

2025 vierde kwartaal

Rapportage
AKF Onderwijs Fonds

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 Onderwijs Fonds

ASR Kapitaalmarkt Fonds – Onderwijs Fonds is een subfonds van ASR Kapitaalmarkt Fonds. Het Onderwijs Fonds (OLF) is geïntroduceerd op 16 september 2011 en is gericht op Nederlandse onderwijsinstellingen. Het doel van OLF is om participanten de mogelijkheid te bieden om eenvoudig, veilig en gespreid te beleggen. De beleggingsdoelstelling is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te bieden conform de regels van de Regeling beleggen en belenen van OC&W. Dit houdt onder andere in dat er alleen wordt belegd in waardepapier uitgegeven of gegarandeerd door overheden, supranationale instellingen of financiële ondernemingen. Hierbij moet de desbetreffende overheid of financiële ondernemingen gevestigd zijn in een lidstaat van de EER en dient het papier uitgegeven te zijn in euro's en minimaal te beschikken over een single A (flat) rating. Er mag geen gebruik worden gemaakt van derivaten om bijvoorbeeld het renterisico af te dekken.

Gevoerd beleid en rendement

Portefeuillebeleid

De beleggingsdoelstelling van het ASR Onderwijs Fonds (OLF) is een zo hoog mogelijk risico-gewogen rendement te behalen onder de voorwaarde dat conform de Regeling beleggen, lenen en derivaten van het Ministerie van Onderwijs, Cultuur en Wetenschap (OCW) wordt belegd. Daarnaast is het Onderwijs Fonds duurzaam belegd conform het duurzaamheidsbeleid van a.s.r. Het fondsvermogen kwam eind december 2025 uit op EUR 27,05 miljoen. Het fonds bestaat voor 89,7% uit obligaties van Europese financiële ondernemingen. Wat betreft de ratingverdeling is de portefeuille voor 6,6% in 'AAA' obligaties belegd, voor 27,2% in 'AA' obligaties en voor 66,2% in 'A' obligaties. De top drie van de landenexposure bestond uit Duitsland (24,8%), Zweden (23,7%) en Noorwegen (12,7%). Ruim 95% van de portefeuille bestaat uit duurzame green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille bedroeg aan het eind van het kwartaal ca. 3,8 jaar. Het effectieve rendement van de beleggingen ligt rond de 2,9%.

Performanceverantwoording

Het ASR Onderwijs Fonds behaalde behaalde het afgelopen kwartaal, na aftrek van kosten, een netto rendement van +0,11%. De kapitaalmarktrente steeg licht maar credit spreads daalden. Over geheel 2025 is er een rendement van +2,52% 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 van Frankrijk naar A+, zijn nieuwe beleggingen in Franse banken onder de Regeling van OCW niet meer toegestaan. In het kader van goed huisvaderschap zullen de huidige beleggingen vooralsnog wel worden aangehouden en langzaam worden afgebouwd. Positief nieuws was er voor de Zweedse banken SEB en Lansforsakringar. S&P gaf beide banken een upgrade van één notch.

Marktomstandigheden

Economische Groeivoorzichten

Het jaar 2025 zal de boeken ingaan als een jaar met veel macro-economische volatiliteit.

Beleidswijzingen volgden elkaar in hoog tempo op, terwijl technologische ontwikkelingen zich razendsnel doorzetten. De combinatie is ongebruikelijk: protectionisme is doorgaans negatief voor de mondiale groei, terwijl technologische vooruitgang juist tot productiviteitswinst en hogere potentiële groei kan leiden. Wat het netto-effect hiervan op de wereldeconomie zou zijn, was lange tijd (en is tot op zekere hoogte nog steeds) onzeker.

Het jaar begon met groeiverwachtingen rond het langjarig gemiddelde. Het IMF rekende begin dit jaar voor zowel 2025 als 2026 nog op een mondiale groei van 3,3%, vrijwel gelijk aan de gerealiseerde groei in 2024. Na de aangekondigde “wederkerige” importheffingen van president Trump begin april verlaagde het IMF de raming naar 2,8% voor 2025 en 3,0% voor 2026. Inmiddels is het IMF opnieuw bijgedraaid: de groei voor 2025 wordt nu op 3,2% geschat en voor 2026 op 3,1%. Per saldo is het netto-effect op de eindstand dus bijna nul, maar de weg ernaartoe was allesbehalve rustig. Het IMF staat daarin niet alleen. Ook Bloomberg-surveys lieten hetzelfde patroon zien: de mediaan van de groeiverwachtingen startte rond 3,0%, zakte naar 2,6% na de afgekondigde wederkerige heffingen, en eindigt het jaar weer rond de oorspronkelijke 3,0%. De negatieve groeiprikkels van protectionisme en de positieve impuls van technologie lijken elkaar op mondiaal niveau grofweg in evenwicht te houden, al blijft deze conclusie omgeven door bovengemiddeld hoge onzekerheden én duidelijke regionale verschillen.

Als het IMF gelijk krijgt, is de economie die relatief het meest te lijden heeft onder het wispelturige beleid van de regering-Trump paradoxaal genoeg die van de Verenigde Staten zelf. De groeiverwachting voor 2025 ligt inmiddels circa 0,7 procentpunt lager dan aan het begin van het jaar en komt naar verwachting uit op 2,0%. Tegelijkertijd geven de feitelijke cijfers over 2025 (nog) geen eenduidig oordeel. Op het eerste kwartaal na kwamen de Amerikaanse groeicijfers veelal boven verwachting uit of werden ze in de maanden na publicatie naar boven bijgesteld. Dat wekt de indruk dat importheffingen weinig schade aanrichten, of dat het effect op korte termijn wordt gecompenseerd. Daarbij hoort wel een belangrijke kanttekening: de afgelopen maanden zijn er verschillende ontwikkelingen geweest die de interpretatie en betrouwbaarheid van deze cijfers significant compliceren.

Deze zomer ontstond er scepticisme over de datakwaliteit van het ‘Bureau of Labor Statistics’ (BLS) nadat het hoofd, Erika McEntarfer, op 1 augustus door president Trump werd ontslagen omdat het tegenvallende resultaten over de Amerikaanse arbeidsmarkt had gepubliceerd. Een permanente opvolger is nog altijd niet benoemd; het proces sleept zich voort. Daar komt bij dat het BLS structureel onderbezet is. In september bleek dat vrijwel een derde van de seniorposities openstaat. Dat voedt opnieuw vragen over de kwaliteit, robuustheid en consistentie van de dataproductie.

Los van deze kanttekeningen was de reële bbp-groei in het tweede kwartaal verrassend sterk: 3,8% op ‘geannualiseerde’ basis. Deze uitkomst werd echter mede vertekend door het vertraagde effect van ‘frontloading’ in het eerste kwartaal: vooruitlopend op importheffingen werden toen grote voorraden opgebouwd. In het tweede kwartaal raakten die voorraden als het ware verzadigd, waardoor de importvraag terugviel. Omdat lagere import in de bbp-boekhouding een positief effect heeft op de groei, kreeg het cijfer hierdoor een extra zetje.

In het derde kwartaal zou de vertekening in elk geval gedeeltelijk moeten zijn verdwenen en daarmee meer inzicht moeten geven, maar ook toen deden zich uitzonderlijke omstandigheden voor. De federale overheid slaagde er niet in tijdig een nieuwe begroting goed te keuren, waarna de federale overheid per 1 oktober in ‘shutdown’ ging. Niet-essentiële ambtenaren legden het werk neer, waaronder medewerkers van zowel het BLS als het ‘Bureau of Economic Analysis’ (BEA). In de stijl van president Trump werd ook deze ‘shutdown’ ‘great’: met 43 dagen duurde die historisch lang. Het BLS verzamelde daardoor tot en met 12 november geen data, waardoor zowel de onderliggende statistiek als de latere revisies met extra voorzichtigheid geïnterpreteerd moet worden. De “ruis” hiervan kan nog tot in ieder geval het eerste kwartaal van 2026 doorwerken, voordat er echt harde conclusies te trekken zijn.

