

α . S . r .

2024 vierde 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 december 2024 uit op EUR 34,0 miljoen. Het fonds bestaat voor 94,0% uit obligaties van Europese financiële ondernemingen. Wat betreft de ratingverdeling is de portefeuille voor 3,7% in 'AAA' obligaties belegd, voor 29,5% in 'AA' obligaties en voor 66,9% in 'A' obligaties. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (22,6%), Zweden (21,1%) en Duitsland (15,9%). Ongeveer 75% 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. 3,4 jaar. Het effectieve rendement van de beleggingen ligt rond de 3,0%.

Performanceverantwoording

Het ASR Onderwijs Fonds behaalde over het vierde kwartaal van 2024 een netto rendement van +0,59%. De kapitaalmarktrente en kredietopslagen veranderden per saldo weinig. Over geheel 2024 is er een rendement behaald van +4,08%. In de verslagperiode hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement en de duurzaamheid in de portefeuille te verhogen. Als gevolg van de aanhoudende politieke strubbelingen en begrotingsperikelen in Frankrijk heeft Moody's medio december de rating van de Franse overheid met één notch verlaagd. De Fido rating van Frankrijk is hierdoor van AA naar AA- gegaan. Vanwege de downgrade van Frankrijk naar AA- zijn nieuwe beleggingen in Franse banken onder de Regeling van OCW niet meer toegestaan. In het kader van goed huisvaderschap zullen de huidige beleggingen voorsnog wel worden aangehouden. De afwaardering van Frankrijk heeft er eveneens toe geleid dat de rating van een aantal Franse banken naar beneden is bijgesteld van AA- naar A+. Positief nieuws was er voor de Deense bank Nykredit waar Fitch de rating verhoogde van A+ naar AA- en Moody's Nykredit op een positieve watch zette.

Marktomstandigheden

Economische Groeivoorzichten

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 (zie ook verderop in dit stuk).

Een ander belangrijk thema voor het komend jaar gaat zijn of de VS een handelsoorlog gaat beginnen. Zo heeft Trump gezegd dat hij importtarieven wil heffen van 60% op China, 25% op Mexico en Canada en 10% op de rest van de wereld. Het is aannemelijk dat de importtarieven van Trump gaan leiden tot hogere inflatie in de VS, en mogelijk ook in de eurozone als die ook tarieven gaat heffen op de VS. Er zal een direct effect zijn op inflatie en een indirect effect. Het directe effect komt doordat geïmporteerde producten duurder worden. Om een voorbeeld te noemen, 47% van alle smartphones die de VS importeert, komt uit China. Verkopers van die smartphones gaan in ieder geval een deel van de extra importtarieven doorberekenen aan klanten, waardoor smartphones duurder worden. Hetzelfde geldt bijvoorbeeld voor kleding en andere elektronica. Indirect zou inflatie ook aangejaagd kunnen worden doordat geïmporteerde 'intermediaire goederen' (zoals staal) duurder worden, wat op termijn terugkomt in de prijzen van eindproducten (zoals auto's).

Echter, het is moeilijk om een specifiek getal te plakken op hoeveel inflatie precies gaat toenemen. Dat hangt sterk af van de daadwerkelijke tarieven heen en weer. Volgens berekeningen van Oxford Economics zullen de tarieven van Trump (in een scenario van importtarieven van respectievelijk 30% en 25% op Chinese en Mexicaanse goederen) ook de VS zelf pijn doen. Het zal voor de VS leiden tot 1% lagere groei en 0,5% hogere inflatie in 2025. Als er importtarieven van 20% heen en weer worden ingevoerd tussen de eurozone en de VS, zal dat volgens Oxford Economics leiden tot 1% lagere groei in de eurozone. Aangezien voor de eurozone maar 1% groei wordt verwacht voor 2025, zou een handelsoorlog tussen de VS en de eurozone dus de hele groei van de eurozone weg kunnen vagen, en mogelijk zelfs leiden tot een recessie.

Verder is een andere belangrijk thema dit jaar wat de Chinese economie gaat doen. China gaat waarschijnlijk haar 5% BBP groei-doelstelling halen voor 2024, althans nagenoeg. Maar voor het komend jaar wordt dat nog een grotere uitdaging dan het afgelopen jaar. Tegen het einde van 2024 zijn er weliswaar wat lichtpuntjes te zien, maar helaas hangen er nog steeds behoorlijk donkere wolken boven de Chinese economie.

Om te beginnen met de lichtpuntjes, de industriële productie is gestegen met 5,4% in november (iets hoger dan de 5,3% groei in oktober) en de inkoopmanager index voor de diensten (de 'services PMI') kwam voor december uit op 52, wat op een groei in de dienstensector wijst. Echter, de inkoopmanager index voor productie (de 'manufacturing PMI') kwam maar net boven de 50 uit, wat wijst op nauwelijks groei. Verder zakken huizenprijzen nog steeds fors. Over heel 2024 zijn huizenprijzen elke maand gezakt, waarbij de daling gestaag is toegenomen. In november stonden huizenprijzen 5,7% lager dan een jaar geleden. Ook kwakkelde de detailhandel nog steeds. Detailhandelsverkopen zijn slechts 3% gegroeid in november, ruim 1,5% onder de consensusverwachting.

Bovenop de binnenlandse problemen kan China nog te maken krijgen met forse importtarieven vanuit de VS en mogelijk ook vanuit de eurozone (bijvoorbeeld onder druk vanuit de VS). Dat zal de Chinese export schaden. Nou gaat maar 8% van de Chinese export naar de VS, maar als zowel de eurozone als de VS importtarieven heffen op China, zou dat de Chinese economie nog wel eens pijn kunnen doen.

Het valt dan ook te verwachten dat de Chinese overheid ook dit jaar haar economie gaat stimuleren, misschien nog wel meer dan in 2024. Een eerste teken hiervan hebben we al gezien. Onlangs heeft de Chinese overheid namelijk een onverwachte loonstijging aangekondigd voor ambtenaren. Qua omvang stelt dat niet veel voor. Volgens Reuters gaat om een stimulus van (omgerekend) maximaal 20 miljard Amerikaanse dollar. Dat is slechts 0,1% van de Chinese economie. Maar het geeft wel aan dat de Chinese overheid haar stimulus dit jaar meer direct zou kunnen gaan richten op binnenlandse consumptie.

