

a.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

2024 derde kwartaal

Rapportage

AKF Alg. Pensioenwet Politieke Ambtsdragers

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 Alg. Pensioenwet Politieke Ambtsdragers

ASR Kapitaalmarkt Fonds - APPA Fonds is een subfonds van het ASR Kapitaalmarkt Fonds. Het APPA Fonds wordt uitsluitend aangeboden aan Nederlandse gemeenten, provincies, waterschappen en andere partijen die risicodragers zijn voor de opbouw van pensioen voor landelijke en lokale politieke ambtsdragers in de zin van de Algemene pensioenwet politieke ambtsdragers (Wet van 10 december 1969, houdende nieuwe regeling van de toekenning van uitkering en van pensioen aan politieke ambtsdragers, zomede van pensioen aan hun nabestaanden), zoals bedoeld in artikel 2 van de Wet APPA. Het doel van het APPA Fonds is om participanten een eenvoudige mogelijkheid aan te bieden om gespreid te beleggen in in euro's luidende financiële instrumenten (voornamelijk vastrentende waarden). De lange-termijn leidraad voor de looptijd van de beleggingsportefeuille is de leeftijdsopbouw van wethouders en andere politieke ambtsdragers in Nederland. De beleggingsdoelstelling is een zo hoog mogelijk risicogewogen rendement te bieden, waarbij negatieve rendementen zoveel mogelijk dienen te worden voorkomen (als ware het een spaarrekening).

Het vermogen van het APPA Fonds wordt belegd conform de regels van de Wet financiering decentrale overheden van 14 december 2000 en de hieronder uitgevaardigde regelgeving zoals deze van kracht waren tot aan de wijziging ingevolge de inwerkingtreding van de Wet van 11 december 2013 tot wijziging van de Wet financiering decentrale overheden in verband met het rentedragend aanhouden van liquide middelen in 's Rijks schatkist (verplicht schatkistbankieren). Dit houdt in dat er wordt belegd in waardepapier waarvoor een solvabiliteitsweging van 0% geldt (veelal waardepapier uitgegeven of gegarandeerd door overheden en supranationale instellingen), of in financiële instrumenten die zijn uitgegeven of worden gegarandeerd door financiële ondernemingen (als banken en verzekeraars) die ten tijde van de aankoop:

- a. Voor henzelf of voor de door hen uitgegeven waardepapieren beschikken over ten minste een AA – (AA minus) rating, afgegeven door ten minste twee gezaghebbende ratingbureaus; en
- b. Zijn gevestigd in een lidstaat van de Europese Unie of een andere staat die partij is bij de Overeenkomst betreffende de Europese Economische Ruimte die beschikt over minimaal een AA (flat) rating, afgegeven door ten minste twee gezaghebbende ratingbureaus.

Indien voornoemde rating- en landeneisen niet meer in acht kunnen worden genomen (bijvoorbeeld door krimp van het vermogen of een neerwaartse bijstelling van ratings) zullen de betreffende posities niet meer worden uitgebreid en bij voorkeur worden afgebouwd. Het is evenwel aan de beheerder om te beoordelen of in het belang van de participanten gekozen wordt voor gehele of gedeeltelijke vervroegde liquidatie van deze posities of dat gekozen wordt voor het laten uitlopen daarvan.

Gevoerd beleid en rendement

Portefeuillebeleid

Het fondsvermogen van het ASR APPA Fonds kwam eind september 2024 uit op EUR 25,7 miljoen. Het APPA Fonds is duurzaam belegd conform het duurzaamheidsbeleid van a.s.r. De portefeuille van het fonds bestaat grotendeels uit obligaties van Europese financiële ondernemingen, inclusief covered bonds (obligaties met een onderpand als extra zekerheid). Tezamen besloegen deze categorieën ca. 59,8% van de totale portefeuille. Overheids- en overheidsgerelateerde obligaties maakten ultimo juni ca. 39,9% van de beleggingen uit. Wat betreft de ratingverdeling maakten 'AAA' en 'AA' samen 70,4% van de portefeuille uit. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (24,2%), Zweden (20,3%) en Spanje (8,6%). Ruim 55% van de portefeuille bestaat uit green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille was aan het eind van het kwartaal ca. 4,1 jaar. Het effectieve rendement bedraagt ongeveer 2,7%.

Performanceverantwoording

Het ASR APPA Fonds behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een rendement van +3,13%. De kapitaalmarktrente daalde ongeveer 60 basispunten in het derde kwartaal. Dit had een positief effect op de prijzen van obligaties. In de verslagperiode werden twee obligaties 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. Kroatië kreeg bij zowel S&P als Fitch een upgrade van één notch waardoor de Fido/Ruddo rating steeg van BBB+ naar A-. De Duitse bank BHH kreeg bij Fitch een upgrade van twee notches, waardoor de Fido/Ruddo rating steeg van A naar AA-. In juli 2022 kreeg BHH nog een downgrade van AA- naar A en werd sindsdien in het kader van goed huisvaderschap aangehouden. 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.

