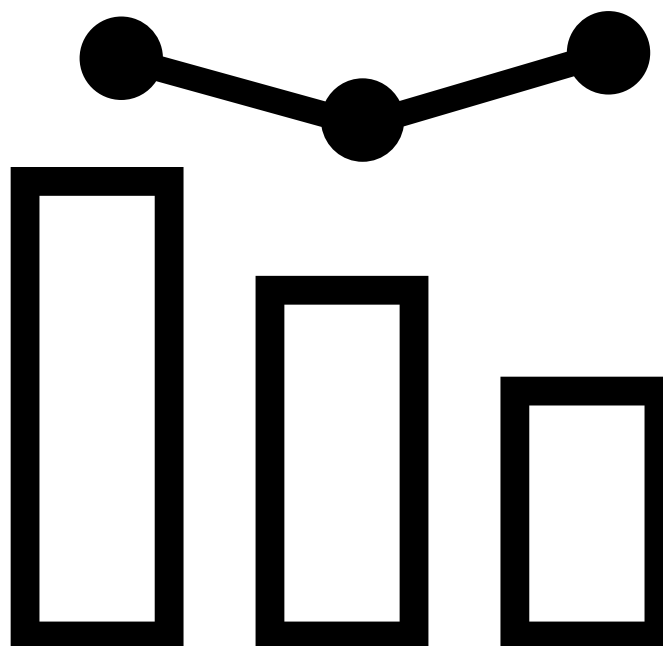




Markupdate

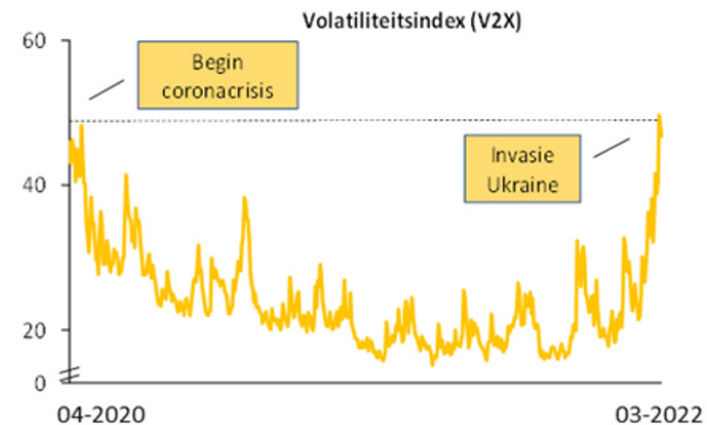
11 maart 2022

Het Rusland Oekraïne conflict

Op het eerste gezicht leek februari 2022 voor financiële markten in veel opzichten op januari, met hogere rentes op staatsobligaties en lagere aandelenkoersen. Onderliggend zorgde de Russische inval in Oekraïne wel voor een nieuwe dynamiek, maar die uitte zich tot nu toe vooral in hogere volatiliteit.

Tot halverwege februari waren inflatieangst en, in samenhang daarmee, de dreiging van hogere rentes de dominante thema's op financiële markten in 2022. De dreiging van Russische troepen aan de grenzen van Oekraïne figureerde daarbij hooguit als een 'event risk' op de achtergrond. Terwijl rentes op staatsobligaties vanaf december 2021 gestaag waren opgelopen, met een versnelling in de eerste helft van februari, stonden koersen op aandelenbeurzen wereldwijd vanaf het begin van 2022 onder druk.

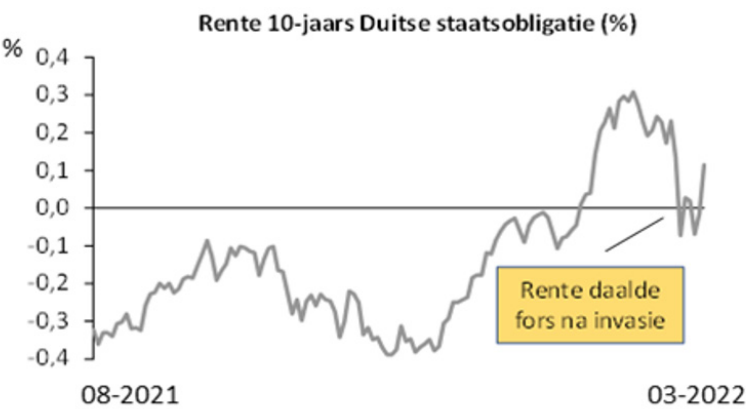
De erkenning van de twee 'volksrepublieken' in de Oekraïense Donbas door het Russische regime van Vladimir Poetin op 21 februari en zeker de daaropvolgende grootschalige militaire invasie van Oekraïne door Russische legereenheden op 24 februari zorgden voor een schokgolf op financiële markten. Die is vooral terug te zien in de sterk opgelopen volatiliteit, zoals bijvoorbeeld gemeten met de 'V2X-index'. Deze steeg tegen het einde van februari naar het hoogste niveau sinds het begin van de coronacrisis, nu bijna twee jaar geleden (zie grafiek rechts).