Hoewel de cijfers met serieuze twijfel zijn omgeven, oogt de Amerikaanse economie op basis van de beschikbare informatie opvallend veerkrachtig. In het derde kwartaal groeide de reële economie met 1,1% ten opzichte van het vorige kwartaal, wat neerkomt op 4,3% op ‘geannualiseerde’ basis. Onderliggend blijven de Amerikaanse consumentenbestedingen (met een gewicht van circa 70% de belangrijkste motor van het bbp) goed op peil. Opmerkelijk is dat dit gebeurt terwijl het sentiment zwak is: de consumentenvertrouwensindex staat rond 89 (waarbij 100 als neutraal wordt gezien).

Dit is deels te verklaren door het stijgende reële beschikbare inkomen: circa +1,5% op jaarbasis, doordat de loonstijging inmiddels hoger ligt dan de inflatie. Een tweede belangrijke component is de ontwikkeling van het netto vermogen van huishoudens, dat door stijgende huizenprijzen, en hoge beurskoersen fors is opgelopen. Dat onder pessimistische consumenten de bestedingsbereidheid hoog blijft lijkt tegenstrijdig, maar het verschil zit in de statistische weging. Consumentenvertrouwen is een (gewogen) doorsnede waarin de zorgen van de brede massa (en dus relatief veel gewicht naar lage inkomensgroepen gaat) zwaar doorwerken. Het totale huishoudvermogen wordt daarentegen sterk beïnvloed door de vermogende top. Juist die groep drukt onevenredig zwaar op de vermogensstatistiek én dus op consumptie. Dit mechanisme wordt vaak aangeduid als een ‘K-shaped’ economie: de welvaartsbeleving divergeert, terwijl de macro-economische uitkomst nog solide kan blijven.

Hierin schuilt volgens het IMF echter een belangrijk risico voor 2026. Als de hoge winstverwachtingen van Amerikaanse bedrijven niet worden waargemaakt en financiële markten scherp corrigeren, kan dat het totale vermogen van de hoogste inkomensgroepen (89e percentiel) direct raken. Deze groep bezit ongeveer 90% van de aandelen en beleggingsfondsen, waaronder 'mutual funds'. Omdat juist deze huishoudens een bovengemiddeld grote bijdrage leveren aan de binnenlandse consumptie, kan een forse correctie een belangrijke steunpilaar onder de groei wegnemen en de kans op een brede economische terugval vergroten.

Naast consumptie droeg in het derde kwartaal ook de netto-export relatief veel bij aan de groei. Dat werd geholpen door (1) importheffingen die import afremmen en (2) een zwakkere dollar gedurende het kwartaal, wat de exportpositie ondersteunt. Tegelijkertijd lieten private investeringen een grilliger beeld zien. In het eerste kwartaal (circa 1,2% van het bbp) en het tweede kwartaal (circa 0,8% van het bbp) droegen investeringen, veelal onder de vlag van investeringen in artificiële intelligentie ('AI'), sterk bij. In het derde kwartaal viel dit scherp terug naar ongeveer 0,2%. Hoewel de bouw van datacenters doorzet, werd dat effect overschaduwd door een terugval in mijnbouw gerelateerde bouwactiviteiten, mede door lagere olieprijsen. Ook dit onderstreept hoe onzeker de 'AI'-impuls blijft: die kan economische groei versterken via hogere investeringen, en consumptie, maar juist weer temperen wanneer verwachtingen omslaan.

Voor 2026 komt daar een duidelijke politieke dynamiek bovenop. In november staan de Amerikaanse 'midterms' op de agenda, en de aanloop daarnaartoe zal gebruikt worden om de 'approval rate' van president Trump en de Republikeinen te stutten. De 'One Big Beautiful Bill Act', met onder andere belastingverlagingen voor bedrijven en consumenten, kan daarbij voor een tijdelijke groeiprikkel zorgen, al is het de vraag of dit voldoende is om een afkoelende arbeidsmarkt te compenseren. De werkloosheid is vanaf het dieptepunt van 3,4% begin 2023 namelijk gestaag opgelopen naar 4,6%. Dat is historisch nog steeds laag, maar de trend duidt op een afkoelende arbeidsmarkt, en dit wordt ook door andere indicatoren bevestigd. In die context is het niet ondenkbaar dat het eerder geopperde plan terugkeert om (een deel van) de opbrengsten uit importheffingen om te zetten in 'stimulus checks', met als doel het politieke draagvlak richting de verkiezingen te vergroten.

Vergeleken met de VS oogt Europa als een baken van relatieve stabiliteit, maar wel met duidelijk lagere groei. De eurozone groeide in het derde kwartaal met 1,4% ten opzichte van een jaar eerder. Vooral de exportgeoriënteerde Duitse economie ondervindt op meerdere manieren hinder van het Amerikaanse handelsbeleid. Een sterke euro drukt het concurrentievermogen richting andere handelsblokken, terwijl China een deel van de export die oorspronkelijk voor de VS bestemd was, in de eurozone op de markt brengt. Bovendien is de Chinese exportmix sterk veranderd: het gaat allang niet meer alleen om laagwaardige 'copycat'-producten, maar steeds vaker om hoogwaardige industriële goederen die rechtstreeks concurreren met Duitse kernsectoren, zoals de besmette auto-industrie.

Op termijn zullen de hogere overheidsuitgaven van de regering-Merz, onder meer gericht op investeringen in de defensie-industrie, helpen om de Duitse economie weer vlot te trekken. Maar, zoals we gewend zijn van onze oosterburen, verloopt dit proces traag. Bijna een jaar na het loslaten van de 'schulden-rem' zijn de effecten hiervan niet of nauwelijks zichtbaar. Wel is het budget voor 2026 inmiddels door de 'Bondsdag' heen, waarmee de weg open ligt voor grote defensie opdrachten, die naar verwachting vanaf begin 2026 op gang zullen komen. Tegelijk blijft onzeker hoe groot de fiscale 'multiplier' is: schattingen lopen uiteen van circa 0,5x (Goldman Sachs) tot 1,0x–1,5x (Kiel Institute).

Frankrijk staat iets hoger op de ranglijst (van economische groei), maar daar domineren binnenlandse politieke spanningen het beeld. Het vierde kwartaal voegde nieuwe onrust toe: Sébastien Lecornu trad na 26 dagen af als premier om vervolgens de volgende dag opnieuw benoemd te worden door president Macron. Na het overleven van een motie van wantrouwen lukte het in de rest van het jaar niet om een volledige begroting voor 2026 door het parlement te krijgen. Daarmee start Frankrijk het nieuwe jaar (net als vorig jaar) met een noodwet die de overheid in staat stelt belasting te blijven innen en uitgaven te doen op basis van de kaders van de begroting 2025. Dat is ongunstig voor het schuldenpad, al blijft het wat ons betreft een oplosbaar probleem.

De economische groei van de eurozone werd ten dele rechtgetrokken door de "periferie" landen zoals Ierland, Cyprus, Bulgarije (bijna lid van de eurozone) en Spanje, die de malaise van de 'eurocrisis' van de jaren '10 achter zich hebben gelaten en weer stevig groeien, gedragen door aantrekkend toerisme, een sterkere bankensector en, paradoxaal genoeg, striktere begrotingsdiscipline.

Buiten Europa ging veel aandacht uit naar Japan. Na decennia van hardnekkige deflatie moet het land nu juist prijsstijgingen beteugelen. Met een overheidsschuld van 237% (IMF) kan herfinanciering bij hogere rentes snel duur worden, zeker als de groei tegenvalt, zoals in het derde kwartaal met 0,6% groei op jaarbasis het geval was. De nieuw benoemde premier Takaichi deed daar nog een schep bovenop door aan te kondigen de economie fiscaal verder te willen stimuleren, wat verdere opwaartse druk zet op lange rentes.