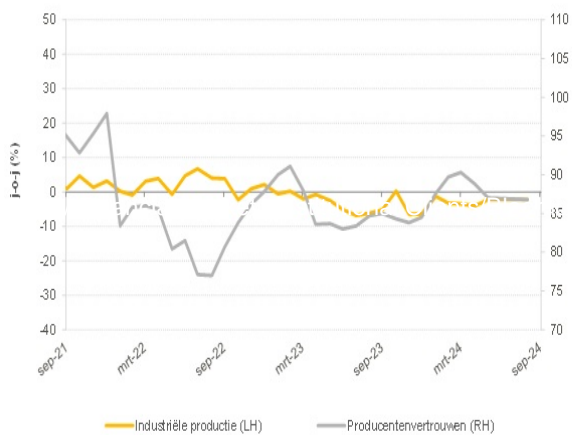
De geleidelijk afnemende inflatiedruk en meer recent ook de verslechterende economische groeivoorzichten zijn voor veel centrale banken inmiddels aanleiding geweest om een begin te maken met het loslaten van het verkrappende monetaire beleid van de afgelopen jaren, met andere woorden: rentes te verlagen. 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.

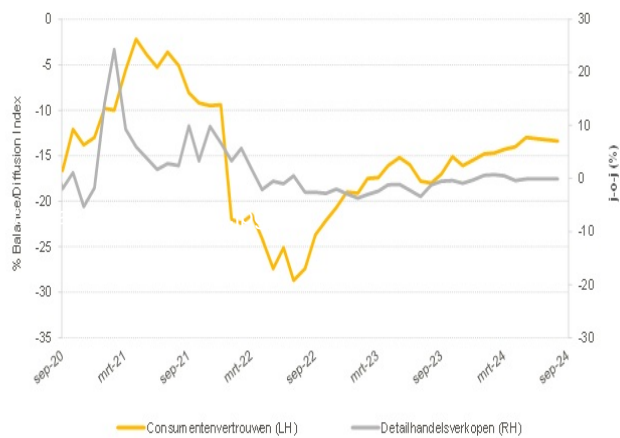
In tegenstelling tot de meeste centrale banken, heeft de Bank of Japan recent juist de basisrente verhoogd, waarmee de jarenlange 'zero interest rate policy' (definitief?) tot het verleden lijkt te behoren. De Japanse basisrente is met 0,25% weliswaar nog altijd bijzonder laag in internationaal perspectief, 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

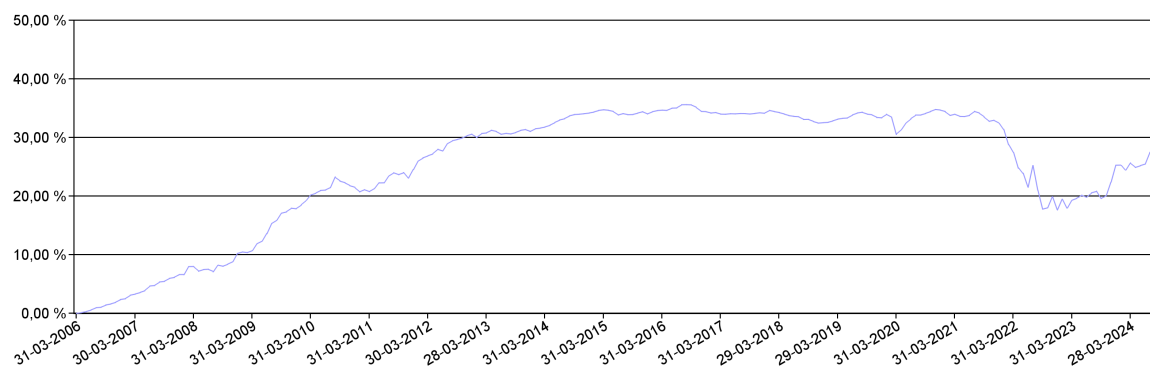
Na het slechte eerste kwartaal van 2024 heeft Europees beursgenoteerd vastgoed in het afgelopen halfjaar een forse inhaalslag gemaakt ten opzichte van Europese aandelen. Dit lijkt mede te danken aan de dalingen van (met name lange) rentes in de afgelopen periode. Ervan uitgaande dat deze nu eerder zullen 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

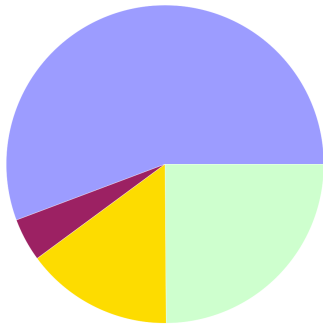
datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
30-09-2024	12.943,36	1,13%	3,13 %	3,31 %
31-08-2024	12.799,18	0,41%	1,98 %	2,16 %
31-07-2024	12.747,31	1,57%	1,57 %	1,74 %

