

Marktanalyse

Nadat de wereld economie tegen de verwachting in sterk aan 2024 is begonnen, vooral gedreven door de Amerikaanse economie, is deze positieve trend inmiddels enigszins afgezwakt. De Amerikaanse economie groeit sinds het eerste kwartaal geannaliseerd met 1,4% een stuk minder hard, maar blijft ondanks deze afkoeling nog ver weg van een mogelijke recessie. De eurozone, die in de twee kwartalen voor de jaarwisseling nog dicht tegen een recessie aan zat, lijkt voorzichtig een periode van economische stagnatie achter zich te gaan laten. Er is een lichte toename in economische groei zichtbaar, waarbij de zuidelijke eurolanden de belangrijkste drijvende kracht zijn. In China waren de verwachtingen laaggespannen, waardoor er ruimte was om positief te verrassen. In het eerste kwartaal wist de Chinese economie harder te groeien dan de doelstelling van 5%, mede dankzij expansief fiscaal overheidsbeleid.

Voor de komende tijd lijkt het meest aannemelijke scenario dat de Amerikaanse economie in absolute zin beter blijft presteren dan de Europese economie. Zo verwacht het IMF voor heel 2024 een economische groei van ca. 0,9% voor de eurozone en van 2,1% voor de VS. Maar het IMF verwacht wel een verdere convergentie van beide regio's naar een economische groei van 1,7% in 2025. Ten opzichte van 2023 betekent dit dus een groeivertraging voor de VS. De Amerikaanse economie is tot nu toe robuuster gebleken dan gedacht, maar de verwachting blijft dat de vertraagde effecten van het verkrappende monetaire beleid, de geleidelijke afzwakking van het fiscale beleid, en een verzwakking van de arbeidsmarkt de totale vraag uiteindelijk zullen gaan drukken.

Die laatste ontwikkeling is in Amerika al enige tijd zichtbaar. Sinds het dieptepunt van 3,4% in april 2023 is het werkloosheidscijfer ondertussen al gestegen tot 4,0%. Hierdoor staat de arbeidsmarkt iets minder onder druk, hoewel deze, zelfs naar Amerikaanse maatstaven, nog steeds zeer krap blijft. De Congressional Budget Office (CBO) en de Federal Reserve Bank van St. Louis schatten de huidige natuurlijke werkloosheid (het niveau waarbij inflatie stabiel blijft) op 4,2%. Hierdoor kunnen we in de komende periode nog enige opwaartse druk op lonen en prijzen verwachten, echter is het verschil ondertussen behoorlijk genormaliseerd.

Deze normalisatie is ook zichtbaar in de zogenaemde sentimentsindicatoren, die ondertussen allemaal rond een gemiddeld niveau liggen. Dit duidt niet eenduidig op een verwachte expansie of contractie van de Amerikaanse economie en komt daarmee overeen met de verwachting die door het IMF wordt geschat.

Tot slot zullen de Amerikanen in november naar de stembus gaan voor de presidentsverkiezingen. Zonder te anticiperen op de uitkomst hiervan, kunnen politieke verkiezingen leiden tot kortzichtige en inefficiënte overheidsinvesteringen om kiezers te binden, en heeft de aanloop naar de verkiezingen mogelijk impact op het consumenten- en bedrijfsvertrouwen in Amerika.

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.

Fondsbeleid en resultaten

Rentes stegen in het tweede kwartaal, vooral op langere looptijden waardoor rentecurves verstelden. De stijging in swaprentes was op korte looptijden groter, waardoor het verschil tussen staats- en swaprentes wat opliep. Landenspreads stegen ook, vooral op Franse en Italiaanse obligaties. Inflatieverwachtingen bewogen zijwaarts in lijn met de weinig bewogen olie prijs.

