

2024 vierde 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 december 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. 58,4% van de totale portefeuille. Overheids- en overheidsgerelateerde obligaties maakten ultimo juni ca. 41,6% van de beleggingen uit. Wat betreft de ratingverdeling maakten 'AAA' en 'AA' samen 56,2% van de portefeuille uit. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (26,4%), Zweden (19,4%) en België (8,4%). Ruim 65% 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. 3,9 jaar. Het effectieve rendement bedraagt ongeveer 2,65%.

Performanceverantwoording

Het ASR APPA Fonds behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,40%. De kapitaalmarktrente en kredietopslagen veranderden per saldo weinig. Over geheel 2024 is er een rendement behaald van +3,72%. 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. De afwaardering van Frankrijk heeft er eveneens toe geleid dat de rating van een aantal Franse banken naar beneden is bijgesteld, waarbij de Fido rating van AA- naar A+ is gegaan. Vanwege de downgrade van Frankrijk naar AA- zijn nieuwe beleggingen in Franse banken onder Fido niet meer toegestaan. In het kader van goed huisvaderschap zullen de huidige beleggingen vooralsnog wel worden aangehouden. Positief nieuws was er voor Cyprus, waar de rating van BBB+ naar A- is gegaan.

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 groeidoelstelling 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

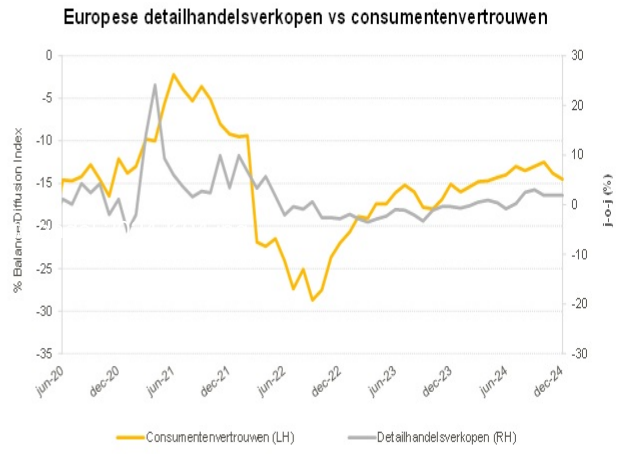
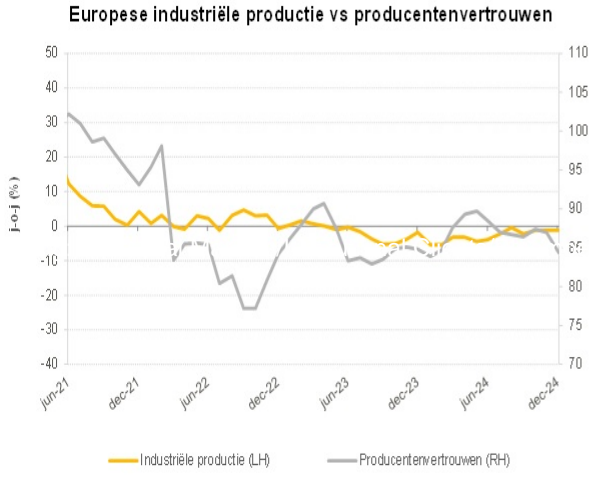
Wat inflatie betreft kenmerkte het afgelopen jaar zich vooral door een combinatie van dalende inflatie maar hardnekkige 'kerninflatie'. Dat zal op korte termijn nog wel aanhouden, maar voor het hele jaar lijkt het aannemelijk dat zowel inflatie als kerninflatie in de buurt gaan komen van 2% voor ontwikkelde 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

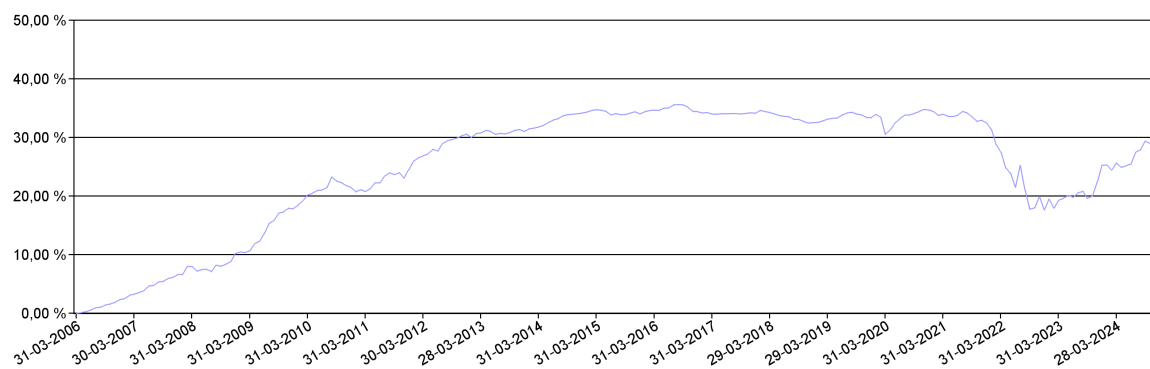
Voor beleggers in beursgenoteerd vastgoed is 2024 teleurstellend verlopen. Zeker na de koersdalingen van de afgelopen tijd is beursgenoteerd vastgoed nu echter wel redelijk gewaardeerd, bijvoorbeeld ten opzichte van de brede aandelenmarkt. Mede gezien de onzekere economische vooruitzichten, handhaven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