**partial duration naar looptijd**

	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,03
1 tot 3 jaar	0,39
3 tot 5 jaar	0,40
5 tot 7 jaar	1,13
7 tot 10 jaar	1,35
10 tot 15 jaar	0,66
15 tot 20 jaar	0,11
totaal	4,07

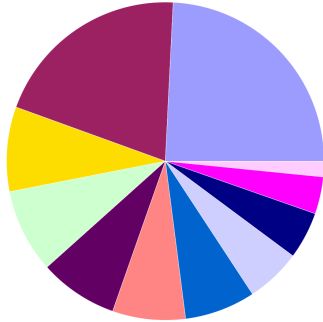
Bovenstaande tabel is na correctie van de futures

Samenstelling portefeuille



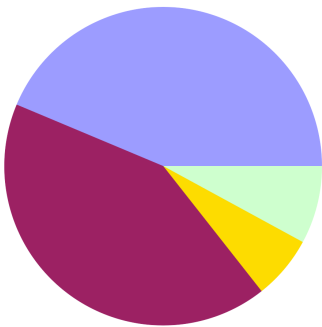
- Bedrijfsobligaties
- Gesecuritiseerd / Collateralized
- Overheden
- Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	55,71%
Semi & Buitenlandse Overheden	24,89%
Overheden	15,02%
Gesecuritiseerd / Collateralized	4,38%



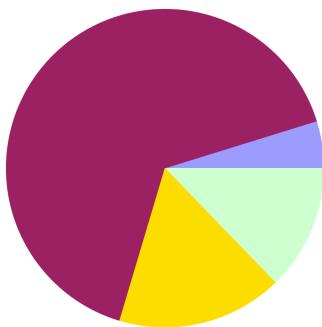
- Frankrijk
- Zweden
- Spanje
- België
- Overige
- Italië
- Duitsland
- Noorwegen
- Finland
- Nederland
- Cyprus

landenverdeling	% van de portefeuille
Frankrijk	24,21 %
Zweden	20,27 %
Spanje	8,60 %
België	8,54 %
Overige	8,00 %
Italië	7,43 %
Duitsland	7,21 %
Noorwegen	5,60 %
Finland	4,79 %
Nederland	3,77 %
Cyprus	1,58 %



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

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	43,70%
1 tot 5 jaar	41,93%
< 1 jaar	6,45%
10 tot 20 jaar	7,92%



- AAA
- AA
- A
- BBB

rating	% van de portefeuille
AAA	4,78%
AA	65,61%
A	16,85%
BBB	12,76%
NR	0,00%

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

	AAA	AA	A	BBB	totaal
Bedrijfsobligaties		55,71%			55,71 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	3,97%	0,42%			4,38 %
Overheden			6,01%	9,01%	15,02 %
Semi & Buitenlandse Overheden	0,81%	9,48%	10,84%	3,75%	24,89 %
totaal	4,78 %	65,61 %	16,85 %	12,76 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	BBB	totaal
België		3,33%	5,21%		8,54 %
Cyprus				1,58%	1,58 %
Duitsland		7,21%			7,21 %
Finland		4,79%			4,79 %
Frankrijk	1,19%	23,01%			24,21 %
Hongarije				0,43%	0,43 %
Italië				7,43%	7,43 %
Kroatië			0,91%		0,91 %
Letland			1,34%		1,34 %
Litouwen			0,42%		0,42 %
Nederland	3,17%	0,60%			3,77 %
Noorwegen		5,60%			5,60 %
Oostenrijk		0,80%			0,80 %
Polen			0,41%		0,41 %
Roemenië				0,98%	0,98 %
Slovakije			1,24%		1,24 %
Slovenië			1,07%		1,07 %
Spanje			6,25%	2,35%	8,60 %
Supranationalen	0,41%				0,41 %
Zweden		20,27%			20,27 %
totaal	4,78 %	65,61 %	16,85 %	12,76 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,3%
SWEDBANK_3.75%_14/11/2025	3,2%
WALLONIE_3%_06/12/2030	2,8%
BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027	2,5%
CREDIT AGRICOLE_1%_03/07/2029	2,5%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	9,6%
SWEDBANK	7,5%
REPUBBLICA ITALIANA	7,3%
SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN	6,7%
SVENSKA HANDELSBANKEN	5,8%

