

a.s.r.
de nederlandse
vermogens
beheerders

2024 tweede 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 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 juni 2024 uit op EUR 32,8 miljoen. Het fonds bestaat voor 97,0% uit obligaties van Europese financiële ondernemingen. Wat betreft de ratingverdeling is de portefeuille voor 3,7% in 'AAA' obligaties belegd, voor 39,9% in 'AA' obligaties en voor 56,5% in 'A' obligaties. De top drie van de landenexposure bestond uit Zweden (24,6%), Frankrijk (21,2%) en Duitsland (14,0%). Ongeveer 54% van de portefeuille bestaat uit zogenaamde green en social bonds. De duration (naar cashflows gewogen gemiddelde looptijd) van de portefeuille bedroeg aan het eind van het kwartaal ca. 3,6 jaar. Het effectieve rendement van de beleggingen ligt rond de 3,5%.

Performanceverantwoording

Het Onderwijs Fonds behaalde over het tweede kwartaal van 2024 een netto rendement van +0,37%. De stijging van de rente, met ongeveer 15 basispunten, had een negatief effect op de prijzen. Credit spreads lieten daarentegen een daling van enkele basispunten zien, waarbij de Duitse banken de grootste spreaddalingen hadden. In de verslagperiode werden twee obligaties afgelost en herbelegd. Daarnaast hebben we een aantal switches uitgevoerd om het effectief rendement en de duurzaamheid in de portefeuille te verhogen. Afgelopen kwartaal was er beperkt nieuws van de kredietbeoordelaars. Danske bank kreeg bij Moody's een upgrade van twee notches. De rating van Danske bank ging hierdoor van A3 naar A1. Frankrijk, en haar agentschappen, kregen een downgrade van één notch bij S&P, waardoor de rating van AA naar AA- ging.

Marktomstandigheden

Economische Groeivoorzichten

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

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

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

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

Tot slot zullen de Amerikanen in november naar de stembus gaan voor de presidentsverkiezingen. Zonder te anticiperen op de uitkomst hiervan, kunnen politieke verkiezingen leiden tot kortzichtige en inefficiënte overheidsinvesteringen om kiezers te binden, en heeft de aanloop naar de verkiezingen mogelijk impact op het consumenten- en bedrijfsvertrouwen in Amerika. De economische groei van de eurozone komt van een lager niveau dan die van de VS, wat deels te wijten is aan het feit dat de Europeanen een kleiner gedeelte van hun spaartegoeden hebben uitgegeven, en daarnaast ook nog een groter gedeelte van hun besteedbaar inkomen zijn blijven sparen. Daarnaast kampt de eurozone nog steeds met de gevolgen van de oorlog in Oekraïne. Hierdoor heeft de eurozone nu wel relatief meer herstelpotentieel. Investerings in de energietransitie en de defensie-industrie door zowel overheden als bedrijven kunnen deze groei stimuleren. De arbeidsmarkt in de eurozone blijft verder verkrappen, met een werkloosheidspercentage dat nu op 6,5% staat, het laagste punt sinds 1999. Hierdoor hebben werknemers in de eurozone een sterke onderhandelingspositie, wat resulteert in sterkere cao-loongroei en een verbetering van de Europese koopkracht, in ieder geval op de korte termijn.

Daar staat wel tegenover dat ook hier renteniveaus aanzienlijk hoger zijn dan een paar jaar geleden en de ruimte voor extra overheidsbestedingen beperkt is. Het is overigens "gunstig" dat het de zuidelijke eurolanden zijn die bij uitstek goede groeiresultaten behalen, en dus gedeeltelijk uit hun schulden kunnen groeien. Daarmee voorkomt de eurozone het risico op fiscale fragmentatie, waarbij zuidelijke landen aanzienlijk meer moeten betalen voor het aantrekken van kapitaal dan de westelijke landen. De economische groei in Frankrijk en Duitsland blijft achter in vergelijking met de zuidelijke landen van de eurozone, waarmee het zich nog rond stagnatieniveaus bevindt. Het productie-intensieve Duitsland heeft moeite met de export van kapitaalintensieve producten naar landen zoals China, maar verwacht in de toekomst juist te kunnen profiteren van lagere rentetarieven in de eurozone omdat de productie-industrie relatief kapitaalintensief is.

Voor de Chinese economie viel de groei in het eerste kwartaal van 2024 mee, met 5,3% jaar-op-jaar. De detailhandelsverkoop overtroffen de verwachtingen, vooral bij dienst-gerelateerde detailhandelsverkoop. Daarentegen daalde de industriële productie in mei. De invoerheffingen van de Europese Unie op Chinese elektrische voertuigen hebben hier invloed op, hoewel EV's slechts 20% van de in China geproduceerde auto's uitmaken. De onzekere vastgoedmarkt en bankensector temperen het optimisme over de groeivoorzichten van de Chinese economie, al kan de overheid besluiten om de economie te stimuleren via fiscaal beleid als de groeidoelstellingen in gevaar dreigen te komen.

Afgezien van China, zijn de vooruitzichten voor opkomende economieën sterk wisselend. Een eventuele verkiezingsoverwinning in de VS van Donald Trump, die bijvoorbeeld al heeft aangekondigd een generieke importheffing van 10% te willen opleggen, kan impactvol zijn voor de groeivoorzichten van opkomende economieën.

Inflatie en rentes

De Amerikaanse inflatiecijfers kwamen sinds begin dit jaar steeds hoger uit dan verwacht, tot april toen de inflatiecijfers in lijn lagen met de marktverwachting. In mei kwam daar verandering in, toen de inflatiecijfers juist onder marktverwachting uitkwamen. De headline inflatie kwam in mei uit op 3,3% jaar-op-jaar, en kerninflatie (exclusief volatiele componenten zoals voedsel en energie) kwam uit op 3,4%. Inflatiecijfers stabiliseren daarmee rond de 3,0%-3,5%, waarmee ze nog duidelijk boven de 2,0% doelstelling van de Fed blijven liggen. Als we iets verder doorkijken, valt op dat kerninflatie ondertussen volledig door de arbeidsintensieve service inflatie wordt gedreven, en dat kerngoederen ondertussen zelfs deflatorisch zijn geworden. Het is daarmee de relatief krappe arbeidsmarkt in de VS waardoor lonen al langere tijd harder kunnen stijgen dan de prijzen. Dit betekent nog niet direct dat er sprake is van een 'loon-prijsspiraal', maar zorgt er wel voor dat de inflatedruk langer op deze te hoge niveaus kan blijven hangen.

In de eurozone daalde de headline-inflatie in april verder richting de doelstelling, met 2,4% op jaarbasis. In mei kwam hier echter een einde aan, toen de inflatie juist versnelde tot 2,6%. Ook de kerninflatie nam weer verder toe tot 2,9%. Net als in Amerika wordt een groot deel van de opwaartse prijzendruk in de eurozone toegeschreven aan diensteninflatie. Een deel hiervan was in april te wijten aan een basiseffect; het goedkope openbaarvervoerticket in Duitsland werd vorig jaar in mei geïntroduceerd en valt nu uit de jaar-op-jaar vergelijking.

Ondanks de inflatieversnelling durfde de ECB het in juni wel aan om haar beleidsrente, twee jaar na de start van een reeks renteverhogingen, met 25 basispunten te verlagen. De ECB had er in aanloop naar dit besluit voor gezorgd dat de markt weinig twijfel had bij het besluit om de rente te gaan verlagen, en dus waren er geen verrassingen tijdens de vergadering. Echter, door zich vooraf al vast te leggen op een renteverlaging heeft de ECB zichzelf ook de mogelijkheid ontnomen om rentes ongewijzigd te laten, wat gezien de inflatieversnelling wellicht ook een wenselijke optie had kunnen zijn.