China liet in geopolitiek opzicht zijn spierballen zien door het gebruik van zeldzame aardmetalen deels aan banden te leggen. De VS reageerde met een dreiging om importheffingen met 100% te verhogen. Tijdens de APAC-top kwamen de landen echter tot een nieuw akkoord. De Verenigde Staten en China, die elkaar eerder importtarieven van respectievelijk 145% en 125% hadden opgelegd, besloten deze maatregelen nu voor een jaar op te schorten, nadat ze dat al twee maal eerder voor 90 dagen hadden gedaan. Tijdens deze 'uitstel' periode heft de VS 30% op goederen uit China. Dit bestaat uit een 10% basis tarief plus 20%, omdat China te weinig tegen de export van fentanyl deed. De laatste 20% gaat de VS voor komend jaar ook met 10% verlagen. China trekt op zijn beurt de restricties op zeldzame aardmetalen in. Importheffingen op China blijven hoog, maar zoals eerder beschreven heeft het land zich geherpositioneerd door goederen naar andere regio's te exporteren.

De Chinese economie groeide in het derde kwartaal met 4,8% ten opzichte van een jaar eerder. De officiële doelstelling ligt rond 5,0% per jaar, maar volgens het IMF zal China dat waarschijnlijk niet halen. Binnenlandse consumptie blijft zwak, mede door de nasleep van de vastgoedcrisis. Het land leunt zwaar op industriële subsidies en export gedreven groei. De vraag, ook door het IMF gesteld, is hoe lang China dit model kan volhouden zonder de fiscale gevolgen ervan te moeten ervaren.

India vormde het tegenbeeld. De economie groeide in het derde kwartaal met 8,2% (!) ten opzichte van een jaar eerder. Daarmee zal het land, geholpen door de zwakke yen per jaareinde 2025 Japan inhalen en de vierde grootste economie ter wereld worden. In tegenstelling tot China is de groei in India veel meer gedragen door private consumptie. Dat wordt deels gevoed door het extra vertrouwen na de vereenvoudiging van het belastingstelsel die in september is doorgevoerd.

Tot slot maakten verschillende vormen (edel-) metalen een enorme stijging door. De trend is sinds het begin van 2025 zichtbaar, maar zilver spande in het vierde kwartaal de kroon met een prijsstijging van circa +60%. Grote zilver producenten zoals Mexico, China, en Peru kunnen hier de vruchten van plukken.

Financiële markten

Aandelenmarkten beleefden opnieuw een goed kwartaal, vrijwel zonder uitzonderingen. Europese kapitaalmarktrentes liepen op, met name aan het lange eind van de rentecurve, terwijl Amerikaanse kapitaalmarktrentes per saldo zijwaarts bewogen. Bedrijfsobligaties deden het iets beter dan staatsobligaties, maar boekten door rentebewegingen een mager resultaat. Beursgenoteerd vastgoed sloot licht hoger, maar bleef duidelijk achter bij de brede aandelenindices. Edelmetalen zetten hun opmars, met goud (+12%), en vooral zilver verder voort, terwijl het 'digitale goud', Bitcoin, 20% verloor.

Staatsobligaties

Aan het begin van het kwartaal daalden de rentes op Europese staatsobligaties nog, nadat leden van de ECB Governing Council hadden gesuggereerd dat een renteverlaging waarschijnlijker was dan een renteverhoging. Vanaf de tweede helft van oktober draaide dat beeld. De focus verschoof naar de aangekondigde fiscale stimulering in Duitsland, en begin december kwam daar extra vaart in toen de Duitse overheid de begroting voor 2026 goedkeurde.

De Duitse 10-jaars steeg van 2,7% naar 2,9%. In Nederland liep de 10-jaars rente op van 2,9% naar 3,0%. Ook aan het lange eind stegen de rentes. Zo ging de Duitse 30-jaars rente naar circa 3,5% vanaf 3,3%, terwijl de Nederlandse 30-jaars rente rond 3,6% uitkwam. Omdat Duitsland het voortouw neemt bij hogere defensie uitgaven, bleven Duitse obligaties relatief achter ten opzichte van andere eurolanden. Italiaanse, Franse en Spaanse 10-jaars rentes bleven bijvoorbeeld grotendeels onveranderd, terwijl die van Duitsland dus opliep.

Opvallend was bovendien dat Europese swaprentes sneller opliepen dan de bijbehorende staatsrentes, waardoor swapspreads afnamen. Een deel daarvan kan worden verklaard door normalisatie, omdat die spreads historisch hoog waren. Daarnaast speelt de Nederlandse Wet Toekomst Pensioenen (WTP) een rol, doordat pensioenfondsen minder (ultra-) lange swaps nodig hebben om renterisico af te dekken. Hedgefondsen participeren ook, maar dan speculatief. Onduidelijk is welke partij de markt maakt. Dit kan ertoe hebben bijgedragen dat (lange) swaprentes al voor de invaardatum van 1 januari 2026 verder zijn opgelopen.

Buiten de eurozone was het beeld gemengd. De Amerikaanse 10-jaars rente bewoog per saldo zijwaarts en blijft op 4,1% steken. Rentes liepen op met ongeveer 10 basispunten in Zwitserland en circa 20 basispunten in Nieuw Zeeland. Grotere stijgingen zagen we in Australië, waar de 10-jaars rente opliep van 4,3% naar 4,7%, en in Japan van 1,6% naar 2,1%. Alleen in het Verenigd Koninkrijk daalde de 10-jaars rente, van 4,7% naar 4,5%, nadat bleek dat eerdere inflatiecijfers toch te hoog waren ingeschat.

Bedrijfsobligaties

Europese bedrijfsobligaties stonden onder druk door de oplopende swaprentes. Spreads op 'investment grade' obligaties kwamen wel iets in, maar onvoldoende om het effect van hogere 'basis' rentes te compenseren. Het kwartaal eindigde daardoor magertjes. De verschillen tussen financials en non-financials bleven beperkt, net als het onderscheid met meer risicovolle 'high yield' bedrijfsobligaties. Het dominante verhaal was de rentebeweging, niet krediet.

Aandelen

Aandelenbeurzen kunnen terugkijken op een goed vierde kwartaal van 2025. De best presterende regio's van het kwartaal waren Europese aandelen en aandelen van opkomende markten, maar met resultaten variërend tussen de 3,5% en 6,0% voor de verschillende regio's zijn de verschillen niet erg groot. De Eurostoxx50 kwam uit op een kwartaalrendement van circa 5%, en de S&P 500- index bleef in euro's gemeten wat achter met een kwartaalrendement van circa 3%.

Onderliggend waren er (in euro's gemeten) wel een aantal uitschieters. In Europa sprongen Finland met +14%, Spanje met +13% en Zwitserland met +9% eruit. In Azië presteerden Zuid Korea met +23% en Taiwan met +14% sterk. In Zuid A

Ondanks de positieve kwartaaluitkomsten was het geen kwartaal zonder nervositeit. Aan het begin van het kwartaal ontstond onrust nadat twee regionale Amerikaanse banken in verplichte rapportages blootstelling meldden aan frauduleuze leningen van respectievelijk 100 miljoen en 50 miljoen dollar. De markt corrigeerde scherp, mede omdat beleggers het faillissement van First Brands Group nog aan het verwerken waren en vreesden dat er meer problemleningen boven water zouden komen. Dat scenario materialiseerde niet. Medio november volgde opnieuw een stevige correctie, dit keer zonder duidelijke fundamentele aanleiding. Zorgen over waarderingen van 'AI' gerelateerde bedrijven sloegen kortstondig om in risicoaversie, terwijl de winstcijfers over het derde kwartaal geen brede paniek rechtvaardigden. Veel koersen zakten onder hun 50- en zelfs 100-daags gemiddelde, wat technisch vaak als trendbreuk wordt gezien. Vanaf eind november herstelde de markt echter toch waarmee indices het kwartaal alsnog positief afsloten.