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								
BE0002853340	COMMUNAUTE FRANC 1.625%		België									
	EUR	1,0000	200.000	91,28	199.506	182.560,00	1.344,52	183.904,52	0,7%	7,59	6,93	A
BE0002922038	WALLONIE 3.25%		België									
	EUR	1,0000	200.000	101,75	198.162	203.502,00	1.798,63	205.300,63	0,8%	8,73	7,46	A
BE0002933142	COMMUNAUTE FRANC 3.75%		België									
	EUR	1,0000	100.000	105,43	99.955	105.434,00	1.037,67	106.471,67	0,4%	8,73	7,34	A
BE0002956374	WALLONIE 3.75%		België									
	EUR	1,0000	100.000	103,72	99.775	103.722,00	1.664,38	105.386,38	0,4%	14,57	10,99	A
BE0002966472	VLAANDEREN 4%		België									
	EUR	1,0000	200.000	108,01	199.162	216.026,00	109,59	216.135,59	0,8%	18	12,92	AA
BE0390103662	WALLONIE 3%		België									
	EUR	1,0000	700.000	101,14	698.894	707.952,00	13.655,74	721.607,74	2,8%	6,19	5,48	A
BE6322991462	EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025		België									
	EUR	1,0000	100.000	97,77	99.513	97.769,00	29,45	97.798,45	0,4%	0,77	0,75	AA
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027		België									
	EUR	1,0000	500.000	102,64	499.485	513.210,00	17.530,74	530.740,74	2,1%	3,04	2,76	AA
DE000A2RWAY	ALLIANZ 1.5%		Duitsland									
	EUR	1,0000	300.000	94,25	333.200	282.750,00	3.196,72	285.946,72	1,1%	5,04	4,7	AA
DE000A3KY359	ALLIANZ 0.5%		Duitsland									
	EUR	1,0000	500.000	80,93	492.970	404.630,00	2.144,81	406.774,81	1,6%	8,9	8,4	AA
DE000BHY0GA	BERLIN HYP 0.5%		Duitsland									
	EUR	1,0000	600.000	88,61	511.654	531.648,00	2.713,11	534.361,11	2,1%	5,1	4,87	AA
DE000BHY0SL9	BERLIN HYP 0.375%		Duitsland									
	EUR	1,0000	600.000	83,71	597.888	502.242,00	1.004,79	503.246,79	2,0%	6,56	6,27	AA
DE000F0Q7BU6	EURO-BUND FUTURE Dec24		Duitsland									
	EUR	1,0000	-700.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24		Duitsland									
	EUR	1,0000	-1.100.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
DE000F0Q7BW	EURO-SCHATZ FUT Dec24		Duitsland									
	EUR	1,0000	-700.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875%		Duitsland									
	EUR	1,0000	100.000	99,65	99.316	99.648,00	39,38	99.687,38	0,4%	15	12,03	AA
ES0000012L52	SPANJE 3.15%		Spanje									
	EUR	1,0000	250.000	102,9	249.408	257.237,50	3.322,60	260.560,10	1,0%	8,59	7,37	A
ES00001010J0	MADRID 2.822%		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	100,87	100.000	100.866,00	2.590,69	103.456,69	0,4%	5,09	4,57	A
ES00001010K8	MADRID 3.596%		Spanje									
	EUR	1,0000	300.000	104,99	296.109	314.979,00	4.551,65	319.530,65	1,2%	8,59	7,25	A

