen, lenen en derivaten van het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (OCW) wordt belegd. Daarnaast is het Onderwijs Fonds duurzaam belegd conform het duurzaamheidsbeleid van a.s.r. Het fondsvermogen kwam eind september 2024 uit op EUR 34,4 miljoen. Het fonds bestaat voor 96,7% uit obligaties van Europese financiële ondernemingen. Wat betreft de ratingverdeling is de portefeuille voor 3,6% in 'AAA' obligaties belegd, voor 42,1% in 'AA' obligaties en voor 54,3% in 'A' obligaties. De top drie van de landenexposure bestond uit Zweden (24,3%), Frankrijk (19,9%) en Duitsland (16,0%). Ruim 57% van de portefeuille bestaat uit zogenaamde green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille bedroeg aan het eind van het kwartaal ca. 3,2 jaar. Het effectieve rendement van de beleggingen ligt rond de 3,0%.

### Performanceverantwoording

Het ASR Onderwijs Fonds behaalde over het derde kwartaal van 2024 een netto rendement van +2,90%. De kapitaalmarktrente daalde ongeveer 60 basispunten in het derde kwartaal. Dit had een positief effect op de prijzen van obligaties. In de verslagperiode werd één obligatie afgelost, en hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement en de duurzaamheid in de portefeuille te verhogen. Afgelopen kwartaal was er beperkt nieuws van de kredietbeoordelaars. De Duitse bank BHH kreeg bij Fitch een upgrade van twee notches en LBBW één notch. S&P verhoogde de rating van de Franse bank BPCE van A naar A+. Er waren geen downgrades in de portefeuille.

## Marktomstandigheden

### Economische Groeivoorzichten

De wereldeconomie laat nog altijd een redelijke groei zien van naar verwachting ca. 3% over heel 2024. Dat is vergelijkbaar met de gerealiseerde groei in 2023 en de verwachte groei in 2025. Onder deze ogenschijnlijke stabiliteit vinden wel de nodige verschuivingen plaats, zowel in de tijd als voor de verschillende regio's. 2024 lijkt daarbij een jaar van twee gezichten te worden. Het jaar startte sterker dan verwacht, vooral dankzij de Amerikaanse en Chinese economie, maar inmiddels lijkt de wereldeconomie in een duidelijke afkoelingsfase aanbeland. Zo realiseerde de VS in het tweede kwartaal nog een groei van 3,1% jaar-op-jaar, maar de verwachting is niet dat deze groei ook in de tweede helft van het jaar behouden blijft. Meer aannemelijk lijkt het dat de economische groei in de VS over heel 2024 rond 2,5% zal uitkomen.

De Chinese economie groeide in het eerste kwartaal van dit jaar nog met ruim 5% jaar-op-jaar, maar zal dat groeitempo naar verwachting niet kunnen handhaven en over heel 2024 eerder op een groei van maximaal 5% uitkomen. In tegenstelling tot China kwam de Japanse economie dit jaar juist moeilijk uit de startblokken, maar heeft die sindsdien wel een sterk herstel laten zien. Desondanks zal de groei van de Japanse economie over heel 2024 waarschijnlijk niet boven 1% uitkomen. Tenslotte is de economische groei in de eurozone het hele jaar niet echt goed op gang gekomen. In het tweede kwartaal realiseerde de eurozone-economie een groei van slechts 0,6% jaar-op-jaar. De verwachting is niet dat dit de komende tijd veel hoger zal zijn, zodat voor heel 2024 de groei in de eurozone waarschijnlijk blijft steken op maximaal 1%.

Voor 2025 liggen de groeiverwachtingen op regio-niveau wel wat dichter bij elkaar, in ieder geval voor ontwikkelde economieën. Zo verwacht het IMF dat de groei van de Amerikaanse economie in de loop van 2025 zal terugvallen richting 2%, terwijl voor de eurozone juist op een groeiversnelling richting 1,5% wordt gerekend. Ook voor o.a. het VK, Japan en Canada verwacht het IMF dat de groei in 2025 hoger zal uitvallen dan in 2024. Daarmee zou de VS in 2025 niet meer de enige groeimotor onder ontwikkelde economieën moeten zijn, die het in 2024 in feite wel is geweest. Onder de opkomende economieën lijken de Aziatische grootmachten China en India beide op een lagere groei af te stevenen in 2025 (respectievelijk 6,5% en 4,5%, volgens het IMF) dan in 2024 (respectievelijk 7% en 5%). Daar staan dan hogere verwachte groeipercentages tegenover voor o.a. Latijns Amerika, Afrika en het Midden-Oosten.

De wereldeconomie als geheel lijkt zich dus vrij stabiel te ontwikkelen, ondanks de onderliggende verschuivingen, maar dat verhuult dat de risico's op een andere, minder gunstige uitkomst recent wel zijn toegenomen. Daarbij is aanhoudend (te) hoge inflatie niet langer het belangrijkste risicoscenario, maar is toenemende recessiedreiging eerder een probleem. Vertrouwensindicatoren geven aan dat vooral de industrie een moeilijke periode doormaakt. Dit geldt het sterkst voor Europa (en binnen Europa met name voor Duitsland), maar ook in de VS en China wijst het producentenvertrouwen in de industrie nu al geruime tijd op benedengemiddelde groei. In de dienstverlening heeft het sterke herstel na de coronapandemie lang aangehouden, maar ook hier lijkt het vertrouwen van ondernemers nu scheurtjes te vertonen, weer met Europa voorop.

Een bepalende factor voor de economische vooruitzichten lijkt ook in toenemende mate ontwikkelingen op de arbeidsmarkt. Werkloosheid werd in het verleden vaak als een 'lagging indicator' gezien (vaak nam de werkloosheid pas toe als een recessie al teneinde liep), maar mede door het toegenomen belang van consumentenbestedingen voor economische groei is dat veranderd. Een sterke verslechtering van de arbeidsmarkt kan via lagere consumentenbestedingen ook het begin blijken van een recessie. Tot nu toe zijn de signalen wat dat betreft gemengd. In de VS loopt de werkloosheid al een jaar gestaag op, maar blijft deze met 4,2% nog wel altijd historisch laag. Dat geldt ook voor de eurozone, waar de werkloosheid in augustus met 6,4% het laagste niveau bereikte sinds het begin van de meting in 1999. Ondertussen blijft het vertrouwen van consumenten nog altijd redelijk op peil, zowel in Europa als de VS. Dat ontwikkelingen op de arbeidsmarkt toch steeds meer op het vizier van economen en beleggers staan, werd begin augustus wel duidelijk, toen tegenvallende werkgelegenheidscijfers uit de VS mede aanleiding waren voor scherpe koersdalingen op aandelenbeurzen en een vlucht naar staatsobligaties.