Bron: Bloomberg

Zoals te verwachten in een 'risk off'-omgeving daalden rentes op staatsobligaties (zie grafiek onder), maar aandelenkoersen reageerden meer gemengd. Vooral op Europese beurzen daalden de koersen licht in de laatste week van februari, maar elders stegen deze juist. Waarschijnlijk diende het vooruitzicht van potentieel minder renteverhogingen door centrale banken dan eerder gedacht daar als compenserende factor voor de sterk toegenomen geopolitieke risico's.

Per saldo was het koersverloop op Europese en Amerikaanse aandelenbeurzen in februari niet veel anders dan in januari, met maandrendementen van -3,0% voor de MSCI Europe-index en -3,4% voor de MSCI North America-index. Ook opkomende markten deelden in de malaise, met een maandrendement van -3,5%. De Russische aandelenbeurs daalde met een derde in roebels gemeten, en halveerde zelfs in euro's gemeten. Aziatische aandelen presteerden relatief goed, met een rendement op maandbasis van -1,7% voor de MSCI Asia Pacific-index. Dat gold ook voor Europees beursgenoteerd vastgoed (-2,2%).



Bron: Bloomberg

Op obligatiemarkten waren de rentedalingen in de laatste week van februari minder groot dan de rentestijgingen in de eerste drie weken, zodat Europese staatsobligaties op een rendement van -1,9% uitkwamen, bedrijfsobligaties op -2,5% en de meer risicovolle 'high yield'-bedrijfsobligaties op -2,9%.

De rendementen van de verschillende beleggingscategorieën waren als volgt:

Rendementen (total return, in euro's)	02-2022	2022	12 mnd.
Bloomberg Barclays Eurozone Staatsobligaties	-1,9%	-2,0%	-4,0%
Bloomberg Barclays Euro Bedrijfsobligaties	-2,5%	-3,9%	-3,9%
Bloomberg Barclays Euro High Yield Bedrijfsobligaties	-2,9%	-5,6%	-2,1%
MSCI Europe Onroerend Goed	-2,2%	-12,5%	10,6%
MSCI Europe Aandelen	-3,0%	-14,3%	15,4%
MSCI North America Aandelen	-3,4%	-13,3%	22,8%
MSCI Asia Pacific Aandelen	-1,7%	-11,9%	-3,1%
MSCI World Developed Markets Aandelen	-3,2%	-13,6%	-4,0%
MSCI Emerging Markets Aandelen	-3,5%	-11,1%	-4,0%
EUR/USD	0,5%	-3,0%	-7,0%

Bron: Bloomberg

2022: van corona-crisis naar Oekraïne-crisis

Terwijl de coronapandemie steeds meer op zijn einde lijkt te lopen, in ieder geval in Europa en de VS, maakte de wereldeconomie zich tot voor kort op voor nog een jaar van bovengemiddelde groei, met aanhoudend hoge inflatiedruk als belangrijkste risicofactor. Met de Russische inval in Oekraïne moet dit beeld waarschijnlijk worden bijgesteld, maar in welke richting en in welke mate valt nu nog lastig in te schatten. Dit hangt mede af van het verdere verloop van het conflict, en het beoogde doel van Rusland, bijvoorbeeld alleen annexatie van de in meerderheid Russischspreekende delen van Oekraïne (met name de Donbas en de zuidkust van Oekraïne, van Marioepol tot Odessa), 'regime change' in Kiev en/of een langdurige bezetting of inlijving van heel Oekraïne. Duidelijk is wel dat oorlog voor beide partijen op korte termijn economisch slecht, en zeker in het geval van Oekraïne, potentieel rampzalig is.