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								
ES00001010P7	MADRID 3.173% 30/07/2029		Spanje		99.991	102.744,00	1.067,83	103.811,83	0,4%	4,83	4,41	A
	EUR	1,0000	100.000	102,74								
ES0000101263	MADRID 4.3% 15/09/2026		Spanje		126.339	103.316,00	188,49	103.504,49	0,4%	1,96	1,87	A
	EUR	1,0000	100.000	103,32								
ES0000106734	BASQUE GOVERNMENT 1.875% 30/07/2033		Spanje		297.969	275.745,00	970,89	276.715,89	1,1%	8,84	7,93	A
	EUR	1,0000	300.000	91,92								
ES0000106759	BASQUE GOVERNMENT 3.4% 30/04/2034		Spanje		199.686	207.002,00	4.188,17	211.190,17	0,8%	9,59	7,97	A
	EUR	1,0000	200.000	103,5								
ES0200002030	ADIFAL 1.25% 04/05/2026		Spanje		534.735	489.090,00	2.568,49	491.658,49	1,9%	1,59	1,54	BBB
	EUR	1,0000	500.000	97,82								
ES0200002121	ADIFAL 3.5% 30/04/2032		Spanje		99.629	102.951,00	1.486,28	104.437,28	0,4%	7,59	6,51	BBB
	EUR	1,0000	100.000	102,95								
FR0013373065	AGENCE FRANCAISE 1.5% 31/10/2034		Frankrijk		119.180	86.368,00	1.377,05	87.745,05	0,3%	10,09	8,95	AA
	EUR	1,0000	100.000	86,37								
FR0013421815	CREDIT AGRICOLE 1% 03/07/2029		Frankrijk		755.202	642.257,00	1.726,03	643.983,03	2,5%	4,76	4,52	AA
	EUR	1,0000	700.000	91,75								
FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV 0.1% 08/10/2027		Frankrijk		699.980	647.220,00	686,61	647.906,61	2,5%	3,02	2,94	AA
	EUR	1,0000	700.000	92,46								
FR0014001S17	CADES 0% 25/05/2031		Frankrijk		304.047	251.361,00	0,00	251.361,00	1,0%	6,65	6,47	AA
	EUR	1,0000	300.000	83,79								
FR0014002S57	BANQUE FEDERATIV 0.01% 11/05/2026		Frankrijk		199.472	191.314,00	7,84	191.321,84	0,7%	1,61	1,57	AA
	EUR	1,0000	200.000	95,66								
FR0014004750	BANQUE FEDERATIV 0.25% 29/06/2028		Frankrijk		199.488	181.970,00	128,77	182.098,77	0,7%	3,75	3,63	AA
	EUR	1,0000	200.000	90,99								
FR0014006XE5	BANQUE FEDERATIV 0.01% 07/03/2025		Frankrijk		299.436	295.797,00	17,10	295.814,10	1,2%	0,43	0,43	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,6								
FR001400A3H2	CADES 1.5% 25/05/2032		Frankrijk		99.435	91.339,00	530,14	91.869,14	0,4%	7,65	7,03	AA
	EUR	1,0000	100.000	91,34								
FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIV 3.125% 14/09/2027		Frankrijk		199.408	201.638,00	291,10	201.929,10	0,8%	2,96	2,79	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,82								
FR001400E7I7	CREDIT AGRICOLE 3.875% 28/11/2034		Frankrijk		203.158	210.478,00	6.521,86	216.999,86	0,8%	10,17	8,12	AA
	EUR	1,0000	200.000	105,24								
FR001400F7C9	AGENCE FRANCAISE 2.875% 21/01/2030		Frankrijk		395.312	401.772,00	7.980,87	409.752,87	1,6%	5,31	4,77	AA
	EUR	1,0000	400.000	100,44								
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		605.136	634.248,00	881,51	635.129,51	2,5%	5,97	5,26	AA
	EUR	1,0000	600.000	105,71								
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		198.066	207.266,00	226,03	207.492,03	0,8%	13,98	10,8	AA
	EUR	1,0000	200.000	103,63								

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								
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk									
	EUR	1,0000	200.000	106,24	199.846	212.474,00	8.204,92	220.678,92	0,9%	14,02	10,25	AA
FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT 3.375% 25/11/2030		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	103,57	99.931	103.571,00	2.867,83	106.438,83	0,4%	6,16	5,37	AA
FR001400M1S9	CAFFIL 3.5% 20/03/2029		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	103,81	99.913	103.814,00	1.869,86	105.683,86	0,4%	4,47	4,04	AA
FR001400MCE2	CREDIT MUT ARKEA 4.125% 01/02/2034		Frankrijk									
	EUR	1,0000	300.000	106,6	297.258	319.806,00	8.216,19	328.022,19	1,3%	9,35	7,55	AA
FR001400N7G0	CADES 2.75% 25/02/2029		Frankrijk									
	EUR	1,0000	200.000	100,7	199.820	201.390,00	3.290,98	204.680,98	0,8%	4,41	4,04	AA
FR001400NHX9	REGION OF ILE DE 3.2% 25/05/2034		Frankrijk									
	EUR	1,0000	300.000	100,42	299.367	301.263,00	6.409,27	307.672,27	1,2%	9,65	8,04	AA
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk									
	EUR	1,0000	300.000	102,26	299.340	306.768,00	3.998,63	310.766,63	1,2%	6,62	5,78	AA
FR001400Q6Q8	BPCE SFH 3.125% 22/05/2034		Frankrijk									
	EUR	1,0000	100.000	102,59	99.992	102.589,00	1.130,14	103.719,14	0,4%	9,65	8,17	AAA
FR001400SXM8	CAFFIL 2.75% 03/10/2031		Frankrijk									
	EUR	1,0000	200.000	99,8	199.084	199.606,00	0,00	199.606,00	0,8%	7,01	6,3	AAA
IT0004889033	ITALIE 4.75% 01/09/2028		Italië									
	EUR	1,0000	400.000	108,01	531.612	432.048,00	1.574,60	433.622,60	1,7%	3,92	3,58	BBB
IT0005508590	ITALIE 4% 30/04/2035		Italië									
	EUR	1,0000	500.000	105,62	478.203	528.090,00	8.415,30	536.505,30	2,1%	10,59	8,37	BBB
IT0005542359	ITALIE 4% 30/10/2031		Italië									
	EUR	1,0000	550.000	106,5	543.217	585.733,50	9.256,83	594.990,33	2,3%	7,08	5,99	BBB
IT0005596470	ITALIE 4.05% 30/10/2037		Italië									
	EUR	1,0000	300.000	104,87	299.595	314.604,00	5.112,30	319.716,30	1,2%	13,09	9,84	BBB
SI0002104303	SLOVENIE 3.625% 11/03/2033		Slovenië									
	EUR	1,0000	250.000	106,49	251.775	266.225,00	5.065,07	271.290,07	1,1%	8,45	7,13	A
SK4000023230	SLOWAKIJE 3.625% 08/06/2033		Slovakije									
	EUR	1,0000	300.000	103,4	297.606	310.194,00	3.426,37	313.620,37	1,2%	8,69	7,32	A
XS0525602339	RABOBANK 4.125% 14/07/2025		Nederland									
	EUR	1,0000	150.000	100,87	182.340	151.306,50	1.339,21	152.645,71	0,6%	0,79	0,77	AA
XS1189263400	NORDEA BANK 1.125% 12/02/2025		Finland									
	EUR	1,0000	200.000	99,21	208.388	198.410,00	1.426,23	199.836,23	0,8%	0,37	0,36	AA
XS1484645616	KAF KAERTNER AU 0% 14/01/2032		Oostenrijk									
	EUR	1,0000	250.000	81,16	249.275	202.897,50	0,00	202.897,50	0,8%	7,29	7,19	AA
XS1605365193	CREDIT AGRICOLE 1.375% 03/05/2027		Frankrijk									
	EUR	1,0000	200.000	96,78	217.318	193.558,00	1.137,67	194.695,67	0,8%	2,59	2,48	AA
XS1823485039	OP CORP BANK 1% 22/05/2025		Finland									
	EUR	1,0000	400.000	98,61	410.494	394.432,00	1.446,58	395.878,58	1,5%	0,64	0,63	AA