De drijvende krachten achter de genoemde bewegingen waren op te delen in drie thema's. Allereerst waren de macrocijfers net als in het eerste kwartaal beter dan verwacht. Groei bleef wederom goed, niet in de laatste plaats gedreven door het aanhouden expansieve overheidsbeleid in veel landen. Dit houdt bovendien inflatie op niveaus boven de ECB doelstelling, met name in de dienstensector waar lonen een groot deel van de prijsontwikkeling bepalen. Ten tweede is de houding van centrale bankiers nu echt aan het omslaan. Er komt steeds meer vertrouwen dat ze hun doelstelling, een stabiele inflatie, aan het bereiken zijn waardoor beleid verder "genormaliseerd" kan worden. Dat betekent op rentegebied dat rentes kunnen worden verlaagd, geïllustreerd door de eerste ECB renteverlaging afgelopen juni, maar ook dat de centrale bankbalansen kunnen worden verkleind. De ECB kondigde aan naast het APP, ook het PEPP programma te gaan verkleinen, maar dit proces zal nog vele jaren in beslag nemen. Ten slotte was er enige onrust op politiek gebied. De "ruk naar rechts" die in vele landen al werd verwacht, was ook bij de Europese verkiezingen zichtbaar. De marktreactie was kalm, maar het verlies van de partij van Macron was zodanig, dat Macron het nodig vond om Franse parlementsverkiezingen aan te kondigen. Hier reageerden markten wel sterk op, en er vond een felle risk-off reactie plaats met dalende rentes en oplopende landenspreads. Zelfs de term 'eurocrisis' kwam weer voorbij. Onze verwachting is dat het op korte termijn allemaal niet zo'n vaart zal lopen, maar het kan voor niemand een verrassing zijn dat de Franse fiscale situatie een keer onder druk komt. Het land is al jaren slecht bezig qua begrotingsbeleid maar dit kon door markten lang genegeerd worden door het ruimhartige ECB beleid. In de komende jaren zal Frankrijk hervormingen moeten doorvoeren om haar AA-rating vast te houden.

Het fonds presteerde in het tweede kwartaal ongeveer in lijn met de benchmark. Er werden enkele basispunten verdiend door een onderwogen rentepositie ingenomen op het idee dat er teveel renteverlagingen werden ingeprijsd. Ook de spreadpositionering werkte het grootste gedeelte van het kwartaal goed. De overweging in minder liquide en off-benchmark leningen profiteerde van een overwegend positief sentiment. In de laatste weken van het kwartaal werd hier echter wat op ingeleverd toen het sentiment snel veranderde. De kleine plus die resteerde uit actief beleid werd echter meer dan teniet gedaan door een pricing effect waarbij fonds- en benchmarkwaardering iets uit elkaar liep.

Het derde kwartaal wordt aangevangen met een voorzichtige positionering. Op rentegebied vinden wij de marktverwachting zeer valide en qua landenpositionering zoeken we ook de benchmark op. Waarderingen zijn niet meer zo aantrekkelijk, de ECB doet een stap terug, maar er blijkt toch heel veel vraag naar vastrentende waarden te zijn. Deze krachten houden elkaar vooralsnog in balans. Pas als het macrobeeld verandert, of er significante event risks plaatsvinden, verwachten wij meer volatiliteit.

In het tweede kwartaal van 2024 bewogen rentes hoger, meer lange dan op korte looptijden. Kredietopslagen stegen, maar pas aan het eind van het kwartaal, net als swapsreads. Inflatieverwachtingen bewogen zijwaarts, iets boven de centrale banken doelstelling van 2%.

Het fonds had na kosten een kwartaalrendement van -4,63% tegenover -4,57% voor de benchmark, een negatief relatief rendement van -0,05%.