Inflatie en rentes

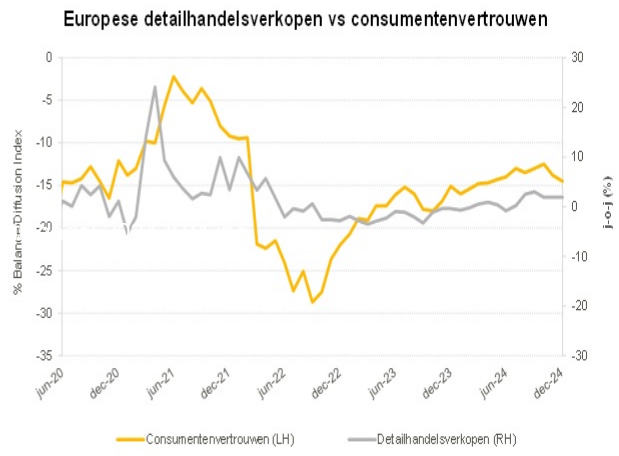
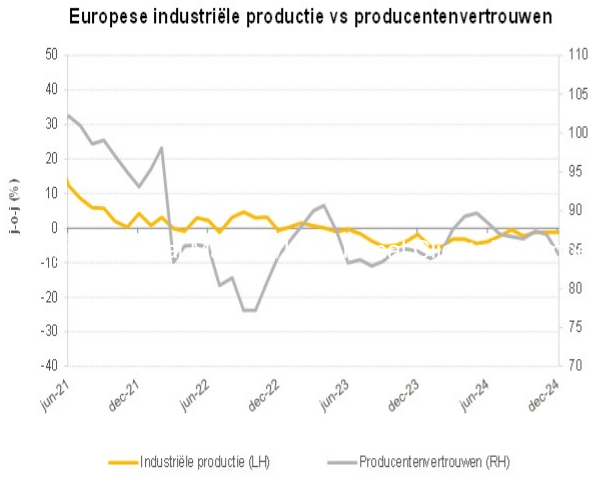
Wat inflatie betreft kenmerkte het afgelopen jaar zich vooral door een combinatie van dalende inflatie maar hardnekkige 'kerninflatie'. Dat zal op korte termijn nog wel aanhouden, maar voor het hele jaar lijkt het aannemelijk dat zowel inflatie als kerninflatie in de buurt gaan komen van 2% voor ontwikkelde landen. Dat is in ieder geval de verwachting van het IMF in haar recente World Economic Outlook.

Wel is er een verschil tussen de VS en de eurozone. Inflatie in de VS zal waarschijnlijk hoger blijven dan in de eurozone. Ook is een redelijke kans dat inflatie in de VS verder stijgt in 2025. Met name als de VS agressieve importtarieven gaat invoeren voor onder andere goederen uit China, Mexico en Canada. In november kwam inflatie in de VS uit op 2,7% en voor kerninflatie was dat 3,3%. Het verschil is nog steeds voornamelijk toe te schrijven aan energie. Energieprijzen daalden in november met 3%, wat 'headline' inflatie omlaag drukt. Diensteninflatie is ondertussen nog steeds hoog, namelijk 4,5%. Dat laatste is een van de redenen dat kerninflatie nog steeds boven de 3% is. Op korte termijn zou kerninflatie nog steeds rond 3% kunnen blijven aangezien de Amerikaanse economie nog steeds goed draait, de werkloosheid nog steeds historisch laag is (4,2% in november) en uurlonen nog steeds redelijk stijgen (4% in november).

Voor de eurozone kwam inflatie voor december uit op 2,4%. Dat is een stijging ten opzichte van de 2,2% in november, maar komt deels door de basiseffecten van energieprijzen. De energie component van de eurozone inflatie index piekte namelijk in augustus 2023. Hierdoor was er sprake van een sterke procentuele daling van de energieprijzen index rond de nazomer van 2024. Dat effect loopt er nu uit, waardoor de energieprijzen index minder hard daalt (2% in november 2024, tegenover 4,6% in oktober). Deels als gevolg hiervan is het inflatiecijfer wat hoger uitgekomen. Dit laat onverlet dat diensteninflatie in de eurozone nog steeds relatief hoog is (3,9% in november), dat lonen nog steeds relatief hard stijgen (3,4% in november volgens de 'Indeed Wage Growth Tracker') en dat de werkloosheid nog steeds historisch laag is (6,3% in oktober). Kerninflatie in de eurozone bedroeg dan ook wederom 2,7% in november, net als de twee maanden ervoor.

Waar de VS en de Eurozone worstelen met inflatie die maar langzaam zakt, worstelt China juist met mogelijke deflatie. In China is de inflatie namelijk hardnekkig laag. In november bedroeg de jaar-op-jaar inflatie daar 0,2%, waarmee de Chinese inflatie sinds augustus 2024 voor de derde keer op rij is gedaald. Deels komt de lage inflatie door een daling van transport (-3,6%), maar het heeft voor een belangrijk deel ook te maken met zwakte in de economie, met name de huizenmarkt. Als deze zwakte doorzet, kan China in een 'deflatie spiraal' terechtkomen. Als mensen lagere prijzen verwachten in de toekomst, gaan ze aankopen uitstellen, waardoor de prijzen van goederen en diensten weer dalen, en zo herhaalt de vicieuze cirkel zich. Het is aannemelijk dat de Chinese centrale bank hier met man en macht zal proberen tegenin te gaan omdat deflatie over het algemeen moeilijker te bevechten is dan inflatie. Als de Chinese economie zwak blijft en in deflatie raakt, zou dat ook een dempend effect kunnen hebben op inflatie wereldwijd. Deels vanwege de verminderde vraag van China naar bijvoorbeeld olie en staal en deels omdat de goederen die China exporteert goedkoper worden. Wel zou dat effect waarschijnlijk grotendeels teniet worden gedaan als andere landen importtarieven gaan heffen op China.

Dat inflatie wereldwijd aan het dalen is, is ook de reden dat monetair beleid het afgelopen jaar is gekanteld van verkrapping naar verruiming. Een recent voorbeeld is dat in december 2024 zowel de Fed als de ECB, hun beleidsrentes met 0,25% hebben verlaagd. Daarmee staan de beleidsrentes van de Fed en de ECB op 4,5% en 3% respectievelijk. Ook 2025 lijkt een jaar van monetaire verruiming te worden, met eerder lagere beleidsrentes dan hogere. Maar ook hier is er een verschil tussen de VS en de eurozone. Voor de eurozone worden er momenteel vier beleidsrenteverlagingen van 0,25% verwacht voor heel 2025, op basis van 'overnight index swaps'. Daarentegen worden er in de VS nog slechts 1 of 2 renteverlagingen van 0,25% verwacht voor heel 2025. Dat heeft deels te maken met de zwakkere Europese economie vergeleken met die van de VS en deels met het effect van mogelijke importtarieven in de VS. Met name als het laatste zich manifesteert, zou de Fed wel eens genoodzaakt kunnen worden om haar beleidsrente te verhogen in plaats van te verlagen, waardoor het monetair beleid tussen de ECB en de Fed nog meer uit elkaar zou kunnen lopen. In dat geval zal de euro nog verder kunnen depreciëren ten opzichte van de Amerikaanse dollar. Een positief effect hiervan is wel dat de concurrentiepositie van de eurozone wat zal verbeteren ten opzichte van de VS.