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 liet dit jaar eindelijk weer een licht positief resultaat zien, maar dat kwam vooral doordat de sector na de eerdere correcties laag was gewaardeerd. Het herstel bleef fragiel, omdat Europese rentes juist opliepen. De Duitse 10-jaars rente steeg in 2025 met circa 50 basispunten, wat een duidelijke rem zet op vastgoedwaarderingen. De categorie kwam voor het kwartaal uit op ongeveer +2% en bleef daarmee ruim achter bij de brede aandelenindices. Binnen de sector presteerden zorgvastgoed en winkelvastgoed relatief goed, terwijl woningen en kantoren duidelijk achterbleven.

Marktvooruitzichten

In onze TAA-visie begonnen we het vierde kwartaal van 2025 met een neutrale positie. In de loop van het kwartaal zijn we naar een 'risk on'-positionering gegaan via een lichte overweging van aandelen en een lichte onderweging van staatsobligaties. Voor het eerste kwartaal van 2026 handhaven we deze tactische visie.

Financiële markten waren gedurende het vierde kwartaal al positief gestemd, ondanks het onzekere macro-economische en geopolitieke klimaat. Die onzekerheid is zeker niet verdwenen, maar een groot aantal dossiers is inmiddels een stuk concreter geworden. Hoewel de uitkomsten lang niet overal gunstig zijn, weten beleggers wel beter waar ze aan toe zijn. Het salvo aan importheffingen is afgevuurd en een reeks onderhandelingen is ondertussen afgerond. Ook op fiscaal terrein is er meer richting, omdat de 'One Big Beautiful Bill Act' is getekend en deels is ingevoerd. In het verlengde daarvan is ook het monetaire pad beter in te schatten. De markt rekent op een Trump-gezinde voorzitter bij de Fed, waardoor de beleidsrente eerder zal dalen dan stijgen, en de Fed is daarnaast gestopt met 'quantitative tightening'. Tegelijk is een belangrijk praktisch risico weggenomen. De 'shutdown' is afgewend, waardoor de datastroom van het BLS en het BEA weer normaliseert. Geopolitiek heeft Trump kleur bekend in het conflict tussen Rusland en Oekraïne. De dollar is minder sterk, maar zijn rol als wereldreservemunt staat niet meer ter discussie. En in Europa groeit het besef dat het continent meer op eigen benen moet staan, wat zich zal vertalen naar meer fiscale stimulering.

Dat straalde af op risicovolle categorieën die het in het vierde kwartaal dan ook goed hebben gedaan, zeker in vergelijking met de 'veilige' staatsobligaties die beduidend minder in trek waren. De keerzijde van het positieve sentiment is wel dat risicovolle beleggingscategorieën, die historisch gezien al duur waren, nog duurder zijn geworden. Zeker de waardering van AI-gerelateerde bedrijven doet denken aan de "dotcom-bubble" van eind jaren '90 van de vorige eeuw. Er zijn veel gelijkenissen te trekken, zoals de waardering van de IT-sector die momenteel historisch hoog is, maar even zo goed valt te beargumenteren dat deze keer toch 'echt' anders is, omdat AI wel tot significante productiviteits- en/of winstgroei leidt. Of dit echt waar is, zullen we wellicht over vijf jaar kunnen beantwoorden. Wat in ieder geval blijkt uit historische data is dat huidige waarderingen een zeer slechte voorspeller zijn van rendementen de komende 12 maanden (terwijl ze wel veel zeggen over rendementen de komende 10 jaar).

Vooralsnog zijn er weinig signalen dat het positieve marktsentiment op korte termijn snel omslaat. De fundamentele omgeving blijft bovendien ondersteunend, door ruim monetair beleid, het stopzetten van 'quantitative tightening' en extra fiscale impulsen. De Amerikaanse arbeidsmarkt koelt af, maar is nog niet in een kritieke fase, terwijl de consument blijft besteden. Ook de groeiverwachtingen voor 2026 liggen rond het gemiddelde, wat op zichzelf geen paniek rechtvaardigt. Tegelijkertijd is het verhaal niet zo eenduidig. De (over-) waardering van aandelen en andere risicovolle beleggingscategorieën maken deze namelijk wel kwetsbaar voor een diepe correctie als deze komt door bijvoorbeeld negatieve geopolitieke ontwikkelingen of een onverwacht 'risk event'.

Staatsobligaties

De rentes op Europese staatsobligaties zijn de afgelopen maanden opgelopen. Dit werd vooral gedreven door Duitsland, terwijl veel andere landen per saldo nauwelijks veranderden. Opvallend is dat de stijging dit keer niet primair samenhangt met inflatie of inflatieverwachtingen, die in de eurozone netjes rond de doelstelling liggen. De belangrijkste factor is het groeiende besef dat Europese overheden meer zullen moeten lenen om strategisch en defensief zelfstandiger te worden, nu de financiële en politieke steun vanuit de Verenigde Staten minder vanzelfsprekend is.

Door deze ontwikkeling wordt er in 2026 (voor het derde jaar op rij) veel nieuwe uitgifte van staatsobligaties verwacht. Traditioneel begint het jaar met grote volumes aan nieuwe leningen, wat in het eerste kwartaal opwaartse druk kan geven op rentes en daarmee negatief kan uitpakken voor obligatierendementen. Daarnaast gaan per 1 januari 2026 vierentwintig Nederlandse pensioenfondsen invaren onder de WTP. Dat kan ertoe leiden dat zij in de loop van 2026 hun positie in 'receiver swaps' afbouwen. Dit heeft niet één op één hetzelfde effect op staatsrentes, maar kan indirect wel invloed hebben op de rentestructuur van staatsobligaties. De combinatie van veel uitgifte en deze technische factoren is voor ons reden om staatsobligaties licht onderwogen te houden.

Voor Amerikaanse rentes geldt in theorie dat stevige groei, hardnekkige inflatie, een zwakkere dollar (via de handelsbalans), importheffingen en een groot begrotingstekort zouden moeten leiden tot hogere kapitaalmarktrentes. Toch is dat afgelopen jaar niet gebeurd. Dat komt deels doordat importheffingen meer inkomsten opleverden dan aanvankelijk werd gedacht, waardoor een deel van de budgettaire impact van de 'One Big Beautiful Bill Act' werd gedompt. Daarnaast speelde mee dat de Fed stopte met 'quantitative tightening'. Ook zijn er beleidsmatige keuzes gemaakt om de druk op lange rentes te verlichten. De Fed herbelegt sinds december aflopende 'MBS' bijvoorbeeld volledig in Amerikaanse staatsobligaties. Daarnaast is het Amerikaanse ministerie van Financiën haar schuld met kortere looptijden gaan financieren, wat de uitgifte van langlopende leningen beperkt. Tot slot is er wetgeving ingevoerd waardoor de snelgroeiende 'stablecoins' verplicht zijn om één op één Amerikaanse staatsobligaties aan te houden. Ter vergelijking, Tether, het grootste 'stablecoin'-bedrijf, bezit \$135 miljard aan Amerikaanse staatsobligaties, waarmee het na Zuid-Korea de op 17 na grootste bezitter is van Amerikaans schuld papier.

Bedrijfsobligaties

Fundamenteel staan bedrijfsobligaties er nog altijd redelijk voor. Winstmarges en kapitaalratio's, met name bij Europese financials, zijn solide. Hogere rentes dan een paar jaar geleden hebben wel geleid tot hogere 'leverage' en lagere 'interest coverage', maar dit is historisch gezien nog niet extreem. Voor de creditmarkt zijn bovendien korte rentes vaak relevanter dan lange rentes, en die zijn de laatste tijd juist gedaald.