Terwijl de oorlog pas een paar dagen gaande is, is ook nu al duidelijk dat als het plan van het regime-Poetin een 'Blitzkrieg-achtige' verovering van Oekraïne was, en om tegelijkertijd verdeeldheid te zaaien onder westerse mogendheden over hoe te reageren op de Russische agressie, dit plan op beide fronten mislukt is. De Russische militairen worden niet als bevrijders ingehaald in Oekraïne, maar stuiten juist op taaie weerstand van een grotendeels vijandige bevolking. Westerse landen, inclusief het doorgaans neutrale Zwitserland, hebben eensgezind in een tijdsbestek van een paar dagen een veel zwaarder sanctiepakket opgelegd aan Rusland dan tot voor een paar weken geleden mogelijk leek.



Poetin: winnaar van de slag, maar verliezer van de oorlog?

Het vooruitzicht van een mogelijk langsepende oorlog, met aan beide kanten veel slachtoffers, in combinatie met een steeds zwaarder sanctiepakket, is funest voor de Russische economie, die er mede als gevolg van de coronapandemie toch al niet florissant voor stond. Rusland heeft in de afgelopen jaren vooral dankzij de inkomsten van gasexport weliswaar een aanzienlijke oorlogskas opgebouwd, maar nu de Russische overheid, banken en centrale bank grotendeels van het internationale betalingsverkeer zijn afgesloten, is deze nog maar beperkt inzetbaar. De sancties hebben nu al geleid tot een instortende aandelenbeurs en wisselkoers van de roebel, lege geldautomaten, torenhoge rentes (de Russische centrale bank heeft de basisrente eind februari al verhoogd van 9,5% naar 20%) en dreigende (hyper-) inflatie. Voor oudere Russen roept dit ongetwijfeld associaties op met de chaotische jaren '90 van de vorige eeuw, een economisch rampzalige periode waaraan president Poetin na zijn aantreden in 2000 juist een einde leek te hebben gemaakt. Ongetwijfeld zal de Russische staatspropaganda een ander beeld proberen te schetsen, maar wanneer dit beeld te ver uit de pas gaat lopen met de dagelijkse realiteit zoals de meeste Russen die ervaren, ondermijnt dat uiteindelijk de legitimiteit (en de overlevingskansen) van het regime, zoals dat ook in de nadagen van de Sovjet-Unie het geval was.

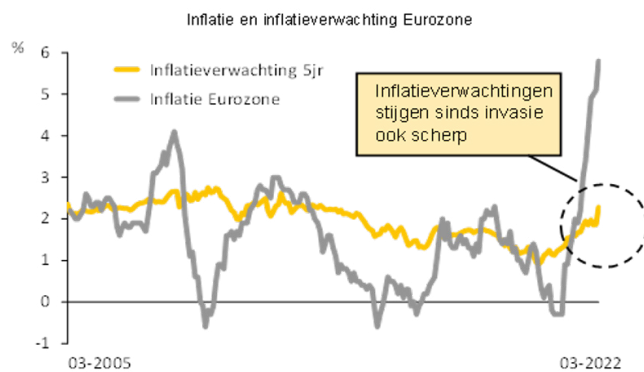
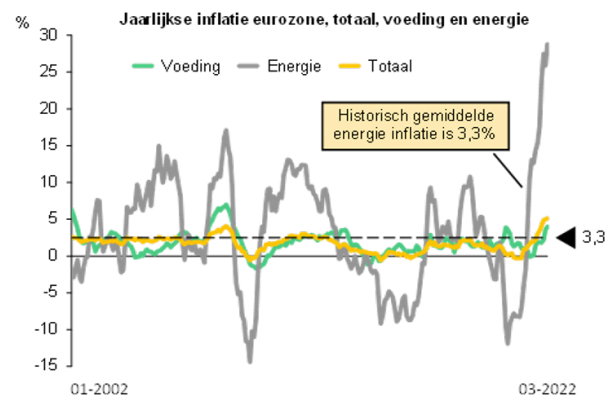
Eén economische zekerheid voor Europa: aanhoudend hoge inflatie

