

2025 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 2025 uit op EUR 26,3 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. 34,3% van de totale portefeuille. Overheids- en overheidsgerelateerde obligaties maakten ultimo juni ca. 65,7% van de beleggingen uit. Wat betreft de ratingverdeling maakten 'AAA' en 'AA' samen 49,1% van de portefeuille uit. De top drie van de landenexposure bestond uit Frankrijk (28,0%), Spanje (16,8%) en Duitsland (8,0%). Ruim 90% van de portefeuille bestaat uit duurzame green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille was aan het eind van het kwartaal ca. 4,5 jaar. Het effectieve rendement bedraagt ongeveer 2,4%.

Performanceverantwoording

Het ASR APPA Fonds behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,32%. De kapitaalmarktrente steeg licht maar credit spreads daalden. Over de eerste negen maanden van 2025 is er een rendement van +2,22% behaald. In de verslagperiode hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement te verhogen. Hierbij zijn ook Franse debiteuren afgebouwd. Vanwege de rating downgrade eind 2024 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 en langzaam worden afgebouwd. Afgelopen september kreeg Frankrijk ook van Fitch een downgrade van één notch. Op 17 oktober heeft ook S&P Frankrijk een trede lager gezet, waardoor Frankrijk een single A+ land is geworden. Met de downgrades van Frankrijk gingen ook alle semi Franse overheden een notch omlaag. Positief nieuws was er voor Spanje; bij alle drie de ratingbureaus kreeg Spanje een upgrade van één notch, waardoor Spanje nu een A flat land is. Ook kreeg Italië bij Fitch een upgrade en ging hierdoor van BBB naar BBB+. Verder gaf S&P gaf de Zweedse bank Swedbank een upgrade van één notch.

Marktomstandigheden

Een half jaar na de schok van de aankondiging door de Amerikaanse president Trump van een 'handelsoorlog' tussen de VS en de rest van de wereld, zijn de gevolgen ervan nog altijd niet goed te overzien. Voorlopig lijkt het erop dat de soep niet zo heet gegeten wordt als die op 'Liberation Day' (2 april) werd opgediend, maar dat de wereldeconomie alsnog wel schade zal ondervinden van de hogere handelstarieven. De onzekerheid is goed terug te zien in de groeiverwachtingen van het IMF voor de wereldeconomie. Begin dit jaar verwachtte het IMF voor zowel 2025 als 2026 nog een groei van 3,3% voor de wereldeconomie, vrijwel gelijk aan de feitelijke groei in 2024. Na de aankondiging van president Trump begin april, verlaagde het IMF de groeiverwachting voor 2025 naar 2,8% en voor 2026 naar 3%. Inmiddels is het IMF weer wat bijgedraaid, en gaat het voor zowel 2025 als 2026 uit van een wereldwijde groei rond 3%. Voor ontwikkelde economieën rekent het IMF op een groei rond 1,5% in 2025 (ca. 2% voor de VS en 1% voor Europa), en voor opkomende economieën op een groei rond 4%. Daarbij blijft India naar verwachting harder groeien dan China, met respectievelijk 6,4% en 4,8%.

De belangrijkste kanttekening bij deze cijfers, die het IMF zelf ook maakt, is dat de onzekerheid nog altijd bovengemiddeld hoog blijft, vooral als gevolg van het onvoorspelbare economische beleid van de regering-Trump en de aanhoudende geopolitieke spanningen. Alleen al deze onzekerheid kan de wereldeconomie in de weg gaan zitten, als die ervoor zorgt dat bedrijven hun investeringen uitstellen en consumenten terughoudender worden in hun bestedingspatroon. Tot nu toe lijkt de invloed van zowel de handelsoorlog als geopolitieke spanningen op bedrijfswinsten en consumentenbestedingen mee te vallen, maar dat is geen garantie voor de toekomst.

Als het IMF gelijk krijgt, is de economie die relatief het meeste hinder gaat ondervinden van het wispelturige beleid van de regering-Trump die van de VS zelf. De cijfers van de afgelopen maanden geven daarover nog geen duidelijk uitsluitsel, maar het lijkt wel aannemelijk dat de prijs van de Amerikaanse handelstarieven uiteindelijk vooral betaald zal worden door Amerikaanse consumenten en bedrijven. Tot nu toe zijn de bestedingen van consumenten behoorlijk op peil gebleven, mede dankzij de nog altijd historisch lage werkloosheid, en nemen ook de bedrijfsinvesteringen nog toe, vooral dankzij de 'boom' in 'kunstmatige intelligentie (AI)'-gerelateerde projecten, maar de vraag is hoe houdbaar dit is. Recente arbeidsmarktcijfers uit de VS vielen sterk tegen en er is toenemende twijfel of alle 'AI'-investeringen zichzelf zullen terugverdienen. Voor de Amerikaanse schatkist vormen de handelstarieven wel een welkome bron van inkomsten, ter gedeeltelijke compensatie van het grote pakket aan overheidsuitgaven vanuit de 'One Big Beautiful Bill Act'. Dit pakket, met o.a. belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, is op korte termijn groeibevorderend, maar draagt op langere termijn niet bij aan de houdbaarheid van de Amerikaanse staatsschuld.

In vergelijking met de onzekerheid over de vooruitzichten voor de Amerikaanse economie, en inmiddels zelfs ook over de betrouwbaarheid van economische data van de Amerikaanse overheid, lijkt de Europese economie een baken van stabiliteit. Dit is niet alleen maar positief, want het betekent ook dat er voorlopig nog geen einde lijkt te komen aan de lage groei van de laatste tijd. Vooral de Duitse economie, en meer specifiek de Duitse industrie, ondervindt hinder van de Amerikaanse handelstarieven, de dure euro en de nog altijd uitblijvende structurele hervormingen. Op termijn zullen de beloofde hogere overheidsuitgaven van de regering-Merz, onder andere ten behoeve van investeringen in de defensie-industrie, helpen om de Duitse economie vlot te trekken, maar vooralsnog zijn de effecten hiervan niet of nauwelijks zichtbaar. Positief is wel dat de stagnatie van de Duitse economie ten dele wordt gecompenseerd door hogere groei in de zuidelijke Europese landen, die de malaise van de 'eurocrisis' van de jaren '10 achter zich hebben gelaten. Hun rol als Europese zorgenkindjes lijkt te zijn overgenomen door Frankrijk en het VK, die er beide maar niet in slagen om hun overheidsfinanciën onder controle te krijgen en daarmee het risico lopen langzaam maar zeker op een 'schuldencrisis' af te stevenen.

Buiten Europa was er recent ook onrust over de schuldenpositie van Argentinië, overigens niet voor het eerst. Anders dan bij voorgaande Argentijnse schulden crises kwam (voorlopige) redding nu niet van het IMF, maar van de VS, die zich bereid verklaarde indien nodig de Argentijnse president Milei, de belangrijkste ideologische bondgenoot van president Trump in Latijns Amerika, te steunen. De situatie in Argentinië is niet maatgevend voor andere opkomende economieën, en lijkt dus ook niet het begin van een bredere schulden crisis (zoals bijv. de Azië-crisis eind jaren '90) in te luiden. Wel ondervinden veel opkomende markten, met China en India voorop, hinder van de handelstarieven vanuit de VS, maar tot nu toe houden hun economieën beter stand dan verwacht. Het lijkt erop dat deze landen erin slagen om hun handelsstromen naar de VS zodanig te verleggen naar andere landen en regio's dat de schade per saldo beperkt blijft, al moet daarbij worden opgemerkt dat beschikbare data daarover beperkt is, en het dus ook nog te vroeg is om definitieve conclusies te trekken.