Naast ontwikkelingen op de arbeidsmarkt, zullen ook de uitkomsten van verkiezingen (dit jaar gaat ruim 40% van de wereldbevolking naar de stembus) en geopolitieke risico's bepalend blijven voor de economische vooruitzichten. Meest in het oog springend daarbij zijn op korte termijn de presidentsverkiezingen in de VS, maar ook in Europa (o.a. Duitsland, Frankrijk) kan politieke instabiliteit invloed houden op toekomstig economisch beleid. Een gemeenschappelijke noemer daarbij is wel dat waar in de jaren na de coronapandemie economieën in belangrijke mate ondersteund werden door zeer stimulerend begrotingsbeleid van overheden, de ruimte daarvoor steeds beperkter wordt gezien de sterk opgelopen overheidsschulden en hogere rentes.

Voor wat betreft geopolitieke risico's lijken de voortdurende oorlog in Oekraïne en de strijd tussen Israël en Hamas in Gaza (en inmiddels ook Hezbollah in Libanon) op korte termijn nog altijd de grootste bedreigingen voor de wereldeconomie te blijven. Opvallend is wel dat waar in het verleden conflictsituaties (zeker in het Midden-Oosten) vaak de wereldeconomie beïnvloedden via een hogere olieprijs, daar nu geen sprake van lijkt te zijn.

De olieprijs is recent gedaald tot onder 70 dollar per vat en dit jaar gemiddeld ruim onder 80 dollar per vat gebleven.

Ondertussen is de gasprijs dit jaar wel licht opgelopen, maar nog altijd een fractie van het piekniveau in de zomer van 2022.

Tenslotte blijft de ondoorzichtigheid van de Chinese economie, en dan met name van de Chinese huizenmarkt en bankensector, problematisch. Onlangs heeft de Chinese overheid (en centrale bank) weer een omvangrijk stimuleringspakket aangekondigd om de Chinese economie en kapitaalmarkt te ondersteunen. De vraag blijft of daarmee de ongunstige demografische en economische vooruitzichten gekeerd kunnen worden, zolang deze stimulering niet gepaard gaat met structurele hervormingen.

#### Inflatie en rentes

De inflatiegolf van 2021-2023 lijkt steeds meer naar de achtergrond te verdwijnen. In de VS is de 'headline' inflatie inmiddels afgenomen tot 2,5% en in de eurozone zelfs tot 1,8% jaar-op-jaar. Daarmee komen de inflatiedoelstellingen van de Fed en de ECB van 'rond 2%' behoorlijk dichtbij. Bij deze gunstige cijfers passen wel een paar kanttekeningen. In de eerste plaats is de relatief sterke afname van de inflatie de laatste tijd vooral te danken aan lagere (of minder snel stijgende) voedings- en energieprijzen. Deze zijn traditioneel sterk beweeglijk en kunnen dus ook weer snel oplopen, bijvoorbeeld bij geopolitieke spanningen, mislukte oogsten of ziektes onder dieren.

Afgezien van de volatiele voedings- en energieprijzen wordt de inflatiedruk vooral recent in belangrijke mate bepaald door prijsstijgingen in dienstverlenende sectoren, die dan weer vooral samenhangen met tekorten op de arbeidsmarkt en loonstijgingen. Dit is ook de belangrijkste reden dat de 'kerninflatie', waar de ontwikkeling van voedings- en energieprijzen buiten beschouwing wordt gelaten, aanzienlijk minder hard daalt dan de 'headline' inflatie. In de eurozone bedraagt de kerninflatie nog altijd 2,7% en in de VS zelfs 3,2% jaar-op-jaar.

Voor de komende tijd lijkt het wel aannemelijk dat ook de kerninflatie geleidelijk verder zal afnemen, nu de inhaalslag van lonen ten opzichte van de eerder sterk gestegen prijzen grotendeels voltooid is (met andere woorden het koopkrachtverlies van werknemers grotendeels gecompenseerd is) en de krapte op de arbeidsmarkt licht afneemt, zeker in de VS. Overigens blijven op langere termijn de ongunstige demografische vooruitzichten (m.n. vergrijzing) en hoge overheidsschulden naar verwachting wel voor opwaartse inflatiedruk zorgen.

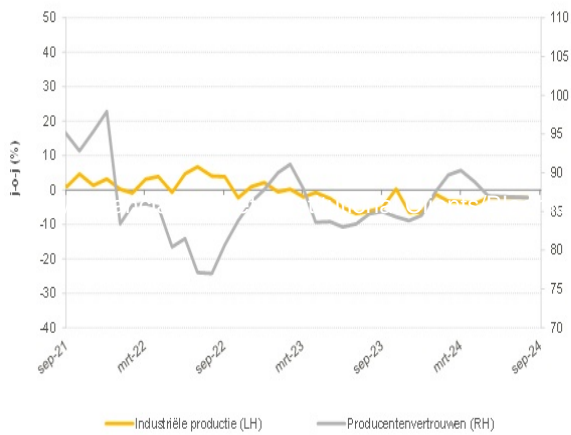
De geleidelijk afnemende inflatiedruk en meer recent ook de verslechterende economische groeivoorzichten zijn voor veel centrale banken inmiddels aanleiding geweest om een begin te maken met het loslaten van het verkrappende monetaire beleid van de afgelopen jaren, met andere woorden: rentes te verlagen. Opvallend daarbij is dat in ieder geval bijna alle belangrijke westerse centrale banken, zoals de ECB, de Amerikaanse Fed, de Bank of England, de Bank of Canada en de centrale bank van Nieuw-Zeeland in het afgelopen kwartaal daarmee begonnen zijn. Een dergelijke mate van 'synchroniciteit' komt niet heel vaak voor.

Voor de verandering liep de ECB (samen met de Bank of Canada) voorop in het verruimen van het monetaire beleid, met een eerste renteverlaging in juni, gevolgd door een tweede in september. Daarmee komt de basisrente van de ECB nu uit op 3,5%, tegen 4% tot begin juni. De Fed volgde pas in september, maar wel met een relatief grote rentestap van 50 basispunten ineens. Daarmee komt de Amerikaanse basisrente in de VS uit op 5% in plaats van 5,5%, en is daarmee nu even hoog als de basisrente in het VK.

