

Beleggingsplan 2020 Bpf Bakkers

Versie	Bestuur
Datum	6 december 2019

P. van der Heijden

R. Barnhoorn



Inhoudsopgave

1.	Samenvatting.....	3
2.	Macro-economische omgeving en toekomstscenario's	4
2.1	Huidige macro-economische omgeving	4
2.2	Financiële markten	4
2.3	Vooruitzichten 2020	5
3.	Allocaties portefeuille 2020	6
3.1	Strategische Asset Allocatie	6
3.2	Afwegingen voor Normportefeuille 2020	6
3.3	Portefeuille	8
3.4	Risicoprofiel van de gehele portefeuille	9
3.5	Risicoprofiel beoogde lange termijn strategische asset-allocatie	10
3.6	Kosten	10
3.7	Z-score	10
3.8	Ingangsdatum	10
4.	Gedetailleerde z-score normportefeuille 2020	11
4.1	Normwegingen 2020	11
Appendix 1	Beschrijving scenario's	13
Appendix 2	Investeringschema Private Equity.....	16

1. Samenvatting

Dit beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid voor 2020. De uitgangspunten hiervoor zijn de overtuigingen van het pensioenfonds, zoals vastgelegd in de risicohouding en de investment beliefs. De opzet van het Beleggingsplan is in 2019 aangepast. De overkoepelende onderwerpen zijn opgenomen in het Strategisch Beleggingsbeleid 2020-2022 dat op de bestuursvergadering van 6 december 2019 is vastgesteld. Dit Beleggingsplan 2020 richt zich daarmee hoofdzakelijk op de normportefeuille voor 2020.

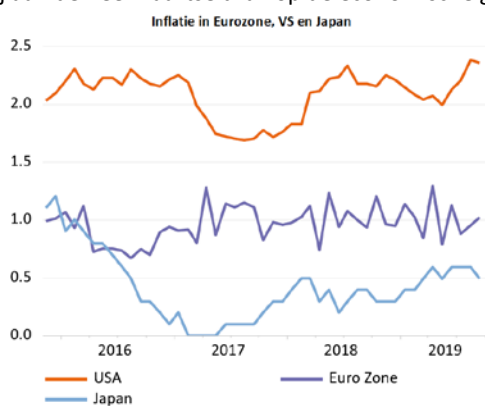
Voor zover niet in dit Beleggingsplan 2020 anders beschreven is daarmee het Strategisch Beleggingsbeleid 2020-2022 van toepassing. Dit betreft onder andere het herbalanceringsbeleid, valuta-beleid, dynamisch beleid, wijze van berekening van de benchmark voor de nominale matchingportefeuille.

Het beleggingsbeleid geldt met ingang van 1 februari 2020 en is de uitkomst van eerdere analyses en discussies van het bestuur en adviseurs inzake de asset allocatie. De uitgevoerde analyses geven aanleiding voor beperkte aanpassing van het beleggingsbeleid. De allocatie aan Hypotheken zal worden uitgebreid met 2,5% ten laste van nominale matching. De rentevergoeding op Hypotheken is ten opzichte van staatsobligaties zeer aantrekkelijk. Daarbij is er in het risicobeleid in 2019 besloten meer ruimte te bieden voor illiquide beleggingen.

2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's

2.1 Huidige macro-economische omgeving

Het economisch herstel dat na de kredietcrisis van 2008 inzette loopt na ruim 10 jaar op zijn laatste benen. Deels staat de economische groei onder druk door een spaaroverschot vanwege structurele verschuivingen in investeringen en besparingen. De relatief toegenomen omvang van de dienstensector en de toegenomen rol van bedrijven met een monopolie positie drukken de investeringen, terwijl de vergrijzing, de toegenomen onzekerheid over pensioenen en de toegenomen inkomensongelijkheid tegelijkertijd resulteren in meer besparingen. Daarnaast dragen ook cyclische factoren bij aan de neerwaartse druk op de economische groei en inflatie.