Met de renteverlaging is het beleid weliswaar minder restrictief geworden, maar blijft het toch restrictief, zelfs in reële termen. Hiermee anticipeert de Governing Council van de ECB op een verdere normalisatie van de inflatie in de toekomst, in de wetenschap dat renteveranderingen door monetaire beleidsveranderingen tijd nodig hebben om volledig door te werken in de economie. Dit brengt echter een risico met zich mee. Als de inflatieversnelling van mei aanhoudt, komt de ECB voor een lastig dilemma te staan: het opnieuw verhogen van de rente zou de (toch al kwetsbare) reputatie van de centrale bank mogelijk schaden, terwijl niets doen ook geen optie is.

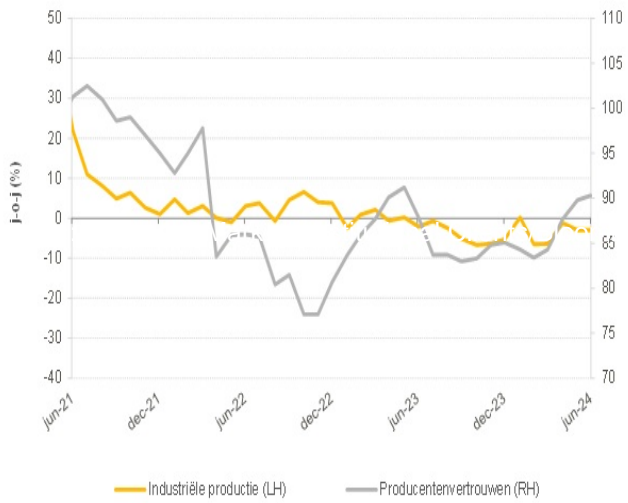
Naast het verlagen van de beleidsrente heeft de ECB ook aangekondigd dat ze door blijft gaan met het niet herbeleggen van aflopende obligaties uit het Asset Purchase Programme (APP), en dat ze vanaf de tweede helft van 2024 ook €7,5 miljard aan aflopende obligaties uit het Pandemic Emergency Purchase Programme (PEPP) niet zal gaan herinvesteren. Hiermee intensificeert de ECB het kwantitatieve verkrappingsbeleid licht, wat haaks staat op het recente besluit van de Fed om de balans juist iets minder snel af te bouwen.

Anders dan de ECB, besloot de FOMC in juni om haar beleidsrente ongewijzigd te laten op 5,25-5,5%, zoals ook werd verwacht door de markt. Begin dit jaar rekenden rentemarkten echter nog op twee tot drie rentenverlagingen per de juni-vergadering. Die zijn er duidelijk niet gekomen. Gedurende het jaar hebben rentemarkten voortdurend hun verwachtingen verder naar de toekomst verschoven. En ook nu lijken rentemarkten met twee verlagingen te rekenen op meer renteverlagingen dan de enkele renteverlaging die de centrale bankiers van de Fed per einde dit jaar zelf verwachten. Daarmee liggen de verwachtingen van de markt en die van centrale bankiers wel een stuk dichter bij elkaar dan begin dit jaar. Dat wil niet zeggen dat deze verwachtingen de komende maanden niet weer kunnen verschuiven, maar dat zal sterk afhangen van de ontwikkeling van economische cijfers en dan met name van de inflatie.

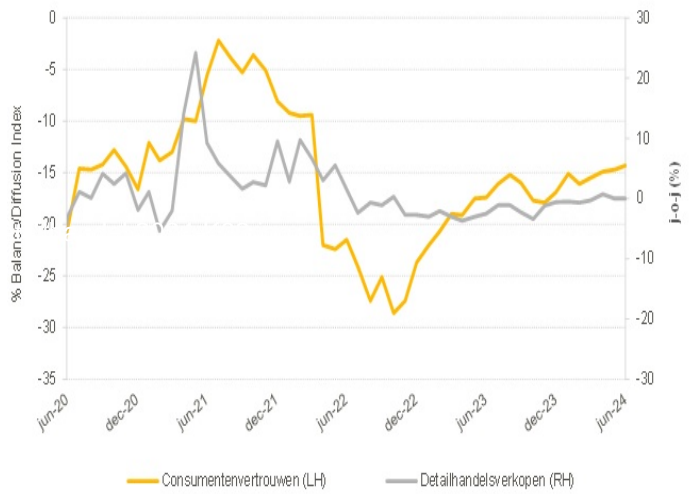
Vooralsnog lijkt het meest aannemelijke scenario dat de inflatiedruk de komende tijd gestaag verder zal afnemen richting de 2%-inflatiedoelstellingen van centrale banken. De huidige renteverwachting lijkt hiermee redelijk in lijn. Op dit moment lijkt het risico groter dat economische groei- en inflatiecijfers hoger blijven uitvallen dan andersom. Daarmee is het risico ook eerder dat centrale banken rentes langer hoog zullen houden dan dat ze renteverlagingen naar voren zullen halen. Dat laatste kan natuurlijk wel gebeuren bij een onverwachte crisissituatie, zoals de 'coronacrisis' van 2020 of de 'kredietcrisis' van 2008, maar daar valt moeilijk op voor te sorteren.

Buiten de eurozone en de VS kwamen centrale banken amper in actie. De Bank of England (BoE) besloot dat het nog te vroeg is om een beleidsrenteverlaging door te voeren en ook de Japanse centrale bank liet de beleidsrente ongewijzigd, ongeacht de sterke devaluatie van de Japanse yen sinds begin dit jaar. In Zwitserland, waar de inflatie inmiddels op 1,4% staat, verlaagde de centrale bank in juni de beleidsrente voor de tweede keer met 25 basispunten tot 1,25%.

Europese industriële productie vs producentenvertrouwen



Europese detailhandelsverkoop vs consumentenvertrouwen



Financiële markten

Na een sterk begin voor wereldwijde aandelen in het eerste kwartaal, was het tweede kwartaal minder overtuigend. Hoewel wereldwijde aandelen een plus noteerde, waren er toch ook regio's die het kwartaal met een verlies eindigden. Europese obligaties presteerden slecht in het tweede kwartaal, en de spreads op "investment grade" bedrijfsobligaties zijn gedurende het kwartaal iets uitgelopen. Europees beursgenoteerd vastgoed bleek volatiel en sloot het kwartaal af met een verlies, hoewel dit verlies kleiner was dan dat van Europese aandelen.

Staatsobligaties:

Na de rentestijging gedurende het eerste kwartaal liepen de rentes op staatsobligaties in het tweede kwartaal van 2024 verder op, vooral tot aan de Europese verkiezingen in de tweede week van juni. Na de aankondiging van Macron om nieuwe parlementsverkiezingen te houden, heerste er een sterk risk-off sentiment in de markt, waardoor de rentes op "veilige" Europese staatsobligaties fors daalden. Zo zakte de rente op 10-jaars Duitse staatsobligaties in de tweede week van juni met ongeveer 30 basispunten. Ondanks deze correctie is de rente op de 10-jaars Duitse staatsobligaties alsnog met 20 basispunten toegenomen gedurende het kwartaal (YTD + 48bp). Nederlandse staatsobligaties lieten een vergelijkbaar beeld zien, met een stijging van 23 basispunten. Waar gedurende het eerste kwartaal de rentes op Zuid-Europese staatsobligaties minder hard stegen dan die op Duitse en Nederlandse staatsobligaties, was dit in het tweede kwartaal niet meer het geval. De Spaanse 10-jaars rente steeg in het tweede kwartaal van 2024 met 29 basispunten tot 3,4%. Frankrijk spande de kroon; gebukt onder politieke onrust steeg de 10-jaars rente daar met 51 basispunten tot 3,3%. Daarmee zijn de rentes sinds begin dit jaar gestaag toegenomen en lijken beleggers meer en meer terug te komen op hun optimistische vooruitzichten van begin dit jaar.

Ook buiten Europa stegen de rentes op de meeste obligatiemarkten. In de VS nam de 10-jaars rente fors toe tijdens de eerste maand van het kwartaal, om vervolgens gedurende de rest van het kwartaal weer te dalen. Per saldo eindigde de Amerikaanse 10-jaars rente het kwartaal 10 basispunten hoger. De volatiliteit in de Amerikaanse rente gedurende het kwartaal werd voornamelijk veroorzaakt door macro-economische cijfers die soms onder, en soms boven de verwachtingen uitkwamen, wat implicaties had voor het verwachte rentebeleid van de Fed. Belangrijke indicatoren voor de markt waren voornamelijk inflatie- en werkgelegenheidscijfers.