Voor zowel China als India geldt dat de overheid voldoende bereid en in staat lijkt om economische tegenslag, bijvoorbeeld als gevolg van de handelsoorlog met de VS, op te vangen met stimuleringsmaatregelen en structurele hervormingen. De Chinese overheid richt zich daarbij vooral op het versterken van de Chinese voorsprong op het gebied van technologie (o.a. 'AI') en de energietransitie, terwijl de regering van India eindelijk werk lijkt te gaan maken van het vereenvoudigen van het belastingstelsel en het terugdringen van de bureaucratie. De derde grote economie van Azië, die van Japan, ondervindt ook hinder van de Amerikaanse handelstarieven, maar dat wordt in ieder geval ten dele gecompenseerd door de recente waardedaling van de Japanse yen, waarmee de exportpositie van Japan verbetert. Daarnaast lijkt ook de Japanse overheid in te willen zetten op productiviteitsverhogende investeringen in ('AI') technologie, die net als in het geval van China mede noodzakelijk zijn om de gevolgen van de vergrijzing en de krimp van de bevolking op te vangen.

Inflatie en rentes

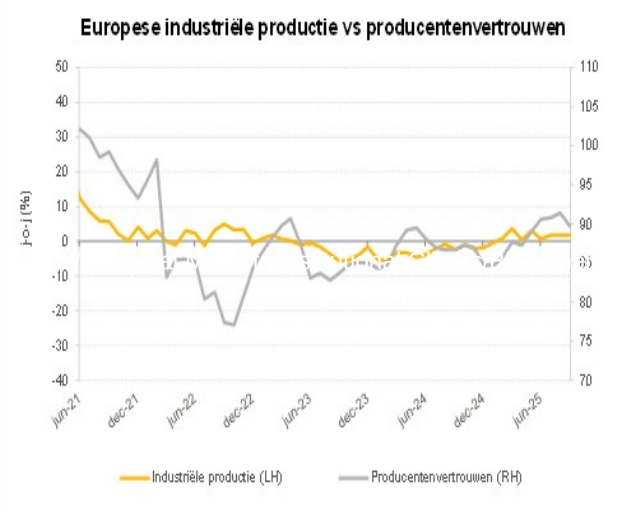
Niet alleen qua economische groei, ook op het gebied van inflatie oogt Europa als een baken van stabiliteit in onrustige tijden. De 'headline' inflatie in de eurozone is in september weliswaar licht opgelopen naar 2,2% jaar-op-jaar, maar was daarvoor drie maanden op rij onveranderd gebleven op 2,0%, dat wil zeggen precies in lijn met de inflatiedoelstelling van de ECB. De 'kerninflatie', exclusief volatiele voedings- en energieprijzen, is al vijf maanden op rij onveranderd gebleven, op 2,3% jaar-op-jaar. In de VS is het inflatiebeeld de laatste tijd verslechterd, in die zin dat de 'headline' inflatie is opgelopen van 2,4% jaar-op-jaar in mei naar 2,9% nu. De Amerikaanse 'kerninflatie' is ook licht opgelopen, van 2,8% jaar-op-jaar in mei naar 3,1% nu.

De hogere inflatiedruk in de VS kan een teken van economische kracht zijn (zo zal president Trump het in ieder geval graag zien), maar een andere interpretatie is ook mogelijk. De handelstarieven van president Trump vormen in feite een belasting voor Amerikaanse bedrijven en consumenten, die tot hogere kosten voor bedrijven en hogere prijzen voor consumenten leiden. In hoeverre deze interpretatie de toegenomen inflatiedruk verklaart, is niet met zekerheid te zeggen. Uit onderliggende cijfers blijkt wel dat de hogere prijsdruk in de afgelopen maanden vooral voortkwam uit de categorieën die geraakt worden door de handelstarieven, maar uit de meest recente cijfers blijkt dat inmiddels hogere prijzen in de dienstverlening weer de belangrijkste verklarende factor zijn voor de toegenomen inflatiedruk. Waarschijnlijk is de hogere inflatiedruk dus een combinatie van 'handelstarieven-inflatie' én economische kracht.

Voor de komende tijd voorzien zowel economen (volgens de Bloomberg-consensus) als financiële markten dat de inflatiedruk in de VS onverminderd hoog zal blijven, rond 3%. De verwachting is dat pas tegen eind 2026 de inflatie geleidelijk zal afnemen richting 2,5%. Deze cijfers zijn wel met bovengemiddeld hoge onzekerheid omgeven, zolang onduidelijk is hoe de regering-Trump het handelsbeleid verder zal vormgeven en wat de gevolgen daarvan zijn voor economische groei en prijsdruk. Daarbij kunnen nieuwe handelstarieven op korte termijn voor een nieuwe ronde prijsverhogingen zorgen, maar op langere termijn de Amerikaanse economie onder druk zetten en zo juist weer tot lagere prijzen leiden.

In Europa is de inflatieverwachting in die zin minder spannend, omdat economen ervan uitgaan dat de 'headline' inflatie tot in 2027 op of licht onder 2% zal blijven, terwijl de 'kerninflatie' geleidelijk zal afnemen tot rond 2%. Ook hiervoor geldt echter dat bijvoorbeeld de gevolgen van het Amerikaanse handelsbeleid, de dure euro en fluctuaties in de olieprijs het inflatiebeeld alsnog kunnen veranderen.

Met de huidige kennis van zaken is het rentebeleid van de ECB redelijk voorspelbaar, namelijk vooral stil blijven zitten en afwachten. In juni heeft de ECB de Europese basisrente voor het laatst verlaagd, naar 2%, en de verwachting is dat die in ieder geval de komende maanden ongewijzigd zal blijven. Voor de Amerikaanse centrale bank, de Fed, liggen de zaken ingewikkelder. In september heeft de Fed voor het eerst dit jaar de Amerikaanse basisrente verlaagd, van 4,5% naar 4,25%. De rentemarkt gaat ervan uit dat in het komende jaar nog 4-5 renteverlagingen zullen volgen, waarmee de basisrente op of rond 3% zou uitkomen. Deze verwachting is echter wel met veel onzekerheid omgeven. Als de inflatie in de VS komend jaar, zoals verwacht, inderdaad rond 3% blijft, is de vraag of een basisrente van 3% niet te laag is. Als daarentegen de Amerikaanse economie een terugval laat zien, wat zeker niet valt uit te sluiten, dan lijkt een rente van 3% juist aan de hoge kant. Ondertussen blijft president Trump de onafhankelijkheid van de Fed ondermijnen, onder andere door Fed-bestuurder Lisa Cook haar ontslag aan te zeggen en aan de stoelpoten van Fed-voorzitter Jerome Powell te zagen. De zittingstermijn van Powell loopt hoe dan ook in 2026 af, en de vraag is of Trump dan een meer gezeglijke voorzitter op zijn plek zal benoemen. In dat geval komt de door Trump gewenste rente van 1% misschien eerder in zicht, maar te verwachten valt ook dat financiële markten daar niet positief op zullen reageren.



Financiële markten

Aandelenmarkten beleefden een bijzonder goed derde kwartaal, vrijwel zonder uitzondering en met Aziatische aandelenbeurzen, opkomende markten en technologie-aandelen voorop. Europese kapitaalmarktrentes waren vlak tot licht hoger, terwijl Amerikaanse kapitaalmarktrentes juist daalden. Bedrijfsobligaties presteerden redelijk, maar beursgenoteerd vastgoed bleef achter.