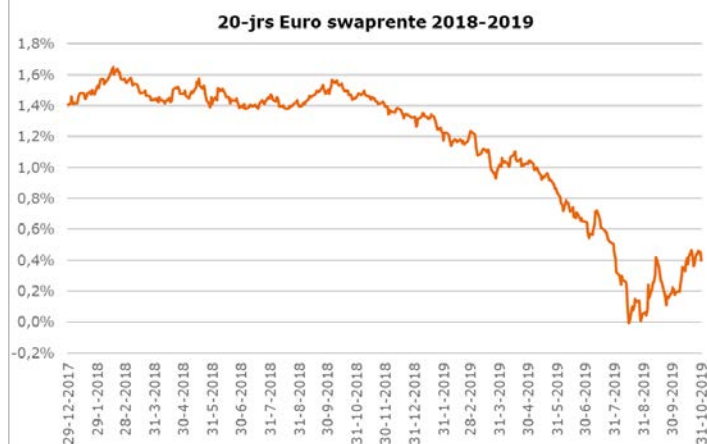


Source: Refinitiv Datastream, NN Investment Partners

Zo staan vertrouwensindicatoren van vooral bedrijven onder druk, met name in de industrie, maar ook in de dienstensector. Een gunstige ontwikkeling op arbeidsmarkten zorgt via enige inkomensgroei dat consumentenvertrouwen en economische groei nog enigszins op peil blijven. Centrale banken doen daarbij verwoede pogingen op de economische groei te stimuleren, maar bij de al zeer lage rentes is het steeds meer de vraag of dit beleid nog wel effectief is, mede omdat in vele regio's een expansief fiscaal beleid uitblijft.

2.2 Financiële markten

De macro en monetaire situatie in 2019 stond vooral in het teken van politieke onzekerheden zoals de dreigende handelsoorlog tussen de VS en China en de Brexit en van renteverlagingen door de Fed en de ECB.



Beide ontwikkelingen resulteerden in combinatie met wereldwijd verslechterende groeivoorzichten en een laag blijvende inflatie vooral in een daling van kapitaalmarktrentes tot extreem lage niveaus. In de tweede helft van het jaar daalden swap rates zelfs onder nul op contracten met een looptijd van 30 jaar of langer.

Het ruime monetaire beleid in combinatie met een zoektocht naar rendement zorgde tegelijkertijd voor hoge rendementen op aandelen. De aandelenmarkten herstelden daarmee van de sterke koersdalingen in het vierde kwartaal van 2018. De politieke onzekerheden en de vrees voor een groei-afzakking richting een recessie stonden veel hogere niveaus voor de aandelenindices echter in de weg.

2.3

Vooruitzichten 2020

De wereldeconomie staat ultimo 2019 op een tweesprong. Het is niet zozeer de vraag of de groei van de wereldeconomie afzwakt, maar in welke mate. In het gunstige geval blijft een escalatie van politieke problemen uit en leveren centrale banken een belangrijke bijdrage aan het voorkomen van een recessie. Sterk negatieve koersrendementen op risicovolle beleggingen blijven in dit scenario achterwege. In het alternatieve scenario belandt door een recessie in de VS ook de wereldeconomie in een recessie. De volatiliteit op financiële markten neemt dan sterk toe en rendementen op risicovolle beleggingen staan van tijd tot tijd sterk onder druk. In beide scenario's blijft de rente naar verwachting laag mede mogelijk gemaakt door een lage economische groei, een verdere kwantitatieve verruiming (QE) van centrale banken en een lage inflatie.

3. Allocaties portefeuille 2020

Dit hoofdstuk beschrijft de allocaties van de portefeuille in 2020, waarbij de portefeuille is ingedeeld in twee deelportefeuilles:

- De matching portefeuille, die gericht is op de afdekking van het renterisico
- De return portefeuille, die gericht is op het behalen van een extra rendement ten opzichte van de verplichtingen

3.1 Strategische Asset Allocatie

In het Strategisch Beleggingsbeleid 2020-2022 is een strategische asset allocatie vastgelegd, gebaseerd op de uitgevoerde ALM studie. Deze SAA is het startpunt voor de in het verdere van dit document genoemde analyses en jaarlijkse normportefeuille.