Financiële markten

Het afgelopen kwartaal leverde een wisselend beeld op voor financiële markten met één duidelijke winnaar, namelijk Amerikaanse aandelen, en één duidelijke verliezer, namelijk Europees beursgenoteerd vastgoed.

Staatsobligaties:

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.

Credits:

Ondanks de licht gestegen rentes, leverden bedrijfsobligaties in het vierde kwartaal toch een positieve 'total return' op. Dit was te danken aan de relatief gunstige ontwikkeling van 'credit spreads'. Ook over het hele jaar gemeten hebben bedrijfsobligaties redelijk tot goed gepresteerd, met rendementen variërend van ca. 5% voor 'investment grade' Europese bedrijfsobligaties en ca. 8% voor 'high yield'-obligaties. Zoals in een goed beleggingsjaar verwacht mag worden, waren de rendementen op bedrijfsobligaties daarmee hoger dan die op staatsobligaties maar lager dan die op aandelen.

Aandelen:

Wereldwijde aandelenbeurzen beleefden een gemengd kwartaal, met één duidelijke winnaar: Amerikaanse aandelen. Deze profiteerden van de overwinning van Donald Trump bij de Amerikaanse presidentsverkiezingen begin november, maar waren ook over heel 2024 gemeten de best presterende beleggingscategorie, met een rendement van ruim 30% (in euro's gemeten) over heel 2024, waarvan ca. 10% alleen in het vierde kwartaal. Deze in historisch perspectief bijzonder hoge rendementen waren ten dele te danken aan de waardestijging van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro (ca. +6% over heel 2024), maar ook zonder dit valuta-effect presteerden Amerikaanse aandelen ruimschoots beter dan alle andere aandelenregio's.

Zo rendeerden Europese aandelen over heel 2024 ca. 10%, ook bovengemiddeld hoog maar wel aanzienlijk minder dan Amerikaanse aandelen. Binnen Europa waren de verschillen tussen aandelenbeurzen overigens ook groot. Zo leverden bijvoorbeeld Duitse, Italiaanse en Spaanse aandelen rendementen op van 15-20%, maar kwamen Franse aandelen over heel 2024 gemeten per saldo nauwelijks van hun plaats. Tenslotte kwamen Aziatische aandelen en opkomende markten met jaarrendementen rond 15% uit tussen Amerikaanse en Europese aandelen in.

Vastgoed:

Met een kwartaalrendement van ca. -12% beleefde Europees beursgenoteerd vastgoed een dramatisch kwartaal, na in het derde kwartaal nog met bijna 12% te zijn gestegen. Over heel 2024 kwam beursgenoteerd vastgoed uit op een rendement van ruim -6%, en was daarmee over het afgelopen jaar de slechtst presterende beleggingscategorie.

Marktvooruitzichten

Gedurende het hele vierde kwartaal van 2024 hadden we een neutrale tactische visie voor alle beleggingscategorieën. Onzekere economische vooruitzichten, in combinatie met relatief ongunstige waarderingsniveaus voor de meeste beleggingscategorieën, 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 eerste kwartaal van 2025 kiezen we voor een beperkte 'risk off'-positionering via een lichte overweging van staatsobligaties en onderweging van bedrijfsobligaties. 2024 was juist een duidelijk 'risk on'-beleggingsjaar, met positieve rendementen voor met name (Amerikaanse) aandelen en in mindere mate ook bedrijfsobligaties. Richting het einde van het jaar werd het beeld wel meer gemengd, en bleven eigenlijk alleen Amerikaanse aandelen onverminderd in trek bij beleggers. Keerzijde van het gunstige beleggingsjaar 2024 is dat waarderingsniveaus van risicovolle beleggingscategorieën verder zijn verslechterd. Dit wordt niet gecompenseerd door bijvoorbeeld verbeterde macro-economische of geopolitieke vooruitzichten, eerder integendeel. Daarmee is het risico dat het beleggingsklimaat in 2025 wezenlijk anders zal uitvallen dan in 2024 alleszins reëel, al valt moeilijk te voorspellen of, hoe en wanneer het sentiment zal keren. Wel lijkt het verstandig voorzichtig voor te sorteren op een mogelijk keerpunt. Daarom kiezen we ervoor staatsobligaties, als 'safe haven'-beleggingscategorie, te overwegen ten opzichte van de traditioneel relatief meer risicovolle bedrijfsobligaties. Daarnaast blijft onze eerdere conclusie dat de huidige beleggingsomgeving niet pleit voor een al te uitgesproken tactische positionering nog altijd overeind, wat ons betreft.

Staatsobligaties

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 groeivooruitzichten 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.

Bedrijfsobligaties

Fundamenteel gezien, bijvoorbeeld voor wat betreft winstmarges en kapitaalratio's, staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk 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 niet extreem te noemen. Bovendien zijn rentes in de loop van 2024 per saldo gedaald, wat in principe gunstig is voor de schuldontwikkeling van bedrijven, en ook voor de 'total return' op bedrijfsobligaties.

Een nadeel voor bedrijfsobligaties is wel dat deze na het relatief gunstig verlopen beleggingsjaar 2024 niet bepaald aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Dit geldt overigens wel meer voor relatief laag 'gerate' (bijv. BBB of lager) dan voor meer 'veilige' (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties. Daarbij wordt voor 2025 ook veel aanbod van nieuwe bedrijfsobligaties verwacht, en het is de vraag of beleggers die net zo makkelijk zullen opnemen als in 2024, zeker als het macro-economische beeld of het klimaat op financiële markten om andere redenen zou verslechteren. Per saldo kiezen wij daarom op een drie- tot zesmaands horizon voor een lichte onderweging van bedrijfsobligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen hebben wereldwijd een goed tot bijzonder goed jaar achter de rug, na het ook al gunstig verlopen beleggingsjaar 2023. Dit geldt overigens wel meer voor Amerikaanse dan voor bijvoorbeeld Europese en Aziatische aandelen, en binnen de Amerikaanse aandelenmarkt dan ook weer bij uitstek voor een relatief beperkte groep 'tech'-aandelen, met name de zogenaamde 'Magnificent Seven' (o.a. Amazon, Apple en Nvidia). Door de sterke koersstijgingen van de afgelopen tijd zijn aandelen nu wel 'duur' te noemen, en dat geldt dan ook weer in het bijzonder voor de eerder genoemde categorie Amerikaanse tech-aandelen. Naar sommige maatstaven (bijv. de zogenaamde 'Shiller PE') gemeten, zijn veel aandelen nu zelfs duurder dan op enig ander moment in de afgelopen 100 jaar, met uitzondering van de vooravond van de 'dotcom'-crisis in 2000.