Staatsobligaties

Op Europese markten voor staatsobligaties gebeurde, in ieder geval op het eerste gezicht, niet veel in het derde kwartaal van 2025. De Duitse 10-jaars rente steeg licht, van 2,6% naar 2,7%, terwijl de Nederlandse vrijwel onveranderd bleef rond 2,8%. Ook rentes op staatsobligaties van Zuid-Europese landen veranderden niet of nauwelijks, met uitzondering van Frankrijk. Daar steeg de 10-jaars rente met ca. 25 basispunten tot ruim 3,5%, en is daarmee nu de hoogste binnen de eurozone. Rentes op langer lopende staatsobligaties liepen ook licht op, tot bijvoorbeeld 3,3% voor de Duitse 30-jaars rente en ruim 3,4% voor de Nederlandse.

Buiten de eurozone was het beeld op obligatiemarkten wisselend. De Amerikaanse 10-jaars rente bijvoorbeeld daalde licht, van 4,2% naar 4,1%, net als die van o.a. Zwitserland en Nieuw-Zeeland. In het VK steeg de 10-jaars rente juist licht, van 4,5% naar 4,7%, net als bijvoorbeeld in Japan, Australië en China. Vrijwel overal bleven de rentebewegingen beperkt, met uitzondering van Argentinië, waar kapitaalmarktrentes in de tweede helft van het kwartaal scherp opliepen. De dreiging van weer een Argentijnse schuldencrisis lijkt enigszins bezworen, maar de vraag is voor hoe lang.

Bedrijfsobligaties

Europese bedrijfsobligaties profiteerden afgelopen kwartaal van het voortdurende 'risk on'-sentiment op financiële markten. Daarbij presteerden de relatief risicovolle 'high yield-bedrijfsobligaties iets beter dan 'investment grade'-obligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen wereldwijd kunnen terugkijken op een goed tot zeer goed verlopen derde kwartaal van 2025. De best presterende aandelenmarkten waren terug te vinden in Azië, met kwartaalrendementen van ruim 10% voor aandelenbeurzen in o.a. Japan, China, Hong Kong en Taiwan. Ook kleinere opkomende markten in Azië, zoals Indonesië, Thailand, Vietnam en Pakistan presteerden bijzonder goed, met kwartaalrendementen variërend van 15% tot 30%. De enige uitzondering was India, waar de aandelenbeurs daalde met ruim 5% (in euro's gemeten).

In Europa en de VS waren de koersstijgingen minder uitgesproken, maar alsnog overwegend positief. Op Europese aandelenbeurzen liepen de kwartaalrendementen uiteen van rond 0% in Duitsland tot 8-10% in Spanje en Italië. De EuroStoxx50-index kwam daarmee uit op een kwartaalrendement van ca. 5%. Daarmee bleef Europa iets achter bij de VS, waar de S&P500-index met ca. 7% steeg (in euro's gemeten). Daarbij viel vooral het verschil op tussen de 'technologie'-index Nasdaq, die met ruim 10% steeg, en de meer 'traditionele industrie'-index Dow Jones, die met zo'n 3% steeg.

Beursgenoteerd vastgoed

Europees beursgenoteerd vastgoed was in het tweede kwartaal van 2025 nog een van de best presterende beleggingscategorieën, met een kwartaalrendement van ruim 8%, maar in het derde kwartaal juist de slechtst presterende, met een kwartaalrendement van -5%.

Marktvooruitzichten

In onze TAA-visie begonnen we het derde kwartaal van 2025 met een beperkte 'risk off'-positionering, via een lichte onderweging van aandelen en een lichte overweging van cash. In de loop van het kwartaal zijn we naar een neutrale visie op alle beleggingscategorieën gegaan. Voor het vierde kwartaal handhaven we deze tactische visie.

Ondanks het onzekere macro-economische en geopolitieke klimaat, blijven financiële markten nog altijd optimistisch gestemd. Dit vertaalde zich ook afgelopen kwartaal weer in positieve rendementen op aandelen, bedrijfsobligaties en andere relatief risicovolle beleggingscategorieën, terwijl 'veilige' staatsobligaties beduidend minder in trek waren. De keerzijde van het positieve sentiment op financiële markten is dat risicovolle beleggingscategorieën, die in historisch perspectief toch al duur waren, nog duurder zijn geworden. Zeker de waarderingen van 'AI'-gerelateerde beleggingen roepen herinneringen op aan de 'dotcom-bubbel' van eind jaren '90 van de vorige eeuw, maar het is moeilijk in te schatten of op dit moment al sprake is van een 'bubbel' of nog altijd eerder van een 'boom'. Ter vergelijking: eind 1996 sprak voormalig Fed-voorzitter Greenspan al van 'irrational exuberance' op aandelenbeurzen, maar in de drie jaar daarna verdubbelde de Amerikaanse S&P500-index nog eens in waarde, terwijl de Nasdaq-index zelfs verviervoudigde in waarde.

Op dit moment zijn er weinig signalen dat het positieve sentiment op financiële markten snel zal keren, maar de (over-) waardering van aandelen en andere risicovolle beleggingscategorieën maken deze wel kwetsbaar voor eventuele macro-economische tegenslag, negatieve geopolitieke ontwikkelingen of een onverwacht 'risk event'. Daar staat tegenover dat de vooruitzichten voor een traditioneel relatief 'veilige' beleggingscategorie als staatsobligaties ook niet onverdeeld positief zijn, wanneer het inflatiebeeld zich minder gunstig ontwikkelt dan verwacht of bijvoorbeeld de politieke verlamming in Frankrijk en/of het VK tot hogere kapitaalmarktrentes zou leiden.

Staatsobligaties

Rentes op Europese staatsobligaties zijn de afgelopen maanden per saldo nauwelijks veranderd (met uitzondering van Frankrijk en het VK), ondanks alle geopolitieke onrust en macro-economische ontwikkelingen. Met de huidige gematigde economische groei- en inflatievooruitzichten kan dit ook de komende tijd zo blijven. Voor de ECB lijkt er op dit moment weinig aanleiding om rentes verder te verlagen (of te verhogen), zodat ook van daaruit weinig druk op kapitaalmarktrentes valt te verwachten. Onderliggend zijn er wel factoren die de relatieve rust op de Europese obligatiemarkten kunnen verstoren, maar wanneer en in welke richting is niet op voorhand duidelijk. Enerzijds kunnen bijvoorbeeld hogere handelstarieven de groeivooruitzichten voor de eurozone negatief beïnvloeden en daarmee tot lagere rentes leiden, anderzijds kunnen bijvoorbeeld hogere uitgaven aan defensie en infrastructuur de inflatie, en daarmee renteniveaus, opdrijven. Voor beide voorbeelden geldt echter dat deze vooral op een langere termijn spelen, en niet zozeer al de komende maanden.

Voor Amerikaanse kapitaalmarktrentes geldt een enigszins vergelijkbaar verhaal als voor de eurozone, met als belangrijkste verschil dat de beweeglijkheid van rentes de afgelopen tijd daar wel groter is geweest, en dat het risico van oplopende rentes op staatsobligaties in de VS ook groter lijkt dan in de eurozone. Handelstarieven, de zwakke dollar en het naar verwachting verder oplopende begrotingstekort zijn in principe allen inflatoir en kunnen daarmee ook tot hogere kapitaalmarktrentes leiden. Daarbij lijken Amerikaanse staatsobligaties minder in trek bij buitenlandse beleggers, terwijl de financieringsbehoefte van de Amerikaanse overheid juist verder oploopt.