In tegenstelling tot de meeste centrale banken, heeft de Bank of Japan recent juist de basisrente verhoogd, waarmee de jarenlange 'zero interest rate policy' (definitief?) tot het verleden lijkt te behoren. De Japanse basisrente is met 0,25% weliswaar nog altijd bijzonder laag in internationaal perspectief, en de centrale bank lijkt ook niet veel aanstalten te maken om de rente op korte termijn veel verder te verhogen, maar toch droeg deze stap begin augustus bij aan een korte, maar heftige periode van onrust op financiële markten. Met hogere rentes in Japan en (verwachte) renteverlagingen elders (m.n. in de VS) wordt de zogenaamde 'yen carry trade' (d.w.z. goedkoop lenen in Japanse yen en tegen een hogere rentevergoeding uitzetten in Amerikaanse dollars) minder lucratief, en dat zorgde voor onder andere een sterke koersstijging van de yen tegen de dollar en koersdalingen op de Japanse (en wereldwijde) aandelenbeurzen.

Voor de komende tijd liggen in ieder geval in Europa en de VS meer renteverlagingen in het verschiet. De rentemarkt rekt er nu op dat de Europese basisrente over een jaar onder de 2% uitkomt en de Amerikaanse rond 3%. Gezien de afnemende inflatiedruk en verslechterende economische vooruitzichten, lijkt dit niet onredelijk.

Europese industriële productie vs producentenvertrouwen



Europese detailhandelsverkopen vs consumentenvertrouwen



## Financiële markten

Het afgelopen kwartaal pakte gunstig uit voor zowel obligatie- als aandelenmarkten. Tussentijds zorgden oplopende recessie-angst en het terugdraaien van de 'yen carry trade' begin augustus wel tijdelijk voor sterk verhoogde volatiliteit, met name op aandelenbeurzen. Ook valutamarkten waren sterk in beweging, mede door verschuivingen in relatieve rentes als gevolg van de acties van centrale banken.

### Staatsobligaties:

Na de rentestijging gedurende het eerste kwartaal liepen de rentes op staatsobligaties in het tweede kwartaal van 2024 verder op, vooral tot aan de Europese verkiezingen in de tweede week van juni. Na de aankondiging van Macron om nieuwe parlementsverkiezingen te houden, heerste er een sterk risk-off sentiment in de markt, waardoor de rentes op "veilige" Europese staatsobligaties fors daalden. Zo zakte de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties in de tweede week van juni met ongeveer 30 basispunten. Ondanks deze correctie is de rente op de 10-jaars Duitse staatsobligaties alsnog met 20 basispunten toegenomen gedurende het kwartaal (YTD + 48bp). Nederlandse staatsobligaties lieten een vergelijkbaar beeld zien, met een stijging van 23 basispunten. Waar gedurende het eerste kwartaal de rentes op Zuid-Europese staatsobligaties minder hard stegen dan die op Duitse en Nederlandse staatsobligaties, was dit in het tweede kwartaal niet meer het geval. De Spaanse 10-jaars rente steeg in het tweede kwartaal van 2024 met 29 basispunten tot 3,4%. Frankrijk spande de kroon; gebukt onder politieke onrust steeg de 10-jaars rente daar met 51 basispunten tot 3,3%. Daarmee zijn de rentes sinds begin dit jaar gestaag toegenomen en lijken beleggers meer en meer terug te komen op hun optimistische vooruitzichten van begin dit jaar.

Ook buiten Europa stegen de rentes op de meeste obligatiemarkten. In de VS nam de 10-jaars rente fors toe tijdens de eerste maand van het kwartaal, om vervolgens gedurende de rest van het kwartaal weer te dalen. Per saldo eindigde de Amerikaanse 10-jaars rente het kwartaal 10 basispunten hoger. De volatiliteit in de Amerikaanse rente gedurende het kwartaal werd voornamelijk veroorzaakt door macro-economische cijfers die soms onder, en soms boven de verwachtingen uitkwamen, wat implicaties had voor het verwachte rentebeleid van de Fed. Belangrijke indicatoren voor de markt waren voornamelijk inflatie- en werkgelegenheidscijfers.

### Credits:

Dalende rentes droegen positief bij aan de 'total return' op bedrijfsobligaties, maar wat betreft ontwikkeling van 'credit spreads' was het beeld over het derde kwartaal gemengd. De sterk verhoogde volatiliteit op financiële markten begin augustus zorgde voor een tijdelijke 'spread widening', maar tegen eind september was het effect hiervan weer weggeëbd. Per saldo leverden 'investment grade' en 'high yield' Europese bedrijfsobligaties in vergelijkbare mate positieve kwartaalrendementen op, maar waren deze wel iets lager dan die op Europese staatsobligaties.

### Aandelen:

Wereldwijde aandelenbeurzen beleefden een enerverend kwartaal, vooral toen begin augustus aandelenkoersen plotseling scherp daalden en de volatiliteit kortstondig opliep naar het hoogste niveau sinds de coronapandemie. Tegen het einde van het kwartaal leek deze episode echter weer grotendeels vergeten, en eindigden de meeste aandelenbeurzen het kwartaal alsnog in de plus. Daarbij zorgde een draai in het rentebeeld voor sterk beweeglijke valutamarkten. Valutabewegingen (m.n. een zwakkere dollar tegenover de Japanse yen, maar ook tegen de euro) hadden ook hun effect op relatieve aandelenrendementen. In lokale valuta's presteerden Amerikaanse aandelen aanmerkelijk beter dan Europese, en bleven Japanse aandelen juist achter. In euro's gemeten leverden zowel Europese als Amerikaanse aandelen rendementen op van 1-2% op kwartaalbasis, en presteerden Japanse aandelen nog iets beter.

Buiten Europa en de VS trokken in september Chinese aandelen de meeste aandacht. Tegen eind september kondigde de Chinese overheid een grootschalig pakket stimuleringsmaatregelen aan, en dat stuwde Chinese aandelenkoersen in een paar dagen tijd op met zo'n 25%. Dat had ook zijn effect op opkomende markten als geheel. Met een rendement van ruim 5% waren opkomende markten (en Aziatische aandelen) zowel in september als over het hele kwartaal de best presterende aandelenregio.

### Vastgoed:

Nog beter dan de breed samengestelde aandelenindices presteerde Europees beursgenoteerd vastgoed, met een positief rendement op kwartaalbasis van bijna 12%. De inhaalslag van deze beleggingscategorie lijkt vooral te danken aan lagere rentes.



## Marktvooruitzichten

Gedurende het hele derde kwartaal van 2024 hadden we een neutrale tactische visie voor alle beleggingscategorieën. Onzekere economische vooruitzichten, relatief ongunstige waarderingniveaus voor de meeste beleggingscategorieën en de traditioneel lage liquiditeit op financiële markten tijdens de zomermaanden, pleitten niet voor een uitgesproken tactische positionering. Tegelijkertijd neemt de relatieve aantrekkelijkheid van het 'veilige' alternatief cash ook af, nu centrale banken begonnen zijn rentes te verlagen.