Credits:

Stijgende rentes drukten het rendement op bedrijfsobligaties, en ook de spreads op "investment grade" bedrijfsobligaties namen licht toe. Couponinkomsten compenseerden dit effect echter deels, waardoor Europese "investment grade" bedrijfsobligaties toch een neutraal resultaat behaalden. Spreads op de meer risicovolle "high yield" bedrijfsobligaties namen licht af gedurende het kwartaal, waardoor deze assetclass een positief rendement van 1,5% wist te noteren.

Aandelen:

Hoewel de resultaten van het tweede kwartaal minder indrukwekkend zijn dan die van het eerste kwartaal, hebben wereldwijde aandelen toch goed gepresteerd in het tweede kwartaal. Dit succes is voornamelijk te danken aan de sterke prestaties van de Amerikaanse aandelenmarkt, met name de Amerikaanse technologiesector onder leiding van Nvidia. De S&P 500 (in USD) behaalde een rendement van 3,9% gedurende het kwartaal. De technologie- en communicatiesectoren behaalden respectievelijk positieve resultaten van 13,6% en 9,1%.

Naast Amerikaanse aandelen deden de Aziatische aandelenmarkten het ook goed, met een rendement van ongeveer 7% in euro's, exclusief Japan. Japan viel buiten de boot met een negatief resultaat van 7% in euro's, grotendeels te wijten aan wisselkoerseffecten. In Japanse yen was het resultaat met -2% namelijk gematigder. Japan was niet de enige verliezer; Europese aandelen presteerden aanzienlijk slechter dan die van Amerika, met een negatief resultaat van 3,7% in euro's. Europa kende nagenoeg vlakke resultaten tot de Europese verkiezingen, waarna de koersen begonnen te dalen, geleid door Frankrijk (-8,8%) en gevolgd door Duitsland (-1,4%).

Opkomende markten lieten daarentegen positieve resultaten zien. Aziatische aandelen deden het zoals gezegd goed, met uitschieters naar boven voor Taiwan en India, en naar beneden voor Indonesië en de Filipijnen. Latijns-Amerikaanse aandelen presteerden slecht, in tegenstelling tot aandelen uit Oost-Europa die positieve resultaten lieten zien.

Vastgoed:

Na het negatieve resultaat van het eerste kwartaal is het Europees beursgenoteerd vastgoed nog steeds niet gelukt om een positief resultaat te behalen. In het tweede kwartaal behaalde beursgenoteerd vastgoed een negatief rendement van -1,7%, waarmee het beursgenoteerd vastgoed wel is gelukt om beter te presteren dan de bredere Europese aandelenmarkt. Dit resultaat is voornamelijk te danken aan het sterke resultaat (+5,5%) dat beursgenoteerd vastgoed in de maand mei wist te behalen. Ondanks deze goede maand moet beursgenoteerd vastgoed sinds het begin van dit jaar een negatief rendement van -5,2% noteren.

Marktvooruitzichten

Aan het begin van het tweede kwartaal van 2024 hadden we een licht overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed tegenover een licht onderwogen positie in bedrijfsobligaties. In de loop van het kwartaal hebben we onze overwogen positie in beursgenoteerd vastgoed en onze onderwogen positie in bedrijfsobligaties naar neutraal gebracht. Dit kwam voornamelijk doordat beursgenoteerd vastgoed een inhaalslag had gerealiseerd, waardoor we het grootste deel van het potentieel al hadden benut. Voor het derde kwartaal van 2024 kiezen we ervoor om de tactische visie op neutraal te houden.

Het tweede kwartaal van 2024 werd op financiële markten in het begin voornamelijk gekenmerkt door geopolitieke onrust in het Midden-Oosten. Nadat deze onrust deels is gaan liggen, kwam er ruimte voor een licht overwegend risk-on sentiment, dat later in het kwartaal draaide naar een risk-off sentiment (vooral in Europa). Het tweede kwartaal werd daarmee vooral gekenmerkt door stijgende aandelenkoersen, stijgende rentes, inkomende spreads op “high yield” obligaties, maar uitlopende spreads op “investment grade” obligaties. Waar we aan het einde van het eerste kwartaal nog in de veronderstelling waren dat rentes “uitgetopt” zouden zijn, en dat ze onderhand redelijk geprijsd zouden zijn, bleken Europese rentes toch nog iets meer in hun mars te hebben. Op het hoogtepunt stegen rentes ca. 30 basispunten, al werd deze stijging gedurende de laatste twee weken weer grotendeels tenietgedaan. Daarmee komen we ook begin dit kwartaal weer tot de conclusie dat rentes momenteel redelijk geprijsd zijn.

Staatsobligaties

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

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

Bedrijfsobligaties

De licht verbeterde economische groeivoorzichten zijn in principe gunstig voor de verwachte ontwikkeling van ‘spreads’ op bedrijfsobligaties, maar voor zover deze, eventueel in combinatie met hoger dan verwachte inflatie, ook tot hogere rentes zouden leiden, kan dat op ‘total return’-basis per saldo toch negatief uitpakken voor deze beleggingscategorie. Een voordeel van de beter dan verwachte economische ontwikkeling is wel dat de ratio's van veel bedrijven er nog altijd redelijk tot goed uitzien, bijvoorbeeld als het gaat om winstmarges, kapitaalratio's en ‘leverage’.

Mede dankzij de combinatie van redelijke economische vooruitzichten en redelijke fundamentele ontwikkelingen bij bedrijven, is de vraag naar bedrijfsobligaties vanuit beleggers ook hoog. Daarnaast zijn de absolute renteniveaus op obligaties, door onderliggende hoge staatsobligatie rentes historisch gezien aantrekkelijk. Hoewel de “spreads” op “investment grade” obligaties licht zijn toegenomen, blijven deze historisch gezien op zeer lage niveaus, wat ruimte voor verdere “spread tightening” beperkt. Dit geldt overigens niet voor alle sub-categorieën bedrijfsobligaties in gelijke mate. De afgelopen tijd zijn vooral de spreads op relatief laag ‘gerate’ (bijv. BBB of lager) bedrijfsobligaties wel iets ingekomen, waarmee deze nu duidelijk duurder ogen dan meer ‘veilige’ (bijv. AA-gerate) bedrijfsobligaties. In het geval van een event risico kunnen de spreads op bedrijfsobligaties snel oplopen.

Tot slot staan de zomermaanden voor de deur, die doorgaans leiden tot een afname in de uitgifte van nieuwe issues. Echter, het sentiment is veranderd en in combinatie met dunne markten kan dit in de komende periode nog wel eens voor extra volatiliteit zorgen.

Aandelen

Aandelenbeurzen hebben wereldwijd een positief kwartaal achter de rug, en met uitstekende Amerikaanse aandelen. De laatste paar weken van het kwartaal is dit positieve sentiment echter iets gedraaid waardoor Amerikaanse aandelen net niet meer op “overbought” niveaus staan. Desondanks zijn Amerikaanse aandelen qua waardering nog wel erg duur. Europese aandelen handelen momenteel niet op “overbought” of “oversold” niveaus, maar zijn eerder gematigd te noemen. Over het afgelopen kwartaal zijn Europese aandelen licht gecorrigeerd, maar ook deze aandelen blijven op het moment relatief duur. Daartegenover staat dat de huidige economische groei in Europa achterblijft bij die van Amerika, wat mogelijk perspectief biedt voor een rooskleuriger herstel in Europa en positief kan uitpakken voor de aandelenkoersen. Op het moment van schrijven is de marktwaarde van Europese aandelen in EUR-termen ten opzichte van Amerikaanse aandelen naar een historisch dieptepunt gezakt, wat aangeeft dat het toch vooral de Amerikaanse aandelen zijn die overgewaardeerd blijven. In de komende periode blijven aandelen kwetsbaar voor geopolitieke risico's, hoewel beleggers deze voorlopig grotendeels lijken te accepteren.