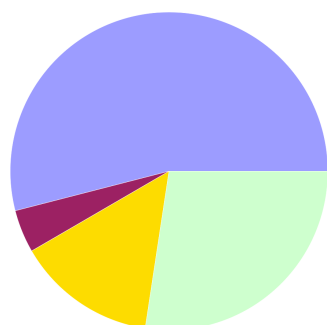
datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
31-12-2024	12.994,77	-0,51%	0,40 %	3,72 %
30-11-2024	13.061,28	1,30%	0,91 %	4,25 %
31-10-2024	12.893,32	-0,39%	-0,39 %	2,91 %

**partial duration naar looptijd**

	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,06
1 tot 3 jaar	0,33
3 tot 5 jaar	0,48
5 tot 7 jaar	0,91
7 tot 10 jaar	1,39
10 tot 15 jaar	0,62
15 tot 20 jaar	0,10
totaal	3,91

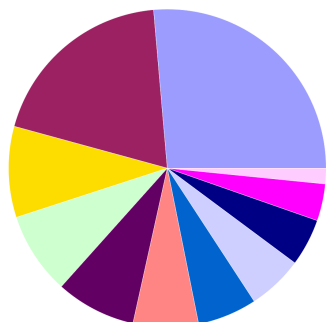
Bovenstaande tabel is na correctie van de futures

Samenstelling portefeuille



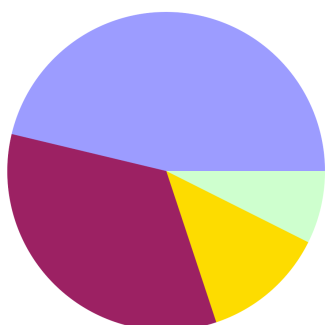
- Bedrijfsobligaties
- Gesecuritiseerd / Collateralized
- Overheden
- Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	54,01%
Semi & Buitenlandse Overheden	27,40%
Overheden	14,24%
Gesecuritiseerd / Collateralized	4,36%



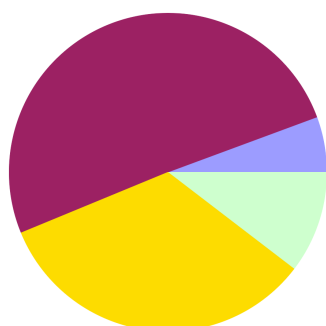
- Frankrijk
- Zweden
- Overige
- België
- Spanje
- Italië
- Duitsland
- Noorwegen
- Finland
- Nederland
- Oostenrijk

landenverdeling	% van de portefeuille
Frankrijk	26,38 %
Zweden	19,38 %
Overige	9,25 %
België	8,36 %
Spanje	8,16 %
Italië	6,64 %
Duitsland	6,05 %
Noorwegen	5,63 %
Finland	4,82 %
Nederland	3,76 %
Oostenrijk	1,59 %



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

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	46,27%
1 tot 5 jaar	33,83%
< 1 jaar	12,52%
10 tot 20 jaar	7,38%



- AAA
- AA
- A
- BBB

rating	% van de portefeuille
AAA	5,63%
AA	50,59%
A	33,39%
BBB	10,39%
NR	0,00%

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

	AAA	AA	A	BBB	totaal
Bedrijfsobligaties		38,50%	15,51%		54,01 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	4,36%				4,36 %
Overheden			7,59%	6,64%	14,24 %
Semi & Buitenlandse Overheden	1,27%	12,09%	10,29%	3,75%	27,40 %
totaal	5,63 %	50,59 %	33,39 %	10,39 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	BBB	totaal
België		3,25%	5,11%		8,36 %
Cyprus			1,58%		1,58 %
Duitsland		6,05%			6,05 %
Finland		4,82%			4,82 %
Frankrijk	1,60%	9,27%	15,51%		26,38 %
Hongarije				0,43%	0,43 %
Italië				6,64%	6,64 %
Kroatië			0,92%		0,92 %
Letland			1,35%		1,35 %
Litouwen			0,42%		0,42 %
Nederland	3,15%	0,61%			3,76 %
Noorwegen		5,63%			5,63 %
Oostenrijk		1,59%			1,59 %
Polen			0,41%		0,41 %
Roemenië				0,96%	0,96 %
Slovakije			1,24%		1,24 %
Slovenië			1,07%		1,07 %
Spanje			5,80%	2,36%	8,16 %
Supranationalen	0,88%				0,88 %
Zweden		19,38%			19,38 %
totaal	5,63 %	50,59 %	33,39 %	10,39 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	4,6%
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	3,3%
SWEDBANK_3.75%_14/11/2025	3,2%
WALLONIE_3%_06/12/2030	2,7%
BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027	2,5%