Vooruitzichten

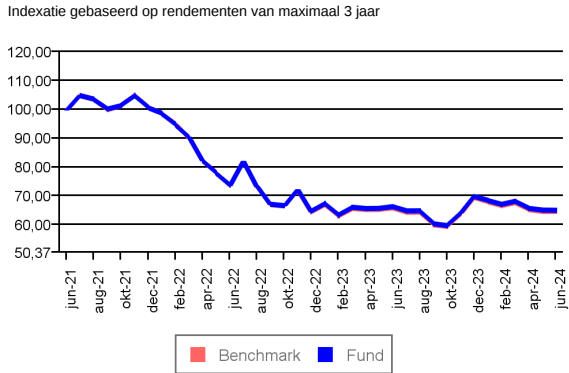
De huidige "redelijke" niveaus van staatsobligatierentes bieden ruimte voor zowel verdere rentestijgingen als mogelijke rentedalingen. De ECB heeft afgelopen kwartaal haar beleidsrente voor het eerst verlaagd, en de rentemarkt verwacht ongeveer twee renteverlagingen voor het komende jaar. Als de macro-economische situatie in de eurozone robuust blijft, zoals in de eerste helft van 2024, kan het scenario zich herhalen waarin de rentemarkt blijft verwachten dat beleidsrenteverlagingen worden uitgesteld. Naarmate economische groeivooruitzichten blijven meevallen en inflatie-, en/of loondruk langer hoog blijft, is er nog wel ruimte voor verdere rentestijging. Daarnaast kunnen de werkgelegenheidscijfers een grote rol spelen in deze verwachtingen. In juni hebben we al even gezien dat er ruimte is voor hogere rentes.

Aan de andere kant zouden rentes kunnen dalen als de economische vertraging doorzet zoals verwacht, en er voor de ECB geen reden is om renteverlagingen verder uit te stellen. Daarnaast zou een idiosyncratische gebeurtenis, zoals de aankondiging van nieuwe parlementsverkiezingen door Macron in juni, de kortstondige bankencrisis in maart 2023, of een significantere gebeurtenis zoals een nieuwe eurocrisis, ook tot lagere rentes kunnen leiden. Van geen van beide scenario's zijn wij sterk genoeg overtuigd om hierop een tactische positie in te nemen. Per saldo gaan we ervan uit dat rentes op staatsobligaties de komende tijd redelijk vlak zullen blijven, maar wel binnen een ruime bandbreedte.

Beleggingsstrategie

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

Geïndexeerd rendementsverloop



Rendement (*)	Fund	Benchmark
1 maand	-0,08 %	0,04 %
3 maanden	-4,63 %	-4,57 %
6 maanden	-6,87 %	-6,98 %
1 jaar	-1,93 %	-1,88 %
3 jaar	-13,34 %	-13,52 %
5 jaar	-7,79 %	-8,14 %
YTD	-6,87 %	-6,98 %
Sinds start	-3,82 %	-3,96 %

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

Kerngegevens

Berekening NAV	Dagelijks
Datum van oprichting	30-11-2017
Rendement berekening vanaf	30-11-2017
Fondsbeheerder	ASR Vermogensbeheer N.V.
Fondsmanager	Marín Klap
Instapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Uitstapvergoeding (maximaal)	0,10 %
Lopende kosten(*)	0,20 %
Land van vestiging	NL
Valuta	EUR
Benchmark	BofA ML 15+ Year AAA-AA Euro Government (EG68)
ISIN	NL0012625032

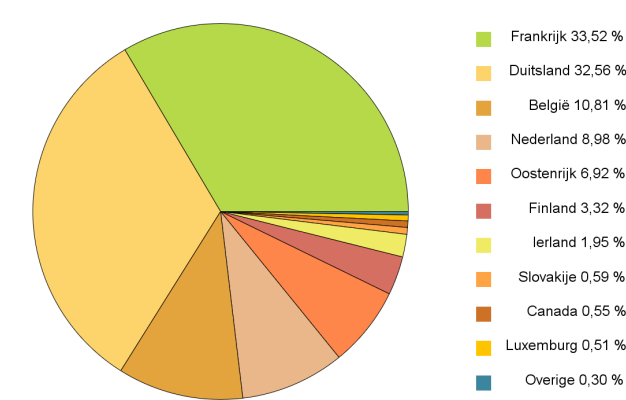
(*) De lopende kosten betreft de beheer- (0,10%) en servicevergoeding (0,10%) (exclusief kosten die direct aan transacties kunnen worden toegewezen) en is inclusief de kosten voor de onderliggende beleggingen.