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. Daarnaast zijn 'korte' rentes, die voor de 'credits'-markt meer relevant zijn dan 'lange' rentes, de laatste tijd gedaald. Dit draagt bij aan de relatieve aantrekkelijkheid van bedrijfsobligaties ten opzichte van staatsobligaties.

Laatstgenoemde factor is ook terug te zien in de relatief gunstige ontwikkeling van de 'vraag-aanbod verhoudingen' van bedrijfsobligaties. Bedrijven hebben de laatste tijd relatief veel obligaties uitgegeven, maar de vraag naar deze obligaties was ruim voldoende om het toegenomen aanbod op te vangen. Voor de komende tijd wordt minder aanbod aan nieuwe bedrijfsobligaties verwacht, wat in principe gunstig is voor de verwachte prijsontwikkeling. Een nadeel voor bedrijfsobligaties is wel dat deze in historisch perspectief niet bepaald aantrekkelijk gewaardeerd zijn. Dit geldt overigens wel meer voor relatief laag 'gerate' (bijv. BBB of lager) dan voor relatief 'veilige' (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties. Per saldo handhaven wij op een drie- tot zesmaands horizon onze neutrale visie op bedrijfsobligaties.

Aandelen

Aandelenbeurzen zijn weer volledig hersteld van de inzinking na 'Liberation Day', maar daarmee is ook de waardering van aandelen weer terug als aandachtspunt. Vooral voor Amerikaanse aandelen geldt dat deze relatief duur zijn in historisch perspectief. Positief is wel dat de winstontwikkeling bij Amerikaanse bedrijven tot nu toe goed op peil is gebleven, maar de vraag is of dit ook zo blijft bij economische tegenwind. Daarbij merken we op dat bedrijfswinsten als percentage van BBP in de VS nooit eerder zo hoog zijn geweest als nu, waardoor de ruimte voor nog hogere bedrijfswinsten beperkt lijkt, ook als het economisch wel goed zou blijven gaan.

Voor Europese aandelen (en andere aandelenregio's) gelden deze aandachtspunten minder. Toch blijven bij de huidige koersniveaus ook Europese aandelen kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten en/of ongunstige (geo-) politieke ontwikkelingen. Vooral de voortdurende dreiging van een handelsoorlog kan het sentiment op aandelenbeurzen opnieuw onder druk zetten.

Beursgenoteerd vastgoed

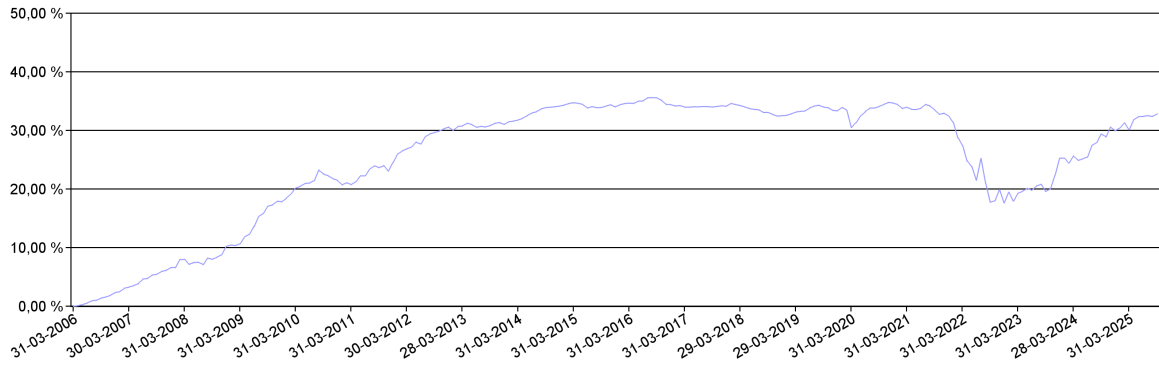
In de periode direct na de aankondiging van Trump's handelstarieven begin april presteerde vastgoed aanzienlijk beter dan de brede Europese aandelenmarkt, maar over afgelopen kwartaal bleef beursgenoteerd juist weer achter. Voor de komende tijd blijft de relatieve onkwetsbaarheid van vastgoed voor een eventuele handelsoorlog een pluspunt, maar mede gezien de onzekere economische vooruitzichten, handhaven wij vooralsnog onze neutrale visie op beursgenoteerd vastgoed.

Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 2% is het risicovrije rendement de afgelopen tijd aanzienlijk gedaald, maar verdere renteverlagingen worden voorlopig niet meer verwacht. Daarmee blijft het rendement op cash redelijk in lijn met de inflatie.

Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
30-09-2025	13.283,42	0,33%	0,32 %	2,22 %
31-08-2025	13.240,03	-0,13%	-0,01 %	1,89 %
31-07-2025	13.256,62	0,11%	0,11 %	2,02 %