Voor het vierde kwartaal handhaven we vooralsnog de neutrale tactische visie. Zoals bleek uit de achteraf kortstondige episode van sterk dalende aandelenkoersen begin augustus, is volatiliteit terug van weggeweest op financiële markten. Ook lagere lange rentes lijken te duiden op meer onzekerheid onder beleggers, waarbij staatsobligaties fungeren als 'veilige haven'. Daar staat dan weer tegenover dat aandelenbeurzen ook weer snel kunnen herstellen wanneer recessie-angst naar de achtergrond verdwijnt, zoals in de tweede helft van het afgelopen kwartaal, daarbij geholpen door centrale banken die de afgelopen tijd begonnen zijn rentes te verlagen en daar naar verwachting de komende maanden onverminderd mee door zullen gaan. Mede gezien de recente escalatie van vijandelijkheden in het Midden-Oosten en de onzekere uitkomst van de aanstaande presidentsverkiezingen in de VS, zien wij op dit moment per saldo nog geen aanleiding om te kiezen voor een meer uitgesproken tactische positionering.

### Staatsobligaties

Na een periode van rentestijgingen, zijn lange rentes in het derde kwartaal weer gedaald tot vergelijkbare niveaus als aan het begin van 2024. Daarmee lijken obligatiemarkten een draai te hebben gemaakt van inflatie-angst naar recessie-angst, al blijven lange rentes nog altijd ver weg van de 0%- (of negatieve rente-) niveaus van de jaren voor 2022. Vooralsnog zien we in macro-economische cijfers geen tekenen van een aanstaande zware economische neergang, en zien we mede daarom ook weinig redenen om aan te nemen dat lange rentes nog (veel) verder zullen dalen van de huidige niveaus. Daar staat wel tegenover dat centrale banken met een redelijke mate van zekerheid de komende tijd door zullen gaan met basisrentes te verlagen. Daarmee lijkt de ruimte voor (veel) hogere lange rentes ook beperkt. Met de verwachting van lagere korte rentes en vlakke lange rentes (met potentieel wel veel beweeglijkheid), gaan wij voor de komende tijd wel uit van een geleidelijke 'versteiling van yield curves', maar zijn we per saldo neutraal over de vooruitzichten voor staatsobligaties.

### Bedrijfsobligaties

Fundamenteel gezien, bijvoorbeeld voor wat betreft winstmarges en kapitaalratio's, staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk tot goed 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 zeker niet extreem te noemen. Bovendien zijn rentes recent weer wat gedaald, wat in principe gunstig is voor de schuldontwikkeling van bedrijven, en ook voor de 'total return' op bedrijfsobligaties.

Verslechterende macro-economische vooruitzichten zijn in principe nadelig voor bedrijven, maar daar staat tegenover dat de vraag naar bedrijfsobligaties hoog blijft, zoals ook blijkt uit de goede opname van 'new issues' door beleggers, ook nu de uitgiftemarkt na de rustige zomermaanden weer is aangetrokken. Opvallend is verder dat het verschil in 'spreads' tussen relatief laag 'gerate' (bijv. BBB of lager) en meer 'veilige' (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties historisch aan de lage kant blijft, waarmee de eerstgenoemde sub-categorie nog altijd relatief duur oogt.

### Aandelen

Ondanks de sterke koersdalingen op aandelenbeurzen begin augustus, hebben de meeste aandelenmarkten per saldo toch een goed kwartaal achter de rug. Positief is ook dat het koersherstel in de tweede helft van het derde kwartaal relatief breed gedragen werd. Aandelenmarkten lijken dus minder afhankelijk van de Amerikaanse 'tech'-aandelen, en dan met name de zogenaamde 'Magnificent Seven', dan eerder dit jaar. Daarbij zorgde het pakket aan fiscale en monetaire stimuleringsmaatregelen van de Chinese overheid tegen het einde van het kwartaal nog voor een extra impuls voor aandelenbeurzen. Dit gold natuurlijk vooral voor Chinese aandelen, maar ook andere aandelenmarkten profiteerden. Dit positieve effect kan ook in het vierde kwartaal nog doorwerken.

Een geleidelijke verslechtering van de economische groeivoorzichten is in principe ongunstig voor aandelen, maar daar staat de serie renteverlagingen van centrale banken die voor de komende maanden verwacht worden als pluspunt tegenover. Lagere rentes betekenen een lagere disconteringsvoet voor toekomstige kasstromen, wat gunstig is voor de 'netto contante waarde' van aandelen. Nadelig voor aandelen is wel dat de waardering na de recente koersstijgingen weer minder aantrekkelijk is geworden. Bovendien kunnen bijvoorbeeld geopolitiek risico of de onzekere uitkomst van de Amerikaanse presidentsverkiezingen voor hernieuwde volatiliteit zorgen.

#### Beursgenoteerd vastgoed

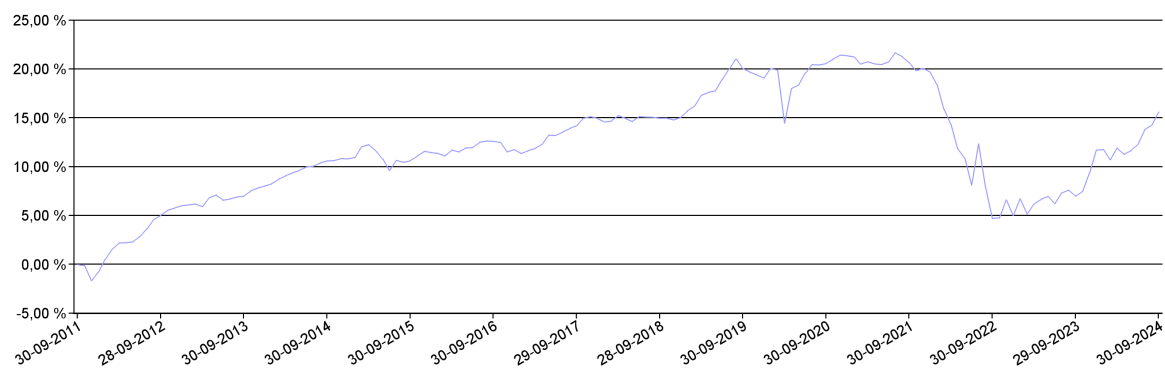
Na het slechte eerste kwartaal van 2024 heeft Europees beursgenoteerd vastgoed in het afgelopen halfjaar een forse inhaalslag gemaakt ten opzichte van Europese aandelen. Dit lijkt mede te danken aan de dalingen van (met name lange) rentes in de afgelopen periode. Ervan uitgaande dat deze nu eerder zullen stabiliseren dan nog veel verder zullen dalen, neemt dit relatieve voordeel voor beursgenoteerd vastgoed (ten opzichte van bijvoorbeeld de brede aandelenmarkt) af. Wel geldt dat beursgenoteerd vastgoed nog altijd redelijk gewaardeerd lijkt, ook na de recente koersstijgingen.

#### Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 3,5% is het risicovrije rendement nog altijd hoog in historisch perspectief, maar de relatieve aantrekkelijkheid van cash zal wel afnemen naarmate centrale banken rentes de komende tijd verder gaan verlagen, zoals algemeen wordt verwacht.

**Performance portefeuille**

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
30-09-2024	1,16	1,13%	2,90 %	3,47 %
31-08-2024	1,14	0,44%	1,75 %	2,31 %
31-07-2024	1,14	1,31%	1,31 %	1,87 %

**partial duration naar looptijd**

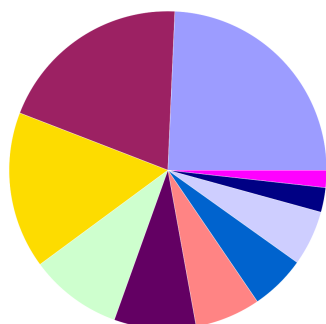
	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,09
1 tot 3 jaar	0,64
3 tot 5 jaar	1,03
5 tot 7 jaar	0,82
7 tot 10 jaar	0,55
10 tot 15 jaar	0,10
15 tot 20 jaar	-
meer dan 20 jaar	-
<b>totaal</b>	<b>3,23</b>

## Samenstelling portefeuille



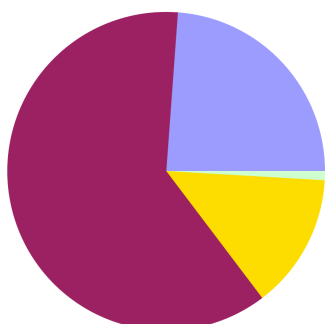
- Bedrijfsobligaties
- Gesecuritiseerd / Collateralized
- Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	95,20%
Semi & Buitenlandse Overheden	3,33%
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,46%



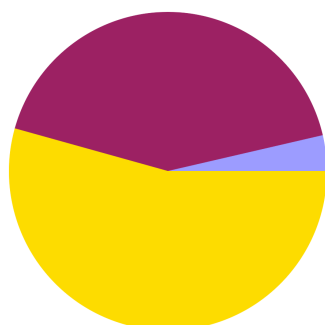
- Zweden
- Frankrijk
- Duitsland
- Noorwegen
- Finland
- Denemarken
- Nederland
- België
- Oostenrijk
- Verenigd Koninkrijk

landenverdeling	% van de portefeuille
Zweden	24,30 %
Frankrijk	19,85 %
Duitsland	15,96 %
Noorwegen	9,42 %
Finland	8,34 %
Denemarken	6,67 %
Nederland	5,62 %
België	5,60 %
Oostenrijk	2,50 %
Verenigd Koninkrijk	1,76 %



- 5 tot 10 jaar
- 1 tot 5 jaar
- < 1 jaar
- 10 tot 20 jaar

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	23,83%
1 tot 5 jaar	61,50%
< 1 jaar	13,74%
10 tot 20 jaar	0,93%



- AAA
- AA
- A

rating	% van de portefeuille
AAA	3,62%
AA	42,06%
A	54,32%
NR	0,00%

**Samenstelling portefeuille (vervolg)****sectoren verdeeld naar rating**

	AAA	AA	A	totaal
Bedrijfsobligaties		40,88%	54,32%	<b>95,20 %</b>
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,46%			<b>1,46 %</b>
Semi & Buitenlandse Overheden	2,15%	1,18%		<b>3,33 %</b>
<b>totaal</b>	<b>3,62 %</b>	<b>42,06 %</b>	<b>54,32 %</b>	<b>100,00 %</b>

**landen verdeeld naar rating**

	AAA	AA	A	totaal
België		0,96%	4,64%	<b>5,60 %</b>
Denemarken			6,67%	<b>6,67 %</b>
Duitsland	1,46%	4,92%	9,57%	<b>15,96 %</b>
Finland		3,78%	4,56%	<b>8,34 %</b>
Frankrijk		12,30%	7,54%	<b>19,85 %</b>
Nederland	1,85%	1,99%	1,78%	<b>5,62 %</b>
Noorwegen	0,31%	6,23%	2,88%	<b>9,42 %</b>
Oostenrijk			2,50%	<b>2,50 %</b>
Verenigd Koninkrijk			1,76%	<b>1,76 %</b>
Zweden		11,87%	12,42%	<b>24,30 %</b>
<b>totaal</b>	<b>3,62 %</b>	<b>42,06 %</b>	<b>54,32 %</b>	<b>100,00 %</b>

<b>grootste posities op basis % totale marktwaarde</b>	<b>weging</b>
SWEDBANK_0.25%_02/11/2026	4,2%
SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028	3,8%
SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034	3,7%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,4%
BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028	3,0%

<b>grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde</b>	<b>weging</b>
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	7,1%
SWEDBANK	6,6%
BERLIN HYP	6,6%
DNB BANK	6,1%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	5,1%