Waar de gevolgen van de Russische agressie tegen Oekraïne voor de economieën van Rusland en Oekraïne nog vrij eenduidig zijn, zijn deze voor de wereldeconomie, en meer specifiek voor de Europese economie een stuk lastiger in te schatten. Het meest duidelijk is nog het te verwachten

effect op de inflatiedruk in Europa. Op korte termijn is daarbij voor de economie van Europa, en zeker ook die van Nederland, vooral de afhankelijkheid van Russische olie- en gasleveringen van belang. Rusland, of meer specifiek Gazprom, heeft de afgelopen maanden de gasleveringen aan Europa al aanzienlijk teruggebracht, met een duidelijk opwaarts effect op de gasprijs tot gevolg. Te verwachten valt dat de gasprijs door de oorlog langer hoog zal blijven dan eerder gedacht, ook al omdat alternatieven voor Russisch gas op korte termijn beperkt zijn. Een geluk bij een ongeluk daarbij is wel dat de winter in Europa relatief mild is verlopen, zodat Europese gasvoorraden minder uitgeput zijn geraakt dan gevreesd. Ook de olieprijs kan langduriger hoog blijven. Daarnaast zijn Oekraïne, van oudsher bekend als 'de graanschuur van Europa', en Rusland belangrijke exporteurs van tarwe en andere granen, zodat ook de voedselprijzen voor kortere of langere tijd kunnen stijgen.

Per saldo is het daarmee zeer aannemelijk dat de inflatie in de eurozone (5,8% jaar-op-jaar in februari) langduriger hoog blijft dan eerder gedacht. In de update van de macro-economische voorspellingen van december 2021 ging de ECB bijvoorbeeld nog uit van een gemiddelde inflatie in de eurozone van 3,2% over heel 2022, maar deze schatting is na de laatste meeting van de ECB (10 maart) verhoogd naar 5,1%. Overigens blijft de 'kerninflatie', waarbij de voedings- en energieprijzen buiten beschouwing worden gelaten, met 2,7% jaar-op-jaar nog wel achter bij de 'headline' inflatie. Dit biedt enige hoop dat de inflatiedruk ook weer snel kan afnemen als de oorlog in Oekraïne niet veel verder zou escaleren en voedings- en energieprijzen weer op meer 'normale' niveaus uitkomen. Wat dat betreft is het beeld hier wel anders dan in de VS, waar niet alleen de 'headline' inflatie inmiddels is opgelopen tot

7,9% jaar-op-jaar, maar ook de 'kerninflatie' met 6,4% jaar-op-jaar wel heel ruim boven de '2%-doelstelling' van de Amerikaanse centrale bank, de Fed, ligt. In de VS lijkt het risico van een 'loon-prijsspiraal' dan ook aanzienlijk groter dan in de eurozone, alhoewel het aannemelijk is dat ook in de eurozone de combinatie van hogere (energie-) prijzen en toenemende krapte op de arbeidsmarkt uiteindelijk tot hogere lonen zal leiden.



