ASR Pensioen Staatsobligatiefonds 10-15 Jaar

30-06-2022

Marktanalyse

De groeivooruitzichten voor de wereldeconomie waren begin dit jaar nog vrij positief, maar zijn sindsdien steeds slechter geworden. Sterker nog, het lijkt alsof de vraag van financiële markten is verschoven van “komt er een recessie” naar “hoe diep wordt de recessie”. Anderzijds wordt er nog steeds wel groei verwacht voor het jaar als geheel. Volgens de Bloomberg consensus zal de wereldeconomie in zowel 2022 als 2023 nog steeds met 3,2% groeien, al waren die verwachtingen begin dit jaar nog wel een stuk hoger.

Voor een belangrijk deel hebben die lagere verwachtingen te maken met de oorlog in Oekraïne, die naast grote geopolitieke onzekerheid tot terughoudendheid bij bedrijven en consumenten heeft geleid, met name in de eurozone. Voor de eurozone zijn de groeivooruitzichten (volgens de Bloomberg consensus) gedaald met 1,4% en 0,6% sinds het begin van dit jaar. Momenteel wordt voor 2022 en 2023 een groei van respectievelijk 2,8% en 1,9% verwacht. De VS lijkt wat betreft economische kracht beter te varen. Daar is de werkloosheid nog steeds laag (3,6%), stijgen de lonen (6%) en nemen ook de consumentenbestedingen nog steeds toe (voor het tweede kwartaal lijkt het op een jaar-op-jaar groei van 4% af te stevenen). Desondanks zijn ook de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie wel verslechterd.

Ten slotte vormt de afkoelende economie in China, vanwege haar zero-covidbeleid en problemen in de vastgoedmarkt, een risico voor de wereldeconomie. Hoewel ‘lockdowns’ (o.a. in Shanghai en Beijing) inmiddels worden afgeschaald, zal het voor China moeilijk zijn om het zero-covid beleid op korte termijn los te laten. Dat zou namelijk voor een forse stijging van coronagevallen kunnen zorgen (omdat een substantieel deel van de mensen in China nog geen corona heeft gehad en omdat het lokale vaccin Sinovac relatief slecht beschermt tegen het virus) terwijl de economische groei alsnog zou lijden (omdat consumenten minder naar buiten gaan, en dus minder geld uitgeven als besmettingen toenemen, ook als er geen lockdownmaatregelen zijn).

Al met al zou het goed kunnen dat groeiverwachtingen de komende tijd nog wat verder dalen naarmate ontwikkelde economieën afkoelen, naarmate beleidsrentes stijgen en inflatie en (geopolitieke) onzekerheid hoog blijft.

Op de meeste obligatiemarkten verliep het tweede kwartaal van 2022 niet veel anders dan het eerste, dat wil zeggen met sterk oplopende rentes en daarmee met negatieve rendementen op obligaties. In de eurozone liepen lange rentes op met 75-100 basispunten. Over het eerste halfjaar van 2022 zijn rentes daarmee zo’n 150-200 basispunten gestegen. De Duitse 10-jaars rente steeg tot 1,8% per medio juni, en eindigde het kwartaal rond 1,3%, na een rentedaling in de laatste weken van juni. De Nederlandse 10-jaars rente kwam eind juni uit rond 1,7%, na medio juni zelfs even tot boven de 2% te zijn gestegen, het hoogste niveau sinds begin 2014.

Elders binnen de eurozone liepen rentes in vergelijkbare mate op als in Duitsland en Nederland, waarbij rentes op ‘perifere’ (met name Italiaanse) staatsobligaties iets, maar niet veel, harder stegen dan die op staatsobligaties van de ‘kernlanden’ van de eurozone. Buiten de eurozone liepen rentes iets minder hard op, met ca. 50-75 basispunten voor Amerikaanse, Britse en Australische 10-jaars staatsobligaties. Alleen in Japan bleven lange rentes over het hele eerste halfjaar vrijwel onveranderd.

Fondsbeleid en resultaten

Het tweede kwartaal kenmerkte zich door hoge volatiliteit, lage liquiditeit en een markt die moeite had om groei- en inflatieverwachtingen in te schatten. Deze volatiliteit was ook zichtbaar bij met name de ECB-leden die tot ver in mei nog op het pad zaten van “rustige gestage afbouw van het extreem ruime monetair beleid” maar op het hoogtepunt van inflatieverwachtingen omsloegen naar een versnelde afbouw terwijl de markten zich juist op dat moment zorgen begonnen te maken over afnemende economische groei.