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								
XS2003499386	NORDEA BANK 0.375% 28/05/2026		Finland		516.050	482.050,00	647,26	482.697,26	1,9%	1,66	1,61	AA
	EUR	1,0000	500.000	96,41								
XS2109812508	ROEMENIE 2% 28/01/2032		Roemenië		308.250	244.194,00	4.049,18	248.243,18	1,0%	7,33	6,4	BBB
	EUR	1,0000	300.000	81,4								
XS2167002521	SWEDBANK 0.75% 05/05/2025		Zweden		207.080	197.112,00	612,33	197.724,33	0,8%	0,59	0,58	AA
	EUR	1,0000	200.000	98,56								
XS2190201983	CROATIE 1.5% 17/06/2031		Kroatië		267.583	230.555,00	1.089,04	231.644,04	0,9%	6,72	6,22	A
	EUR	1,0000	250.000	92,22								
XS2258389415	OP CORP BANK 0.1% 16/11/2027		Finland		138.920	138.535,50	131,15	138.666,65	0,5%	3,13	3,04	AA
	EUR	1,0000	150.000	92,36								
XS2404027935	SWEDBANK 0.25% 02/11/2026		Zweden		399.940	380.956,00	912,57	381.868,57	1,5%	2,09	2,03	AA
	EUR	1,0000	400.000	95,24								
XS2404629235	SVENSKA HB 0.125% 03/11/2026		Zweden		598.506	568.692,00	682,38	569.374,38	2,2%	2,09	2,03	AA
	EUR	1,0000	600.000	94,78								
XS2411638575	NIBC BANK 0.125% 25/11/2030		Nederland		693.028	600.054,00	743,51	600.797,51	2,3%	6,16	5,96	AAA
	EUR	1,0000	700.000	85,72								
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen		299.244	284.151,00	789,96	284.940,96	1,1%	2,3	2,23	AA
	EUR	1,0000	300.000	94,72								
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden		368.021	363.247,50	5.749,66	368.997,16	1,4%	2,12	2,01	AA
	EUR	1,0000	370.000	98,18								
XS2486092492	DNB BANK 1.625% 31/05/2026		Noorwegen		298.932	296.769,00	1.642,81	298.411,81	1,2%	0,67	0,64	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,92								
XS2527451905	SVENSKA HB 2.625% 05/09/2029		Zweden		496.790	498.020,00	934,93	498.954,93	1,9%	4,93	4,56	AA
	EUR	1,0000	500.000	99,6								
XS2530208490	BGK 4% 08/09/2027		Polen		99.751	102.715,00	252,05	102.967,05	0,4%	2,94	2,74	A
	EUR	1,0000	100.000	102,72								
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen		199.622	201.296,00	171,23	201.467,23	0,8%	1,98	1,89	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,65								
XS2555192710	SWEDBANK 3.75% 14/11/2025		Zweden		796.236	807.416,00	26.393,44	833.809,44	3,2%	1,12	1,06	AA
	EUR	1,0000	800.000	100,93								
XS2557551889	ING BANK 2.75% 21/11/2025		Nederland		99.753	100.201,00	2.366,80	102.567,80	0,4%	1,14	1,09	AAA
	EUR	1,0000	100.000	100,2								
XS2558953621	SKANDINAVISKA EN 3.25% 24/11/2025		Zweden		499.171	502.475,00	13.852,46	516.327,46	2,0%	1,15	1,09	AA
	EUR	1,0000	500.000	100,5								
XS2586947082	ICO 3.05% 31/10/2027		Spanje		99.950	101.932,00	2.800,00	104.732,00	0,4%	3,08	2,85	A
	EUR	1,0000	100.000	101,93								
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		599.226	622.728,00	13.216,44	635.944,44	2,5%	3,45	3,14	AA
	EUR	1,0000	600.000	103,79								
XS2604821228	LITOUWEN 3.875% 14/06/2033		Litouwen		99.366	105.835,00	1.157,19	106.992,19	0,4%	8,71	7,29	A
	EUR	1,0000	100.000	105,84								