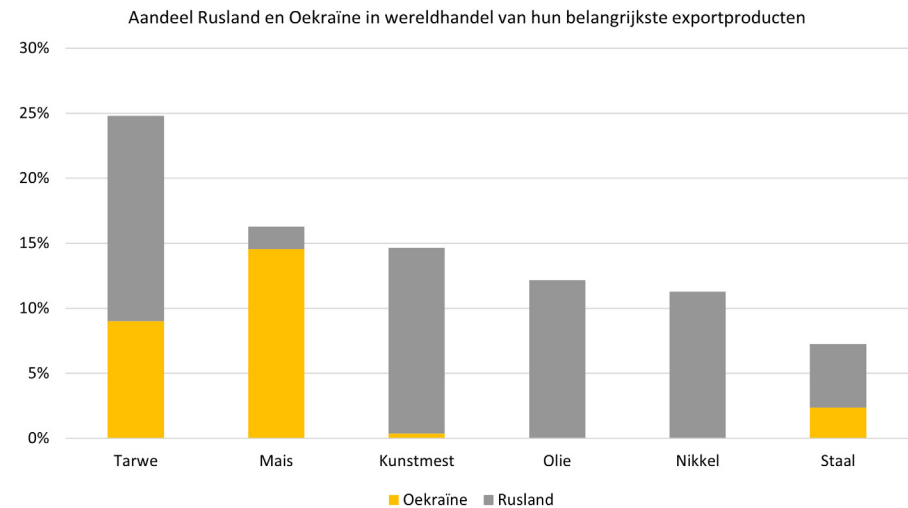
Bron: Bloomberg



Energie- en voedselprijsinflatie raakt in de EU vooral oostelijke landen

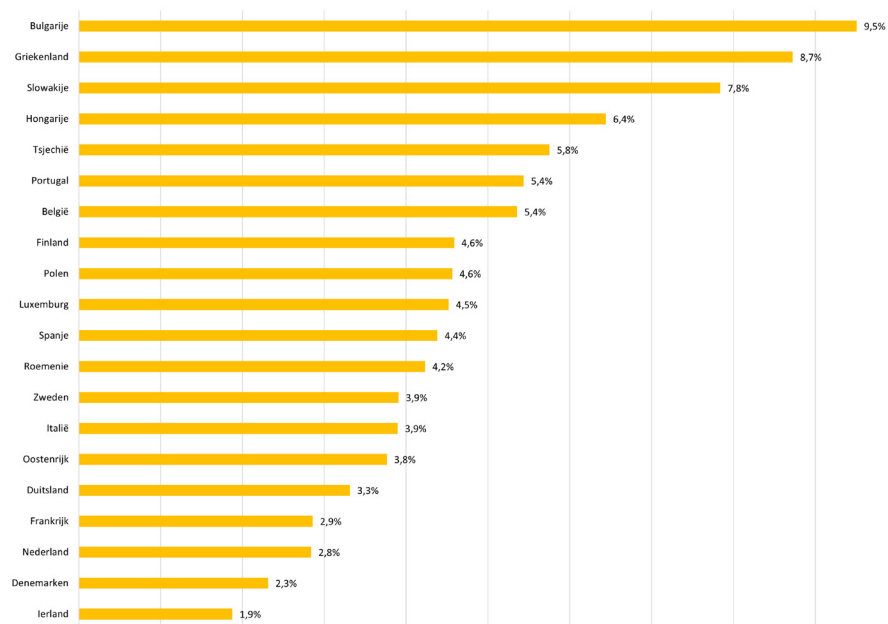
Zoals eerder genoemd is het vrij aannemelijk dat het Rusland Oekraïne conflict in ieder geval op korte termijn sterk inflatoir is. Om daar wat dieper in te graven hebben we een analyse gedaan naar welke landen in de EU het meest gevoelig zijn voor inflatie van energie en voedselprijzen als gevolg van het conflict. Hierbij hebben we gekeken naar welke landen in de EU relatief (ten opzichte van de grootte van hun economie) veel gas, olie, tarwe, mais, kunstmest, nikkel en staal importeren. Grofweg zijn dat namelijk de producten waar Rusland en Oekraïne zich in hebben gespecialiseerd qua export.

Zoals figuur rechts laat zien, zijn Rusland en Oekraïne inderdaad de 'graanschuur van Europa', de twee landen zijn samen goed voor een kwart van de wereldhandel in tarwe. Daarnaast heeft Oekraïne een groot aandeel in wereldhandel van mais, en is Rusland naast gas en olie een relatief grote exporteur van kunstmest, nikkel en staal. Met dat in het achterhoofd is het goed te begrijpen dat de prijzen van deze producten sterk zijn gestegen sinds de inval in Oekraïne. De afgenomen aanbod ervan uit Rusland en Oekraïne (in het geval van energie, de kans op afnemend aanbod) heeft namelijk op wereldniveau invloed. Als het conflict langer duurt is het goed mogelijk dat de prijzen van deze producten nog verder stijgen. Vervolgens lijkt het aannemelijk dat vooral de landen die relatief veel energie, tarwe, mais en kunstmest importeren hier last van zullen krijgen. Dat zal met name in de vorm van hogere inflatie zijn. Maar het betekent ook dat er meer geld uit landen wegstroomt door hogere importen (wat een negatief effect heeft op economische groei).