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

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								
AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A 3.125% 30/10/2036		Oostenrijk		199.822	202.634,00	1.078,77	203.712,77	0,8%	11,84	9,74	AA
	EUR	1,0000	200.000	101,32								
BE0002853340	COMMUNAUTE FRANC 1.625% 03/05/2032		België		199.506	180.742,00	2.163,70	182.905,70	0,7%	7,34	6,67	A
	EUR	1,0000	200.000	90,37								
BE0002922038	WALLONIE 3.25% 22/06/2033		België		198.162	200.066,00	3.436,99	203.502,99	0,8%	8,48	7,19	A
	EUR	1,0000	200.000	100,03								
BE0002933142	COMMUNAUTE FRANC 3.75% 22/06/2033		België		99.955	103.541,00	1.982,88	105.523,88	0,4%	8,48	7,07	A
	EUR	1,0000	100.000	103,54								
BE0002956374	WALLONIE 3.75% 22/04/2039		België		99.775	101.932,00	2.609,59	104.541,59	0,4%	14,32	10,7	A
	EUR	1,0000	100.000	101,93								
BE0002966472	VLAANDEREN 4% 26/09/2042		België		199.162	212.028,00	2.126,03	214.154,03	0,8%	17,75	12,62	AA
	EUR	1,0000	200.000	106,01								
BE0390103662	WALLONIE 3% 06/12/2030		België		698.894	701.701,00	1.495,89	703.196,89	2,7%	5,93	5,35	A
	EUR	1,0000	700.000	100,24								
BE6322991462	EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025		België		99.513	98.609,00	60,96	98.669,96	0,4%	0,52	0,51	AA
	EUR	1,0000	100.000	98,61								
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027		België		499.485	511.475,00	3.972,60	515.447,60	2,0%	2,78	2,61	AA
	EUR	1,0000	500.000	102,3								
DE000A3KY359	ALLIANZ 0.5% 22/11/2033		Duitsland		492.970	402.160,00	273,97	402.433,97	1,6%	8,65	8,19	AA
	EUR	1,0000	500.000	80,43								
DE000BHY0GA	BERLIN HYP 0.5% 05/11/2029		Duitsland		511.654	534.216,00	468,49	534.684,49	2,1%	4,85	4,66	AA
	EUR	1,0000	600.000	89,04								
DE000BHY0SL9	BERLIN HYP 0.375% 21/04/2031		Duitsland		597.888	503.688,00	1.571,92	505.259,92	2,0%	6,31	6,02	AA
	EUR	1,0000	600.000	83,95								
DE000F01NAD9	EURO-BUND FUTURE Mar25		Duitsland		0	0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
	EUR	1,0000	-900.000	0								
DE000F01NAE7	EURO-BOBL FUTURE Mar25		Duitsland		0	0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
	EUR	1,0000	-1.500.000	0								
DE000F01NAF4	EURO-SCHATZ FUT Mar25		Duitsland		0	0,00	0,00	0,00	0,0%	0,18		NR
	EUR	1,0000	-1.200.000	0								
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039		Duitsland		99.316	97.776,00	764,04	98.540,04	0,4%	14,75	11,73	AA
	EUR	1,0000	100.000	97,78								
ES0000012L52	SPANJE 3.15% 30/04/2033		Spanje		249.408	254.632,50	5.307,53	259.940,03	1,0%	8,33	7,11	A
	EUR	1,0000	250.000	101,85								
ES00001010J0	MADRID 2.822% 31/10/2029		Spanje		100.000	100.355,00	479,35	100.834,35	0,4%	4,84	4,44	A
	EUR	1,0000	100.000	100,36								
ES00001010K8	MADRID 3.596% 30/04/2033		Spanje		296.109	311.580,00	7.270,82	318.850,82	1,2%	8,33	6,99	A
	EUR	1,0000	300.000	103,86								