De huidige waarderingsniveaus pleiten weliswaar niet voor aandelen, maar onder het motto 'wat duur is, kan altijd nog duurder worden', zijn er op dit moment ook weinig signalen dat een snelle draai in het sentiment op aandelenbeurzen aanstaande is. Dit kan in de loop van het jaar veranderen, wanneer bijvoorbeeld de macro-economische vooruitzichten of (geo-) politieke ontwikkelingen daartoe aanleiding zouden geven, maar voor nu geven wij op een drie- tot zesmaands horizon de voorkeur aan een neutrale positionering voor aandelen.

Beursgenoteerd vastgoed

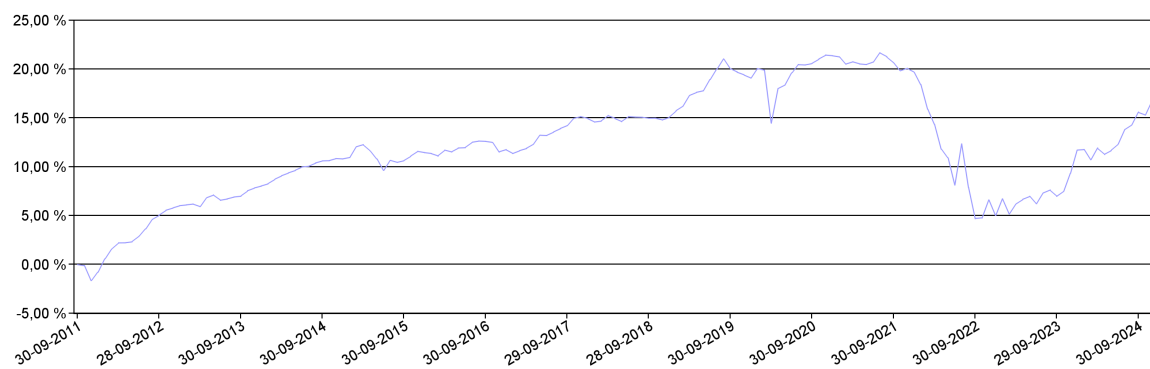
Voor beleggers in beursgenoteerd vastgoed is 2024 teleurstellend verlopen. Zeker na de koersdalingen van de afgelopen tijd is beursgenoteerd vastgoed nu echter wel redelijk gewaardeerd, bijvoorbeeld ten opzichte van de brede aandelenmarkt. Mede gezien de onzekere economische vooruitzichten, handhaven wij vooralsnog echter nog wel onze neutrale visie op beursgenoteerd vastgoed.

Cash

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

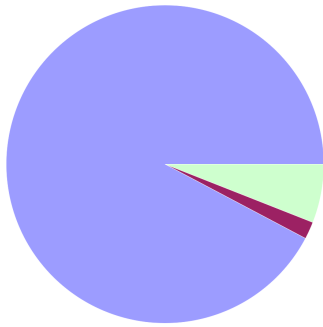
Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
31-12-2024	1,16	-0,38%	0,59 %	4,08 %
30-11-2024	1,17	1,23%	0,98 %	4,48 %
31-10-2024	1,15	-0,25%	-0,25 %	3,21 %

**partial duration naar looptijd**

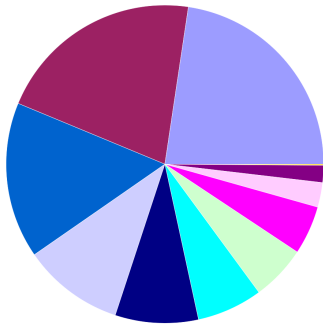
	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,07
1 tot 3 jaar	0,59
3 tot 5 jaar	0,84
5 tot 7 jaar	1,00
7 tot 10 jaar	0,81
10 tot 15 jaar	0,10
15 tot 20 jaar	-
meer dan 20 jaar	-
totaal	3,40

Samenstelling portefeuille



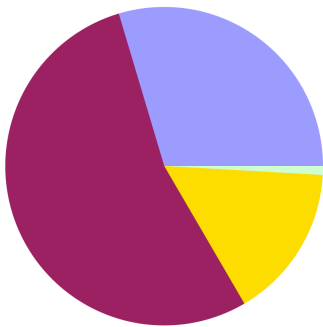
- Bedrijfsobligaties
- Gesecuritiseerd / Collateralized
- Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	92,27%
Semi & Buitenlandse Overheden	5,97%
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,76%



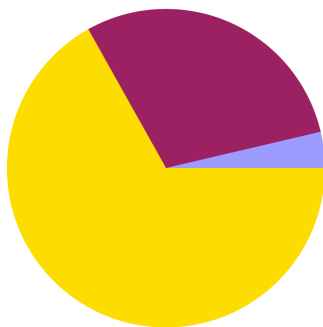
- Frankrijk
- Zweden
- Duitsland
- Noorwegen
- Finland
- Denemarken
- België
- Nederland
- Oostenrijk
- Verenigd Koninkrijk
- Overige

landenverdeling	% van de portefeuille
Frankrijk	22,63 %
Zweden	21,13 %
Duitsland	15,88 %
Noorwegen	10,30 %
Finland	8,46 %
Denemarken	6,69 %
België	5,60 %
Nederland	4,96 %
Oostenrijk	2,50 %
Verenigd Koninkrijk	1,74 %
Overige	0,12 %



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

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	29,63%
1 tot 5 jaar	53,79%
< 1 jaar	15,68%
10 tot 20 jaar	0,90%