Bron: Bloomberg

De figuur op de volgende pagina laat zien dat binnen de 20 grootste landen in de EU, met name Bulgarije, Griekenland en Slowakije gevoelig zijn voor prijsstijgingen als gevolg van het Rusland Oekraïne conflict. Voor het grootste deel komt dat door importen van gas en olie, en in mindere mate door importen van metalen, voedsel en kunstmest. Als nuance hierbij wel de opmerking dat deze cijfers vooral de gevoeligheden wat betreft inflatie weergeven, en niet de bredere afhankelijkheid van Rusland of Oekraïne. Ook houden deze cijfers geen rekening met weder exporten. Voor Nederland en België specifieke hebben we daar deels rekening mee gehouden door voor olie en gas te kijken naar netto import in plaats van import. Echter, voor andere landen kan de gevoeligheid voor inflatie hierdoor te hoog worden ingeschat.



Bron: trademap.org, a.s.r. berekeningen

Opmerkingen: Alle data is per 2019 (om het effect van de coronacrisis uit te sluiten) en in USD.

In de rechtergrafiek geven de percentages de som weer van de import van bepaalde producten (olie, gas, tarwe, kunstmest, nikkel en staal) per land in 2019 gedeeld door het BBP in 2019 (beide in USD). Ter voorbeeld: het 9,5% percentage voor Bulgarije is opgebouwd uit de som van de import van Bulgarije, als % van BBP, van olie (5,8%), gas (1,2%), tarwe (0,02%), kunstmest (0,5%), nikkel (0,01%) en staal (2%).

Gevolgen Oekraïne-conflict op Europese groeivoorzichten hoogst onzeker

Wat de gevolgen van het Oekraïne-conflict zijn voor de economische groeivoorzichten voor Europa is nu nog lastig in te schatten. De sancties tegen Rusland kunnen indirect een negatief effect hebben op (het vertrouwen van) Europese consumenten en bedrijfsleven, en ook de economische impact van mogelijk historisch grote vluchtelingenstromen valt moeilijk te overzien. Aan de andere kant kunnen hogere defensie-uitgaven (zoals de aankondiging van Duitsland om € 100 miljard in de Bundeswehr te investeren) de economische groei juist aanwakken. Dat geldt ook voor mogelijk hogere overheids- en bedrijfsinvesteringen in de energietransitie, om zo de afhankelijkheid van Russisch olie en gas in versneld tempo af te bouwen. Daarbij moet wel worden opgemerkt dat dit eerder factoren zijn die op langere termijn, dat wil zeggen de komende jaren, de groeivoorzichten beïnvloeden dan dat de eventuele effecten daarvan al dit jaar zichtbaar zouden zijn.

Renteverhogingen nog steeds in beeld

De combinatie van een langer hoog blijvende inflatiedruk en potentieel lagere groeiverwachtingen maakt het voor de ECB (maar ook voor andere centrale banken, zoals de Fed) lastiger richting te kiezen voor wat betreft monetair beleid. Daar komt nog bij dat de oorlog in Oekraïne kan leiden tot verstoringen op financiële markten, die mogelijk liquiditeitsinjecties noodzakelijk maken, zoals dat bijvoorbeeld ook tijdens de kredietcrisis van 2008-2009 het geval was. Voor de ECB blijft daarnaast het risico van uitlopende 'spreads' tussen rentes op 'kern'- en 'perifere' landen van de eurozone beperkt te houden een belangrijke bepalende factor voor het te voeren monetaire beleid.



Bron: Bloomberg

Fed President Powell: “Met een inflatie die veel hoger is dan 2 procent en een sterke arbeidsmarkt is in maart een eerste renteverhoging te verwachten.”

ECB-meeting 10 maart: “Obligatie opkoopprogramma APP zal versneld afgebouwd worden, waardoor een renteverhoging voor dit jaar niet valt uit te sluiten”

Voorlopig lijkt de ECB vast te houden aan haar mandaat van prijsstabiliteit. Tijdens haar laatste meeting (10 maart) paste de ECB haar beleidsrentes niet aan, maar kondigde het wel aan dat het een van haar obligatie opkoopprogramma's (APP) versneld zal afbouwen. Omdat de ECB eerder heeft aangegeven dat het pas haar beleidsrentes zal verhogen nadat opkoopprogramma's zijn afgebouwd zet deze beslissing de deuren mogelijk open naar een rentestijging in de tweede helft van dit jaar. Ook verhoogde de ECB haar raming voor inflatie in de eurozone dit jaar fors naar 5,1% (was 3,2%). Al met al interpretererden markten het ECB beleid als “hawkish” (aandelenmarkten daalden bijvoorbeeld) en valt een renteverhoging door de ECB dit jaar niet uit te sluiten. Financiële markten kunnen op korte termijn dus waarschijnlijk niet rekenen op ruimer monetair beleid vanuit de ECB. Datzelfde geldt naar verwachting in nog aanzienlijk sterkere (en snellere) mate voor de Fed in de VS, waar Fed-voorzitter Jerome Powell inmiddels heeft bevestigd dat een eerste renteverhoging nog altijd in maart te verwachten valt.