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								
ES00001010P7	MADRID 3.173%		Spanje		99.991	102.146,00	1.867,60	104.013,60	0,4%	4,58	4,15	A
	30/07/2029	EUR										
ES0000106734	BASQUE GOVERNMENT 1.875%		Spanje		297.969	273.441,00	2.388,70	275.829,70	1,1%	8,58	7,67	A
	30/07/2033	EUR										
ES0000106759	BASQUE GOVERNMENT 3.4%		Spanje		199.686	204.530,00	5.902,14	210.432,14	0,8%	9,33	7,7	A
	30/04/2034	EUR										
ES0200002030	ADIFAL 1.25%		Spanje		534.735	492.105,00	4.143,84	496.248,84	1,9%	1,34	1,3	BBB
	04/05/2026	EUR										
ES0200002121	ADIFAL 3.5%		Spanje		99.629	101.995,00	2.368,47	104.363,47	0,4%	7,33	6,25	BBB
	30/04/2032	EUR										
EU000A4DMKY	ESM 0% 06/03/2025		Supranationalen		119.300	119.433,60	0,00	119.433,60	0,5%	0,18	0,18	AAA
	EUR	1,0000										
FR0013373065	AGENCE FRANCAISE 1.5% 31/10/2034		Frankrijk		119.180	84.704,00	254,79	84.958,79	0,3%	9,84	8,83	AA
	EUR	1,0000										
FR0013421815	CREDIT AGRICOLE 1% 03/07/2029		Frankrijk		323.658	275.709,00	1.495,89	277.204,89	1,1%	4,51	4,27	A
	EUR	1,0000										
FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV 0.1% 08/10/2027		Frankrijk		699.980	648.256,00	163,01	648.419,01	2,5%	2,77	2,69	A
	EUR	1,0000										
FR0014001S17	CADES 0% 25/05/2031		Frankrijk		304.047	249.825,00	0,00	249.825,00	1,0%	6,4	6,22	AA
	EUR	1,0000										
FR0014002S57	BANQUE FEDERATIV 0.01% 11/05/2026		Frankrijk		199.472	192.572,00	12,88	192.584,88	0,7%	1,36	1,32	A
	EUR	1,0000										
FR0014004750	BANQUE FEDERATIV 0.25% 29/06/2028		Frankrijk		199.488	182.208,00	254,79	182.462,79	0,7%	3,5	3,38	A
	EUR	1,0000										
FR0014006XE5	BANQUE FEDERATIV 0.01% 07/03/2025		Frankrijk		299.436	298.353,00	24,66	298.377,66	1,2%	0,18	0,18	A
	EUR	1,0000										
FR001400A3H2	CADES 1.5%		Frankrijk		99.435	90.193,00	908,22	91.101,22	0,4%	7,4	6,76	AA
	25/05/2032	EUR										
FR001400F7C9	AGENCE FRANCAISE 2.875% 21/01/2030		Frankrijk		395.312	398.916,00	10.871,58	409.787,58	1,6%	5,06	4,52	AA
	EUR	1,0000										
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		605.136	627.696,00	7.119,86	634.815,86	2,5%	5,72	5,01	A
	EUR	1,0000										
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		198.066	202.848,00	2.116,44	204.964,44	0,8%	13,73	10,51	AA
	EUR	1,0000										
FR001400L362	ALSFR 4.125%		Frankrijk		199.846	208.166,00	2.034,25	210.200,25	0,8%	13,76	10,35	AA
	03/10/2038	EUR										
FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT 3.375% 25/11/2030		Frankrijk		99.931	102.417,00	342,12	102.759,12	0,4%	5,9	5,28	AA
	EUR	1,0000										