Het zijn echter niet alle categorieën aandelen die het afgelopen kwartaal zo goed hebben gepresteerd. Op sectorniveau geldt vooral voor technologie-aandelen dat deze nu duur zijn, en dan met uitstekende in Amerika. Nvidia heeft zijn marktwaarde aanzienlijk zien stijgen en is verantwoordelijk voor 20% van de totale winst van de S&P500 sinds de rally die in oktober vorig jaar begon. Op stijlniveau doen de groei aandelen het beter dan de waarde aandelen. Dit laat ruimte voor de tot nu toe achtergebleven of ‘goedkope’ sectoren (zoals energie en nutsbedrijven), regio's (bijv. Europa en opkomende markten) en stijlen (bijv. ‘waarde’- en ‘small cap’-aandelen) om een inhaalslag te maken, in ieder geval in relatieve zin. Bij een eventuele correctie op aandelenbeurzen lijken deze categorieën aandelen ook minder kwetsbaar dan de aandelen die de laatste tijd het hardst zijn gestegen, en daarmee nu ook het ‘duurst’ zijn. Per saldo zien we voor de komende tijd minder ruimte voor koersstijgingen op wereldwijde aandelenbeurzen dan de afgelopen tijd, en kiezen we daarom voor een neutrale tactische visie op aandelen.

Beursgenoteerd vastgoed

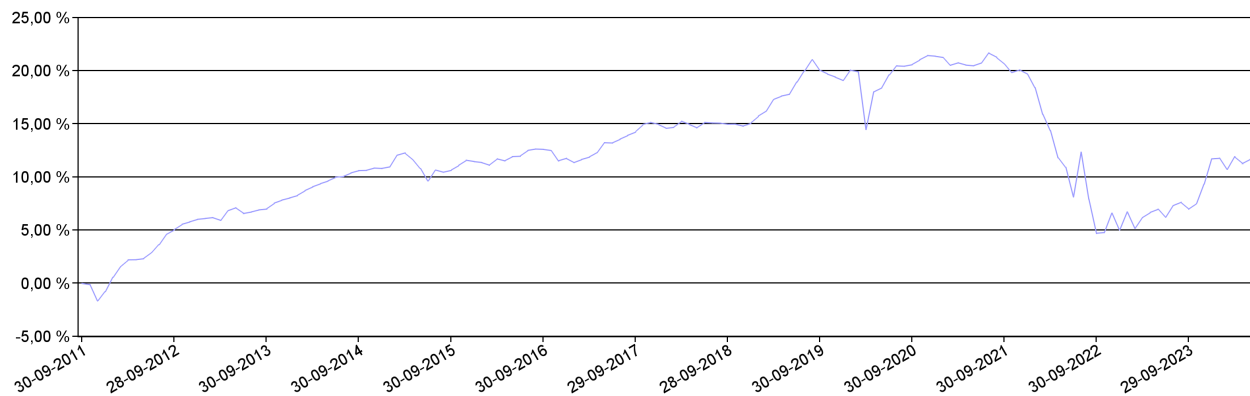
Na het slechte eerste kwartaal van 2024, wist Europees beursgenoteerd vastgoed gedurende het tweede kwartaal een kleine inhaalslag te maken ten opzichte van Europese aandelen. Hier hebben wij in onze tactische positionering van geprofiteerd, voordat we onze visie naar neutraal hebben bijgesteld. Ondanks deze kleine inhaalslag blijft beursgenoteerd vastgoed gematigd aantrekkelijk gepositioneerd ten opzichte van de bredere Europese aandelen, maar niet voldoende om hier een tactische positie op in te nemen.

Cash

Met een huidige ECB-basisrente van 3,75% is het risicovrije rendement nog altijd hoog in historisch perspectief, maar de relatieve aantrekkelijkheid van cash zal afnemen naarmate centrale banken rentes gaan verlagen, naar verwachting binnen afzienbare tijd.

Performance portefeuille

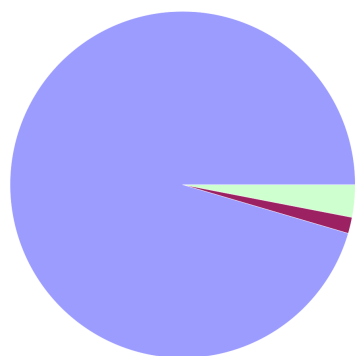
| datum | nav | periode | lopend kwartaal | lopend jaar |
|------------|------|---------|-----------------|-------------|
| 30-06-2024 | 1,12 | 0,58% | 0,37 % | 0,55 % |
| 31-05-2024 | 1,12 | 0,37% | -0,21 % | -0,04 % |
| 30-04-2024 | 1,11 | -0,58% | -0,58 % | -0,41 % |



partial duration naar looptijd

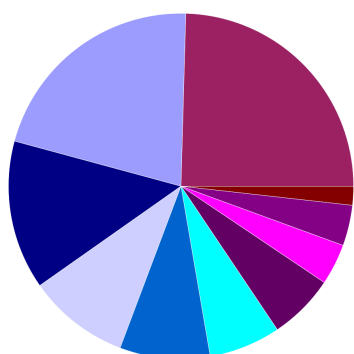
| | portefeuille |
|------------------|--------------|
| 0 tot 1 jaar | 0,00 |
| 1 tot 3 jaar | 0,62 |
| 3 tot 5 jaar | 1,29 |
| 5 tot 7 jaar | 1,20 |
| 7 tot 10 jaar | 0,40 |
| 10 tot 15 jaar | 0,10 |
| 15 tot 20 jaar | - |
| meer dan 20 jaar | - |
| totaal | 3,62 |

Samenstelling portefeuille



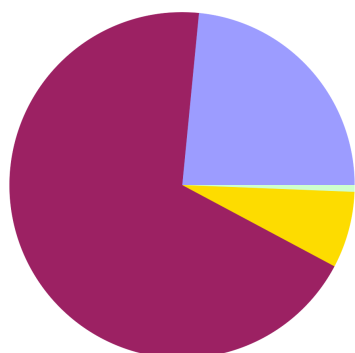
- Bedrijfsobligaties
- Gesecuritiseerd / Collateralized
- Semi & Buitenlandse Overheden

| sectorverdeling | % van de portefeuille |
|----------------------------------|-----------------------|
| Bedrijfsobligaties | 95,47% |
| Semi & Buitenlandse Overheden | 3,03% |
| Gesecuritiseerd / Collateralized | 1,51% |



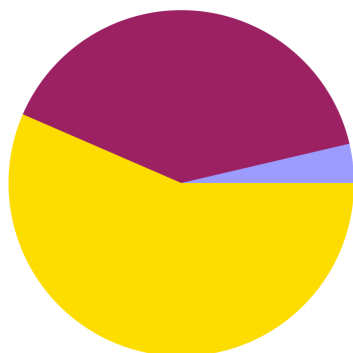
- Zweden
- Frankrijk
- Duitsland
- Noorwegen
- Finland
- Denemarken
- België
- Nederland
- Oostenrijk
- Verenigd Koninkrijk

| landenverdeling | % van de portefeuille |
|---------------------|-----------------------|
| Zweden | 24,56 % |
| Frankrijk | 21,24 % |
| Duitsland | 13,95 % |
| Noorwegen | 9,51 % |
| Finland | 8,46 % |
| Denemarken | 6,71 % |
| België | 6,17 % |
| Nederland | 3,84 % |
| Oostenrijk | 3,80 % |
| Verenigd Koninkrijk | 1,77 % |



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

| looptijd | % van de portefeuille |
|----------------|-----------------------|
| 5 tot 10 jaar | 23,45% |
| 1 tot 5 jaar | 68,76% |
| < 1 jaar | 7,15% |
| 10 tot 20 jaar | 0,64% |