Categorie	Weging	Benchmark
<i>Matchingportefeuille</i>	<i>55,0%</i>	
Nominale matching incl cash	39,0%	60% €STR, 20% Barcap Global Treasury 10+ Yrs Netherlands, 20% Barcap Global Treasury 10+ Yrs Germany aangevuld met een swapbenchmark
Green Bonds	2,5%	Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Euro Bedrijfsobl.	5,0%	iBoxx Euro Corporates
NL Hypotheken	8,5%	JPM GBI Traded Netherlands
<i>Returnportefeuille</i>	<i>45,0%</i>	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	<i>10,0%</i>	
Hoogr Bedrijfsobligaties	3,5%	BofA ML US High Yield Master II Index euro hedged
Obligaties Opk Markten HC	2,6%	JP Morgan EMBI Global Diversified euro hedged
Obligaties Opk Markten LC	3,9%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	<i>28,0%</i>	
Wereldwijd Multifactor	24,0%	MSCI World Net
Opkomende Markten	4,0%	MSCI Emerging Markets ND
<i>Alternatieve beleggingen</i>		
Niet beursgenoteerd OG	4,0%	37,5% IPD Nederlandse woningen 32,5% Europa INREV Core 30% VS ODCE
Private Equity	3,0%	5-jaars euroswap +200 bp
Totaal	100,0%	

3.2 Afwegingen voor Normportefeuille 2020

In oktober 2019 zijn analyses uitgevoerd ten behoeve van de optimalisatie van de portefeuille binnen de strategische kaders van Bpf Bakkers. Hierbij is er zowel gekeken naar de impact van de geactualiseerde lange termijn verwachtingen voor rendement en risico van beleggingscategorieën als de middellange termijn vooruitzichten in verschillende realistische economische scenario's.

In de lange termijn optimalisatie blijkt de huidige portefeuille in hoge mate optimaal te zijn in de zin dat er binnen het risicobudget en andere restricties aan de portefeuille niet veel extra rendement te behalen is. Een licht optimalere portefeuille zou een substantiële verschuiving tussen asset categorieën betekenen. De hiermee gemoeide transactiekosten wegen dan niet op tegen de geringe meeropbrengst.

Daarnaast kan er extra worden belegd in illiquide beleggingen. Met 15,5% normallocatie en een maximale weging in het beleid van 17,5% was er in het verleden weinig ruimte voor uitbreiding. In het nieuwe risicobeleid is de maximale weging echter op 20,0% gesteld. Hiermee is er ruimte om extra te alloceren aan Nederlandse woninghypotheken.

De middellange termijn scenario-analyse geeft de verwachtingen voor de komende vijf jaar in verschillende realistische economische scenario's. De scenario's onderscheiden zich in verwachtingen voor economische groei, inflatie en het gevoerde monetaire beleid:

- Status Quo (40%)
- Stagnatie (25%)
- Neergang (15%)
- Inflatie (10%)
- Herstel (10%)