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								
FR001400M1S9	CAFFIL 3.5% 20/03/2029		Frankrijk		99.913	102.909,00	2.752,05	105.661,05	0,4%	4,22	3,79	AAA
	EUR	1,0000	100.000	102,91								
FR001400N7G0	CADES 2.75% 25/02/2029		Frankrijk		199.820	200.414,00	4.673,50	205.087,50	0,8%	4,16	3,79	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,21								
FR001400NHX9	REGION OF ILE DE 3.2% 25/05/2034		Frankrijk		299.367	295.704,00	8.829,00	304.533,00	1,2%	9,4	7,76	AA
	EUR	1,0000	300.000	98,57								
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		502.498	506.905,00	11.075,34	517.980,34	2,0%	6,37	5,52	A
	EUR	1,0000	500.000	101,38								
FR001400Q6Q8	BPCE SFH 3.125% 22/05/2034		Frankrijk		99.992	101.028,00	1.917,81	102.945,81	0,4%	9,39	7,9	AAA
	EUR	1,0000	100.000	101,03								
FR001400SXM8	CAFFIL 2.75% 03/10/2031		Frankrijk		199.084	198.034,00	1.356,16	199.390,16	0,8%	6,76	6,04	AAA
	EUR	1,0000	200.000	99,02								
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk		1.178.340	1.188.276,00	7.397,65	1.195.673,65	4,6%	9,82	8,2	A
	EUR	1,0000	1.200.000	99,02								
FR001400TML1	BPIFRANCE SACA 2.875% 25/11/2031		Frankrijk		299.232	297.177,00	1.604,85	298.781,85	1,2%	6,9	6,14	AA
	EUR	1,0000	300.000	99,06								
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk		196.710	197.760,00	920,55	198.680,55	0,8%	7,64	6,69	AA
	EUR	1,0000	200.000	98,88								
IT0004889033	ITALIE 4.75% 01/09/2028		Italië		318.967	257.863,20	3.841,99	261.705,19	1,0%	3,67	3,33	BBB
	EUR	1,0000	240.000	107,44								
IT0005508590	ITALIE 4% 30/04/2035		Italië		478.203	525.305,00	3.461,55	528.766,55	2,1%	10,33	8,27	BBB
	EUR	1,0000	500.000	105,06								
IT0005542359	ITALIE 4% 30/10/2031		Italië		543.217	582.059,50	3.807,71	585.867,21	2,3%	6,83	5,85	BBB
	EUR	1,0000	550.000	105,83								
IT0005596470	ITALIE 4.05% 30/10/2037		Italië		299.595	312.543,00	2.102,88	314.645,88	1,2%	12,84	9,77	BBB
	EUR	1,0000	300.000	104,18								
SI0002104303	SLOVENIE 3.625% 11/03/2033		Slovenië		251.775	264.050,00	7.349,32	271.399,32	1,1%	8,2	6,87	A
	EUR	1,0000	250.000	105,62								
SK4000023230	SLOWAKIJE 3.625% 08/06/2033		Slovakije		297.606	308.868,00	6.167,47	315.035,47	1,2%	8,44	7,07	A
	EUR	1,0000	300.000	102,96								
XS0525602339	RABOBANK 4.125% 14/07/2025		Nederland		182.340	151.225,50	2.898,80	154.124,30	0,6%	0,53	0,53	AA
	EUR	1,0000	150.000	100,82								
XS1189263400	NORDEA BANK 1.125% 12/02/2025		Finland		208.388	199.548,00	1.991,80	201.539,80	0,8%	0,12	0,12	AA
	EUR	1,0000	200.000	99,77								
XS1484645616	KAF KAERTNER AU 0% 14/01/2032		Oostenrijk		249.275	200.620,00	0,00	200.620,00	0,8%	7,04	6,93	AA
	EUR	1,0000	250.000	80,25								
XS1823485039	OP CORP BANK 1% 22/05/2025		Finland		410.494	396.892,00	2.454,79	399.346,79	1,6%	0,39	0,38	AA
	EUR	1,0000	400.000	99,22								
XS2003499386	NORDEA BANK 0.375% 28/05/2026		Finland		516.050	484.795,00	1.119,86	485.914,86	1,9%	1,41	1,37	AA
	EUR	1,0000	500.000	96,96								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2024

isin	instrument		land		markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers							
XS2109812508	ROEMENIE 2%		Roemenië		238.566,00	5.557,38	244.123,38	0,9%	7,08	6,12	BBB
	28/01/2032	EUR	1,0000	300.000							
XS2167002521	SWEDBANK 0.75%		Zweden		198.498,00	990,41	199.488,41	0,8%	0,34	0,34	AA
	05/05/2025	EUR	1,0000	200.000							
XS2190201983	CROATIE 1.5%		Kroatië		231.250,00	2.034,25	233.284,25	0,9%	6,46	5,98	A
	17/06/2031	EUR	1,0000	250.000							
XS2258389415	OP CORP BANK 0.1%		Finland		139.051,50	18,90	139.070,40	0,5%	2,88	2,8	AA
	16/11/2027	EUR	1,0000	150.000							
XS2404027935	SWEDBANK 0.25%		Zweden		191.814,00	82,19	191.896,19	0,7%	1,84	1,79	AA
	02/11/2026	EUR	1,0000	200.000							
XS2404629235	SVENSKA HB 0.125%		Zweden		572.970,00	121,23	573.091,23	2,2%	1,84	1,79	AA
	03/11/2026	EUR	1,0000	600.000							
XS2411638575	NIBC BANK 0.125%		Nederland		600.628,00	88,70	600.716,70	2,3%	5,9	5,72	AAA
	25/11/2030	EUR	1,0000	700.000							
XS2432567555	DNB BANK 0.375%		Noorwegen		286.113,00	1.072,75	287.185,75	1,1%	2,05	1,98	AA
	18/01/2028	EUR	1,0000	300.000							
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden		363.706,30	904,73	364.611,03	1,4%	1,86	1,8	AA
	EUR	1,0000	370.000	98,3							
XS2486092492	DNB BANK 1.625%		Noorwegen		298.341,00	2.871,58	301.212,58	1,2%	0,41	0,4	AA
	31/05/2026	EUR	1,0000	300.000							
XS2527451905	SVENSKA HB 2.625%		Zweden		498.185,00	4.243,15	502.428,15	2,0%	4,68	4,31	AA
	05/09/2029	EUR	1,0000	500.000							
XS2530208490	BGK 4% 08/09/2027		Polen		102.921,00	1.260,27	104.181,27	0,4%	2,69	2,5	A
	EUR	1,0000	100.000	102,92							
XS2534985523	DNB BANK 3.125%		Noorwegen		201.282,00	1.746,58	203.028,58	0,8%	1,72	1,65	AA
	21/09/2027	EUR	1,0000	200.000							
XS2555192710	SWEDBANK 3.75%		Zweden		806.928,00	3.945,21	810.873,21	3,2%	0,87	0,85	AA
	14/11/2025	EUR	1,0000	800.000							
XS2557551889	ING BANK 2.75%		Nederland		100.228,00	308,90	100.536,90	0,4%	0,89	0,87	AAA
	21/11/2025	EUR	1,0000	100.000							
XS2558953621	SKANDINAVISKA EN 3.25% 24/11/2025		Zweden		502.475,00	1.691,78	504.166,78	2,0%	0,9	0,88	AA
	EUR	1,0000	500.000	100,5							
XS2586947082	ICO 3.05% 31/10/2027		Spanje		101.616,00	518,08	102.134,08	0,4%	2,83	2,68	A
	EUR	1,0000	100.000	101,62							
XS2597696124	DNB BANK 4%		Noorwegen		621.372,00	19.265,75	640.637,75	2,5%	3,2	2,9	AA
	14/03/2029	EUR	1,0000	600.000							
XS2604821228	LITOUWEN 3.875%		Litouwen		105.880,00	2.133,90	108.013,90	0,4%	8,46	7,05	A
	14/06/2033	EUR	1,0000	100.000							
XS2610236445	CYPRUS 4.125%		Cyprus		391.604,40	10.700,14	402.304,54	1,6%	8,29	6,85	A
	13/04/2033	EUR	1,0000	360.000							