Dat is ook te zien in de relatief gunstige ontwikkeling van de 'vraag-aanbod verhouding' van bedrijfsobligaties. Europese bedrijven hebben de afgelopen periode relatief veel obligaties uitgegeven. Daarnaast zijn er door het renteverskil tussen de VS en Europa ook Amerikaanse bedrijven in toenemende mate naar de euromarkt gekomen met zogeheten 'reverse Yankees'. Tegelijk bleek de vraag ruim voldoende om het extra aanbod te absorberen. In sommige segmenten was de vraag zelfs groter dan het aanbod, waardoor waarderingen van bedrijfsobligaties in historisch perspectief niet bijzonder aantrekkelijk ogen. Dit geldt sterker voor lager gewaardeerde credits, zoals BBB en lager, dan voor hoger gewaardeerde categorieën, zoals AA. Ook voor begin 2026 verwachten we veel uitgifte, maar we gaan er vooralsnog van uit dat dit aanbod kan rekenen op voldoende vraag.

Aandelen

Aandelenmarkten hebben sinds de tijdelijke inzinking na 'Liberation Day' de wind in de rug, maar daarmee zijn waarderingen opnieuw een centraal aandachtspunt. Beleggers anticiperen op verdere winstgroei en prijzen dat duidelijk in. De gerealiseerde winstontwikkeling in de VS blijft vooralsnog robuust en biedt geen directe aanleiding om die verwachting nu al af te schrijven.

De belangrijkste groeimotor onder Amerikaanse aandelen blijft de investeringsgolf in 'AI'. De investeringen zijn fors, maar in macro termen nog niet extreem. 'Capex' investeringen van 'AI' liggen rond de 0,8% van het bbp, tegenover ongeveer 1,3% van het bbp aan telecom investeringen in de jaren negentig. Dat relativeert de omvang, al zegt het uiteraard weinig over de uitkomst.

Voor Europese aandelen en veel andere regio's speelt waardering minder sterk, maar ze zijn bij de huidige koersniveaus wel kwetsbaar voor een verslechtering van de macro-economische vooruitzichten of ongunstige geopolitieke ontwikkelingen. Per saldo blijven wij positief over aandelen en handhaven we een lichte overweging.

Beursgenoteerd vastgoed

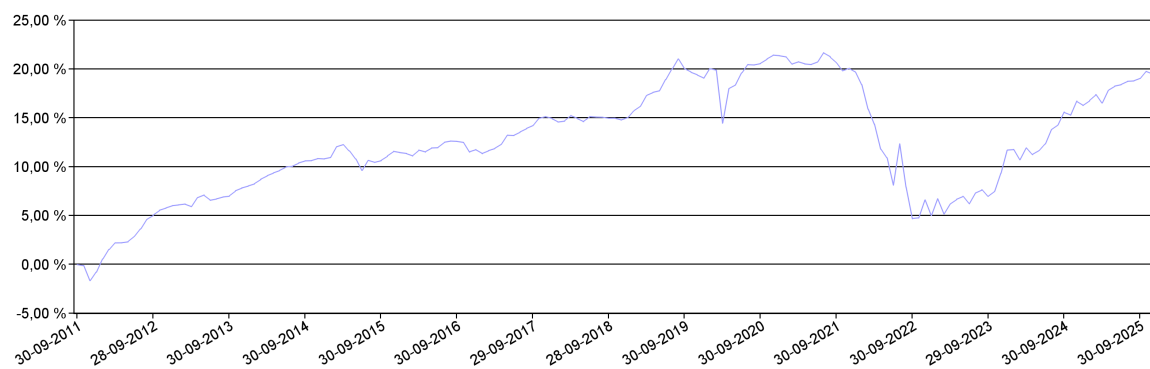
Europees beursgenoteerd vastgoed liet direct na de aankondiging van importheffingen in april korte tijd een duidelijke outperformance zien, maar bleef de afgelopen twee kwartalen juist achter bij de bredere markt. Vastgoed kan defensieve eigenschappen hebben in een handelsconflict, omdat de kasstromen vaak lokaal zijn. Tegelijk maken de wankelende groeivooruitzichten en het risico op hogere Duitse rentes het beeld minder aantrekkelijk. Daarom handhaven we hier een neutrale positie.

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.

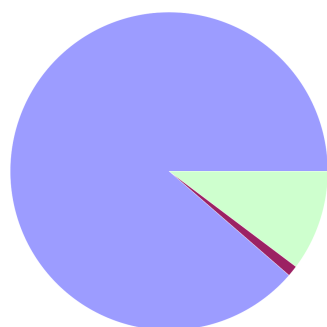
Performance portefeuille

datum	nav	periode	lopend kwartaal	lopend jaar
31-12-2025	1,19	-0,24%	0,11 %	2,52 %
30-11-2025	1,20	-0,24%	0,35 %	2,76 %
31-10-2025	1,20	0,59%	0,59 %	3,01 %

**partial duration naar looptijd**

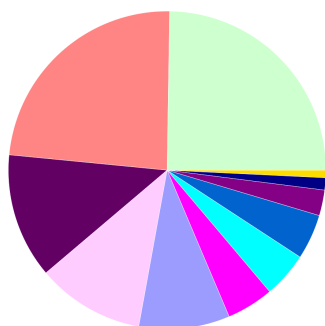
	portefeuille
0 tot 1 jaar	0,04
1 tot 3 jaar	0,44
3 tot 5 jaar	0,87
5 tot 7 jaar	1,51
7 tot 10 jaar	0,75
10 tot 15 jaar	0,22
15 tot 20 jaar	-
meer dan 20 jaar	-
totaal	3,83

Samenstelling portefeuille



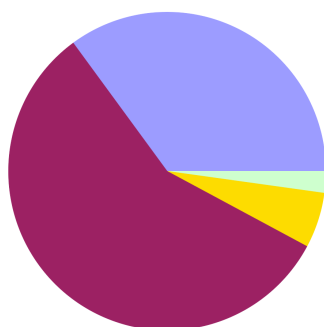
■ Bedrijfsobligaties
■ Gesecuritiseerd / Collateralized
■ Semi & Buitenlandse Overheden

sectorverdeling	% van de portefeuille
Bedrijfsobligaties	88,64%
Semi & Buitenlandse Overheden	10,26%
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,11%



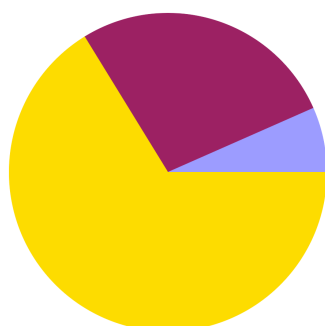
■ Duitsland
■ Zweden
■ Noorwegen
■ Nederland
■ Frankrijk
■ Finland
■ Oostenrijk
■ België
■ Denemarken
■ Supranationalen
■ Overige

landenverdeling	% van de portefeuille
Duitsland	24,75 %
Zweden	23,71 %
Noorwegen	12,72 %
Nederland	10,96 %
Frankrijk	9,25 %
Finland	4,78 %
Oostenrijk	4,63 %
België	4,59 %
Denemarken	2,60 %
Supranationalen	1,24 %
Overige	0,76 %



■ 5 tot 10 jaar
■ 1 tot 5 jaar
■ < 1 jaar
■ 10 tot 20 jaar

looptijd	% van de portefeuille
5 tot 10 jaar	35,08%
1 tot 5 jaar	57,09%
< 1 jaar	5,63%
10 tot 20 jaar	2,20%