Fondsfeiten en koersen

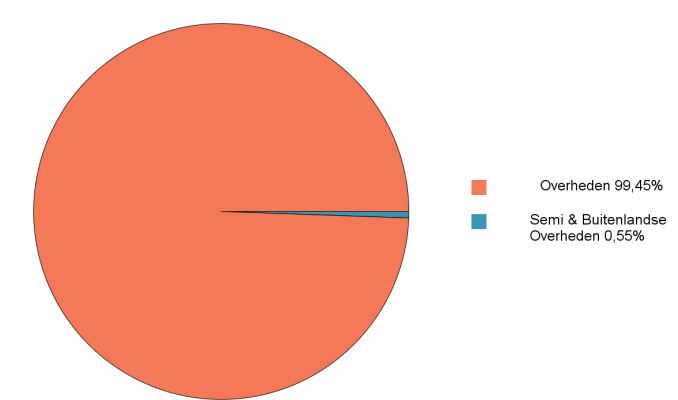
Totale activa (x1.000)	� 347.723,02
Aantal uitstaande units (x1.000)	8.879,65
Nettovermogenswaarde per unit	39,16
Hoogste koers verslagperiode	40,15
Laagste koers verslagperiode	38,81
Dividend	Geen

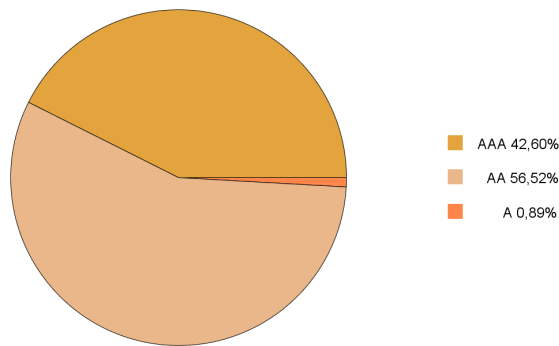
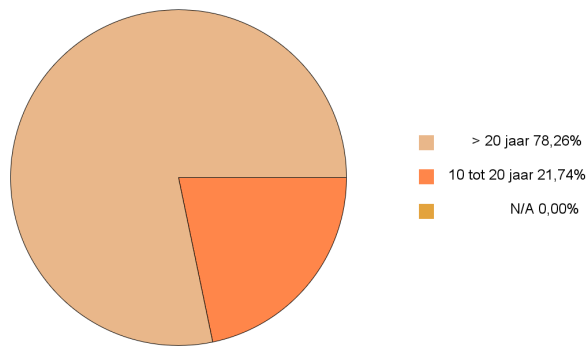
10 grootste belangen	ISIN	Land	%
FRANKRIJK 2% 25/05/2048	FR0013257524	Frankrijk	9,31 %
DUITSLAND 1.25% 15/08/2048	DE0001102432	Duitsland	6,50 %
DUITSLAND 2.5% 15/08/2046	DE0001102341	Duitsland	6,49 %
FRANKRIJK 3% 25/05/2054	FR001400FTH3	Frankrijk	5,49 %
DUITSLAND GROEN 1.8% 15/08/2053	DE0001030757	Duitsland	5,27 %
DUITSLAND 2.5% 04/07/2044	DE0001135481	Duitsland	4,05 %
FRANKRIJK 3.25% 25/05/2055	FR001400OHF4	Frankrijk	3,96 %
DUITSLAND 0% 15/08/2050	DE0001030724	Duitsland	3,77 %
BELGIE 3.75% 22/06/2045	BE0000331406	België	3,75 %
FRANKRIJK 2.5% 25/05/2043	FR001400CMX2	Frankrijk	3,71 %

Landenverdeling



Sectorverdeling





Fondsgedragscode

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

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

Duurzaamheidsbeleid

Als institutionele belegger toont a.s.r. haar maatschappelijke verantwoordelijkheid onder meer door toepassing van ethische en duurzaamheidscriteria in haar beleggingsbeleid. Alle beleggingen die beheerd worden door ASR Vermogensbeheer N.V. worden gescreend op basis van het a.s.r. SRI-beleid (Socially Responsible Investment), zoals sociale en milieuaspecten. Landen en ondernemingen die niet hieraan voldoen worden uitgesloten. De screening van ondernemingen is gebaseerd op externe, onafhankelijke research van Vigeo Eiris (www.vigoeiris.com/en/vigoe-eiris-rating/) 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.