- AAA
- AA
- A

rating	% van de portefeuille
AAA	3,66%
AA	29,48%
A	66,87%
NR	0,00%

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

	AAA	AA	A	totaal
Bedrijfsobligaties		25,41%	66,87%	92,27 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,76%			1,76 %
Semi & Buitenlandse Overheden	1,90%	4,07%		5,97 %
totaal	3,66 %	29,48 %	66,87 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	totaal
België		0,94%	4,65%	5,60 %
Denemarken			6,69%	6,69 %
Duitsland	1,46%	4,04%	10,37%	15,88 %
Finland		3,79%	4,67%	8,46 %
Frankrijk	0,29%	3,78%	18,56%	22,63 %
Nederland	1,19%	2,00%	1,77%	4,96 %
Noorwegen	0,59%	6,24%	3,46%	10,30 %
Oostenrijk			2,50%	2,50 %
Supranationals	0,12%			0,12 %
Verenigd Koninkrijk			1,74%	1,74 %
Zweden		8,68%	12,45%	21,13 %
totaal	3,66 %	29,48 %	66,87 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde weging

CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	3,8%
SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034	3,8%
SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028	3,7%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,4%
BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028	3,1%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde weging

DNB BANK	6,8%
BERLIN HYP	6,1%
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	5,9%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	5,1%
SOCIETE GENERALE	4,8%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-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	92.220,00	12,60	92.232,60	0,3%	2,88	2,79	A
	EUR	1,0000	100.000	92,22								
AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK 4% 16/01/2031		Oostenrijk		703.779	731.640,00	26.852,46	758.492,46	2,2%	5,05	4,38	A
	EUR	1,0000	700.000	104,52								
BE6322991462	EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025		België		199.026	197.218,00	121,92	197.339,92	0,6%	0,52	0,51	AA
	EUR	1,0000	200.000	98,61								
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027		België		119.876	122.754,00	953,42	123.707,42	0,4%	2,78	2,61	AA
	EUR	1,0000	120.000	102,3								
BE6344187966	BELFIUS BANK 3.875% 12/06/2028		België		995.630	1.032.890,00	21.551,37	1.054.441,37	3,1%	3,45	3,14	A
	EUR	1,0000	1.000.000	103,29								
BE6352762387	BELFIUS BANK 3.625% 11/06/2030		België		499.285	516.660,00	10.130,14	526.790,14	1,6%	5,45	4,81	A
	EUR	1,0000	500.000	103,33								
DE0001346955	RABOBANK 0% 28/10/2026		Nederland		689.581	678.106,99	0,00	678.106,99	2,0%	1,82	1,77	AA
	DEM	1,9558	1.400.000	94,73								
DE000A3KY359	ALLIANZ 0.5% 22/11/2033		Duitsland		98.594	80.432,00	54,79	80.486,79	0,2%	8,65	8,19	AA
	EUR	1,0000	100.000	80,43								
DE000BHY0GA	BERLIN HYP 0.5% 05/11/2029		Duitsland		825.604	801.324,00	702,74	802.026,74	2,4%	4,85	4,66	AA
	EUR	1,0000	900.000	89,04								
DE000BHY0GK	BERLIN HYP 1.25% 25/08/2025		Duitsland		485.015	495.565,00	2.208,90	497.773,90	1,5%	0,65	0,64	AAA
	EUR	1,0000	500.000	99,11								
DE000BHY0GN	BERLIN HYP 0.375% 25/01/2027		Duitsland		199.634	191.446,00	700,82	192.146,82	0,6%	2,07	2,01	AA
	EUR	1,0000	200.000	95,72								
DE000BHY0GS	BERLIN HYP 1.125% 25/10/2027		Duitsland		558.691	572.766,00	1.257,53	574.023,53	1,7%	2,82	2,71	A
	EUR	1,0000	600.000	95,46								
DE000BLB9ZE1	BAYERISCHE LANDE 3% 10/10/2031		Duitsland		199.626	199.894,00	1.364,38	201.258,38	0,6%	6,78	6,01	AA
	EUR	1,0000	200.000	99,95								
DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS 10.05% 08/12/2027		Duitsland		617.999	644.119,00	23,01	644.142,01	1,9%	2,94	2,85	A
	EUR	1,0000	700.000	92,02								
DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS 0.4% 17/11/2028		Duitsland		699.517	636.146,00	345,21	636.491,21	1,9%	3,88	3,74	A
	EUR	1,0000	700.000	90,88								
DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN FRN 09/11/2026		Duitsland		99.951	100.404,00	528,70	100.932,70	0,3%	1,86	1,8	A
	EUR	1,0000	100.000	100,4								
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039		Duitsland		99.316	97.776,00	764,04	98.540,04	0,3%	14,75	11,73	AA
	EUR	1,0000	100.000	97,78								
DK0030506886	NYKREDIT REALKR 1.375% 12/07/2027		Denemarken		398.652	386.568,00	2.606,85	389.174,85	1,1%	2,53	2,42	A
	EUR	1,0000	400.000	96,64								
EU000A4DMKY	ESM 0% 06/03/2025		Supranationalen		39.767	39.811,20	0,00	39.811,20	0,1%	0,18	0,18	AAA
	EUR	1,0000	40.000	99,53								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2024