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								
XS2610236445	CYPRUS 4.125% 13/04/2033		Cyprus									
	EUR	1,0000	360.000	109,77	357.286	395.154,00	6.957,12	402.111,12	1,6%	8,54	7,1	BBB
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden									
	EUR	1,0000	800.000	103,98	802.222	831.800,00	8.498,63	840.298,63	3,3%	2,75	2,56	AA
XS2648672660	LETLAND 3.875% 12/07/2033		Letland									
	EUR	1,0000	200.000	106,1	199.430	212.198,00	1.719,86	213.917,86	0,8%	8,79	7,37	A
XS2680932907	HUNGARY 5.375% 12/09/2033		Hongarije									
	EUR	1,0000	100.000	107,8	98.893	107.800,00	279,79	108.079,79	0,4%	8,96	7,08	BBB
XS2715276163	SVENSKA HB 3.875% 10/05/2027		Zweden									
	EUR	1,0000	400.000	102,88	399.572	411.512,00	6.115,07	417.627,07	1,6%	2,61	2,43	AA
XS2722876609	LETLAND 3.875% 22/05/2029		Letland									
	EUR	1,0000	120.000	104,17	119.864	125.008,80	1.681,64	126.690,44	0,5%	4,64	4,17	A
XS2744491874	NWB 2.625% 10/01/2034		Nederland									
	EUR	1,0000	100.000	99,9	97.897	99.899,00	1.900,61	101.799,61	0,4%	9,28	7,99	AAA
XS2765024414	WERELDBANK 2.9% 14/02/2034		Supranationalen									
	EUR	1,0000	100.000	102,42	99.726	102.424,00	1.822,40	104.246,40	0,4%	9,38	8,01	AAA
XS2793252060	ICO 3.05% 30/04/2031		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	102,47	99.756	102.472,00	1.578,52	104.050,52	0,4%	6,58	5,83	A
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	102,73	496.935	513.665,00	5.779,11	519.444,11	2,0%	5,66	5,06	AA
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	185.547	1		185.547,48	0,00	185.547,48	0,7%			NR
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	118.275	1		118.274,79	0,00	118.274,79	0,5%			NR
	eindtotaal					25.411.520,07	276.294,65	25.687.814,72	100,0%	5,32		

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			marktwaarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	XBER	DE000BHY0GA7	BERLIN HYP_0.5%_05/11/2029							
	DZ Bank	EUR	600.000	85,28	-511.654,20	-2.073,77	-513.727,97	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	
Buy, Customer	XLIS	PTPBTBGE0063	PORTUGAL_0%_20/09/2024							
	Barclays Bank Ireland PLC	EUR	220.000	99,35	-218.560,61	0,00	-218.560,61	16-07-2024	18-07-2024	
Buy, Customer	XPAR	FR001400SXM8	CAFFIL_2.75%_03/10/2031							
	Societe Generale SA	EUR	200.000	99,54	-199.084,00	0,00	-199.084,00	25-09-2024	03-10-2024	
totaal Buy, Customer										
					-1.028.614,81	-2.073,77	-1.030.688,58			
Buy Fut.CI	XEUR	DE000F0FSQP8	EURO-BOBL FUTURE Sep24							
	UBS AG London branch	EUR	1.200.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
Buy Fut.CI	XEUR	DE000F0FSQN3	EURO-BUND FUTURE Sep24							
	UBS AG London branch	EUR	800.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
Buy Fut.CI	XEUR	DE000F0FSQQ6	EURO-SCHATZ FUT Sep24							
	UBS AG London branch	EUR	700.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
totaal Buy Fut.CI										
					0,00	0,00	0,00			
Coupon		FR0013421815	CREDIT AGRICOLE_1%_03/07/2029							
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.000,00	03-07-2024	03-07-2024	
Coupon		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	125,00	07-07-2024	08-07-2024	
Coupon		XS2648672660	LETLAND_3.875%_12/07/2033							
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.750,00	12-07-2024	12-07-2024	
Coupon		XS0525602339	RABOBANK_4.125%_14/07/2025							
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.187,50	14-07-2024	15-07-2024	
Coupon		ES0000106734	BASQUE GOVERNMENT_1.875%_30/07/2033							
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.625,00	30-07-2024	30-07-2024	
Coupon		IT0004889033	ITALIE_4.75%_01/09/2028							
		EUR	0	0	0,00	0,00	9.500,00	01-09-2024	02-09-2024	
Coupon		XS2527451905	SVENSKA HB_2.625%_05/09/2029							
		EUR	0	0	0,00	0,00	13.125,00	05-09-2024	05-09-2024	
Coupon		XS2530208490	BGK_4%_08/09/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.000,00	08-09-2024	09-09-2024	
Coupon		XS2680932907	HUNGARY_5.375%_12/09/2033							
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.375,00	12-09-2024	12-09-2024	
Coupon		ES0000101263	MADRID_4.3%_15/09/2026							
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.300,00	15-09-2024	16-09-2024	
Coupon		FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIVE_3.125%_14/09/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.250,00	14-09-2024	16-09-2024	