Uiteindelijk stegen Duitse 10-jaars staatsrentes in het tweede kwartaal met ongeveer 80 basispunten, maar dit was nog 40 basispunten onder de voorlopige top van halverwege juni. Lange staatsrentes stegen iets meer waardoor curves versteilden. Swaprentes stegen harder en hier waren het juist middellange looptijden die het hardst opliepen, ofwel een vervlakking van de swapcurve en wijdere swapspreads! Deze in principe onlogische tegengestelde bewegingen in de vorm van de rentecurves kunnen verklaard worden uit een technisch maar ook psychologish effect dat de eerste helft van 2022 zeer dominant was. Na jaren van extreem ruim monetair beleid waar veel mensen op den duur het geloof in hogere beleidsrentes waren kwijt geraakt, lijkt 2022 het jaar van de grote omslag te zijn. Nu normalisatie van het beleid werd ingeprijsd, werden tal van marktpartijen gedwongen hun rentebeleid aan te passen. De broker chats zijn dit half jaar gevuld geweest met “flow informatie” betreffende het openen van payer swaps door bedrijven die zich wilden indekken tegen hogere toekomstige leenkosten, banken/beleggers die ditzelfde deden toen steeds meer consumenten hun hypotheken verlengden (zie onder links) aanhoudend hoge hypotheekproductie met steeds langere looptijden, en tot slot nog een modelmatige factor die speelt bij hypotheekportefeuilles. Naarmate rentes en renteverwachtingen oplopen, neemt de waarschijnlijkheid van vervroegde aflossingen af en neemt de rentegevoeligheid van een hypotheekportefeuille toe. Om dit risico te mitigeren werden, u raadt het al, wederom payer swap posities geopend. Het gros van deze acties heeft plaats gevonden in 10- en 15 jaarslooptijden, het is daarom niet verwonderlijk dat de swapcurve er inmiddels als volgt uitziet (zie onder rechts). De grote vraag is wanneer deze “flows” stoppen of op zijn minst afnemen. Zodra dit gebeurt zal 1) de rentecurve fors versteilen voor de lange looptijden 2) de swapspread fors verkrappen. Zonder een objectief meetbare grootheid of datum te noemen, start normalisatie zodra het inprijzen van hogere beleidsrentes stopt. Dit kan veroorzaakt worden een combinatie van lagere groei en afnemende inflatie richting de doelstellingen van het monetaire beleid. Dat groei zwak zal zijn de komende kwartalen is een zekerheid, dat inflatie gaat dalen is ook zeker (veruit het grootste gedeelte van de huidige hoge inflatie komt voort vanuit problemen aan de aanbodkant), maar de snelheid van de daling is onbekend, net als het “eindpunt” van de daling. Ligt dit onder, op, of boven de 2% die de ECB (en andere centrale banken) als doelstelling hebben? Een belangrijke graadmeter voor de ECB is de 5-jaarsinflatieverwachting over 5 jaar. Deze was eind april boven de 2,50% maar daalde richting het einde van het kwartaal naar 2,00% onder invloed van toenemende recessievrees.

Het fonds presteerde beter dan de benchmark in het tweede kwartaal al werd het positieve resultaat optisch ongedaan gemaakt door waarderingsverschillen tussen liquide en illiquide leningen op de laatste dag van het kwartaal. Er werden enkele basispunten verdiend uit de onderweging in rentegevoeligheid bij stijgende rentes. Ook werd geprofiteerd van de steilere rentecurve omdat het fonds onderwogen was in de langst lopende staatsleningen. De landen-/issuerkeuze droeg neutraal bij terwijl het fonds meer kredietrisico kende dan de benchmark en kredietopslagen stegen. Het verlies op deze top-down positionering werd gecompenseerd door goede issuer- en issueselectie waarbij een rendementsverschil tussen hoog en laag couponleningen werd uitgebuit en juiste positionering op de looptijden per issuer. Dit effect was met name zichtbaar in de grote benchmarklanden Duitsland, Nederland, Frankrijk en België. Negatieve bijdrages kwamen uit de posities in CEE leningen en de semi-staatsleningen. Gedurende het kwartaal is de onderwogen positie in rentegevoeligheid verkleind, de curvepositionering intact gebleven en de overwogen positie in kredietrisico op peil gehouden door voor enkele issuers korter lopende leningen te ruilen naar iets langer lopende leningen.

In het tweede kwartaal van 2022 stegen rentes flink, en versteilden rentecurves. Kredietopslagen stegen in anticipatie of een minder ruim monetair beleid. Inflatieverwachtingen daalden. Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -10,63% tegenover -10,55% voor de benchmark, een negatieve relatieve performance van 8 basispunten, een verstoord resultaat door waarderingsverschillen.