## Portefeuilleoverzicht

## samenstelling fondsvermogen per 30-september-2024

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
AT0000A2KW37	ERSTE GROUP BANK 0.1% 16/11/2028		Oostenrijk		98.849	92.215,00	87,43	92.302,43	0,3%	3,13	3,04	A
	EUR	1,0000	100.000	92,22								
AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK 4% 16/01/2031		Oostenrijk		496.565	524.590,00	14.153,01	538.743,01	1,6%	5,3	4,63	A
	EUR	1,0000	500.000	104,92								
AT0000A34QR4	ERSTE GROUP BANK 4.25% 30/05/2030		Oostenrijk		198.850	210.814,00	2.887,67	213.701,67	0,6%	4,67	4,16	A
	EUR	1,0000	200.000	105,41								
BE6322991462	EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025		België		199.026	195.538,00	58,90	195.596,90	0,6%	0,77	0,75	AA
	EUR	1,0000	200.000	97,77								
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027		België		119.876	123.170,40	4.207,38	127.377,78	0,4%	3,04	2,76	AA
	EUR	1,0000	120.000	102,64								
BE6344187966	BELFIUS BANK 3.875% 12/06/2028		België		995.630	1.034.920,00	11.784,25	1.046.704,25	3,0%	3,7	3,39	A
	EUR	1,0000	1.000.000	103,49								
BE6352762387	BELFIUS BANK 3.625% 11/06/2030		België		499.285	513.915,00	5.561,64	519.476,64	1,5%	5,7	5,05	A
	EUR	1,0000	500.000	102,78								
DE0001346955	RABOBANK 0% 28/10/2026		Nederland		689.581	673.132,12	0,00	673.132,12	2,0%	2,08	2,02	AA
	DEM	1,9558	1.400.000	94,04								
DE000A3KY359	ALLIANZ 0.5% 22/11/2033		Duitsland		98.594	80.926,00	428,96	81.354,96	0,2%	8,9	8,4	AA
	EUR	1,0000	100.000	80,93								
DE000BHY0BP6	BERLIN HYP 1% 05/02/2026		Duitsland		513.370	487.115,00	3.265,03	490.380,03	1,4%	1,35	1,3	AA
	EUR	1,0000	500.000	97,42								
DE000BHY0GA	BERLIN HYP 0.5% 05/11/2029		Duitsland		825.604	797.472,00	4.069,67	801.541,67	2,3%	5,1	4,87	AA
	EUR	1,0000	900.000	88,61								
DE000BHY0GK	BERLIN HYP 1.25% 25/08/2025		Duitsland		485.015	493.290,00	633,56	493.923,56	1,4%	0,9	0,88	AAA
	EUR	1,0000	500.000	98,66								
DE000BHY0GN	BERLIN HYP 0.375% 25/01/2027		Duitsland		199.634	189.348,00	512,30	189.860,30	0,6%	2,32	2,25	AA
	EUR	1,0000	200.000	94,67								
DE000BHY0GS	BERLIN HYP 1.125% 25/10/2027		Duitsland		274.437	283.635,00	3.153,69	286.788,69	0,8%	3,07	2,91	A
	EUR	1,0000	300.000	94,55								
DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS 10.05% 08/12/2027		Duitsland		617.999	639.660,00	284,97	639.944,97	1,9%	3,19	3,09	A
	EUR	1,0000	700.000	91,38								
DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS 30.4% 17/11/2028		Duitsland		699.517	626.885,00	2.440,44	629.325,44	1,8%	4,13	3,96	A
	EUR	1,0000	700.000	89,56								
DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN FRN 09/11/2026		Duitsland		99.951	100.306,00	628,49	100.934,49	0,3%	2,11	2,02	A
	EUR	1,0000	100.000	100,31								
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039		Duitsland		99.316	99.648,00	39,38	99.687,38	0,3%	15	12,03	AA
	EUR	1,0000	100.000	99,65								
DK0030506886	NYKREDIT REALKR 1.375% 12/07/2027		Denemarken		498.315	481.645,00	1.525,68	483.170,68	1,4%	2,78	2,67	A
	EUR	1,0000	500.000	96,33								

## Portefeuilleoverzicht

## samenstelling fondsvermogen per 30-september-2024

isin	instrument		land		markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers							
FR0013204468	BPCE 1% 05/10/2028		Frankrijk		93.308,00	989,07	94.297,07	0,3%	4,02	3,8	A
	EUR	1,0000	100.000	93,31							
FR0013412947	BANQUE FEDERATIV 0.75% 08/06/2026		Frankrijk		483.390,00	1.181,51	484.571,51	1,4%	1,69	1,63	AA
	EUR	1,0000	500.000	96,68							
FR0013421369	CREDIT MUT ARKEA 1.125% 23/05/2029		Frankrijk		368.176,00	1.615,07	369.791,07	1,1%	4,65	4,4	AA
	EUR	1,0000	400.000	92,04							
FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA 0.375% 03/10/2028		Frankrijk		271.143,00	1.118,85	272.261,85	0,8%	4,01	3,85	AA
	EUR	1,0000	300.000	90,38							
FR0013476207	BPCE 0.625% 15/01/2030		Frankrijk		177.288,00	887,98	178.175,98	0,5%	5,3	5,04	A
	EUR	1,0000	200.000	88,64							
FR0014001G37	BPCE 0.25% 14/01/2031		Frankrijk		84.196,00	178,28	84.374,28	0,2%	6,29	6,05	A
	EUR	1,0000	100.000	84,2							
FR0014004GE5	SOCIETE GENERALE 0.25% 08/07/2027		Frankrijk		372.276,00	232,88	372.508,88	1,1%	2,77	2,68	A
	EUR	1,0000	400.000	93,07							
FR0014005SE7	ALSFR 0.375% 05/10/2031		Frankrijk		84.156,00	370,90	84.526,90	0,2%	7,02	6,7	AA
	EUR	1,0000	100.000	84,16							
FR0014006XE5	BANQUE FEDERATIV 0.01% 07/03/2025		Frankrijk		98.599,00	5,70	98.604,70	0,3%	0,43	0,43	AA
	EUR	1,0000	100.000	98,6							
FR0014008MT2	CREDIT AGRICOLE 1.125% 24/02/2029		Frankrijk		278.712,00	2.028,69	280.740,69	0,8%	4,41	4,17	AA
	EUR	1,0000	300.000	92,9							
FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIV 3.125% 14/09/2027		Frankrijk		100.819,00	145,55	100.964,55	0,3%	2,96	2,79	AA
	EUR	1,0000	100.000	100,82							
FR001400FB06	BPCE 3.5% 25/01/2028		Frankrijk		203.988,00	4.781,42	208.769,42	0,6%	3,32	3,04	A
	EUR	1,0000	200.000	101,99							
FR001400IG08	BANQUE FEDERATIV 4.125% 14/06/2033		Frankrijk		425.720,00	4.927,40	430.647,40	1,3%	8,71	7,21	AA
	EUR	1,0000	400.000	106,43							
FR001400J2V6	BPCE 4.125% 10/07/2028		Frankrijk		312.939,00	2.814,04	315.753,04	0,9%	3,78	3,45	A
	EUR	1,0000	300.000	104,31							
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		528.540,00	734,59	529.274,59	1,5%	5,97	5,26	AA
	EUR	1,0000	500.000	105,71							
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		103.633,00	113,01	103.746,01	0,3%	13,98	10,8	AA
	EUR	1,0000	100.000	103,63							
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk		106.237,00	4.102,46	110.339,46	0,3%	14,02	10,25	AA
	EUR	1,0000	100.000	106,24							
FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE 4.125% 21/11/2028		Frankrijk		1.250.652,00	42.602,46	1.293.254,46	3,8%	4,15	3,66	A
	EUR	1,0000	1.200.000	104,22							
FR001400MCE2	CREDIT MUT ARKEA 4.125% 01/02/2034		Frankrijk		106.602,00	2.738,73	109.340,73	0,3%	9,35	7,55	AA
	EUR	1,0000	100.000	106,6							
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		102.256,00	1.332,88	103.588,88	0,3%	6,62	5,78	AA
	EUR	1,0000	100.000	102,26							