■ AAA
■ AA
■ A

rating	% van de portefeuille
AAA	6,60%
AA	27,18%
A	66,22%
NR	0,00%

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

	AAA	AA	A	totaal
Bedrijfsobligaties		25,73%	62,91%	88,64 %
Gesecuritiseerd / Collateralized	1,11%			1,11 %
Semi & Buitenlandse Overheden	5,49%	1,45%	3,31%	10,26 %
totaal	6,60 %	27,18 %	66,22 %	100,00 %

landen verdeeld naar rating

	AAA	AA	A	totaal
België			4,59%	4,59 %
Denemarken			2,60%	2,60 %
Duitsland	1,11%	7,04%	16,60%	24,75 %
Finland			4,78%	4,78 %
Frankrijk			9,25%	9,25 %
Luxemburg		0,76%		0,76 %
Nederland	3,52%	2,59%	4,85%	10,96 %
Noorwegen	0,73%	8,68%	3,31%	12,72 %
Oostenrijk			4,63%	4,63 %
Supranationalen	1,24%			1,24 %
Zweden		8,11%	15,60%	23,71 %
totaal	6,60 %	27,18 %	66,22 %	100,00 %

grootste posities op basis % totale marktwaarde	weging
SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027	4,6%
CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034	4,0%
DNB BANK_0.375%_18/01/2028	3,6%
DNB BANK_4%_14/03/2029	3,5%
SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034	3,5%

grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde	weging
DNB BANK	9,8%
LANDESBANK BADENWUERTTEMBERG	7,2%
SWEDBANK	4,9%
DZ BANK AG DEUTSCHE ZENTRALGENOSSENSCH	4,9%
LANDESBANK HESSENTHUERINGEN GIROZENTRA	4,9%

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK 4% 16/01/2031		Oostenrijk		402.159	414.720,00	15.342,47	430.062,47	1,6%	4,05	3,58	A
	EUR	1,0000	400.000	103,68								
AT0000A3HGD0	ERSTE GROUP BANK 3.25% 14/01/2033		Oostenrijk		794.344	796.032,00	25.073,97	821.105,97	3,0%	6,04	5,23	A
	EUR	1,0000	800.000	99,5								
BE0390247162	BELFIUS BANK 3.25% 09/09/2032		België		297.771	297.522,00	3.045,21	300.567,21	1,1%	6,7	5,86	A
	EUR	1,0000	300.000	99,17								
BE6344187966	BELFIUS BANK 3.875% 12/06/2028		België		398.252	411.164,00	8.620,55	419.784,55	1,6%	2,45	2,28	A
	EUR	1,0000	400.000	102,79								
BE6352762387	BELFIUS BANK 3.625% 11/06/2030		België		499.285	511.505,00	10.130,14	521.635,14	1,9%	4,45	3,99	A
	EUR	1,0000	500.000	102,3								
DE0001346955	RABOBANK 0% 28/10/2026		Nederland		689.581	700.583,38	0,00	700.583,38	2,6%	0,82	0,8	AA
	DEM	1,9558	1.400.000	97,87								
DE000A3825Z1	DZ HYP 2.5% 30/08/2030		Duitsland		299.247	297.606,00	2.178,08	299.784,08	1,1%	4,67	4,31	AAA
	EUR	1,0000	300.000	99,2								
DE000BHY0GA	LANDESBANK BADEN 0.5% 05/11/2029		Duitsland		825.604	818.172,00	702,74	818.874,74	3,0%	3,85	3,7	AA
	EUR	1,0000	900.000	90,91								
DE000BHY0GN	LANDESBANK BADEN 0.375% 25/01/2027		Duitsland		199.634	195.788,00	700,68	196.488,68	0,7%	1,07	1,04	AA
	EUR	1,0000	200.000	97,89								
DE000BHY0GS	LANDESBANK BADEN 1.125% 25/10/2027		Duitsland		558.691	584.076,00	1.257,53	585.333,53	2,2%	1,82	1,76	A
	EUR	1,0000	600.000	97,35								
DE000BLB6JZ6	BAYERISCHE LANDE 4.25% 21/06/2027		Duitsland		207.320	204.896,00	4.517,81	209.413,81	0,8%	1,47	1,4	A
	EUR	1,0000	200.000	102,45								
DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS 10.05% 08/12/2027		Duitsland		617.999	665.455,00	23,01	665.478,01	2,5%	1,94	1,89	A
	EUR	1,0000	700.000	95,07								
DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS 30.4% 17/11/2028		Duitsland		699.517	656.908,00	345,21	657.253,21	2,4%	2,88	2,79	A
	EUR	1,0000	700.000	93,84								
DE000LB2CW16	LANDESBANK BADEN 0.375% 21/02/2031		Duitsland		346.910	346.260,00	1.290,41	347.550,41	1,3%	5,15	4,92	A
	EUR	1,0000	400.000	86,57								
DE000NWB0AX	NRW BANK 2.875% 26/09/2039		Duitsland		99.316	91.977,00	764,04	92.741,04	0,3%	13,75	10,94	AA
	EUR	1,0000	100.000	91,98								
DE000NWB0AY	NRW 2.5% 13/02/2032		Duitsland		298.404	293.595,00	6.616,44	300.211,44	1,1%	6,12	5,46	AA
	EUR	1,0000	300.000	97,87								
EU000A4DMLJ1	ESM 0% 23/04/2026		Supranationalen		29.734	29.822,10	0,00	29.822,10	0,1%	0,31	0,31	AAA
	EUR	1,0000	30.000	99,41								
FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030		Frankrijk		398.856	416.324,00	4.746,58	421.070,58	1,6%	4,72	4,21	A
	EUR	1,0000	400.000	104,08								
FR001400KR43	AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038		Frankrijk		99.033	97.156,00	1.058,22	98.214,22	0,4%	12,73	9,8	A
	EUR	1,0000	100.000	97,16								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
FR001400L362	ALSFR 4.125% 03/10/2038		Frankrijk		99.923	100.534,00	1.017,12	101.551,12	0,4%	12,76	9,69	A
	EUR	1,0000	100.000	100,53								
FR001400Q0T5	BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031		Frankrijk		99.290	100.789,00	2.215,07	103.004,07	0,4%	5,37	4,73	A
	EUR	1,0000	100.000	100,79								
FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA 3.309% 25/10/2034		Frankrijk		1.081.952	1.075.877,00	6.781,18	1.082.658,18	4,0%	8,82	7,46	A
	EUR	1,0000	1.100.000	97,81								
FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO 3% 20/08/2032		Frankrijk		690.530	687.869,00	7.709,59	695.578,59	2,6%	6,64	5,85	A
	EUR	1,0000	700.000	98,27								
XS2346124410	LANDESBANK HESSE 0.375% 04/06/2029		Duitsland		496.835	457.415,00	1.083,90	458.498,90	1,7%	3,43	3,3	A
	EUR	1,0000	500.000	91,48								
XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR- 0.25% 09/11/2026		Noorwegen		599.046	589.758,00	217,81	589.975,81	2,2%	0,86	0,84	A
	EUR	1,0000	600.000	98,29								
XS2432567555	DNB BANK 0.375% 18/01/2028		Noorwegen		997.480	978.860,00	3.575,34	982.435,34	3,6%	1,05	1,02	AA
	EUR	1,0000	1.000.000	97,89								
XS2441055998	SBAB BANK 0.5% 08/02/2027		Zweden		496.047	490.385,00	2.239,73	492.624,73	1,8%	1,11	1,08	A
	EUR	1,0000	500.000	98,08								
XS2443893255	NORDEA BANK 1.125% 16/02/2027		Finland		200.149	197.130,00	1.966,44	199.096,44	0,7%	1,13	1,09	A
	EUR	1,0000	200.000	98,57								
XS2534985523	DNB BANK 3.125% 21/09/2027		Noorwegen		199.622	201.122,00	1.746,58	202.868,58	0,8%	0,72	0,71	AA
	EUR	1,0000	200.000	100,56								
XS2573569576	DANSKE BANK 4.125% 10/01/2031		Denemarken		652.158	678.067,00	26.151,37	704.218,37	2,6%	4,03	3,55	A
	EUR	1,0000	650.000	104,32								
XS2577054716	LANSFORSAKRINGA R 4% 18/01/2027		Zweden		598.068	610.314,00	22.882,19	633.196,19	2,3%	1,05	0,99	A
	EUR	1,0000	600.000	101,72								
XS2579321337	NWB 2.75% 17/12/2029		Nederland		199.700	201.344,00	226,03	201.570,03	0,7%	3,96	3,71	AAA
	EUR	1,0000	200.000	100,67								
XS2582195207	LANDESBANK HESSE 4% 04/02/2030		Duitsland		797.348	825.984,00	29.019,18	855.003,18	3,2%	4,1	3,62	A
	EUR	1,0000	800.000	103,25								
XS2597696124	DNB BANK 4% 14/03/2029		Noorwegen		898.839	926.109,00	28.898,63	955.007,63	3,5%	2,2	2,04	AA
	EUR	1,0000	900.000	102,9								
XS2643041721	SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027		Zweden		1.207.035	1.230.240,00	25.224,66	1.255.464,66	4,6%	1,49	1,42	AA
	EUR	1,0000	1.200.000	102,52								
XS2695039128	BNG BANK 3.5% 27/09/2038		Nederland		305.925	299.478,00	2.761,64	302.239,64	1,1%	12,75	10,05	AAA
	EUR	1,0000	300.000	99,83								
XS2767224921	SVENSKA HB 3.75% 15/02/2034		Zweden		895.212	917.577,00	29.589,04	947.166,04	3,5%	8,13	6,71	A
	EUR	1,0000	900.000	101,95								
XS2831017467	SWEDBANK 3.375% 29/05/2030		Zweden		908.862	918.666,00	18.058,56	936.724,56	3,5%	4,41	3,98	AA
	EUR	1,0000	900.000	102,07								
XS2888395659	SVENSKA HB 3.25% 27/08/2031		Zweden		328.911	330.646,80	3.731,71	334.378,51	1,2%	5,66	5,04	A
	EUR	1,0000	330.000	100,2								