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
FR0013204468	BPCE 1% 05/10/2028		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	93,32	105.544	93.315,00	241,10	93.556,10	0,3%	3,76	3,6	A
FR0013412947	BANQUE FEDERATIV 0.75% 08/06/2026		Frankrijk									
	EUR	1,0000	500.000	97,07	513.495	485.350,00	2.126,71	487.476,71	1,4%	1,44	1,39	A
FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA 0.375% 03/10/2028		Frankrijk									
	EUR	1,0000	300.000	91,01	283.740	273.018,00	277,40	273.295,40	0,8%	3,76	3,63	A
FR0014001G37	BPCE 0.25% 14/01/2031		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	84,07	97.014	84.066,00	241,12	84.307,12	0,2%	6,04	5,79	A
FR0014004GE5	SOCIETE GENERALE 0.25% 08/07/2027		Frankrijk									
	EUR	1,0000	400.000	93,45	399.620	373.792,00	484,93	374.276,93	1,1%	2,52	2,44	A
FR0014005SE7	ALSFR 0.375% 05/10/2031		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	83,57	99.414	83.566,00	90,41	83.656,41	0,2%	6,76	6,47	AA
FR0014006XE5	BANQUE FEDERATIV 0.01% 07/03/2025		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	99,45	99.812	99.451,00	8,22	99.459,22	0,3%	0,18	0,18	A
FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIV 3.125% 14/09/2027		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	100,5	99.704	100.499,00	933,22	101.432,22	0,3%	2,7	2,54	A
FR001400J2V6	BPCE 4.125% 10/07/2028		Frankrijk									
	EUR	1,0000	500.000	104,04	505.849	520.185,00	9.888,70	530.073,70	1,6%	3,53	3,2	A
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk									
	EUR	1,0000	500.000	104,62	498.570	523.080,00	5.933,22	529.013,22	1,6%	5,72	5,01	A
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	101,42	99.033	101.424,00	1.058,22	102.482,22	0,3%	13,73	10,51	AA
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	104,08	99.923	104.083,00	1.017,12	105.100,12	0,3%	13,76	10,35	AA
FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE 4.125% 21/11/2028		Frankrijk									
	EUR	1,0000	1.200.000	103,96	1.198.248	1.247.496,00	5.560,27	1.253.056,27	3,7%	3,89	3,56	A
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	101,38	99.290	101.381,00	2.215,07	103.596,07	0,3%	6,37	5,52	A
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk									
	EUR	1,0000	1.300.000	99,02	1.278.670	1.287.299,00	8.014,13	1.295.313,13	3,8%	9,82	8,2	A
FR001400TM31	FINANCEMENT FONC 2.625% 29/10/2029		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	99,39	99.704	99.387,00	460,27	99.847,27	0,3%	4,83	4,45	AAA
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk									
	EUR	1,0000	1.000.000	98,88	986.472	988.800,00	4.602,74	993.402,74	2,9%	7,64	6,69	AA
XS1346115295	BANQUE FEDERATIV 1.625% 19/01/2026		Frankrijk									
	EUR	1,0000	300.000	98,9	318.300	296.685,00	4.635,25	301.320,25	0,9%	1,05	1,01	A
XS1605365193	CREDIT AGRICOLE 1.375% 03/05/2027		Frankrijk									
	EUR	1,0000	400.000	96,77	432.950	387.088,00	3.661,64	390.749,64	1,1%	2,34	2,23	A
XS1617831026	BANQUE FEDERATIV 1.25% 26/05/2027		Frankrijk									
	EUR	1,0000	400.000	96,28	415.622	385.136,00	3.013,70	388.149,70	1,1%	2,4	2,3	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2024

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS1693281617	STANDARD CHARTER 1.625%		Verenigd Koninkrijk		625.979	587.400,00	2.404,11	589.804,11	1,7%	1,76	1,69	A
	EUR	1,0000	600.000	97,9								
XS1823485039	OP CORP BANK 1%		Finland		313.035	297.669,00	1.841,10	299.510,10	0,9%	0,39	0,38	AA
	EUR	1,0000	300.000	99,22								
XS2122377281	LANSFORSKRINGA R 0.125% 19/02/2025		Zweden		884.395	896.094,00	974,39	897.068,39	2,6%	0,14	0,14	A
	EUR	1,0000	900.000	99,57								
XS2171253912	OP CORP BANK 0.5%		Finland		997.300	986.740,00	1.945,21	988.685,21	2,9%	0,61	0,6	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	98,67								
XS2171316859	DANSKE BANK 0.625% 26/05/2025		Denemarken		605.340	594.540,00	2.260,27	596.800,27	1,8%	0,4	0,4	A
	EUR	1,0000	600.000	99,09								
XS2173114542	SBAB BANK 0.5%		Zweden		480.667	495.835,00	1.595,89	497.430,89	1,5%	0,36	0,36	A
	EUR	1,0000	500.000	99,17								
XS2346124410	LANDESBANK HESSE 0.375% 04/06/2029		Duitsland		794.936	709.512,00	1.734,25	711.246,25	2,1%	4,43	4,25	A
	EUR	1,0000	800.000	88,69								
XS2404027935	SWEDBANK 0.25%		Zweden		381.467	383.628,00	164,38	383.792,38	1,1%	1,84	1,79	AA
	EUR	1,0000	400.000	95,91								
XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR- 0.25% 09/11/2026		Noorwegen		599.046	573.288,00	217,81	573.505,81	1,7%	1,86	1,81	A
	EUR	1,0000	600.000	95,55								
XS2409134371	JYSKE BANK 0.25%		Denemarken		498.285	474.060,00	1.089,48	475.149,48	1,4%	2,13	2,07	A
	EUR	1,0000	500.000	94,81								
XS2432567555	DNB BANK 0.375%		Noorwegen		997.480	953.710,00	3.575,82	957.285,82	2,8%	2,05	1,98	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	95,37								
XS2441055998	SBAB BANK 0.5%		Zweden		595.256	573.576,00	2.688,52	576.264,52	1,7%	2,11	2,04	A
	EUR	1,0000	600.000	95,6								
XS2443893255	NORDEA BANK 1.125% 16/02/2027		Finland		500.373	482.845,00	4.918,03	487.763,03	1,4%	2,13	2,04	A
	EUR	1,0000	500.000	96,57								
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden		278.502	275.237,20	684,66	275.921,86	0,8%	1,86	1,8	AA
	EUR	1,0000	280.000	98,3								
XS2534276808	SPAREBANK 1 SOR- 2.875% 20/09/2025		Noorwegen		398.868	400.004,00	3.245,21	403.249,21	1,2%	0,72	0,71	A
	EUR	1,0000	400.000	100								
XS2534985523	DNB BANK 3.125%		Noorwegen		199.622	201.282,00	1.746,58	203.028,58	0,6%	1,72	1,65	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,64								
XS2555192710	SWEDBANK 3.75%		Zweden		299.934	302.598,00	1.479,45	304.077,45	0,9%	0,87	0,85	AA
	EUR	1,0000	300.000	100,87								
XS2558953621	SKANDINAVISKA EN 3.25% 24/11/2025		Zweden		299.175	301.485,00	1.015,07	302.500,07	0,9%	0,9	0,88	AA
	EUR	1,0000	300.000	100,5								
XS2573569576	DANSKE BANK 4.125% 10/01/2031		Denemarken		652.158	684.352,50	26.153,18	710.505,68	2,1%	5,03	4,35	A
	EUR	1,0000	650.000	105,29								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2024