## Portefeuilleoverzicht

## samenstelling fondsvermogen per 30-september-2024

isin	instrument		land		markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers							
XS1346115295	BANQUE FEDERATIV 1.625% 19/01/2026		Frankrijk		295.506,00	3.409,84	298.915,84	0,9%	1,3	1,25	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,5							
XS1605365193	CREDIT AGRICOLE 1.375% 03/05/2027		Frankrijk		387.116,00	2.275,34	389.391,34	1,1%	2,59	2,48	AA
	EUR	1,0000	400.000	96,78							
XS1617831026	BANQUE FEDERATIV 1.25% 26/05/2027		Frankrijk		384.960,00	1.753,42	386.713,42	1,1%	2,65	2,54	AA
	EUR	1,0000	400.000	96,24							
XS1693281617	STANDARD CHARTER 1.625% 03/10/2027		Verenigd Koninkrijk		584.220,00	9.696,72	593.916,72	1,7%	2,01	1,9	A
	EUR	1,0000	600.000	97,37							
XS1823485039	OP CORP BANK 1% 22/05/2025		Finland		295.824,00	1.084,93	296.908,93	0,9%	0,64	0,63	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,61							
XS2049582542	SVENSKA HB 0.05% 03/09/2026		Zweden		332.311,00	13,42	332.324,42	1,0%	1,93	1,87	A
	EUR	1,0000	350.000	94,95							
XS2122377281	LANSFORSKRINGA R 0.125% 19/02/2025		Zweden		888.372,00	691,60	889.063,60	2,6%	0,39	0,38	A
	EUR	1,0000	900.000	98,71							
XS2171253912	OP CORP BANK 0.5% 12/08/2025		Finland		978.710,00	684,93	979.394,93	2,8%	0,87	0,84	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	97,87							
XS2171316859	DANSKE BANK 0.625% 26/05/2025		Denemarken		589.968,00	1.315,07	591.283,07	1,7%	0,65	0,64	A
	EUR	1,0000	600.000	98,33							
XS2173114542	SBAB BANK 0.5% 13/05/2025		Zweden		491.315,00	965,75	492.280,75	1,4%	0,62	0,6	A
	EUR	1,0000	500.000	98,26							
XS2346124410	LANDESBANK HESSE 0.375% 04/06/2029		Duitsland		711.464,00	978,08	712.442,08	2,1%	4,68	4,5	A
	EUR	1,0000	800.000	88,93							
XS2404027935	SWEDBANK 0.25% 02/11/2026		Zweden		1.428.585,00	3.422,13	1.432.007,13	4,2%	2,09	2,03	AA
	EUR	1,0000	1.500.000	95,24							
XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR- 0.25% 09/11/2026		Noorwegen		569.976,00	1.340,16	571.316,16	1,7%	2,11	2,05	A
	EUR	1,0000	600.000	95							
XS2409134371	JYSKE BANK 0.25% 17/02/2028		Denemarken		471.705,00	775,27	472.480,27	1,4%	2,38	2,31	A
	EUR	1,0000	500.000	94,34							
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen		947.170,00	2.633,20	949.803,20	2,8%	2,3	2,23	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	94,72							
XS2441055998	SBAB BANK 0.5% 08/02/2027		Zweden		570.498,00	1.934,43	572.432,43	1,7%	2,36	2,28	A
	EUR	1,0000	600.000	95,08							
XS2443893255	NORDEA BANK 1.125% 16/02/2027		Finland		481.315,00	3.504,10	484.819,10	1,4%	2,38	2,28	A
	EUR	1,0000	500.000	96,26							
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden		274.890,00	4.351,09	279.241,09	0,8%	2,12	2,01	AA
	EUR	1,0000	280.000	98,18							
XS2482618464	NORDEA BANK 2.5% 23/05/2029		Finland		844.150,20	7.716,44	851.866,64	2,5%	4,65	4,28	A
	EUR	1,0000	860.000	98,16							



## Portefeuilleoverzicht

## samenstelling fondsvermogen per 30-september-2024

isin	instrument		land		markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers							
XS2534276808	SPAREBANK 1 SOR- 2.875% 20/09/2025		Noorwegen		399.272,00	346,58	399.618,58	1,2%	0,97	0,94	A
	EUR	1,0000	400.000	99,82							
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen		201.296,00	171,23	201.467,23	0,6%	1,98	1,89	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,65							
XS2555192710	SWEDBANK 3.75% 14/11/2025		Zweden		302.781,00	9.897,54	312.678,54	0,9%	1,12	1,06	AA
	EUR	1,0000	300.000	100,93							
XS2558953621	SKANDINAVISKA EN 3.25% 24/11/2025		Zweden		301.485,00	8.311,48	309.796,48	0,9%	1,15	1,09	AA
	EUR	1,0000	300.000	100,5							
XS2573569576	DANSKE BANK 4.125% 10/01/2031		Denemarken		684.170,50	19.413,42	703.583,92	2,0%	5,28	4,59	A
	EUR	1,0000	650.000	105,26							
XS2577054716	LANSFORSKRINGA R 4% 18/01/2027		Zweden		615.858,00	16.852,46	632.710,46	1,8%	2,3	2,13	A
	EUR	1,0000	600.000	102,64							
XS2579321337	NWB 2.75% 17/12/2029		Nederland		610.434,00	13.028,69	623.462,69	1,8%	5,22	4,72	AAA
	EUR	1,0000	600.000	101,74							
XS2582195207	LANDESBANK HESSE 4% 04/02/2030		Duitsland		841.656,00	20.983,61	862.639,61	2,5%	5,35	4,68	A
	EUR	1,0000	800.000	105,21							
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		934.092,00	19.824,66	953.916,66	2,8%	3,45	3,14	AA
	EUR	1,0000	900.000	103,79							
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden		1.143.725,00	11.685,62	1.155.410,62	3,4%	2,75	2,56	AA
	EUR	1,0000	1.100.000	103,98							
XS2676816940	NORDEA BANK 4.375% 06/09/2026		Finland		202.238,00	599,32	202.837,32	0,6%	0,93	0,91	A
	EUR	1,0000	200.000	101,12							
XS2767224921	SVENSKA HB 3.75% 15/02/2034		Zweden		1.248.108,00	28.155,74	1.276.263,74	3,7%	9,38	7,68	A
	EUR	1,0000	1.200.000	104,01							
XS2809676294	KOMMUNALBANKEN 2.875% 25/04/2029		Noorwegen		102.335,00	1.252,40	103.587,40	0,3%	4,57	4,2	AAA
	EUR	1,0000	100.000	102,34							
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden		513.665,00	5.779,11	519.444,11	1,5%	5,66	5,06	AA
	EUR	1,0000	500.000	102,73							
XS2910610364	ABN AMRO BANK 3% 01/10/2031		Nederland		600.792,00	0,00	600.792,00	1,7%	7,01	6,23	A
	EUR	1,0000	600.000	100,13							
	Cash		Nederland		617.555,39	0,00	617.555,39	1,8%			NR
	EUR	1,0000	617.555	1							
<b>eindtotaal</b>					<b>34.048.372,61</b>	<b>333.471,70</b>	<b>34.381.844,31</b>	<b>100,0%</b>	<b>3,5</b>		

## Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	FMTS	FR0128379437	FRANKRIJK_0%_25/09/2024							
	HSBC France	EUR	130.000	99,14	-128.883,70	0,00	-128.883,70	01-07-2024	03-07-2024	
Buy, Customer	XAMS	XS2910610364	ABN AMRO BANK_3%_01/10/2031							
	ABN AMRO ADAM	EUR	600.000	99,36	-596.130,00	0,00	-596.130,00	24-09-2024	01-10-2024	
Buy, Customer	XBER	DE000BHY0GS9	BERLIN HYP_1.125%_25/10/2027							
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties	EUR	300.000	91,48	-274.437,00	-2.434,43	-276.871,43	11-07-2024	15-07-2024	
Buy, Customer	XBER	DE000BHY0GA7	BERLIN HYP_0.5%_05/11/2029							
	DZ Bank	EUR	500.000	85,35	-426.728,00	-1.728,14	-428.456,14	11-07-2024	15-07-2024	
Buy, Customer	XDUS	DE000NWB0AX6	NRW BANK_2.875%_26/09/2039							
	Deutsche Bank Aktiengesellschaft	EUR	100.000	99,32	-99.316,00	0,00	-99.316,00	18-09-2024	26-09-2024	
<b>totaal Buy, Customer</b>										
					-1.525.494,70	-4.162,57	-1.529.657,27			
Coupon		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	250,00	07-07-2024	08-07-2024	
Coupon		FR0014004GE5	SOCIETE GENERALE_0.25%_08/07/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.000,00	08-07-2024	08-07-2024	
Coupon		FR001400J2V6	BPCE_4.125%_10/07/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	12.375,00	10-07-2024	10-07-2024	
Coupon		DK0030506886	NYKREDIT REALKR_1.375%_12/07/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.875,00	12-07-2024	12-07-2024	
Coupon		DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.146,93	09-08-2024	09-08-2024	
Coupon		XS2171253912	OP CORP BANK_0.5%_12/08/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.000,00	12-08-2024	12-08-2024	
Coupon		DE000BHY0GK6	BERLIN HYP_1.25%_25/08/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.250,00	25-08-2024	26-08-2024	
Coupon		XS2049582542	SVENSKA HB_0.05%_03/09/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	175,00	03-09-2024	03-09-2024	
Coupon		XS2676816940	NORDEA BANK_4.375%_06/09/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	8.750,00	06-09-2024	06-09-2024	
Coupon		FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIV_3.125%_14/09/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.125,00	14-09-2024	16-09-2024	
Coupon		FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030							
		EUR	0	0	0,00	0,00	20.625,00	18-09-2024	18-09-2024	
Coupon		XS2534276808	SPAREBANK 1 SOR_-2.875%_20/09/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.500,00	20-09-2024	20-09-2024	
Coupon		FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE_3.75%_20/09/2038							
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.750,00	20-09-2024	20-09-2024	
Coupon		XS2534985523	DNB BANK_3.125%_21/09/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.250,00	21-09-2024	21-09-2024	
<b>totaal Coupon</b>					0,00	0,00	87.071,93			

## Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Pay Back		FR0128379437		FRANKRIJK_0%_25/09/2024						
		EUR	130.000	100	130.000,00	0,00	130.000,00	25-09-2024	25-09-2024	
<b>totaal Pay Back</b>					<b>130.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>130.000,00</b>			
Sell,Cstmr	SEND	FR0014007Q96		CREDIT MUT ARKEA_0.75%_18/01/2030						
	DZ Bank	EUR	400.000	88,84	355.347,20	2.065,57	357.412,77	24-09-2024	26-09-2024	
Sell,Cstmr	XDUB	BE6338167909		EUROCLEAR BANK_3.625%_13/10/2027						
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties	EUR	180.000	100,73	181.306,80	4.920,49	186.227,29	11-07-2024	15-07-2024	
Sell,Cstmr	XFRA	DE000A3KY359		ALLIANZ_0.5%_22/11/2033						
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties	EUR	200.000	80,81	161.616,00	844,26	162.460,26	24-09-2024	26-09-2024	
Sell,Cstmr	XPAR	FR0013444304		HSBC CONTINENTAL_0.1%_03/09/2027						
	Jane Street Financial Limited   Counterparty party	EUR	100.000	90,52	90.521,00	86,34	90.607,34	11-07-2024	15-07-2024	
Sell,Cstmr	XWBO	AT0000A2SUH1		ERSTE GROUP BANK_0.25%_14/09/2029						
	Jane Street Financial Limited   Counterparty party	EUR	500.000	85,72	428.580,00	1.041,67	429.621,67	11-07-2024	15-07-2024	
<b>totaal Sell,Cstmr</b>					<b>1.217.371,00</b>	<b>8.958,33</b>	<b>1.226.329,33</b>			
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	67	1	-67,16	0,00	-67,16	26-07-2024	26-07-2024	
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	128	1	-127,50	0,00	-127,50	26-07-2024	26-07-2024	
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	195	1	-194,81	0,00	-194,81	28-08-2024	28-08-2024	
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	168	1	-167,50	0,00	-167,50	28-08-2024	28-08-2024	
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	108	1	-107,50	0,00	-107,50	27-09-2024	27-09-2024	
SettDebt				Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	69	1	-68,97	0,00	-68,97	27-09-2024	27-09-2024	
<b>totaal SettDebt</b>					<b>-733,44</b>	<b>0,00</b>	<b>-733,44</b>			

**Transactieoverzicht**

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum	
			valuta	nominaal						koers
SettRecv			Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.		EUR	291	1	290,71	0,00	290,71	01-07-2024	01-07-2024
SettRecv			Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.		EUR	45	1	45,38	0,00	45,38	01-08-2024	01-08-2024
<b>totaal SettRecv</b>						<b>336,09</b>	<b>0,00</b>	<b>336,09</b>		