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									
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden		802.222	827.840,00	16.816,44	844.656,44	3,3%	2,49	2,32	AA	
	EUR	1,0000	800.000	103,48									
XS2648672660	LETLAND 3.875% 12/07/2033		Letland		199.430	211.802,00	3.673,29	215.475,29	0,8%	8,53	7,12	A	
	EUR	1,0000	200.000	105,9									
XS2680932907	HUNGARY 5.375% 12/09/2033		Hongarije		98.893	108.202,00	1.634,59	109.836,59	0,4%	8,7	6,85	BBB	
	EUR	1,0000	100.000	108,2									
XS2715276163	SVENSKA HB 3.875% 10/05/2027		Zweden		399.572	410.388,00	10.021,92	420.409,92	1,6%	2,36	2,19	AA	
	EUR	1,0000	400.000	102,6									
XS2722876609	LETLAND 3.875% 22/05/2029		Letland		119.864	124.784,40	2.853,70	127.638,10	0,5%	4,39	3,93	A	
	EUR	1,0000	120.000	103,99									
XS2744491874	NWB 2.625% 10/01/2034		Nederland		97.897	98.377,00	2.560,45	100.937,45	0,4%	9,03	7,72	AAA	
	EUR	1,0000	100.000	98,38									
XS2765024414	WERELDBANK 2.9% 14/02/2034		Supranationalen		99.726	100.959,00	2.551,37	103.510,37	0,4%	9,13	7,74	AAA	
	EUR	1,0000	100.000	100,96									
XS2793252060	ICO 3.05% 30/04/2031		Spanje		99.756	101.585,00	2.347,28	103.932,28	0,4%	6,33	5,57	A	
	EUR	1,0000	100.000	101,59									
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden		496.935	511.065,00	10.032,53	521.097,53	2,0%	5,41	4,81	AA	
	EUR	1,0000	500.000	102,21									
	Cash		Nederland										
	EUR	1,0000	115.129	1		115.129,45	0,00	115.129,45	0,4%			NR	
	Cash		Nederland										
	EUR	1,0000	158.863	1		158.863,48	0,00	158.863,48	0,6%			NR	
	eindtotaal						25.467.049,83	265.103,30	25.732.153,13	100,0%	5,37		