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS2910610364	ABN AMRO BANK 3% 01/10/2031				Nederland							
	EUR	1,0000	700.000	99,33	696.349	695.331,00	5.293,15	700.624,15	2,6%	5,75	5,17	A
XS2927515598	NORDEA BANK 3% 28/10/2031				Finland							
	EUR	1,0000	900.000	98,84	882.628	889.533,00	4.808,22	894.341,22	3,3%	5,83	5,23	A
XS2932096691	KOMMUNALBANKEN 2.625% 05/11/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	98,31	199.760	196.616,00	819,86	197.435,86	0,7%	5,85	5,32	AAA
XS2950722616	DNB BANK 3% 29/11/2030				Noorwegen							
	EUR	1,0000	100.000	99,92	99.680	99.919,00	271,23	100.190,23	0,4%	3,92	3,63	A
XS2977974927	DNB BANK 3% 15/01/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	100,28	199.350	200.554,00	5.769,86	206.323,86	0,8%	4,04	3,65	AA
XS2980741099	SBAB BANK 3.25% 06/02/2030				Zweden							
	EUR	1,0000	400.000	101,4	401.831	405.608,00	12.286,11	417.894,11	1,5%	4,1	3,69	A
XS3009603831	ABN AMRO BANK 3% 25/02/2031				Nederland							
	EUR	1,0000	400.000	99,68	399.480	398.712,00	10.191,78	408.903,78	1,5%	5,16	4,59	A
XS3019311581	BANQUE ET CAISSE 3.25% 19/03/2031				Luxemburg							
	EUR	1,0000	200.000	100,69	199.346	201.386,00	5.128,77	206.514,77	0,8%	4,22	3,79	AA
XS3030091329	EBRD 2.875% 22/03/2032				Supranationalen							
	EUR	1,0000	300.000	99,6	299.100	298.806,00	6.781,85	305.587,85	1,1%	6,23	5,5	AAA
XS3074473474	DNB BANK 3.125% 20/05/2031				Noorwegen							
	EUR	1,0000	200.000	100,03	199.290	200.062,00	3.869,86	203.931,86	0,8%	4,39	3,97	A
XS3083189319	ABN AMRO BANK 2.75% 04/06/2029				Nederland							
	EUR	1,0000	100.000	100,03	99.907	100.026,00	1.589,73	101.615,73	0,4%	3,43	3,18	A
XS3099828355	VOLKSWAGEN BANK 2.75% 19/06/2028				Duitsland							
	EUR	1,0000	200.000	99,58	199.308	199.164,00	2.953,42	202.117,42	0,7%	2,47	2,32	A
XS3099830419	VOLKSWAGEN BANK 3.5% 19/06/2031				Duitsland							
	EUR	1,0000	400.000	99,79	398.808	399.164,00	7.517,81	406.681,81	1,5%	5,47	4,81	A
XS3170346368	NORDEA BANK 3.5% 17/09/2035				Finland							
	EUR	1,0000	200.000	98,89	199.452	197.784,00	2.032,88	199.816,88	0,7%	9,72	8,02	A
XS3185662676	ABN AMRO BANK 3% 22/09/2032				Nederland							
	EUR	1,0000	100.000	98,28	99.503	98.280,00	830,14	99.110,14	0,4%	6,73	5,94	A
XS3187827251	NWB 2.75% 24/09/2032				Nederland							
	EUR	1,0000	450.000	98,8	449.379	444.595,50	3.356,51	447.952,01	1,7%	6,74	6,01	AAA
XS3195124204	VOLKSWAGEN BANK 3.625% 02/10/2032				Duitsland							
	EUR	1,0000	100.000	99,08	99.509	99.076,00	903,77	99.979,77	0,4%	6,76	5,84	A
XS3198655279	LANSFORSKRINGA R 2.625% 06/10/2028				Zweden							
	EUR	1,0000	600.000	99,59	598.380	597.558,00	3.754,11	601.312,11	2,2%	2,77	2,62	A
XS3203385227	SWEDBANK 3.25% 13/10/2032				Zweden							
	EUR	1,0000	400.000	98,85	398.922	395.408,00	2.849,32	398.257,32	1,5%	6,79	5,95	A
XS3208013030	SBAB BANK 2.75% 22/04/2031				Zweden							
	EUR	1,0000	400.000	98,07	398.008	392.260,00	2.139,73	394.399,73	1,5%	5,31	4,83	A

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 31-december-2025

isin	instrument		land		kost prijs	markt- waarde	opgelopen rente	totale waarde	weging	looptijd	duratie	rating
	valuta	valuta koers	nominaal	koers								
XS3218710625	NORDDEUTSCHE											
	LAN 2.75% 30/10/2030		Duitsland									
	EUR	1,0000	500.000	98,66	497.240	493.305,00	2.373,29	495.678,29	1,8%	4,83	4,43	AA
	Cash		Nederland									
	EUR	1,0000	7.924	1		7.923,60	0,00	7.923,60	0,0%			NR
eindtotaal						26.658.797,38	387.030,26	27.045.827,64	100,0%	4,32		