Voor wat betreft financiële markten gaan wij voor de komende tijd in de eerste plaats uit van aanhoudend hoge volatiliteit, wat niet pleit voor een al te uitgesproken positionering van de beleggingsportefeuille. In onze tactische beleggingsvisie (met een beleggingshorizon van 3-6 maanden) hebben wij dan ook besloten onze overwogen positie in cash te handhaven en daarnaast de licht overwogen weging van aandelen terug te brengen naar neutraal, ten gunste van een kleinere onderweging van staatsleningen. Per saldo blijven wij er van uitgaan dat na de recente rentedalingen als gevolg van ‘safe haven’-gedrag, al snel het vizier van beleggers weer op de verhoogde inflatiedruk zal komen te liggen, wat eerder pleit voor hogere dan lagere verwachte renteniveaus.

Kans op 'stagflatie'-scenario nu groter dan kans op 'deflatie'-scenario

Vanuit macro-economisch perspectief voorzien we in onze economische scenario-analyse (met een horizon van 1-5 jaar) bij een verder escalerend Oekraïne-conflict ook op langere termijn vooral een vergroot risico van een 'stagflatie'-scenario, waarbij hogere energie- (en voedsel-) prijzen de economische groei in de eurozone onder druk zetten. Een alternatief scenario zou kunnen zijn dat structureel hogere energieprijzen tot een versnelling van de energie-transitie leiden, wat via hogere investeringen juist een positief effect op economische groei kan hebben. Een dergelijk relatief gunstig 'hoge groei / hoge inflatie'-scenario achten we wel minder waarschijnlijk dan een 'stagflatie'-scenario. Overigens gaan we in beide scenario's (en ook in ons 'neutrale' basisscenario) uit van hogere rentes. De geschiedenis wijst uit dat hogere rentes voor meer risicovolle beleggingscategorieën (zoals aandelen en vastgoed) niet onverdeeld gunstig zijn, zodat wij op langere termijn uitgaan van meer gematigde rendementen op deze beleggingscategorieën dan waar we de afgelopen jaren aan gewend zijn geraakt.

Vanuit geopolitiek oogpunt valt niet uit te sluiten dat het Oekraïne-conflict en de daarmee samenhangende sancties door westerse mogendheden ertoe leiden dat de belangrijke rol die Europa nu speelt in de Russische economie overgenomen wordt door China, en Rusland uiteindelijk zelfs het risico loopt een economische 'vazalstaat' van China te worden. Mede afhankelijk van hoe het conflict in Oekraïne zich verder ontwikkelt, kan China zich daarnaast wellicht gesterkt voelen om de eigen 'claim' op Taiwan uit te oefenen. Daardoor zouden dan weer de verhoudingen tussen China en de



westerse mogendheden (met name de VS) verder onder druk kunnen komen. In dat geval kunnen de trend naar deglobalisering, die al in de jaren voor de coronacrisis zichtbaar was o.a. in verhoogde handelstarieven, en de verstoringen in 'supply chains' sinds het begin van de pandemie mogelijk een meer structureel karakter krijgen. Het te verwachten inflatoire effect hiervan kan op langere termijn tegenwicht bieden aan de structurele deflatoire trend als gevolg van o.a. demografische en technologische ontwikkelingen.

Aandelenmarkten herstellen na oorlogen meestal op middellange termijn weer

Ook al is het einde van de oorlog in Oekraïne nog niet in zicht, kunnen we wel constateren dat de ervaring leert dat geopolitieke conflicten veelal resulteren in een neerwaartse schok op aandelenmarkten, die veelal ook weer herstelt, gezien de overwegend positieve rendementen op een beleggingshorizon van 3-6 maanden (zie tabel hieronder). Al garandeert dat niet dat dit een koopmoment is, want ook hiervoor geldt: het venijn zit niet in het gemiddelde, maar in de staart.