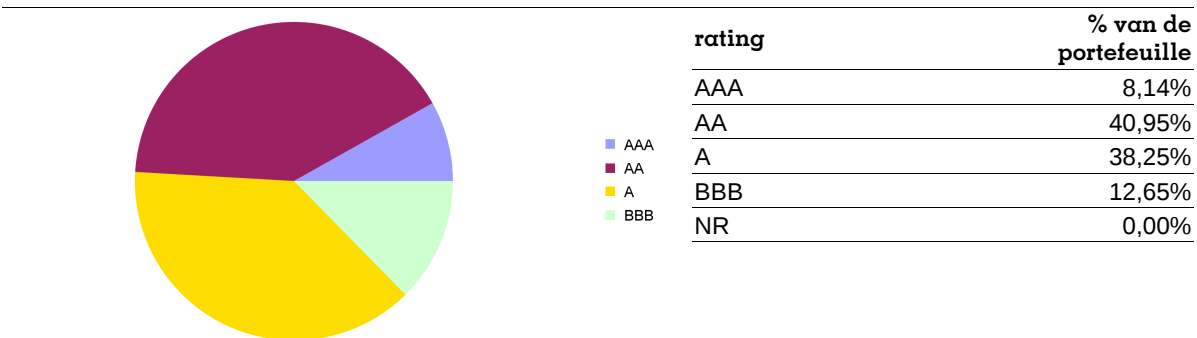
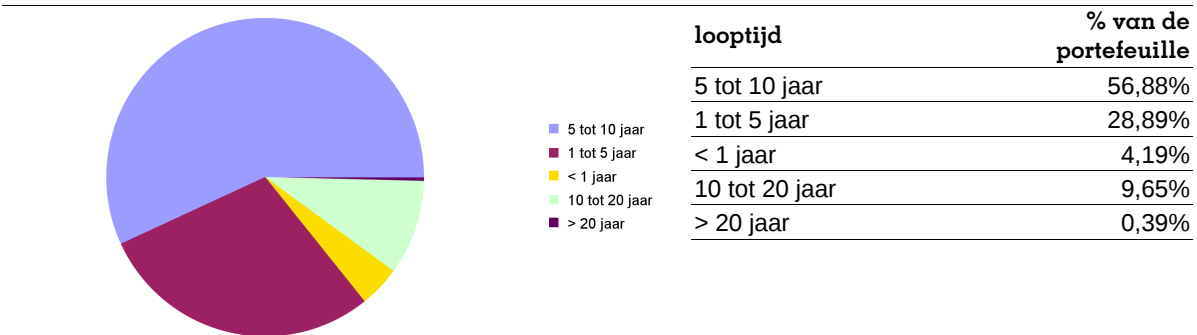
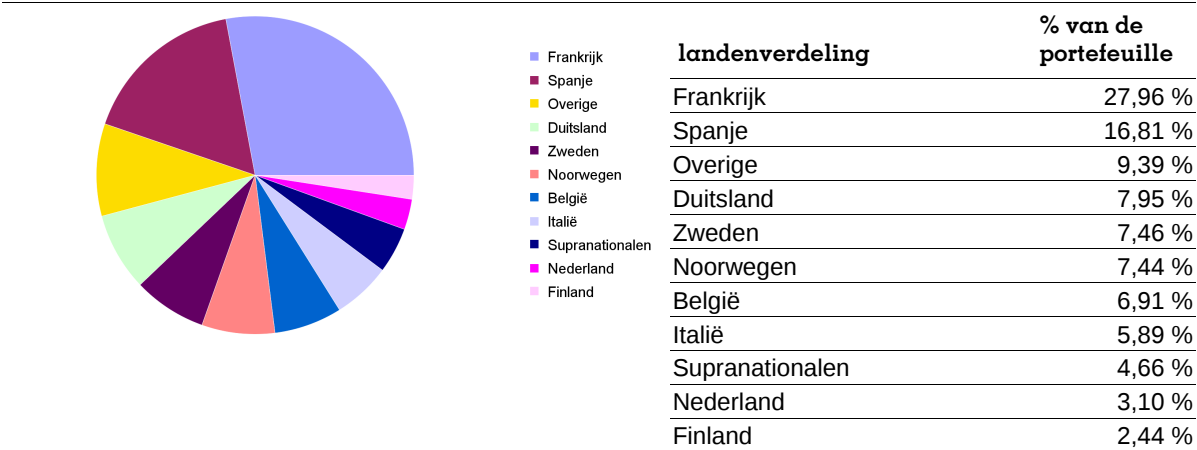
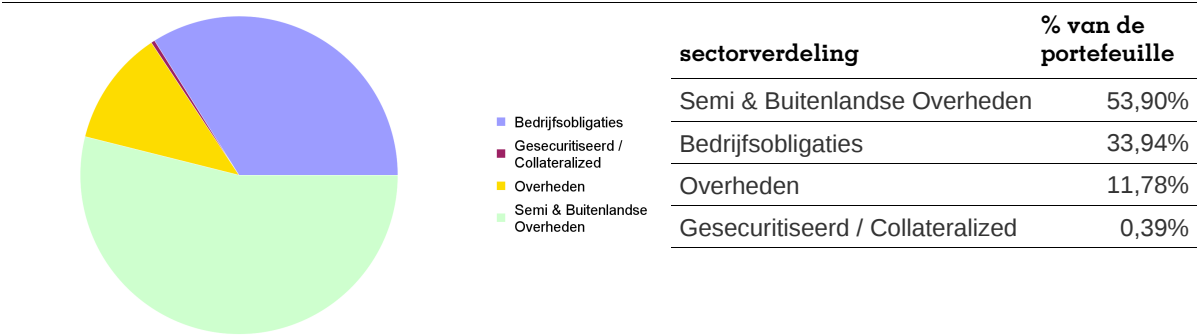


partial duration naar looptijd

	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,02
1 tot 3 jaar	0,13
3 tot 5 jaar	0,18
5 tot 7 jaar	1,40
7 tot 10 jaar	1,80
10 tot 15 jaar	0,81
15 tot 20 jaar	0,14
Langer dan 20 jaar	0,05
totaal	4,53