Transactieoverzicht

transactie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt-waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
Buy, Customer	MUND	FI4000582762	FINLAND_0%_13/11/2025						
	Deutsche Bank Aktiengesellschaft	EUR	70.000	99,92	-69.942,71	0,00	-69.942,71	27-10-2025	29-10-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3203385227	SWEDBANK_3.25%_13/10/2032						
	Deutsche Bank Aktiengesellschaft	EUR	300.000	99,71	-299.130,00	0,00	-299.130,00	06-10-2025	13-10-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3203385227	SWEDBANK_3.25%_13/10/2032						
	RBC capital Markets (europe) GmbH	EUR	200.000	99,76	-199.522,00	0,00	-199.522,00	07-10-2025	13-10-2025
Buy, Customer	XDUB	XS3208013030	SBAB BANK_2.75%_22/04/2031						
	Societe Generale SA	EUR	400.000	99,5	-398.008,00	0,00	-398.008,00	16-10-2025	22-10-2025
Buy, Customer	XLUX	XS3218710625	NORDEUTSCHE LAN_2.75%_30/10/2030						
	DZ Bank	EUR	500.000	99,45	-497.240,00	0,00	-497.240,00	22-10-2025	30-10-2025
Buy, Customer	XLUX	EU000A4DMLJ1	ESM_0%_23/04/2026						
	DZ Bank	EUR	80.000	99,11	-79.291,84	0,00	-79.291,84	12-11-2025	14-11-2025
totaal Buy, Customer					-1.543.134,55	0,00	-1.543.134,55		
Coupon		XS2910610364	ABN AMRO BANK_3%_01/10/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	21.000,00	01-10-2025	01-10-2025
Coupon		FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA_0.375%_03/10/2028						
		EUR	0	0	0,00	0,00	750,00	03-10-2025	03-10-2025
Coupon		FR001400L362	ALSFR_4.125%_03/10/2038						
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.125,00	03-10-2025	03-10-2025
Coupon		FR0014005SE7	ALSFR_0.375%_05/10/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	375,00	05-10-2025	06-10-2025
Coupon		DE000BHY0GS9	LANDESBANK BADEN_1.125%_25/10/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.750,00	25-10-2025	27-10-2025
Coupon		FR001400TL81	CREDIT MUT ARKEA_3.309%_25/10/2034						
		EUR	0	0	0,00	0,00	36.399,00	25-10-2025	27-10-2025
Coupon		XS2927515598	NORDEA BANK_3%_28/10/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	27.000,00	28-10-2025	28-10-2025
Coupon		XS2932096691	KOMMUNALBANKEN_2.625%_05/11/2031						
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.250,00	05-11-2025	05-11-2025
Coupon		DE000BHY0GA7	LANDESBANK BADEN_0.5%_05/11/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	4.500,00	05-11-2025	05-11-2025
Coupon		XS2406010285	SPAREBANK 1 SOR_-0.25%_09/11/2026						
		EUR	0	0	0,00	0,00	1.500,00	09-11-2025	10-11-2025
Coupon		DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026						
		EUR	0	0	0,00	0,00	683,26	10-11-2025	10-11-2025
Coupon		DE000DFK0RN3	DZ BANK AG DEUTS_0.4%_17/11/2028						
		EUR	0	0	0,00	0,00	2.800,00	17-11-2025	17-11-2025
Coupon		FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028						
		EUR	0	0	0,00	0,00	16.500,00	21-11-2025	21-11-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument						
		valuta	nominaal	koers	markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
Coupon		XS2950722616	DNB BANK_3%_29/11/2030						
		EUR	0	0	0,00	0,00	6.000,00	29-11-2025	29-11-2025
Coupon		DE000DFK0GB1	DZ BANK AG DEUTS_0.05%_08/12/2027						
		EUR	0	0	0,00	0,00	350,00	08-12-2025	08-12-2025
Coupon		XS2579321337	NWB_2.75%_17/12/2029						
		EUR	0	0	0,00	0,00	5.500,00	17-12-2025	17-12-2025
totaal Coupon					0,00	0,00	139.482,26		
Pay Back		FI4000582762	FINLAND_0%_13/11/2025						
		EUR	70.000	100	70.000,00	0,00	70.000,00	13-11-2025	13-11-2025
totaal Pay Back					70.000,00	0,00	70.000,00		
Sell,Cstmr	MUND	BE6344187966	BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028						
	J.P Morgan AG	EUR	100.000	103,06	103.060,00	1.836,64	104.896,64	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	MUND	DE000LB39BG3	LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026						
	ABN AMRO ADAM	EUR	100.000	100,39	100.390,00	172,37	100.562,37	01-12-2025	03-12-2025
Sell,Cstmr	MUND	EU000A4DMLJ1	ESM_0%_23/04/2026						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	50.000	99,23	49.615,00	0,00	49.615,00	01-12-2025	03-12-2025
Sell,Cstmr	XAMS	XS3083189319	ABN AMRO BANK_2.75%_04/06/2029						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	100,4	100.402,00	1.363,70	101.765,70	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2831017467	SWEDBANK_3.375%_29/05/2030						
	DZ Bank	EUR	150.000	102,78	154.173,45	1.844,69	156.018,14	07-10-2025	09-10-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2950722616	DNB BANK_3%_29/11/2030						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	100,35	100.348,00	24,66	100.372,66	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS3074473474	DNB BANK_3.125%_20/05/2031						
	Flow Traders N.V. for BBG allocaties	EUR	100.000	100,66	100.658,00	1.678,08	102.336,08	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS3203385227	SWEDBANK_3.25%_13/10/2032						
	Citigroup Global Markets Europe AG	EUR	100.000	99,77	99.766,00	445,21	100.211,21	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2441055998	SBAB BANK_0.5%_08/02/2027						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	97,94	97.941,00	406,85	98.347,85	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XDUB	XS2767224921	SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034						
	BNP PARIBAS	EUR	100.000	103,22	103.223,00	2.979,45	106.202,45	28-11-2025	02-12-2025

Transactieoverzicht

trans actie code	plaats van uitvoering / tegenpartij	isin	instrument		markt- waarde	opgelopen rente	bedrag	transactie datum	betaal datum
		valuta	nominaal	koers					
Sell,Cstmr	XFRA	XS2346124410	LANDESBANK HESSE_0.375%_04/06/2029						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	100.000	91,67	91.667,00	185,96	91.852,96	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XMUN	XS2443893255	NORDEA BANK_1.125%_16/02/2027						
	RBC capital Markets (europe) GmbH	EUR	100.000	98,48	98.479,00	890,75	99.369,75	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR0014005SE7	ALSFR_0.375%_05/10/2031						
	Deutsche Bank Aktiengesellsch aft	EUR	100.000	84,96	84.958,00	4,11	84.962,11	07-10-2025	09-10-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028						
	DZ Bank	EUR	400.000	104,78	419.118,40	15.053,42	434.171,82	16-10-2025	20-10-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	400.000	104,7	418.808,00	15.234,25	434.042,25	22-10-2025	24-10-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400KO38	BANQUE FEDERATIV_4.125%_18/09/2030						
	RBC capital Markets (europe) GmbH	EUR	100.000	104,87	104.870,00	847,60	105.717,60	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400M6G3	SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028						
	RBC capital Markets (europe) GmbH	EUR	400.000	104,24	416.948,00	497,26	417.445,26	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XPAR	FR001400TUC3	AGENCE FRANCE LO_3%_20/08/2032						
	Natixis SA	EUR	300.000	99,06	297.168,00	2.564,38	299.732,38	28-11-2025	02-12-2025
Sell,Cstmr	XSTU	FR0013450822	CREDIT MUT ARKEA_0.375%_03/10/2028						
	Jane Street Financial Limited Counterparty party	EUR	200.000	93,7	187.406,00	10,27	187.416,27	06-10-2025	08-10-2025
Sell,Cstmr	XWBO	AT0000A32562	ERSTE GROUP BANK_4%_16/01/2031						
	BNP PARIBAS	EUR	100.000	104,23	104.225,00	3.506,85	107.731,85	28-11-2025	02-12-2025
totaal Sell,Cstmr					3.233.223,85	49.546,50	3.282.770,35		
SettDebt		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	368	1	-368,25	0,00	-368,25	28-10-2025	28-10-2025
SettDebt		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	347	1	-347,36	0,00	-347,36	28-11-2025	28-11-2025
SettDebt		Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke							
	CACEIS Netherlands N.V.	EUR	359	1	-359,25	0,00	-359,25	29-12-2025	29-12-2025
totaal SettDebt					-1.074,86	0,00	-1.074,86		