- AAA
- AA
- A

| rating | % van de portefeuille |
|--------|-----------------------|
| AAA | 3,65% |
| AA | 39,85% |
| A | 56,50% |
| NR | 0,00% |

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

| | AAA | AA | A | totaal |
|----------------------------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| Bedrijfsobligaties | | 38,97% | 56,50% | 95,47 % |
| Gesecuritiseerd / Collateralized | 1,51% | | | 1,51 % |
| Semi & Buitenlandse Overheden | 2,14% | 0,88% | | 3,03 % |
| totaal | 3,65 % | 39,85 % | 56,50 % | 100,00 % |

landen verdeeld naar rating

| | AAA | AA | A | totaal |
|---------------------|---------------|----------------|----------------|-----------------|
| België | | 1,54% | 4,63% | 6,17 % |
| Denemarken | | | 6,71% | 6,71 % |
| Duitsland | 1,51% | 0,72% | 11,73% | 13,95 % |
| Finland | | 3,86% | 4,59% | 8,46 % |
| Frankrijk | | 13,40% | 7,84% | 21,24 % |
| Nederland | 1,84% | 2,00% | | 3,84 % |
| Noorwegen | 0,31% | 6,27% | 2,94% | 9,51 % |
| Oostenrijk | | | 3,80% | 3,80 % |
| Verenigd Koninkrijk | | | 1,77% | 1,77 % |
| Zweden | | 12,07% | 12,49% | 24,56 % |
| totaal | 3,65 % | 39,85 % | 56,50 % | 100,00 % |

| grootste posities op basis % totale marktwaarde | weging |
|--|---------------|
| SWEDBANK_0.25%_02/11/2026 | 4,3% |
| SOCIETE GENERALE_4.125%_21/11/2028 | 3,8% |
| SVENSKA HB_3.75%_15/02/2034 | 3,7% |
| SKANDINAVISKA EN_4.125%_29/06/2027 | 3,6% |
| BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028 | 3,1% |

| grootste debiteuren op basis % totale marktwaarde | weging |
|--|---------------|
| BANQUE FEDERATIVE DU CREDIT MUTUEL | 7,3% |
| SWEDBANK | 6,7% |
| DNB BANK | 6,2% |
| SKANDINAVISKA ENSKILDA BANKEN | 5,3% |
| SOCIETE GENERALE | 4,9% |

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-juni-2024

| isin | instrument | | land | | markt- waarde | opgelopen rente | totale waarde | weging | looptijd | duratie | rating |
|--------------|---------------------------------------|-----------------|------------|--------|------------------|--------------------|------------------|--------|----------|---------|--------|
| | valuta | valuta koers | nominaal | koers | | | | | | | |
| AT0000A2KW37 | ERSTE GROUP BANK 0.1% 16/11/2028 | | Oostenrijk | | 89.413,00 | 62,30 | 89.475,30 | 0,3% | 3,38 | 3,26 | A |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 89,41 | | | | | | | |
| AT0000A2SUH1 | ERSTE GROUP BANK 0.25% 14/09/2029 | | Oostenrijk | | 426.160,00 | 993,85 | 427.153,85 | 1,3% | 5,21 | 5 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 85,23 | | | | | | | |
| AT0000A32562 | ERSTE GROUP BANK 4% 16/01/2031 | | Oostenrijk | | 511.340,00 | 9.125,68 | 520.465,68 | 1,6% | 5,55 | 4,84 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 102,27 | | | | | | | |
| AT0000A34QR4 | ERSTE GROUP BANK 4.25% 30/05/2030 | | Oostenrijk | | 205.576,00 | 745,21 | 206.321,21 | 0,6% | 4,92 | 4,37 | A |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 102,79 | | | | | | | |
| BE6322991462 | EUROCLEAR BANK 0.125% 07/07/2025 | | België | | 193.104,00 | 245,90 | 193.349,90 | 0,6% | 1,02 | 0,98 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 96,55 | | | | | | | |
| BE6338167909 | EUROCLEAR BANK 3.625% 13/10/2027 | | België | | 302.352,00 | 7.784,84 | 310.136,84 | 0,9% | 3,29 | 2,98 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 100,78 | | | | | | | |
| BE6344187966 | BELFIUS BANK 3.875% 12/06/2028 | | België | | 1.014.550,00 | 2.017,12 | 1.016.567,12 | 3,1% | 3,95 | 3,61 | A |
| | EUR | 1,0000 | 1.000.000 | 101,46 | | | | | | | |
| BE6352762387 | BELFIUS BANK 3.625% 11/06/2030 | | België | | 500.065,00 | 993,15 | 501.058,15 | 1,5% | 5,95 | 5,26 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 100,01 | | | | | | | |
| DE0001346955 | RABOBANK 0% 28/10/2026 | | Nederland | | 656.274,83 | 0,00 | 656.274,83 | 2,0% | 2,33 | 2,24 | AA |
| | DEM | 1,9558 | 1.400.000 | 91,68 | | | | | | | |
| DE000A3KY359 | ALLIANZ 0.5% 22/11/2033 | | Duitsland | | 233.694,00 | 909,84 | 234.603,84 | 0,7% | 9,15 | 8,61 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 77,9 | | | | | | | |
| DE000BHY0BP6 | BERLIN HYP 1% 05/02/2026 | | Duitsland | | 476.700,00 | 2.008,20 | 478.708,20 | 1,5% | 1,6 | 1,53 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 95,34 | | | | | | | |
| DE000BHY0GA | BERLIN HYP 0.5% 05/11/2029 | | Duitsland | | 340.588,00 | 1.306,01 | 341.894,01 | 1,0% | 5,35 | 5,08 | A |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 85,15 | | | | | | | |
| DE000BHY0GK | BERLIN HYP 1.25% 25/08/2025 | | Duitsland | | 487.755,00 | 5.310,79 | 493.065,79 | 1,5% | 1,15 | 1,1 | AAA |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 97,55 | | | | | | | |
| DE000BHY0GN | BERLIN HYP 0.375% 25/01/2027 | | Duitsland | | 183.678,00 | 323,77 | 184.001,77 | 0,6% | 2,57 | 2,47 | A |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 91,84 | | | | | | | |
| DE000DFK0GB1 | DZ BANK AG DEUTS 10.05% 08/12/2027 | | Duitsland | | 614.467,00 | 196,99 | 614.663,99 | 1,9% | 3,44 | 3,31 | A |
| | EUR | 1,0000 | 700.000 | 87,78 | | | | | | | |
| DE000DFK0RN3 | DZ BANK AG DEUTS 0.4% 17/11/2028 | | Duitsland | | 597.793,00 | 1.736,61 | 599.529,61 | 1,8% | 4,39 | 4,17 | A |
| | EUR | 1,0000 | 700.000 | 85,4 | | | | | | | |
| DE000LB39BG3 | LANDESBANK BADEN FRN 09/11/2026 | | Duitsland | | 99.969,00 | 660,73 | 100.629,73 | 0,3% | 2,36 | 2,24 | A |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 99,97 | | | | | | | |