Bovenstaande tabel is na correctie van de futures

Samenstelling portefeuille



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

	AAA	AA	A	BBB	totaal
Bedrijfsobligaties		25,01%	8,93%		33,94 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	0,39%				0,39 %
Overheden			5,88%	5,89%	11,78 %
Semi & Buitenlandse Overheden	7,75%	15,94%	23,44%	6,76%	53,90 %
totaal	8,14 %	40,95 %	38,25 %	12,65 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	BBB	totaal
België		1,93%	4,98%		6,91 %
Cyprus			1,51%		1,51 %
Duitsland		7,95%			7,95 %
Finland		2,44%			2,44 %
Frankrijk	0,39%	10,22%	17,35%		27,96 %
Italië				5,89%	5,89 %
Letland			0,80%		0,80 %
Litouwen			0,40%		0,40 %
Luxemburg		1,97%			1,97 %
Nederland	3,10%				3,10 %
Noorwegen		7,44%			7,44 %
Oostenrijk		1,55%			1,55 %
Roemenië				0,97%	0,97 %
Slovakije			0,40%		0,40 %
Slovenië			1,79%		1,79 %
Spanje			11,02%	5,79%	16,81 %
Supranationalen	4,66%				4,66 %
Zweden		7,46%			7,46 %
totaal	8,14 %	40,95 %	38,25 %	12,65 %	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	3,2%
BPIFRANCE SACA_3.125%_01/07/2033	3,0%
WALLONIE_3%_06/12/2030	2,7%
DNB BANK_4%_14/03/2029	2,4%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
DNB BANK	7,4%
REPUBBLICA ITALIANA	5,9%
CREDIT MUTUEL ARKEA	4,6%
COMUNIDAD AUTONOMA DE MADRID	4,3%
BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL	4,2%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land									
	valuta	valuta koers	nominaal	koers	kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
AT0000A3EK38	STATE OF LOWER A											
	3.125% 30/10/2036			Oostenrijk								
	EUR	1,0000	200.000	98,05	199.822	196.102,00	5.753,42	201.855,42	0,8%	11,09	8,95	AA
BE0002853340	COMMUNAUTE FRANC 1.625% 03/05/2032											
				België								
	EUR	1,0000	200.000	90,86	199.506	181.712,00	1.344,52	183.056,52	0,7%	6,59	6,05	A
BE0002922038	WALLONIE 3.25% 22/06/2033											
				België								
	EUR	1,0000	200.000	99,27	198.162	198.538,00	1.798,63	200.336,63	0,8%	7,73	6,67	A
BE0002933142	COMMUNAUTE FRANC 3.75% 22/06/2033											
				België								
	EUR	1,0000	100.000	102,6	99.955	102.601,00	1.037,67	103.638,67	0,4%	7,73	6,58	A
BE0002956374	WALLONIE 3.75% 22/04/2039											
				België								
	EUR	1,0000	100.000	97,85	99.775	97.848,00	1.664,38	99.512,38	0,4%	13,57	10,26	A
BE0002966472	VLAANDEREN 4% 26/09/2042											
				België								
	EUR	1,0000	200.000	100,31	199.162	200.618,00	109,59	200.727,59	0,8%	17	12,17	AA
BE0390103662	WALLONIE 3% 06/12/2030											
				België								
	EUR	1,0000	700.000	100,2	698.894	701.428,00	17.202,74	718.630,74	2,7%	5,19	4,63	A
BE0390122852	VLAANDEREN 3.5% 22/06/2045											
				België								
	EUR	1,0000	100.000	92,51	93.637	92.509,00	968,49	93.477,49	0,4%	19,74	13,64	AA
BE6338167909	EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027											
				België								
	EUR	1,0000	200.000	102,08	199.794	204.164,00	7.011,64	211.175,64	0,8%	2,04	1,89	AA
DE000A4DFTY3	SACHAN 2.75% 19/05/2032											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	500.000	100	499.875	500.005,00	5.085,62	505.090,62	1,9%	6,64	5,93	AA
DE000BHY0GA	LANDESBANK BADEN 0.5% 05/11/2029											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	600.000	91,16	511.654	546.942,00	2.712,33	549.654,33	2,1%	4,1	3,93	AA
DE000BHY0SL9	LANDESBANK BADEN 0.375% 21/04/2031											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	600.000	86,52	597.888	519.126,00	1.004,79	520.130,79	2,0%	5,56	5,33	AA
DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	-1.800.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,19		NR
DE000F1ZLHQ6	EURO-BOBL FUTURE Dec25											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	-2.000.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,19		NR
DE000F1ZLHR4	EURO-SCHATZ FUT Dec25											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	-500.000	0		0,00	0,00	0,00	0,0%	0,19		NR
DE000NLB4RS5	NORDDEUTSCHE LAN 4.875% 11/07/2028											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	200.000	105,91	212.078	211.828,00	2.190,41	214.018,41	0,8%	2,78	2,58	AA
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	100.000	94,01	99.316	94.009,00	39,38	94.048,38	0,4%	14	11,24	AA
DE000NWB0AY	NRW 2.5% 13/02/2032											
				Duitsland								
	EUR	1,0000	200.000	98,59	198.936	197.182,00	3.150,68	200.332,68	0,8%	6,38	5,72	AA
ES0000012L52	SPANJE 3.15% 30/04/2033											
				Spanje								
	EUR	1,0000	250.000	101,32	249.408	253.305,00	3.322,60	256.627,60	1,0%	7,59	6,59	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt-waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
ES0000090953	JUNTA DE ANDALUC 3.3% 30/04/2035		Spanje		498.815	497.175,00	9.086,30	506.261,30	1,9%	9,59	7,96	BBB
	EUR	1,0000	500.000	99,44								
ES0000090961	JUNTA DE ANDALUC 3.25% 31/10/2033		Spanje		399.724	401.960,00	4.701,37	406.661,37	1,5%	8,09	6,95	BBB
	EUR	1,0000	400.000	100,49								
ES00001010J0	MADRID 2.822% 31/10/2029		Spanje		100.000	101.072,00	2.590,05	103.662,05	0,4%	4,09	3,73	A
	EUR	1,0000	100.000	101,07								
ES00001010K8	MADRID 3.596% 30/04/2033		Spanje		296.109	310.731,00	4.551,65	315.282,65	1,2%	7,59	6,49	A
	EUR	1,0000	300.000	103,58								
ES00001010P7	MADRID 3.173% 30/07/2029		Spanje		99.991	102.347,00	547,67	102.894,67	0,4%	3,83	3,56	A
	EUR	1,0000	100.000	102,35								
ES00001010Q5	MADRID 3.137% 30/04/2035		Spanje		399.952	395.880,00	7.872,58	403.752,58	1,5%	9,59	8	A
	EUR	1,0000	400.000	98,97								
ES00001010R3	MADRID 2.487% 30/07/2030		Spanje		199.992	199.022,00	1.512,64	200.534,64	0,8%	4,83	4,46	A
	EUR	1,0000	200.000	99,51								
ES0000106734	BASQUE GOVERNMEN 1.875% 30/07/2033		Spanje		297.969	276.225,00	970,89	277.195,89	1,1%	7,84	7,09	A
	EUR	1,0000	300.000	92,08								
ES0000106759	BASQUE GOVERNMEN 3.4% 30/04/2034		Spanje		199.686	203.804,00	2.869,04	206.673,04	0,8%	8,59	7,27	A
	EUR	1,0000	200.000	101,9								
ES0000106767	BASQUE GOVERNMEN 3.25% 30/04/2035		Spanje		398.632	400.288,00	7.550,68	407.838,68	1,5%	9,59	7,98	A
	EUR	1,0000	400.000	100,07								
ES0001352642	XUNTA DE GALICIA 2.87% 30/04/2032		Spanje		299.940	299.043,00	2.500,44	301.543,44	1,1%	6,59	5,87	BBB
	EUR	1,0000	300.000	99,68								
ES0200002030	ADIFAL 1.25% 04/05/2026		Spanje		213.894	198.850,00	1.027,40	199.877,40	0,8%	0,59	0,58	BBB
	EUR	1,0000	200.000	99,43								
ES0200002121	ADIFAL 3.5% 30/04/2032		Spanje		99.629	101.780,00	1.476,71	103.256,71	0,4%	6,59	5,73	BBB
	EUR	1,0000	100.000	101,78								
FR00140003P3	BANQUE FEDERATIV 0.1% 08/10/2027		Frankrijk		399.989	381.728,00	392,33	382.120,33	1,5%	2,02	1,97	A
	EUR	1,0000	400.000	95,43								
FR0014001S17	CADES 0% 25/05/2031		Frankrijk		304.047	255.372,00	0,00	255.372,00	1,0%	5,65	5,49	AA
	EUR	1,0000	300.000	85,12								
FR001400A3H2	CADES 1.5% 25/05/2032		Frankrijk		99.435	90.753,00	530,14	91.283,14	0,3%	6,65	6,14	AA
	EUR	1,0000	100.000	90,75								
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		504.280	525.115,00	734,59	525.849,59	2,0%	4,97	4,46	A
	EUR	1,0000	500.000	105,02								
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		198.066	196.298,00	226,03	196.524,03	0,7%	12,98	10,07	A
	EUR	1,0000	200.000	98,15								
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk		199.846	201.938,00	8.204,79	210.142,79	0,8%	13,02	9,55	A
	EUR	1,0000	200.000	100,97								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
FR001400LFC1	CAISSE DES DEPOT											
	3.375%	25/11/2030		Frankrijk								
FR001400N7G0	EUR	1,0000	100.000	102,37	99.931	102.367,00	2.866,44	105.233,44	0,4%	5,16	4,56	AA
	CADES 2.75%											
FR001400N7G0	25/02/2029			Frankrijk								
	EUR	1,0000	200.000	100,69	199.820	201.388,00	3.284,93	204.672,93	0,8%	3,41	3,17	AA
FR001400NHX9	REGION OF ILE DE											
	3.2% 25/05/2034			Frankrijk								
FR001400NHX9	EUR	1,0000	300.000	97,88	299.367	293.628,00	3.392,88	297.020,88	1,1%	8,65	7,34	A
	BANQUE FEDERATIV											
FR001400Q0T5	3.5% 15/05/2031			Frankrijk								
	EUR	1,0000	200.000	101,9	200.999	203.806,00	2.665,75	206.471,75	0,8%	5,62	4,99	A
FR001400Q6Q8	BPCE SFH 3.125%											
	22/05/2034			Frankrijk								
FR001400Q6Q8	EUR	1,0000	100.000	99,88	99.992	99.875,00	1.130,14	101.005,14	0,4%	8,65	7,39	AAA
	CREDIT MUT ARKEA											
FR001400TL81	3.309% 25/10/2034			Frankrijk								
	EUR	1,0000	1.200.000	98,87	1.178.340	1.186.464,00	37.097,06	1.223.561,06	4,6%	9,07	7,48	A
FR001400TML1	BPIFRANCE SACA											
	2.875% 25/11/2031			Frankrijk								
FR001400TML1	EUR	1,0000	300.000	98,84	299.232	296.520,00	8.055,88	304.575,88	1,2%	6,16	5,41	A
	AGENCE FRANCE LO											
FR001400TUC3	3% 20/08/2032			Frankrijk								
	EUR	1,0000	200.000	98,67	196.710	197.338,00	690,41	198.028,41	0,8%	6,89	6,1	A
FR001400WR49	REGION OF ILE DE											
	3.65% 25/05/2035			Frankrijk								
FR001400WR49	EUR	1,0000	200.000	100,75	199.620	201.496,00	5.060,00	206.556,00	0,8%	9,65	7,84	A
	VILLE DE PARIS 3.5%											
FR001400X656	05/02/2036			Frankrijk								
	EUR	1,0000	500.000	98,6	498.740	492.980,00	11.410,96	504.390,96	1,9%	10,36	8,35	AA
FR001400X6D7	CADES 2.875%											
	25/05/2030			Frankrijk								
FR001400X6D7	EUR	1,0000	500.000	100,67	499.025	503.350,00	5.080,48	508.430,48	1,9%	4,65	4,26	AA
	UNEDIC 3.375%											
FR001400YA95	25/11/2033			Frankrijk								
	EUR	1,0000	500.000	100,44	496.220	502.210,00	9.061,64	511.271,64	1,9%	8,16	6,91	AA
FR001400ZAD0	UNEDIC 3.25%											
	25/05/2035			Frankrijk								
FR001400ZAD0	EUR	1,0000	500.000	97,8	497.575	488.995,00	6.767,12	495.762,12	1,9%	9,65	8,03	AA
	BPIFRANCE SACA											
FR0014010VH4	3.125% 01/07/2033			Frankrijk								
	EUR	1,0000	800.000	98,37	796.320	786.928,00	6.301,37	793.229,37	3,0%	7,76	6,72	A
IT0005508590	ITALIE 4% 30/04/2035											
	EUR	1,0000	500.000	105,13	478.203	525.635,00	8.415,30	534.050,30	2,0%	9,59	7,71	BBB
IT0005542359	ITALIE 4% 30/10/2031											
	EUR	1,0000	550.000	106,07	543.217	583.374,00	9.256,83	592.630,83	2,3%	6,08	5,24	BBB
IT0005596470	ITALIE 4.05%											
	30/10/2037			Italië								
IT0005596470	EUR	1,0000	300.000	103,51	299.595	310.518,00	5.112,30	315.630,30	1,2%	12,09	9,22	BBB
	ITALIE 4.1%											
IT0005631608	30/04/2046			Italië								
	EUR	1,0000	100.000	99,52	99.465	99.516,00	1.725,14	101.241,14	0,4%	20,59	13,29	BBB
SI0002104303	SLOVENIE 3.625%											
	11/03/2033			Slovenië								
SI0002104303	EUR	1,0000	250.000	105,37	251.775	263.425,00	5.065,07	268.490,07	1,0%	7,45	6,38	A
	SLOVENIE 3.125%											
SI0002105052	02/07/2035			Slovenië								
	EUR	1,0000	200.000	99,55	199.492	199.090,00	1.558,22	200.648,22	0,8%	9,76	8,23	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
SK4000023230	SLOWAKIJE 3.625% 08/06/2033		Slovakije									
	EUR	1,0000	100.000	102,61	99.202	102.612,00	1.142,12	103.754,12	0,4%	7,69	6,58	A
XS1484645616	KAF KARNTNER AUS 0% 14/01/2032		Oostenrijk									
	EUR	1,0000	250.000	81,37	249.275	203.430,00	0,00	203.430,00	0,8%	6,29	6,19	AA
XS2003499386	NORDEA BANK 0.375% 28/05/2026		Finland									
	EUR	1,0000	500.000	98,88	516.050	494.390,00	647,26	495.037,26	1,9%	0,66	0,65	AA
XS2109812508	ROEMENIE 2% 28/01/2032		Roemenië									
	EUR	1,0000	300.000	82,98	308.250	248.940,00	4.043,84	252.983,84	1,0%	6,33	5,59	BBB
XS2258389415	OP CORP BANK 0.1% 16/11/2027		Finland									
	EUR	1,0000	150.000	95,14	138.920	142.714,50	131,10	142.845,60	0,5%	2,13	2,07	AA
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen									
	EUR	1,0000	300.000	97,47	299.244	292.407,00	789,04	293.196,04	1,1%	1,3	1,27	AA
XS2478690931	SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026		Zweden									
	EUR	1,0000	100.000	99,47	99.465	99.470,00	1.553,42	101.023,42	0,4%	1,12	1,07	AA
XS2527451905	SVENSKA HB 2.625% 05/09/2029		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	99,89	496.790	499.450,00	934,93	500.384,93	1,9%	3,93	3,68	AA
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen									
	EUR	1,0000	400.000	100,81	401.582	403.248,00	342,47	403.590,47	1,5%	0,98	0,95	AA
XS2586947082	ICO 3.05% 31/10/2027		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	101,77	99.950	101.770,00	2.799,32	104.569,32	0,4%	2,08	1,96	A
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen									
	EUR	1,0000	600.000	103,27	599.226	619.620,00	13.216,44	632.836,44	2,4%	2,45	2,28	AA
XS2604821228	LITOUWEN 3.875% 14/06/2033		Litouwen									
	EUR	1,0000	100.000	103,6	99.366	103.601,00	1.157,19	104.758,19	0,4%	7,71	6,54	A
XS2610236445	CYPRUS 4.125% 13/04/2033		Cyprus									
	EUR	1,0000	360.000	108,06	357.286	388.998,00	6.957,12	395.955,12	1,5%	7,54	6,37	A
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden									
	EUR	1,0000	800.000	102,95	802.222	823.608,00	8.498,63	832.106,63	3,2%	1,75	1,67	AA
XS2648672660	LETLAND 3.875% 12/07/2033		Letland									
	EUR	1,0000	200.000	104,45	199.430	208.898,00	1.719,86	210.617,86	0,8%	7,79	6,62	A
XS2695039128	BNG BANK 3.5% 27/09/2038		Nederland									
	EUR	1,0000	600.000	101,93	611.850	611.568,00	230,14	611.798,14	2,3%	13	10,34	AAA
XS2744491874	NWB 2.625% 10/01/2034		Nederland									
	EUR	1,0000	100.000	97,69	97.897	97.691,00	1.898,63	99.589,63	0,4%	8,28	7,19	AAA
XS2765024414	WERELDBANK 2.9% 14/02/2034		Supranationalen									
	EUR	1,0000	100.000	100,01	99.726	100.005,00	1.819,45	101.824,45	0,4%	8,38	7,22	AAA
XS2793252060	ICO 3.05% 30/04/2031		Spanje									
	EUR	1,0000	100.000	101,72	99.756	101.722,00	1.286,85	103.008,85	0,4%	5,58	5,02	A
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden									
	EUR	1,0000	500.000	102,77	496.935	513.860,00	5.779,11	519.639,11	2,0%	4,66	4,23	AA