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS2577054716	LANSFORSKRINGA R 4% 18/01/2027		Zweden		598.068	614.208,00	22.885,25	637.093,25	1,9%	2,05	1,88	A
	EUR	1,0000	600.000	102,37								
XS2579321337	NWB 2.75% 17/12/2029		Nederland		399.400	403.612,00	452,05	404.064,05	1,2%	4,96	4,59	AAA
	EUR	1,0000	400.000	100,9								
XS2582195207	LANDESBANK HESSE 4% 04/02/2030		Duitsland		797.348	828.368,00	29.027,32	857.395,32	2,5%	5,1	4,42	A
	EUR	1,0000	800.000	103,55								
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		898.839	932.058,00	28.898,63	960.956,63	2,8%	3,2	2,9	AA
	EUR	1,0000	900.000	103,56								
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden		1.103.385	1.138.280,00	23.122,60	1.161.402,60	3,4%	2,49	2,32	AA
	EUR	1,0000	1.100.000	103,48								
XS2676816940	NORDEA BANK 4.375% 06/09/2026		Finland		199.944	201.926,00	2.804,79	204.730,79	0,6%	0,68	0,66	A
	EUR	1,0000	200.000	100,96								
XS2767224921	SVENSKA HB 3.75% 15/02/2034		Zweden		1.193.616	1.247.208,00	39.467,21	1.286.675,21	3,8%	9,13	7,44	A
	EUR	1,0000	1.200.000	103,93								
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden		496.935	511.065,00	10.032,53	521.097,53	1,5%	5,41	4,81	AA
	EUR	1,0000	500.000	102,21								
XS2888395659	SVENSKA HB 3.25% 27/08/2031		Zweden		328.911	332.362,80	3.731,71	336.094,51	1,0%	6,66	5,85	A
	EUR	1,0000	330.000	100,72								
XS2910610364	ABN AMRO BANK 3% 01/10/2031		Nederland		596.130	598.272,00	4.536,99	602.808,99	1,8%	6,75	5,98	A
	EUR	1,0000	600.000	99,71								
XS2927515598	NORDEA BANK 3% 28/10/2031		Finland		882.628	890.802,00	4.808,22	895.610,22	2,6%	6,83	6,05	A
	EUR	1,0000	900.000	98,98								
XS2931945211	JYSKE BANK 2.875% 05/05/2029		Denemarken		99.729	99.690,00	448,97	100.138,97	0,3%	3,35	3,13	A
	EUR	1,0000	100.000	99,69								
XS2932096691	KOMMUNALBANKEN 2.625% 05/11/2031		Noorwegen		199.760	199.730,00	819,86	200.549,86	0,6%	6,85	6,17	AAA
	EUR	1,0000	200.000	99,87								
XS2950722616	DNB BANK 3% 29/11/2030		Noorwegen		199.360	199.070,00	542,47	199.612,47	0,6%	4,92	4,49	A
	EUR	1,0000	200.000	99,54								
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	7.120	1		7.120,17	0,00	7.120,17	0,0%			NR
eindtotaal						33.630.468,86	355.954,33	33.986.423,19	100,0%	3,81		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	XBER	DE000BHY0GS9	BERLIN HYP_1.125%_25/10/2027							
	DZ Bank		EUR	300.000	94,75	-284.254,20	-110,96	-284.365,16	04-11-2024	06-11-2024
Buy, Customer	XDUB	XS2931945211	JYSKE BANK_2.875%_05/05/2029							
	BOFA SECURITIES EUROPE SA		EUR	100.000	99,73	-99.729,00	0,00	-99.729,00	29-10-2024	05-11-2024
Buy, Customer	XDUB	XS2927515598	NORDEA BANK_3%_28/10/2031							
	Societe Generale SA		EUR	700.000	97,99	-685.958,00	-402,74	-686.360,74	31-10-2024	04-11-2024
Buy, Customer	XDUB	XS2888395659	SVENSKA HB_3.25%_27/08/2031							
	Jefferies International Limited		EUR	330.000	99,67	-328.911,00	-2.086,23	-330.997,23	04-11-2024	06-11-2024
Buy, Customer	XDUB	XS2927515598	NORDEA BANK_3%_28/10/2031							
	RBC capital Markets (europe) GmbH		EUR	200.000	98,34	-196.670,00	-230,14	-196.900,14	07-11-2024	11-11-2024
Buy, Customer	XDUB	XS2950722616	DNB BANK_3%_29/11/2030							
	HSBC France		EUR	200.000	99,68	-199.360,00	0,00	-199.360,00	25-11-2024	29-11-2024
Buy, Customer	XFRA	FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party		EUR	800.000	98,03	-784.216,00	-725,26	-784.941,26	31-10-2024	04-11-2024
Buy, Customer	XFRA	FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034							
	ABN AMRO ADAM		EUR	100.000	98,04	-98.042,00	-154,12	-98.196,12	07-11-2024	11-11-2024
Buy, Customer	XFRA	FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034							
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft		EUR	400.000	99,1	-396.412,00	-942,84	-397.354,84	18-11-2024	20-11-2024
Buy, Customer	XLUX	XS2932096691	KOMMUNALBANKEN_2.625%_05/11/2031							
	Natixis SA		EUR	200.000	99,88	-199.760,00	0,00	-199.760,00	29-10-2024	05-11-2024
Buy, Customer	XLUX	EU000A4DMKY2	ESM_0%_06/03/2025							
	Landesbank Baden- wuerttemberg (LBBW)		EUR	40.000	99,42	-39.766,80	0,00	-39.766,80	17-12-2024	19-12-2024
Buy, Customer	XMUN	DE000BLB9ZE1	BAYERISCHE LANDE_3%_10/10/2031							
	ING Bank N.V.		EUR	200.000	99,81	-199.626,00	0,00	-199.626,00	02-10-2024	10-10-2024
Buy, Customer	XPAR	FR001400TM31	FINANCEMENT FONC_2.625%_29/10/2029							
	Natixis SA		EUR	100.000	99,7	-99.704,00	0,00	-99.704,00	21-10-2024	29-10-2024
Buy, Customer	XPAR	FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032							
	Societe Generale SA		EUR	200.000	99,26	-198.528,00	0,00	-198.528,00	29-10-2024	06-11-2024
Buy, Customer	XPAR	FR001400J2V6	BPCE_4.125%_10/07/2028							
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties		EUR	200.000	103,63	-207.268,00	-2.689,73	-209.957,73	04-11-2024	06-11-2024
Buy, Customer	XPAR	FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032							
	J.P Morgan AG		EUR	800.000	98,49	-787.944,00	-328,77	-788.272,77	07-11-2024	11-11-2024