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-juni-2024

| isin | instrument | | land | | markt- waarde | opgelopen rente | totale waarde | weging | looptijd | duratie | rating |
|--------------|---------------------------------------|-----------------|------------|--------|------------------|--------------------|------------------|--------|----------|---------|--------|
| | valuta | valuta koers | nominaal | koers | | | | | | | |
| DK0030506886 | NYKREDIT REALKR 1.375% 12/07/2027 | | Denemarken | | 469.405,00 | 6.668,37 | 476.073,37 | 1,4% | 3,03 | 2,85 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 93,88 | | | | | | | |
| FR0013204468 | BPCE 1% 05/10/2028 | | Frankrijk | | 90.210,00 | 737,70 | 90.947,70 | 0,3% | 4,27 | 4,02 | A |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 90,21 | | | | | | | |
| FR0013412947 | BANQUE FEDERATIV 0.75% 08/06/2026 | | Frankrijk | | 473.570,00 | 236,30 | 473.806,30 | 1,4% | 1,94 | 1,86 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 94,71 | | | | | | | |
| FR0013421369 | CREDIT MUT ARKEA 1.125% 23/05/2029 | | Frankrijk | | 356.608,00 | 480,82 | 357.088,82 | 1,1% | 4,9 | 4,61 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 89,15 | | | | | | | |
| FR0013444304 | HSBC CONTINENTAL 0.1% 03/09/2027 | | Frankrijk | | 90.427,00 | 82,51 | 90.509,51 | 0,3% | 3,18 | 3,07 | A |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 90,43 | | | | | | | |
| FR0013450822 | CREDIT MUT ARKEA 0.375% 03/10/2028 | | Frankrijk | | 262.470,00 | 836,07 | 263.306,07 | 0,8% | 4,26 | 4,07 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 87,49 | | | | | | | |
| FR0013476207 | BPCE 0.625% 15/01/2030 | | Frankrijk | | 171.132,00 | 573,77 | 171.705,77 | 0,5% | 5,55 | 5,26 | A |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 85,57 | | | | | | | |
| FR0014001G37 | BPCE 0.25% 14/01/2031 | | Frankrijk | | 80.433,00 | 115,44 | 80.548,44 | 0,2% | 6,55 | 6,25 | A |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 80,43 | | | | | | | |
| FR0014004GE5 | SOCIETE GENERALE 0.25% 08/07/2027 | | Frankrijk | | 361.500,00 | 980,87 | 362.480,87 | 1,1% | 3,02 | 2,9 | A |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 90,38 | | | | | | | |
| FR0014005SE7 | ALSFR 0.375% 05/10/2031 | | Frankrijk | | 80.905,00 | 276,64 | 81.181,64 | 0,2% | 7,27 | 6,91 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 80,91 | | | | | | | |
| FR0014006XE5 | BANQUE FEDERATIV 0.01% 07/03/2025 | | Frankrijk | | 97.517,00 | 3,18 | 97.520,18 | 0,3% | 0,68 | 0,67 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 97,52 | | | | | | | |
| FR0014007Q96 | CREDIT MUT ARKEA 0.75% 18/01/2030 | | Frankrijk | | 341.316,00 | 1.352,46 | 342.668,46 | 1,0% | 5,56 | 5,23 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 85,33 | | | | | | | |
| FR0014008MT2 | CREDIT AGRICOLE 1.125% 24/02/2029 | | Frankrijk | | 269.670,00 | 1.180,33 | 270.850,33 | 0,8% | 4,66 | 4,38 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 89,89 | | | | | | | |
| FR001400CMY0 | BANQUE FEDERATIV 3.125% 14/09/2027 | | Frankrijk | | 98.518,00 | 2.484,63 | 101.002,63 | 0,3% | 3,21 | 2,92 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 98,52 | | | | | | | |
| FR001400FB06 | BPCE 3.5% 25/01/2028 | | Frankrijk | | 199.262,00 | 3.021,86 | 202.283,86 | 0,6% | 3,57 | 3,25 | A |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 99,63 | | | | | | | |
| FR001400IG08 | BANQUE FEDERATIV 4.125% 14/06/2033 | | Frankrijk | | 410.652,00 | 768,49 | 411.420,49 | 1,3% | 8,96 | 7,4 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 102,66 | | | | | | | |
| FR001400J2V6 | BPCE 4.125% 10/07/2028 | | Frankrijk | | 305.967,00 | 12.070,70 | 318.037,70 | 1,0% | 4,03 | 3,53 | A |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 101,99 | | | | | | | |
| FR001400KO38 | BANQUE FEDERATIV 4.125% 18/09/2030 | | Frankrijk | | 513.605,00 | 16.173,16 | 529.778,16 | 1,6% | 6,22 | 5,26 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 102,72 | | | | | | | |

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-juni-2024

| isin | instrument | | land | | kost prijs | markt- waarde | opgelopen rente | totale waarde | weging | looptijd | duratie | rating |
|--------------|--|-----------------|---------------------|--------|------------|------------------|--------------------|------------------|--------|----------|---------|--------|
| | valuta | valuta koers | nominaal | koers | | | | | | | | |
| FR001400KR43 | AGENCE FRANCAISE 3.75% 20/09/2038 | | Frankrijk | | 99.033 | 100.009,00 | 2.920,08 | 102.929,08 | 0,3% | 14,23 | 10,57 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 100,01 | | | | | | | | |
| FR001400L362 | ALSFR 4.125% 03/10/2038 | | Frankrijk | | 99.923 | 102.481,00 | 3.065,57 | 105.546,57 | 0,3% | 14,27 | 10,38 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 102,48 | | | | | | | | |
| FR001400M6G3 | SOCIETE GENERALE 4.125% 21/11/2028 | | Frankrijk | | 1.198.248 | 1.221.936,00 | 30.159,84 | 1.252.095,84 | 3,8% | 4,4 | 3,88 | A |
| | EUR | 1,0000 | 1.200.000 | 101,83 | | | | | | | | |
| FR001400MCE2 | CREDIT MUT ARKEA 4.125% 01/02/2034 | | Frankrijk | | 99.086 | 102.163,00 | 1.701,84 | 103.864,84 | 0,3% | 9,6 | 7,71 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 102,16 | | | | | | | | |
| FR001400Q0T5 | BANQUE FEDERATIV 3.5% 15/05/2031 | | Frankrijk | | 99.290 | 98.839,00 | 450,68 | 99.289,68 | 0,3% | 6,88 | 5,98 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 98,84 | | | | | | | | |
| XS1346115295 | BANQUE FEDERATIV 1.625% 19/01/2026 | | Frankrijk | | 318.300 | 291.291,00 | 2.184,43 | 293.475,43 | 0,9% | 1,56 | 1,49 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 97,1 | | | | | | | | |
| XS1605365193 | CREDIT AGRICOLE 1.375% 03/05/2027 | | Frankrijk | | 432.950 | 377.152,00 | 889,04 | 378.041,04 | 1,2% | 2,84 | 2,7 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 94,29 | | | | | | | | |
| XS1617831026 | BANQUE FEDERATIV 1.25% 26/05/2027 | | Frankrijk | | 415.622 | 374.812,00 | 493,15 | 375.305,15 | 1,1% | 2,9 | 2,77 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 93,7 | | | | | | | | |
| XS1693281617 | STANDARD CHARTER 1.625% 03/10/2027 | | Verenigd Koninkrijk | | 625.979 | 571.692,00 | 7.245,90 | 578.937,90 | 1,8% | 2,26 | 2,13 | A |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 95,28 | | | | | | | | |
| XS1823485039 | OP CORP BANK 1% 22/05/2025 | | Finland | | 313.035 | 293.106,00 | 328,77 | 293.434,77 | 0,9% | 0,89 | 0,86 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 97,7 | | | | | | | | |
| XS2049582542 | SVENSKA HB 0.05% 03/09/2026 | | Zweden | | 341.738 | 324.716,00 | 144,40 | 324.860,40 | 1,0% | 2,18 | 2,1 | A |
| | EUR | 1,0000 | 350.000 | 92,78 | | | | | | | | |
| XS2122377281 | LANSFORSKRINGA R 0.125% 19/02/2025 | | Zweden | | 884.395 | 879.147,00 | 408,81 | 879.555,81 | 2,7% | 0,64 | 0,62 | A |
| | EUR | 1,0000 | 900.000 | 97,68 | | | | | | | | |
| XS2171253912 | OP CORP BANK 0.5% 12/08/2025 | | Finland | | 997.300 | 967.200,00 | 4.426,23 | 971.626,23 | 3,0% | 1,12 | 1,07 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 1.000.000 | 96,72 | | | | | | | | |
| XS2171316859 | DANSKE BANK 0.625% 26/05/2025 | | Denemarken | | 605.340 | 584.166,00 | 369,86 | 584.535,86 | 1,8% | 0,9 | 0,88 | A |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 97,36 | | | | | | | | |
| XS2173114542 | SBAB BANK 0.5% 13/05/2025 | | Zweden | | 480.667 | 485.995,00 | 335,62 | 486.330,62 | 1,5% | 0,87 | 0,84 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 97,2 | | | | | | | | |
| XS2346124410 | LANDESBANK HESSE 0.375% 04/06/2029 | | Duitsland | | 794.936 | 688.672,00 | 221,92 | 688.893,92 | 2,1% | 4,93 | 4,72 | A |
| | EUR | 1,0000 | 800.000 | 86,08 | | | | | | | | |
| XS2404027935 | SWEDBANK 0.25% 02/11/2026 | | Zweden | | 1.430.500 | 1.396.050,00 | 2.479,51 | 1.398.529,51 | 4,3% | 2,34 | 2,26 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 1.500.000 | 93,07 | | | | | | | | |