Datum	Conflict	+3 mnd.	+6 mnd.	Max. verlies (na +/- 3m)
15-05-1948	Arabië-Israël oorlog	2,0%	-0,8%	-3,8%
25-06-1950	Koreaanse oorlog	1,5%	4,9%	-14,0%
01-11-1954	Algerijnse oorlog	15,5%	19,4%	-3,3%
01-11-1955	Vietnam oorlog	4,1%	13,9%	-10,6%
05-06-1967	Zesdaagse oorlog	6,5%	7,7%	-6,5%
08-03-1969	Egypte-Israël oorlog	3,5%	-6,0%	-9,2%
06-10-1973	Yom Kippoor Oorlog	-10,0%	-15,3%	-17,3%
29-03-1976	Vuile oorlog (Argentinië)	1,4%	2,9%	-4,7%
22-09-1980	Irak-Iran oorlog	4,1%	2,8%	-5,3%
02-04-1982	Falkland oorlog	-6,5%	6,0%	-12,7%
02-08-1990	Golfoorlog	-11,3%	-2,4%	-19,9%
06-04-1992	Bosnische oorlog	2,0%	0,44%	-6,2%
05-03-1998	Kosovo oorlog	7,6%	-5,9%	-1,6%
07-10-2001	Afghaanse oorlog	8,7%	4,8%	-20,9%
20-03-2003	Iraakse oorlog	13,7%	18,3%	-14,1%
15-02-2011	Libische burgeroorlog	0,7%	-9,3%	-6,4%
15-03-2011	Syrische burgeroorlog	-1,3%	-5,7%	-6,4%
23-02-2014	Annexatie Krim	3,5%	8,3%	-5,8%
15-09-2014	Jemen burgeroorlog	0,3%	3,5%	-7,4%
21-02-2022	Oekraïne oorlog	nnb	nnb	-9,8%
Mediaan		2,0%	2,9%	-7,0%
Gemiddelde		2,4%	2,5%	-9,3%
Aantal Positieve performance (%)		79%	63%	

Bron: Bloomberg

Disclaimer

Dit document is samengesteld door ASR Vermogensbeheer N.V. (hierna a.s.r. vermogensbeheer). a.s.r. vermogensbeheer is een beheerder van Beleggingsfondsen en 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. vermogensbeheer 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. vermogensbeheer is opgenomen in het register als bedoeld in artikel 1:107 Wft.

De inhoud van dit document 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. Prognoses vormen geen betrouwbare indicator voor toekomstige resultaten. Aan de inhoud van dit document, waaronder eventuele berekende waardes en weergegeven resultaten, kunnen geen rechten worden ontleend. De waarde van uw belegging kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Alle copyrights en overige informatie in dit document is eigendom van a.s.r. vermogensbeheer. De informatie is alleen bedoeld voor bepaalde (ontvangende) partijen en is vertrouwelijk. Dit document is niet bedoeld als beleggingsadvies, aangezien geen rekening wordt gehouden met de persoonlijke situatie van de klant en de presentatie ook niet is gericht op een individuele klant. De in/via dit document verstrekte informatie is bovendien geen aanbod of enigerlei financiële dienst.

De informatie is ook niet bedoeld om enig persoon of instantie aan te zetten tot het kopen of verkopen van enig financieel product, waaronder rechten van deelneming in een beleggingsfonds, of tot het afnemen van enige dienst van a.s.r. vermogensbeheer, noch is de informatie bedoeld als basis voor een beleggingsbeslissing.

Voor de toepasselijke voorwaarden en risico's van de in deze presentatie vermelde a.s.r. vermogensbeheer beleggingsfondsen wordt verwezen naar de prospectussen, fondsvoorwaarden en essentiële beleggersinformatie (EBI) van deze fondsen. Exemplaren hiervan en van de jaarverslagen zijn verkrijgbaar via www.asrvermogensbeheer.nl, waar ook alle gegevens van a.s.r. vermogensbeheer kunnen worden geraadpleegd. De producten van a.s.r. vermogensbeheer zijn alleen bedoeld voor professionele beleggers.

ASR Vermogensbeheer N.V.

Archimedeslaan 10

3584 BA Utrecht

www.asr.nl