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-september-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS2977974927	DNB BANK 3%											
	15/01/2031 Noorwegen											
	EUR	1,0000	600.000	100,81	598.050	604.878,00	12.772,60	617.650,60	2,3%	4,3	3,9	AA
XS2978479298	WERELDBANK 2.95%											
	16/01/2035 Supranationalen											
	EUR	1,0000	300.000	99,84	299.358	299.508,00	6.255,62	305.763,62	1,2%	9,3	7,87	AAA
XS3019311581	BANQUE ET CAISSE											
	3.25% 19/03/2031 Luxemburg											
	EUR	1,0000	500.000	101,43	498.365	507.125,00	8.726,03	515.851,03	2,0%	4,47	4,05	AA
XS3030091329	EBRD 2.875%											
	22/03/2032 Supranationalen											
	EUR	1,0000	500.000	100,53	498.500	502.645,00	7.679,79	510.324,79	1,9%	6,48	5,75	AAA
XS3080786398	INTERNATIONAL DE											
	2.5% 28/05/2030 Supranationalen											
	EUR	1,0000	300.000	99,74	299.679	299.232,00	2.589,04	301.821,04	1,1%	4,66	4,31	AAA
XS3080788683	SPANJE 2.8%											
	30/04/2032 Spanje											
	EUR	1,0000	400.000	99,69	398.348	398.748,00	3.896,99	402.644,99	1,5%	6,59	5,88	A
XS3187827251	NWB 2.75%											
	24/09/2032 Nederland											
	EUR	1,0000	100.000	99,68	99.862	99.681,00	52,74	99.733,74	0,4%	6,99	6,27	AAA
	Cash Nederland											
	EUR	1,0000	14.673	1		14.672,86	0,00	14.672,86	0,1%			NR
	Cash Nederland											
	EUR	1,0000	117.443	1		117.443,11	0,00	117.443,11	0,4%			NR
	eindtotaal					25.978.136,47	342.659,84	26.320.796,31	100,0%	6,67		