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-juni-2024

| isin | instrument | | land | | markt- waarde | opgelopen rente | totale waarde | weging | looptijd | duratie | rating |
|--------------|---------------------------------------|-----------------|------------|--------|------------------|--------------------|------------------|--------|----------|---------|--------|
| | valuta | valuta koers | nominaal | koers | | | | | | | |
| XS2406010285 | SPAREBANK 1 SR-B 0.25% 09/11/2026 | | Noorwegen | | 556.656,00 | 963,11 | 557.619,11 | 1,7% | 2,36 | 2,27 | A |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 92,78 | | | | | | | |
| XS2409134371 | JYSKE BANK 0.25% 17/02/2028 | | Denemarken | | 458.460,00 | 461,07 | 458.921,07 | 1,4% | 2,64 | 2,53 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 91,69 | | | | | | | |
| XS2432567555 | DNB BANK 0.375% 18/01/2028 | | Noorwegen | | 923.490,00 | 1.690,57 | 925.180,57 | 2,8% | 2,55 | 2,45 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 1.000.000 | 92,35 | | | | | | | |
| XS2441055998 | SBAB BANK 0.5% 08/02/2027 | | Zweden | | 555.978,00 | 1.180,33 | 557.158,33 | 1,7% | 2,61 | 2,51 | A |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 92,66 | | | | | | | |
| XS2443893255 | NORDEA BANK 1.125% 16/02/2027 | | Finland | | 470.505,00 | 2.090,16 | 472.595,16 | 1,4% | 2,63 | 2,51 | A |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 94,1 | | | | | | | |
| XS2478690931 | SKANDINAVISKA EN 1.75% 11/11/2026 | | Zweden | | 269.654,00 | 3.119,40 | 272.773,40 | 0,8% | 2,37 | 2,24 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 280.000 | 96,31 | | | | | | | |
| XS2482618464 | NORDEA BANK 2.5% 23/05/2029 | | Finland | | 820.637,80 | 2.297,26 | 822.935,06 | 2,5% | 4,9 | 4,49 | A |
| | EUR | 1,0000 | 860.000 | 95,42 | | | | | | | |
| XS2534276808 | SPAREBANK 1 SR-B 2.875% 20/09/2025 | | Noorwegen | | 396.060,00 | 8.954,92 | 405.014,92 | 1,2% | 1,22 | 1,15 | A |
| | EUR | 1,0000 | 400.000 | 99,02 | | | | | | | |
| XS2534985523 | DNB BANK 3.125% 21/09/2027 | | Noorwegen | | 197.940,00 | 4.849,73 | 202.789,73 | 0,6% | 2,23 | 2,06 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 98,97 | | | | | | | |
| XS2555192710 | SWEDBANK 3.75% 14/11/2025 | | Zweden | | 300.288,00 | 7.069,67 | 307.357,67 | 0,9% | 1,38 | 1,29 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 100,1 | | | | | | | |
| XS2558953621 | SKANDINAVISKA EN 3.25% 24/11/2025 | | Zweden | | 298.629,00 | 5.860,66 | 304.489,66 | 0,9% | 1,4 | 1,32 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 300.000 | 99,54 | | | | | | | |
| XS2573569576 | DANSKE BANK 4.125% 10/01/2031 | | Denemarken | | 664.709,50 | 12.673,67 | 677.383,17 | 2,1% | 5,53 | 4,8 | A |
| | EUR | 1,0000 | 650.000 | 102,26 | | | | | | | |
| XS2577054716 | LANSFORSKRINGA R 4% 18/01/2027 | | Zweden | | 606.990,00 | 10.819,67 | 617.809,67 | 1,9% | 2,55 | 2,36 | A |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 101,17 | | | | | | | |
| XS2579321337 | NWB 2.75% 17/12/2029 | | Nederland | | 592.536,00 | 8.881,15 | 601.417,15 | 1,8% | 5,47 | 4,93 | AAA |
| | EUR | 1,0000 | 600.000 | 98,76 | | | | | | | |
| XS2582195207 | LANDESBANK HESSE 4% 04/02/2030 | | Duitsland | | 819.552,00 | 12.939,89 | 832.491,89 | 2,5% | 5,6 | 4,89 | A |
| | EUR | 1,0000 | 800.000 | 102,44 | | | | | | | |
| XS2597696124 | DNB BANK 4% 14/03/2029 | | Noorwegen | | 913.176,00 | 10.750,68 | 923.926,68 | 2,8% | 3,71 | 3,36 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 900.000 | 101,46 | | | | | | | |
| XS2643041721 | SKANDINAVISKA EN 4.125% 29/06/2027 | | Zweden | | 1.123.716,00 | 45.623,63 | 1.169.339,63 | 3,6% | 3 | 2,79 | AA |
| | EUR | 1,0000 | 1.100.000 | 102,16 | | | | | | | |
| XS2676816940 | NORDEA BANK 4.375% 06/09/2026 | | Finland | | 201.308,00 | 7.148,22 | 208.456,22 | 0,6% | 1,19 | 1,1 | A |
| | EUR | 1,0000 | 200.000 | 100,65 | | | | | | | |

Portefeuilleoverzicht

samenstelling fondsvermogen per 30-juni-2024

| isin | instrument | | land | | kost prijs | markt- waarde | opgelopen rente | totale waarde | weging | looptijd | duratie | rating | |
|--------------|-------------------------------------|-----------------|-----------|--------|------------|----------------------|--------------------|----------------------|---------------|-------------|---------|--------|--|
| | valuta | valuta koers | nominaal | koers | | | | | | | | | |
| XS2767224921 | SVENSKA HB 3.75% | | Zweden | | 1.193.616 | 1.206.780,00 | 16.844,26 | 1.223.624,26 | 3,7% | 9,64 | 7,87 | A | |
| | EUR | 1,0000 | 1.200.000 | 100,57 | | | | | | | | | |
| XS2809676294 | KOMMUNALBANKEN 2.875% 25/04/2029 | | Noorwegen | | 99.583 | 99.576,00 | 527,74 | 100.103,74 | 0,3% | 4,82 | 4,42 | AAA | |
| | EUR | 1,0000 | 100.000 | 99,58 | | | | | | | | | |
| XS2831017467 | SWEDBANK 3.375% | | Zweden | | 496.935 | 498.240,00 | 1.525,68 | 499.765,68 | 1,5% | 5,92 | 5,26 | AA | |
| | EUR | 1,0000 | 500.000 | 99,65 | | | | | | | | | |
| | Cash | | Nederland | | 1 | 85.570,40 | 0,00 | 85.570,40 | 0,3% | | | NR | |
| | EUR | 1,0000 | 85.570 | | | | | | | | | | |
| | eindtotaal | | | | | 32.526.524,53 | 306.561,41 | 32.833.085,94 | 100,0% | 3,74 | | | |