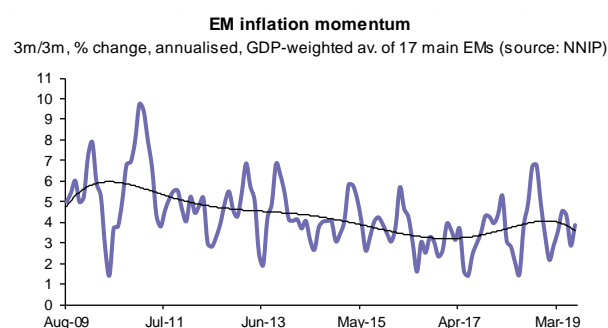
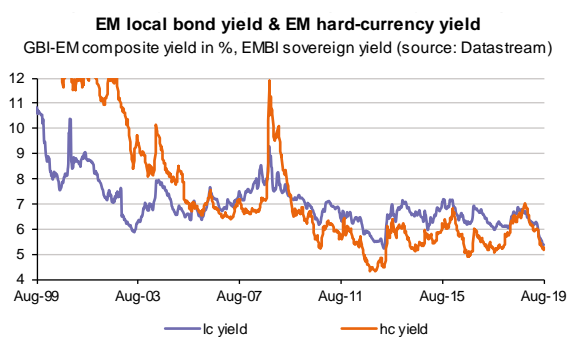
Scenario	Potentiële Groei	Inflatie	Reactiefunctie monetair beleid
Status Quo	Onveranderd	Onveranderd	Onveranderd
Stagnatie	Dalend	Dalend	Onveranderd
Neergang	Sterk dalend	Sterk dalend	Onveranderd
Inflatie	Onveranderd	Stijgend	Nieuw
Herstel	Stijgend	Onveranderd	Onveranderd

In Appendix 1 zijn de scenario's nader beschreven en toegelicht.

Deze analyses leiden tot de volgende observaties voor de onderlinge vergelijking:

- *Risico wordt beloond voor aandelen.* De lage tot negatieve rendementen voor vastrentende beleggingen betekenen dat aandelenbeleggingen relatief interessant zijn. Dit is gemiddeld (gewogen naar waarschijnlijkheden) het geval evenals in het basisscenario. Enige kanttekening hierbij is dat aandelen het een stuk slechter doen in het negatieve scenario Neergang.
- *Ook binnen aandelenregio's wordt risico beloond.* Aandelen opkomende markten (EME) hebben in de visie van NN IP relatief gunstige vooruitzichten. In de meeste scenario's is EME beter dan ontwikkelde markten (DM). Deze visie wordt ondersteund door de overtuiging dat China in de komende jaren voor stabiliteit kan zorgen. Gelet op het grote aandeel van China (31,9% Q3 2019) in de index en de afhankelijkheid van vele EM landen van China, maakt dit de vooruitzichten voor EM landen gunstig. In Neergang, een scenario met een recessie vooral in de ontwikkelde landen, ontstaat slechts een beperkt rendementsnadeel ten opzichte van aandelen ontwikkelde landen. Een kanttekening is dat op korte termijn een escalatie van het lopende handelsconflict voor EM landen wel een (relatief) risico is. Ten aanzien van de allocatie aan Aandelen Opkomende Landen is daar nu 14% van de aandelenportefeuille aan gealloceerd. Dit is al meer dan het gewicht binnen de huidige marktkapitalisatie (circa 11,5%). Daarnaast geldt voor aandelen EM een hogere buffereis in termen van VEV. Een verdere uitbreiding betekent dat andere risico-categorieën verder moeten worden afgebouwd, waarmee het relatieve voordeel van EM ten opzichte van DM aandelen weer deels verloren gaat. Het bestuur kiest er daarom voor om de relatieve overweging ten opzichte van marktkapitalisatie niet verder uit te breiden.
- *Negatieve vooruitzichten voor EMD HC.* In onderstaande figuur (linker grafiek) zijn vanaf de kredietcrisis de consequenties te zien van het *search for yield* thema op financiële markten voor Emerging Markets Debt (EMD). In de recente jaren zorgde dit thema niet langer voor lagere yields. Hoewel de yield daarmee in relatief opzicht nog altijd hoog is ten opzichte van vele andere vastrentende beleggingen is de beloning voor risico beperkt. In de gehanteerde scenario's vertaalt het lage aanvangsniveau van de yield zich in ongunstige rendementsvooruitzichten. Vooral EMD HC springt er relatief negatief uit: het rendement is in alle

scenario's negatief. Dit komt door hoge hedging kosten in combinatie met een verwachte retestijging en/of spread stijging. De allocatie naar EMD HC is nu al beperkt tot 2,6%. Een lagere allocatie zou resulteren in een verwijdering van EMD HC uit de portefeuille. In de portefeuilleoptimalisatie is een kleine allocatie conform de huidige omvang nog steeds verdedigbaar in de context van de totale portefeuille. De allocatie wordt daarom niet aangepast.