Vooruitzichten

Verwachtingen van financiële markten ten aanzien van het beleid van centrale banken zijn de afgelopen maanden sterk veranderd. Was het beeld tot niet zo lang geleden nog dat ‘centrale banken achter de feiten aanliepen’, inmiddels wordt van zowel de ECB als de Fed (en de meeste andere centrale banken) in ieder geval tot eind dit jaar een serie renteverhogingen verwacht, waarmee in de VS de basisrente eind 2022 rond 3,5% zou uitkomen (nu 1,5-1,75%), en in de eurozone rond 1% (nu nog -0,5%). Ook voor 2023 liggen verdere rentestappen in het verschiet, als het aan financiële markten ligt.

In navolging van de verwachtingen ten aanzien van basisrentes zijn ook kapitaalmarktrentes de afgelopen tijd gestegen, maar dat geldt wel minder voor lange dan voor korte rentes. Blijkbaar gaan financiële markten er vanuit dat de huidige hoge inflatiedruk niet heel lang zal aanhouden, mede dankzij het verwachte harde ingrijpen van centrale banken. Met een 10-jaars swaprente van ca. 2,5% en een 30-jaars rente die daar nog onder ligt, lijkt er met name bij langere looptijden nog wel wat ruimte voor opwaartse rentedruk, al is die ruimte nu wel aanzienlijk minder groot dan een half jaar geleden, toen zowel 10- als 30-jaars rentes nog nauwelijks boven 0% uitkwamen. Bij Amerikaanse staatsobligaties, waar zowel korte als lange rentes nu rond 3-3,5% liggen, lijkt de rek voor wat betreft hogere rentes er ondertussen wel een beetje uit te zijn.

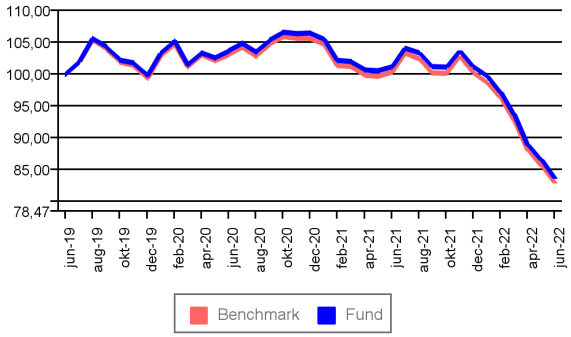
Uitgaande van de verwachting dat er in ieder geval in de eurozone nog wel wat opwaarts renterisico is, lijken staatsobligaties nog altijd geen heel aantrekkelijke beleggingscategorie, al zijn de ‘instapniveaus’ nu wel aanzienlijk beter dan begin dit jaar. Aanstaande renteverhogingen door centrale banken (en aanhoudende economische en geopolitieke onzekerheid) pleiten juist wel voor het aanhouden van een bovengemiddelde cash positie.

Beleggingsstrategie

De doelstelling van het ASR Pensioen Staatsobligatiefonds 10-15 Jaar is een belegging te bieden in een gediversifieerde portefeuille Investment Grade vastrentende titels en instrumenten met lange looptijden, voornamelijk uitgegeven door overheden en gedenomineerd in euro. De benchmark is de Bank of America / Merrill Lynch 5+ Year AAA-AA Euro Government Index. Het beleggingsbeleid is erop gericht om over een drie-jaars periode een targetrendement te behalen dat minimaal gelijk is aan het rendement van de vastgestelde representatieve maatstaf (benchmark), na aftrek van alle op dit mandaat van toepassing zijnde kosten. Het fonds wordt gemanaged met inachtneming van het ESG-beleid opgesteld door de Beheerder.

Geïndexeerd rendementsverloop

Indexatie gebaseerd op rendementen van maximaal 3 jaar



Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	-3,28 %	-3,11 %
3 maanden	-10,63 %	-10,55 %
6 maanden	-17,31 %	-17,25 %
1 jaar	-17,27 %	-17,28 %
3 jaar	-5,74 %	-6,00 %
5 jaar	-1,27 %	-1,36 %
YTD	-17,31 %	-17,25 %
Sinds start	2,33 %	2,12 %

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

Kerngegevens

Berekening NAV	Dagelijks
Datum van oprichting	30-09-2013
Rendement berekening vanaf	02-01-2014
Fondsbeheerder	ASR Vermogensbeheer N.V.
Fondsmanager	Marèn Klap
Instapvergoeding (maximaal)	0,15 %
Uitstapvergoeding (maximaal)	0,15 %
Lopende kosten(*)	0,20 %
Land van vestiging	NL
Valuta	EUR
Benchmark	Samengesteld
ISIN	NL0012375182