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Coupon		FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030							
		EUR	0	0	0,00	0,00	24.750,00	18-09-2024	18-09-2024	
Coupon		FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE_3.75%_20/09/2038							
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.500,00	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	
Coupon		BE0002966472	VLAANDEREN_4%_26/09/2042							
		EUR	0	0	0,00	0,00	8.000,00	26-09-2024	26-09-2024	
totaal Coupon					0,00	0,00	115.737,50			
Pay Back		EU000A3JZSG3	ESM_0%_18/07/2024							
		EUR	150.000	100	150.000,00	0,00	150.000,00	18-07-2024	18-07-2024	
Pay Back		PTPBTBGE0063	PORTUGAL_0%_20/09/2024							
		EUR	80.000	100	80.000,00	0,00	80.000,00	20-09-2024	20-09-2024	
totaal Pay Back					230.000,00	0,00	230.000,00			
Sell,Cstmr	XDPA	ES0000101818	MADRID_2.146%_30/04/2027							
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	EUR	120.000	99,02	118.824,00	1.058,30	119.882,30	25-09-2024	27-09-2024	
Sell,Cstmr	XDUB	XS2345317510	SVENSKA HB_0.05%_06/09/2028							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	150.000	87,47	131.200,50	64,14	131.264,64	11-07-2024	15-07-2024	
Sell,Cstmr	XDUB	XS2258389415	OP CORP BANK_0.1%_16/11/2027							
	BOFA SECURITIES EUROPE SA	EUR	450.000	89,94	404.743,50	297,54	405.041,04	11-07-2024	15-07-2024	
Sell,Cstmr	XLIS	PTPBTBGE0063	PORTUGAL_0%_20/09/2024							
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	140.000	99,83	139.767,28	0,00	139.767,28	30-08-2024	03-09-2024	
totaal Sell,Cstmr					794.535,28	1.419,98	795.955,26			
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	300.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	300.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024	

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	200.000	0		0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BU6	EURO-BUND FUTURE Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	700.000	0		0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F0Q7BW2	EURO-SCHATZ FUT Dec24							
	UBS AG London branch	EUR	700.000	0		0,00	0,00	0,00	03-09-2024	03-09-2024
totaal SellFutOp						0,00	0,00	0,00		
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	99	1		-99,22	0,00	-99,22	26-07-2024	26-07-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	198	1		-197,50	0,00	-197,50	26-07-2024	26-07-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	103	1		-103,46	0,00	-103,46	28-08-2024	28-08-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	148	1		-147,50	0,00	-147,50	28-08-2024	28-08-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS LTD, LONDON	EUR	190	1		-189,80	0,00	-189,80	04-09-2024	04-09-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	182	1		-181,50	0,00	-181,50	18-09-2024	18-09-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	61	1		-60,50	0,00	-60,50	27-09-2024	27-09-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	118	1		-117,50	0,00	-117,50	27-09-2024	27-09-2024
totaal SettDebt						-1.096,98	0,00	-1.096,98		
SettRecv			Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	100	1		99,60	0,00	99,60	01-07-2024	01-07-2024
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS AG London branch	EUR	346	1		346,13	0,00	346,13	04-07-2024	04-07-2024
SettRecv			Received interest on bank accounts							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	117	1		116,72	0,00	116,72	01-08-2024	01-08-2024

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum	
			valuta	nominaal						koers
SettRecv										
Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke										
	UBS AG London branch		EUR	330	1	329,80	0,00	329,80	06-08-2024	06-08-2024
SettRecv										
Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke										
	UBS AG London branch		EUR	252	1	252,43	0,00	252,43	05-09-2024	05-09-2024
totaal SettRecv						1.144,68	0,00	1.144,68		