- *Terughoudend met EMD LC.* Yields op EMD in lokale valuta bleven in recente jaren laag ondanks de depreciatie van vele EM valuta vanwege het recente handelsconflict alsmede door besmetting vanuit problemen in specifieke landen (Turkije). Door de verzwakking van de valuta ontstond echter geen zichtbaar opwaarts effect op de yields mede vanwege gunstig blijvende inflatievooruitzichten. In de scenario-analyse is het voor de komende jaren de verwachting dat de depreciatie van EM valuta niet doorzet. Mede vanwege het ontbreken van hedging kosten springt EMD LC er hierdoor in de gehanteerde scenario's relatief gunstig uit. Vanwege de substantiële risico's acht het bestuur het niet wenselijk om de bestaande allocatie aan EMD LC verder op te hogen.

Op basis van bovenstaande observaties heeft het bestuur besloten beperkte wijzigingen aan te brengen in de normportefeuille 2020, door een verhoging van de allocatie aan Nederlandse woninghypotheken met 2,5% ten laste van de nominale matchingportefeuille.

3.3 Portefeuille

In onderstaande tabellen is de portefeuille voor 2020 weergegeven:

3.3.1 Matchingportefeuille

Categorie	Beleggingsplan 2019	Mutatie	Beleggingsplan 2020
Nominale matching incl cash	39,0%	-2,5%	36,5%
Green Bonds	2,5%		2,5%
NL Hypotheken	8,5%	+2,5%	11,0%
Euro Bedrijfsobl.	5,0%		5,0%
Totaal	55,0%	0,0%	55,0%
Rente-afdekking	40,0%	0,0%	40,0%

In de z-score benchmark zal de opbouw van hypotheken per medio 2020 plaatsvinden.

3.3.2 Rente-afdekking

Het niveau van de rente-afdekking blijft ongewijzigd op 40% van de marktwaarde rentegevoeligheid. Met ingang van dit Beleggingsplan wordt de verdeling over looptijdblokken aangepast. Voorheen werd deze verdeling gebaseerd op de UFR rentegevoeligheden, dit wordt aangepast naar marktrente-rentegevoeligheden. De achtergrond hiervan is enerzijds de aankomende wijziging van de UFR-systematiek waardoor het verschil met marktrente sterk afneemt. Daarbij draagt dit bij aan een lagere volatiliteit van het afdekkingspercentage, waardoor er minder bijsturing nodig is. Hiermee worden frequente transacties vermeden.

3.3.3 Returnportefeuille

In de returnportefeuille worden ten opzichte van 2019 geen wijzigingen aangebracht.

Categorie	Beleggingsplan 2019	Mutatie	Beleggingsplan 2020
Returnportefeuille Liquide	38,0%	0,0%	38,0%
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	10,0%		10,0%
Hoogrentende Bedrijfsobligaties	3,5%		3,5%
Obligaties Opk Markten HC	2,6%		2,6%
Obligaties Opk Markten LC	3,9%		3,9%
<i>Aandelen</i>	28,0%		28,0%
Europa	0,0%		0,0%
Wereldwijd Multifactor	24,0%		24,0%
Opkomende Markten	4,0%		4,0%
Returnportefeuille Illiquide	7,0%	0,0%	7,0%
Niet beursgenoteerd OG	4,0%		4,0%
Private Equity	3,0%		3,0%
Valuta-afdekking	0,0%		0,0%
Totaal	45,0%	0,0%	45,0%