Transactieoverzicht

| transactie code | plaats van uitvoering / tegenpartij | isin | instrument | | markt-waarde | opgelopen rente | bedrag | transactie datum | betaal datum |
|-----------------------------|---------------------------------------|--------------|------------------------------------|----------|----------------------|------------------|----------------------|------------------|--------------|
| | | | valuta | nominaal | | | | | |
| Buy, Customer | MUND Mizuho Securities Europe GmbH | DE000LB39BG3 | LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026 | | | | | | |
| | | EUR | 100.000 | 99,95 | -99.951,00 | -867,94 | -100.818,94 | 15-04-2024 | 17-04-2024 |
| Buy, Customer | OTC BNP PARIBAS | XS2831017467 | SWEDBANK_3.375%_29/05/2030 | | | | | | |
| | | EUR | 500.000 | 99,39 | -496.935,00 | 0,00 | -496.935,00 | 22-05-2024 | 29-05-2024 |
| Buy, Customer | XLUX Natixis SA | XS2809676294 | KOMMUNALBANKEN_2.875%_25/04/2029 | | | | | | |
| | | EUR | 100.000 | 99,58 | -99.583,00 | 0,00 | -99.583,00 | 18-04-2024 | 25-04-2024 |
| Buy, Customer | XLUX DZ Bank | BE6352762387 | BELFIUS BANK_3.625%_11/06/2030 | | | | | | |
| | | EUR | 500.000 | 99,86 | -499.285,00 | 0,00 | -499.285,00 | 04-06-2024 | 11-06-2024 |
| Buy, Customer | XPAR Natixis SA | FR001400Q0T5 | BANQUE FEDERATIV_3.5%_15/05/2031 | | | | | | |
| | | EUR | 100.000 | 99,29 | -99.290,00 | -134,25 | -99.424,25 | 27-05-2024 | 29-05-2024 |
| totaal Buy, Customer | | | | | -1.295.044,00 | -1.002,19 | -1.296.046,19 | | |
| Coupon | | XS1982725159 | ERSTE GROUP BANK_0.375%_16/04/2024 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 375,00 | 16-04-2024 | 16-04-2024 |
| Coupon | | XS1605365193 | CREDIT AGRICOLE_1.375%_03/05/2027 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 5.500,00 | 03-05-2024 | 03-05-2024 |
| Coupon | | DE000LB39BG3 | LANDESBANK BADEN_FRN_09/11/2026 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 1.148,75 | 09-05-2024 | 09-05-2024 |
| Coupon | | XS2173114542 | SBAB BANK_0.5%_13/05/2025 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 2.500,00 | 13-05-2024 | 13-05-2024 |
| Coupon | | XS1823485039 | OP CORP BANK_1%_22/05/2025 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 3.000,00 | 22-05-2024 | 22-05-2024 |
| Coupon | | FR0013421369 | CREDIT MUT ARKEA_1.125%_23/05/2029 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 4.500,00 | 23-05-2024 | 23-05-2024 |
| Coupon | | XS2482618464 | NORDEA BANK_2.5%_23/05/2029 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 21.500,00 | 23-05-2024 | 23-05-2024 |
| Coupon | | XS1617831026 | BANQUE FEDERATIV_1.25%_26/05/2027 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 5.000,00 | 26-05-2024 | 27-05-2024 |
| Coupon | | XS2171316859 | DANSKE BANK_0.625%_26/05/2025 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 3.750,00 | 26-05-2024 | 27-05-2024 |
| Coupon | | AT0000A34QR4 | ERSTE GROUP BANK_4.25%_30/05/2030 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 8.500,00 | 30-05-2024 | 30-05-2024 |
| Coupon | | XS2346124410 | LANDESBANK HESSE_0.375%_04/06/2029 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 3.000,00 | 04-06-2024 | 04-06-2024 |
| Coupon | | FR0013412947 | BANQUE FEDERATIV_0.75%_08/06/2026 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 3.750,00 | 08-06-2024 | 10-06-2024 |
| Coupon | | BE6344187966 | BELFIUS BANK_3.875%_12/06/2028 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 38.750,00 | 12-06-2024 | 12-06-2024 |

Transactieoverzicht

| trans actie code | plaats van uitvoering / tegenpartij | isin | instrument | | markt- waarde | opgelopen rente | bedrag | transactie datum | betaal datum |
|---------------------------|---|--------------|--|----------|---------------------|--------------------|---------------------|---------------------|-----------------|
| | | | valuta | nominaal | | | | | |
| Coupon | | FR001400IG08 | BANQUE FEDERATIV_4.125%_14/06/2033 | | | | | | |
| | | EUR | 0 | 0 | 0,00 | 0,00 | 16.500,00 | 14-06-2024 | 14-06-2024 |
| totaal Coupon | | | | | 0,00 | 0,00 | 117.773,75 | | |
| Pay Back | | XS1982725159 | ERSTE GROUP BANK_0.375%_16/04/2024 | | | | | | |
| | | EUR | 100.000 | 100 | 100.000,00 | 0,00 | 100.000,00 | 16-04-2024 | 16-04-2024 |
| Pay Back | | FR0128227719 | FRANKRIJK_0%_24/04/2024 | | | | | | |
| | | EUR | 130.000 | 100 | 130.000,00 | 0,00 | 130.000,00 | 24-04-2024 | 24-04-2024 |
| totaal Pay Back | | | | | 230.000,00 | 0,00 | 230.000,00 | | |
| Sell,Cstmr | XDUB | XS2717300391 | SWEDBANK_4.125%_13/11/2028 | | | | | | |
| | RBC capital Markets (europe) GmbH | EUR | 300.000 | 102,59 | 307.770,00 | 6.525,61 | 314.295,61 | 22-05-2024 | 24-05-2024 |
| Sell,Cstmr | XDUB | XS2404027935 | SWEDBANK_0.25%_02/11/2026 | | | | | | |
| | Deutsche Bank Aktiengesellsch aft | EUR | 200.000 | 92,62 | 185.230,00 | 278,69 | 185.508,69 | 22-05-2024 | 24-05-2024 |
| Sell,Cstmr | XPAR | FR0013476207 | BPCE_0.625%_15/01/2030 | | | | | | |
| | DZ Bank | EUR | 600.000 | 85,88 | 515.289,60 | 1.475,41 | 516.765,01 | 05-06-2024 | 07-06-2024 |
| totaal Sell,Cstmr | | | | | 1.008.289,60 | 8.279,71 | 1.016.569,31 | | |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 178 | 1 | -177,50 | 0,00 | -177,50 | 02-04-2024 | 02-04-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 397 | 1 | -397,49 | 0,00 | -397,49 | 02-04-2024 | 02-04-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 59 | 1 | -59,29 | 0,00 | -59,29 | 30-04-2024 | 30-04-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 118 | 1 | -117,50 | 0,00 | -117,50 | 30-04-2024 | 30-04-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 67 | 1 | -67,16 | 0,00 | -67,16 | 30-05-2024 | 30-05-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | EUR | 128 | 1 | -127,50 | 0,00 | -127,50 | 30-05-2024 | 30-05-2024 |

Transactieoverzicht

| trans actie code | plaats van uitvoering / tegenpartij | isin | instrument | | markt- waarde | opgelopen rente | bedrag | transactie datum | betaal datum | |
|------------------------|---|------|--|----------|------------------|--------------------|-------------|---------------------|-----------------|------------|
| | | | valuta | nominaal | | | | | | koers |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | | EUR | 105 | 1 | -105,27 | 0,00 | -105,27 | 28-06-2024 | 28-06-2024 |
| SettDebt | | | Bank Expenses (provisie, kosten betalingsverke | | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | | EUR | 148 | 1 | -147,50 | 0,00 | -147,50 | 28-06-2024 | 28-06-2024 |
| totaal SettDebt | | | | | | -1.199,21 | 0,00 | -1.199,21 | | |
| SettRecv | | | Received interest on bank accounts | | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | | EUR | 302 | 1 | 301,79 | 0,00 | 301,79 | 01-04-2024 | 01-04-2024 |
| SettRecv | | | Received interest on bank accounts | | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | | EUR | 122 | 1 | 121,77 | 0,00 | 121,77 | 01-05-2024 | 01-05-2024 |
| SettRecv | | | Received interest on bank accounts | | | | | | | |
| | CACEIS Netherlands N.V. | | EUR | 378 | 1 | 377,99 | 0,00 | 377,99 | 01-06-2024 | 01-06-2024 |
| totaal SettRecv | | | | | | 801,55 | 0,00 | 801,55 | | |