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	XWBO Deutsche Bank Aktiengesellschaft	AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK_4%_16/01/2031							
		EUR	200.000	103,61	-207.214,00	-6.448,09	-213.662,09	04-11-2024	06-11-2024	
totaal Buy, Customer						-5.013.363,00	-14.118,88	-5.027.481,88		
Coupon		XS1693281617	STANDARD CHARTER_1.625%_03/10/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	9.750,00	03-10-2024	03-10-2024	
Coupon		FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA_0.375%_03/10/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.125,00	03-10-2024	03-10-2024	
Coupon		FR001400L362	ALSFR_4.125%_03/10/2038							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.125,00	03-10-2024	03-10-2024	
Coupon		FR0013204468	BPCE_1%_05/10/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.000,00	05-10-2024	07-10-2024	
Coupon		FR0014005SE7	ALSFR_0.375%_05/10/2031							
		EUR	0	0	0,00	0,00	375,00	05-10-2024	07-10-2024	
Coupon		BE6338167909	EUROCLEAR BANK_3.625%_13/10/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.350,00	13-10-2024	14-10-2024	
Coupon		DE000BHY0GS9	BERLIN HYP_1.125%_25/10/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.375,00	25-10-2024	25-10-2024	
Coupon		XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.750,00	02-11-2024	04-11-2024	
Coupon		DE000BHY0GA7	BERLIN HYP_0.5%_05/11/2029							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.500,00	05-11-2024	05-11-2024	
Coupon		XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR_0.25%_09/11/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.500,00	09-11-2024	11-11-2024	
Coupon		XS2478690931	SKANDINAVISKA EN_1.75%_11/11/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.900,00	11-11-2024	11-11-2024	
Coupon		DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.114,68	11-11-2024	11-11-2024	
Coupon		XS2555192710	SWEDBANK_3.75%_14/11/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.250,00	14-11-2024	14-11-2024	
Coupon		AT0000A2KW37	ERSTE GROUP BANK_0.1%_16/11/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	100,00	16-11-2024	16-11-2024	
Coupon		DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS_0.4%_17/11/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.800,00	17-11-2024	18-11-2024	
Coupon		FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	49.500,00	21-11-2024	21-11-2024	
Coupon		DE000A3KY359	ALLIANZ_0.5%_22/11/2033							
		EUR	0	0	0,00	0,00	500,00	22-11-2024	22-11-2024	
Coupon		XS2558953621	SKANDINAVISKA EN_3.25%_24/11/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	9.750,00	24-11-2024	25-11-2024	
Coupon		DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS_0.05%_08/12/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	350,00	08-12-2024	09-12-2024	

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal					
Coupon		XS2579321337	NWB_2.75%_17/12/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	11.000,00	17-12-2024	17-12-2024
totaal Coupon					0,00	0,00	125.114,68		
Sell,Cstmr	MUND	XS2579321337	NWB_2.75%_17/12/2029						
	BOFA SECURITIES EUROPE SA	EUR	200.000	101,16	202.312,00	4.793,72	207.105,72	29-10-2024	31-10-2024
Sell,Cstmr	MUND	FR001400MCE2	CREDIT MUT ARKEA_4.125%_01/02/2034						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	104,8	104.804,00	3.200,82	108.004,82	07-11-2024	11-11-2024
Sell,Cstmr	XBER	DE000BHY0BP6	BERLIN HYP_1%_05/02/2026						
	Mizuho Securities Europe GmbH	EUR	200.000	98,27	196.534,00	1.469,95	198.003,95	29-10-2024	31-10-2024
Sell,Cstmr	XBER	DE000BHY0BP6	BERLIN HYP_1%_05/02/2026						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	300.000	98,16	294.483,00	2.254,10	296.737,10	04-11-2024	06-11-2024
Sell,Cstmr	XCSE	DK0030506886	NYKREDIT REALKR_1.375%_12/07/2027						
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	100.000	96,45	96.445,00	418,15	96.863,15	29-10-2024	31-10-2024
Sell,Cstmr	XDUB	XS2482618464	NORDEA BANK_2.5%_23/05/2029						
	Natixis SA	EUR	700.000	97,25	680.722,00	7.910,96	688.632,96	31-10-2024	04-11-2024
Sell,Cstmr	XDUB	XS2482618464	NORDEA BANK_2.5%_23/05/2029						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	160.000	97,02	155.233,60	1.808,22	157.041,82	31-10-2024	04-11-2024
Sell,Cstmr	XDUB	XS2049582542	SVENSKA HB_0.05%_03/09/2026						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	350.000	94,94	332.290,00	30,68	332.320,68	04-11-2024	06-11-2024
Sell,Cstmr	XDUB	XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026						
	ING Bank N.V.	EUR	1.000.000	95,4	954.000,00	61,64	954.061,64	07-11-2024	11-11-2024
Sell,Cstmr	XDUB	XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	95,64	95.635,00	17,81	95.652,81	26-11-2024	28-11-2024
Sell,Cstmr	XFRA	FR0013421369	CREDIT MUT ARKEA_1.125%_23/05/2029						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	400.000	90,99	363.944,00	2.034,25	365.978,25	31-10-2024	04-11-2024
Sell,Cstmr	XMUN	XS2809676294	KOMMUNALBANKEN_2.875%_25/04/2029						
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	100.000	101,9	101.900,00	1.425,68	103.325,68	21-10-2024	23-10-2024

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal					
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014008MT2	CREDIT AGRICOLE_1.125%_24/02/2029						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	93,19	186.382,00	1.370,90	187.752,90	02-10-2024	04-10-2024
Sell,Cstmr	XPAR	FR0013476207	BPCE_0.625%_15/01/2030						
	Societe Generale SA	EUR	200.000	87,54	175.074,00	1.004,10	176.078,10	31-10-2024	04-11-2024
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014008MT2	CREDIT AGRICOLE_1.125%_24/02/2029						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	92	92.003,00	780,74	92.783,74	31-10-2024	04-11-2024
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400FB06	BPCE_3.5%_25/01/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	101,45	202.904,00	5.469,95	208.373,95	04-11-2024	06-11-2024
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400IG08	BANQUE FEDERATIV_4.125%_14/06/2033						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	400.000	105,99	423.940,00	7.187,67	431.127,67	18-11-2024	20-11-2024
Sell,Cstmr	XWBO	AT0000A34QR4	ERSTE GROUP BANK_4.25%_30/05/2030						
	Barclays Bank Ireland PLC	EUR	200.000	104,37	208.749,60	3.726,03	212.475,63	04-11-2024	06-11-2024
totaal Sell,Cstmr					4.867.355,20	44.965,37	4.912.320,57		
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	250	1	-249,75	0,00	-249,75	28-10-2024	28-10-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	378	1	-377,58	0,00	-377,58	28-11-2024	28-11-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	599	1	-598,51	0,00	-598,51	30-12-2024	30-12-2024
totaal SettDebt					-1.225,84	0,00	-1.225,84		
SettRecv			Received interest on bank accounts						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	76	1	75,70	0,00	75,70	01-12-2024	01-12-2024
totaal SettRecv					75,70	0,00	75,70		