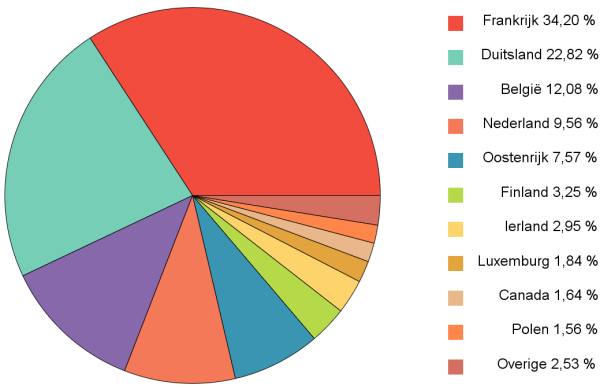
(*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

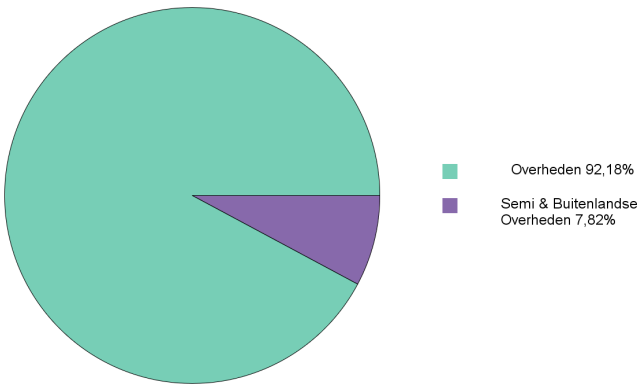
Totale activa (x1.000)	€ 420.558,20
Aantal uitstaande units (x1.000)	6.984,61
Nettovermogenswaarde per unit	60,21
Hoogste koers verslagperiode	61,88
Laagste koers verslagperiode	57,94
Dividend	Geen

10 grootste belangen	ISIN	Land	%
FRANKRIJK 5.5% 25/04/2029	FR0000571218	Frankrijk	4,76 %
FRANKRIJK 4.5% 25/04/2041	FR0010773192	Frankrijk	4,30 %
FRANKRIJK 2.5% 25/05/2030	FR0011883966	Frankrijk	3,57 %
DUITSLAND 0.25% 15/02/2029	DE0001102465	Duitsland	3,55 %
DUITSLAND 0% 15/05/2036	DE0001102549	Duitsland	3,24 %
BELGIE 4.25% 28/03/2041	BE0000320292	België	3,18 %
FRANKRIJK 1.25% 25/05/2034	FR0013313582	Frankrijk	2,84 %
DUITSLAND 0% 15/05/2035	DE0001102515	Duitsland	2,65 %
FRANKRIJK 5.75% 25/10/2032	FR0000187635	Frankrijk	2,60 %
FRANKRIJK 0.75% 25/05/2028	FR0013286192	Frankrijk	2,56 %

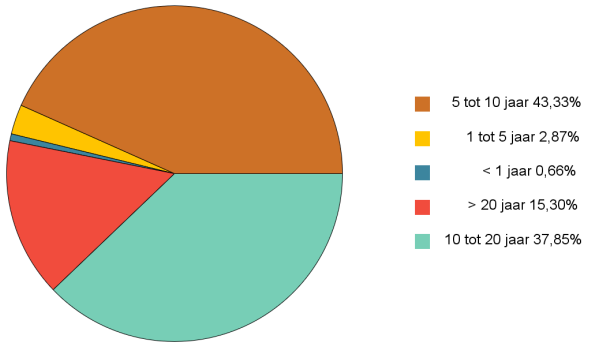
Landenverdeling



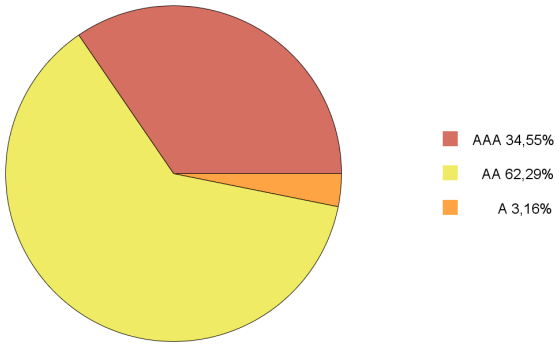
Sectorverdeling



Looptijd



Rating



Fondsgedragscode

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

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

Duurzaamheidsbeleid

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

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

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

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