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	XFRA Jane Street Financial Limited Counterparty party	FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034							
		EUR	900.000	98,25	-884.214,00	-815,92	-885.029,92	31-10-2024	04-11-2024	
Buy, Customer	XFRA ABN AMRO ADAM	FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034							
		EUR	300.000	98,04	-294.126,00	-462,35	-294.588,35	07-11-2024	11-11-2024	
Buy, Customer	XLUX Landesbank Baden-wuerttemberg (LBBW)	EU000A4DMKY2	ESM_0%_06/03/2025							
		EUR	120.000	99,42	-119.300,40	0,00	-119.300,40	17-12-2024	19-12-2024	
Buy, Customer	XMUN ING Bank N.V.	DE000BLB9ZE1	BAYERISCHE LANDE_3%_10/10/2031							
		EUR	300.000	99,81	-299.439,00	0,00	-299.439,00	02-10-2024	10-10-2024	
Buy, Customer	XPAR BNP PARIBAS	FR001400TML1	BPIFRANCE SACA_2.875%_25/11/2031							
		EUR	300.000	99,74	-299.232,00	0,00	-299.232,00	21-10-2024	25-10-2024	
Buy, Customer	XPAR Jane Street Financial Limited Counterparty party	FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV_3.5%_15/05/2031							
		EUR	200.000	101,58	-203.158,00	-3.452,05	-206.610,05	07-11-2024	11-11-2024	
Buy, Customer	XPAR J.P Morgan AG	FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032							
		EUR	200.000	98,36	-196.710,00	-82,19	-196.792,19	07-11-2024	11-11-2024	
Buy, Customer	XWBO Deutsche Bank Aktiengesellschaft	AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A_3.125%_30/10/2036							
		EUR	200.000	99,91	-199.822,00	0,00	-199.822,00	23-10-2024	30-10-2024	
totaal Buy, Customer										
					-2.496.001,40	-4.812,51	-2.500.813,91			
Buy Fut.CI	XEUR UBS AG London branch	DE000F0Q7BW2	EURO-SCHATZ FUT Dec24							
		EUR	700.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
Buy Fut.CI	XEUR UBS AG London branch	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
		EUR	800.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
Buy Fut.CI	XEUR UBS AG London branch	DE000F0Q7BV4	EURO-BOBL FUTURE Dec24							
		EUR	300.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
Buy Fut.CI	XEUR UBS AG London branch	DE000F0Q7BU6	EURO-BUND FUTURE Dec24							
		EUR	700.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
totaal Buy Fut.CI					0,00	0,00	0,00			
Coupon		FR001400L362	ALSFR_4.125%_03/10/2038							
		EUR	0	0	0,00	0,00	8.250,00	03-10-2024	03-10-2024	
Coupon		FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV_0.1%_08/10/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	700,00	08-10-2024	08-10-2024	
Coupon		BE6338167909	EUROCLEAR BANK_3.625%_13/10/2027							
		EUR	0	0	0,00	0,00	18.125,00	13-10-2024	14-10-2024	

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Coupon		IT0005542359	ITALIE_4%_30/10/2031							
		EUR	0	0		0,00	0,00	11.000,00	30-10-2024	30-10-2024
Coupon		IT0005508590	ITALIE_4%_30/04/2035							
		EUR	0	0		0,00	0,00	10.000,00	30-10-2024	30-10-2024
Coupon		IT0005596470	ITALIE_4.05%_30/10/2037							
		EUR	0	0		0,00	0,00	6.075,00	30-10-2024	30-10-2024
Coupon		FR0013373065	AGENCE FRANCAISE_1.5%_31/10/2034							
		EUR	0	0		0,00	0,00	1.500,00	31-10-2024	31-10-2024
Coupon		ES00001010J0	MADRID_2.822%_31/10/2029							
		EUR	0	0		0,00	0,00	2.822,00	31-10-2024	31-10-2024
Coupon		XS2586947082	ICO_3.05%_31/10/2027							
		EUR	0	0		0,00	0,00	3.050,00	31-10-2024	31-10-2024
Coupon		XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026							
		EUR	0	0		0,00	0,00	500,00	02-11-2024	04-11-2024
Coupon		XS2404629235	SVENSKA HB_0.125%_03/11/2026							
		EUR	0	0		0,00	0,00	750,00	03-11-2024	04-11-2024
Coupon		DE000BHY0GA7	BERLIN HYP_0.5%_05/11/2029							
		EUR	0	0		0,00	0,00	3.000,00	05-11-2024	05-11-2024
Coupon		XS2478690931	SKANDINAVISKA EN_1.75%_11/11/2026							
		EUR	0	0		0,00	0,00	6.475,00	11-11-2024	11-11-2024
Coupon		XS2555192710	SWEDBANK_3.75%_14/11/2025							
		EUR	0	0		0,00	0,00	30.000,00	14-11-2024	14-11-2024
Coupon		XS2258389415	OP CORP BANK_0.1%_16/11/2027							
		EUR	0	0		0,00	0,00	150,00	16-11-2024	18-11-2024
Coupon		XS2557551889	ING BANK_2.75%_21/11/2025							
		EUR	0	0		0,00	0,00	2.750,00	21-11-2024	21-11-2024
Coupon		DE000A3KY359	ALLIANZ_0.5%_22/11/2033							
		EUR	0	0		0,00	0,00	2.500,00	22-11-2024	22-11-2024
Coupon		XS2558953621	SKANDINAVISKA EN_3.25%_24/11/2025							
		EUR	0	0		0,00	0,00	16.250,00	24-11-2024	25-11-2024
Coupon		FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT_3.375%_25/11/2030							
		EUR	0	0		0,00	0,00	3.375,00	25-11-2024	25-11-2024
Coupon		XS2411638575	NIBC BANK_0.125%_25/11/2030							
		EUR	0	0		0,00	0,00	875,00	25-11-2024	25-11-2024
Coupon		BE0390103662	WALLONIE_3%_06/12/2030							
		EUR	0	0		0,00	0,00	17.442,62	06-12-2024	06-12-2024
totaal Coupon						0,00	0,00	145.589,62		
Sell,Cstmr	MOTX	IT0004889033	ITALIE_4.75%_01/09/2028							
	Deutsche Bank Aktiengesellschaft	EUR	10.000	108,16		10.816,10	41,99	10.858,09	01-10-2024	03-10-2024