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	MUND	DE000NLB4RS5	NORDDEUTSCHE LAN_4.875%_11/07/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	106,04	-212.078,00	-2.136,99	-214.214,99	25-09-2025	29-09-2025
Buy, Customer	XBRU	BE0390122852	VLAANDEREN_3.5%_22/06/2045						
	NatWest Markets N.V.	EUR	100.000	93,64	-93.637,00	-172,60	-93.809,60	08-07-2025	10-07-2025
Buy, Customer	XFRA	EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	50.000	99,86	-49.931,50	0,00	-49.931,50	10-07-2025	14-07-2025
Buy, Customer	XHAM	DE000SHFM816	STATE SCHLESWIG_0.01%_02/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	5.000	99,83	-4.991,45	-0,46	-4.991,91	30-07-2025	01-08-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3187827251	NWB_2.75%_24/09/2032						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	100.000	99,86	-99.862,00	0,00	-99.862,00	17-09-2025	24-09-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	10.000	99,75	-9.975,20	0,00	-9.975,20	31-07-2025	04-08-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	DZ Bank	EUR	40.000	99,89	-39.954,93	0,00	-39.954,93	26-08-2025	28-08-2025
Buy, Customer	XSTU	EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
	BNP PARIBAS	EUR	5.000	99,78	-4.989,15	0,00	-4.989,15	27-08-2025	29-08-2025
totaal Buy, Customer					-515.419,23	-2.310,05	-517.729,28		
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1NGF53	EURO-BUND FUTURE Sep25						
	UBS AG London branch	EUR	1.500.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1NGF61	EURO-BOBL FUTURE Sep25						
	UBS AG London branch	EUR	2.000.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
Buy Fut.Cl	XEUR	DE000F1NGF79	EURO-SCHATZ FUT Sep25						
	UBS AG London branch	EUR	900.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
totaal Buy Fut.Cl					0,00	0,00	0,00		
Coupon		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	125,00	07-07-2025	07-07-2025
Coupon		XS0525602339	RABOBANK_4.125%_14/07/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.650,00	14-07-2025	14-07-2025
Coupon		XS2648672660	LETLAND_3.875%_12/07/2033						
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.750,00	12-07-2025	14-07-2025
Coupon		ES00001010P7	MADRID_3.173%_30/07/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	3.693,16	30-07-2025	30-07-2025
Coupon		ES0000106734	BASQUE GOVERNMEN_1.875%_30/07/2033						
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.625,00	30-07-2025	30-07-2025
Coupon		FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032						
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.717,81	20-08-2025	20-08-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Coupon		DE000SHFM816	STATE SCHLESWIG_0.01%_02/09/2025						
		EUR	0	0	0,00	0,00	0,50	02-09-2025	02-09-2025
Coupon		XS2527451905	SVENSKA HB_2.625%_05/09/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	13.125,00	05-09-2025	05-09-2025
Coupon		FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	20.625,00	18-09-2025	18-09-2025
Coupon		FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE_3.75%_20/09/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	7.500,00	20-09-2025	22-09-2025
Coupon		XS2534985523	DNB BANK_3.125%_21/09/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	12.500,00	21-09-2025	21-09-2025
Coupon		DE000NWB0AX6	NRW BANK_2.875%_26/09/2039						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.875,00	26-09-2025	26-09-2025
Coupon		BE0002966472	VLAANDEREN_4%_26/09/2042						
		EUR	0	0	0,00	0,00	8.000,00	26-09-2025	26-09-2025
Coupon		XS2695039128	BNG BANK_3.5%_27/09/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	21.000,00	27-09-2025	29-09-2025
totaal Coupon					0,00	0,00	109.186,47		
Pay Back		BE6322991462	EUROCLEAR BANK_0.125%_07/07/2025						
		EUR	100.000	100	100.000,00	0,00	100.000,00	07-07-2025	07-07-2025
Pay Back		XS0525602339	RABOBANK_4.125%_14/07/2025						
		EUR	40.000	100	40.000,00	0,00	40.000,00	14-07-2025	14-07-2025
Pay Back		EU000A4D5544	EU_0%_08/08/2025						
		EUR	50.000	100	50.000,00	0,00	50.000,00	08-08-2025	08-08-2025
Pay Back		DE000SHFM816	STATE SCHLESWIG_0.01%_02/09/2025						
		EUR	5.000	100	5.000,00	0,00	5.000,00	02-09-2025	02-09-2025
Pay Back		EU000A4DMK40	ESM_0%_18/09/2025						
		EUR	55.000	100	55.000,00	0,00	55.000,00	18-09-2025	18-09-2025
totaal Pay Back					250.000,00	0,00	250.000,00		
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014004750	BANQUE FEDERATIV_0.25%_29/06/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	93,94	187.882,00	126,03	188.008,03	25-09-2025	29-09-2025
totaal Sell,Cstmr					187.882,00	126,03	188.008,03		
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	200.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	400.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	100.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	300.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHP8	EURO-BUND FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	500.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHQ6	EURO-BOBL FUTURE Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	2.000.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
SellFutOp	XEUR	DE000F1ZLHR4	EURO-SCHATZ FUT Dec25						
	UBS AG London branch	EUR	500.000	0	0,00	0,00	0,00	02-09-2025	02-09-2025
totaal SellFutOp					0,00	0,00	0,00		
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	624	1	-623,59	0,00	-623,59	29-07-2025	29-07-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	327	1	-326,70	0,00	-326,70	19-08-2025	19-08-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	247	1	-246,51	0,00	-246,51	28-08-2025	28-08-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	318	1	-317,55	0,00	-317,55	02-09-2025	02-09-2025
SettDebt			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	194	1	-193,84	0,00	-193,84	26-09-2025	26-09-2025
totaal SettDebt					-1.708,19	0,00	-1.708,19		
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	42	1	42,34	0,00	42,34	04-07-2025	04-07-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	44	1	44,21	0,00	44,21	05-08-2025	05-08-2025
SettRecv			Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke						
	UBS AG London branch	EUR	49	1	49,18	0,00	49,18	03-09-2025	03-09-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
totaal SettRecv					135,73	0,00	135,73		