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
Sell,Cstmr	MOTX	IT0004889033	ITALIE_4.75%_01/09/2028							
	NatWest Markets N.V.	EUR	150.000	107,6	161.404,50	1.062,84	162.467,34	23-10-2024	25-10-2024	
Sell,Cstmr	MUND	FR001400MCE2	CREDIT MUT ARKEA_4.125%_01/02/2034							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	300.000	104,8	314.412,00	9.602,46	324.014,46	07-11-2024	11-11-2024	
Sell,Cstmr	XDUB	XS2404027935	SWEDBANK_0.25%_02/11/2026							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	95,42	190.844,00	486,34	191.330,34	21-10-2024	23-10-2024	
Sell,Cstmr	XFRA	DE000A2RWAY2	ALLIANZ_1.5%_15/01/2030							
	Goldman Sachs Bank Europe SE	EUR	300.000	94,26	282.780,00	3.233,61	286.013,61	02-10-2024	04-10-2024	
Sell,Cstmr	XMAD	ES0000101263	MADRID_4.3%_15/09/2026							
	Banco Bilbao Vizcaya Argentaria S.A.	EUR	100.000	103,11	103.106,00	447,67	103.553,67	21-10-2024	23-10-2024	
Sell,Cstmr	XMUN	DE000BLB9ZE1	BAYERISCHE LANDE_3%_10/10/2031							
	NatWest Markets N.V.	EUR	300.000	98,89	296.655,00	616,44	297.271,44	31-10-2024	04-11-2024	
Sell,Cstmr	XPAR	FR0013421815	CREDIT AGRICOLE_1%_03/07/2029							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	400.000	90,89	363.564,00	1.358,90	364.922,90	31-10-2024	04-11-2024	
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400E7I7	CREDIT AGRICOLE_3.875%_28/11/2034							
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	200.000	103,24	206.480,00	7.241,80	213.721,80	31-10-2024	04-11-2024	
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400CMY0	BANQUE FEDERATIV_3.125%_14/09/2027							
	Societe Generale SA	EUR	200.000	100,75	201.496,00	993,15	202.489,15	07-11-2024	11-11-2024	
Sell,Cstmr	XPAR	XS1605365193	CREDIT AGRICOLE_1.375%_03/05/2027							
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	96,73	193.456,00	1.446,58	194.902,58	07-11-2024	11-11-2024	
totaal Sell,Cstmr						2.325.013,60	26.591,78	2.351.545,38		
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAF4	EURO-SCHATZ FUT Mar25							
	UBS AG London branch	EUR	1.200.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL FUTURE Mar25							
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL FUTURE Mar25							
	UBS AG London branch	EUR	300.000	0	0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024	

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument			markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
			valuta	nominaal	koers					
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL	FUTURE	Mar25					
	UBS AG London branch	EUR	200.000	0		0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL	FUTURE	Mar25					
	UBS AG London branch	EUR	500.000	0		0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAE7	EURO-BOBL	FUTURE	Mar25					
	UBS AG London branch	EUR	400.000	0		0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAD9	EURO-BUND	FUTURE	Mar25					
	UBS AG London branch	EUR	400.000	0		0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024
SellFutOp	XEUR	DE000F01NAD9	EURO-BUND	FUTURE	Mar25					
	UBS AG London branch	EUR	500.000	0		0,00	0,00	0,00	02-12-2024	02-12-2024
totaal SellFutOp						0,00	0,00	0,00		
SettDebt			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)							
	UBS AG London branch	EUR	15.000	1		-15.000,00	0,00	-15.000,00	09-10-2024	09-10-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	309	1		-309,11	0,00	-309,11	28-10-2024	28-10-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	384	1		-384,42	0,00	-384,42	28-11-2024	28-11-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS LTD, LONDON	EUR	223	1		-222,65	0,00	-222,65	03-12-2024	03-12-2024
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	391	1		-390,92	0,00	-390,92	30-12-2024	30-12-2024
totaal SettDebt						-16.307,10	0,00	-16.307,10		
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS AG London branch	EUR	219	1		218,51	0,00	218,51	04-10-2024	04-10-2024
SettRecv			Cross Chart Inv. ASR (Bet./Ontv. Op.TRS)							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	15.000	1		15.000,00	0,00	15.000,00	09-10-2024	09-10-2024
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS AG London branch	EUR	204	1		204,06	0,00	204,06	06-11-2024	06-11-2024
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	UBS AG London branch	EUR	194	1		193,77	0,00	193,77	05-12-2024	05-12-2024
totaal SettRecv						15.616,34	0,00	15.616,34		