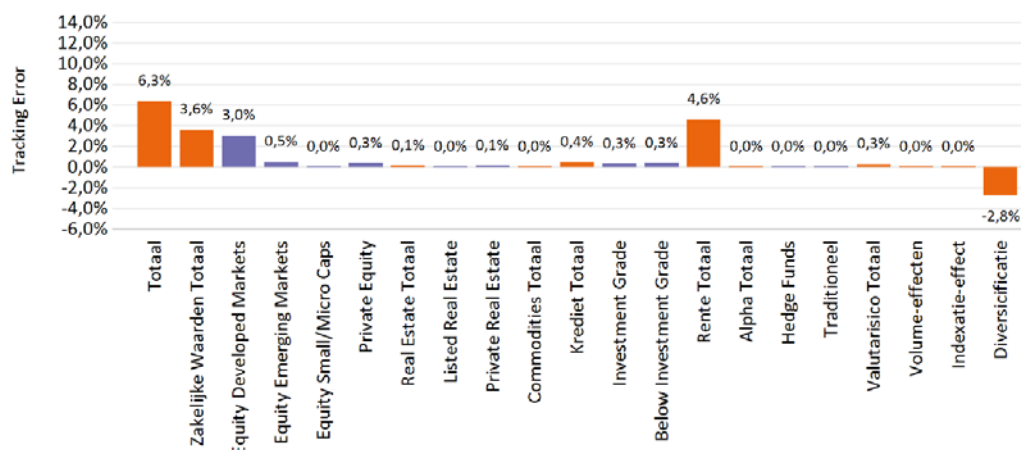
De valuta-afdekking is gericht op afdekking van 70% van de USD en 100% van GBP en JPY.

3.3.4 Beleid Duurzaam Beleggen

Het gehanteerde Beleid Duurzaam Beleggen is nader uitgewerkt in een beleidsdocument dat is vastgesteld in de bestuursvergadering van 6 november 2019.

3.4 Risicoprofiel van de gehele portefeuille

Het risicoprofiel van de huidige normportefeuille, uitgedrukt in de volatiliteit van de beleggingen ten opzichte van de verplichtingen, wordt per ultimo derde kwartaal 2019 geschat op 6,3%. Dit betekent een verwachte beweging van de marktwaardedekkingsgraad tussen de plus en min 6,3% in twee van de drie jaren. Dit risico komt voort uit meerdere risicobronnen. In onderstaande grafiek is de verdeling hiervan weergegeven:



Voor het risicobeleid op de verschillende risicobronnen in de portefeuille wordt verwezen naar het Strategisch Beleggingsbeleid 2020-2022.

3.5 Lange termijn Risicoprofiel

Ortec heeft geanalyseerd in hoeverre de portefeuille voor 2020 past binnen de ALM-risicokaders die het bestuur heeft vastgesteld (zie ook paragraaf 3.1). Door een hoger verwacht rendement uit de aangepaste staffel verbetert de verwachte indexatie en de koopkracht in een negatief scenario, De Normportefeuille voor 2020 zoals opgenomen in paragraaf 3.3 is getoetst aan dezelfde maatstaven, zie appendix 3. De normportefeuille 2020 heeft een licht positief effect op de risicomatstaven uit de ALM-studie.

De actuaaris heeft het vereist eigen vermogen berekend, dat stijgt door de beschreven aanpassingen met 0,1% naar 115,2%.

3.6 Kosten

Met de uitbreiding van Hypotheken nemen de kosten voor vermogensbeheer (exclusief transactiekosten) naar verwachting met 0,5 bps toe.

3.7 Z-score

Ten behoeve van de aansturing van de Fiduciair Manager worden de benchmarks gehanteerd die in de tabel in paragraaf 4 zijn genoemd. Voor de z-score worden dezelfde benchmarks gehanteerd, met uitzondering van de valuta-afdekking die een risico-mitigerend/overlay karakter heeft. Voor deze portefeuille wordt het benchmarkrendement voor de berekening van de z-score gelijk gesteld aan het portefeuillerendement.

3.8 Ingangsdatum

De normportefeuille in dit beleggingsplan gaat, ten behoeve van een zorgvuldige implementatie, in op 1 februari 2020. Voor de maand januari wordt de normportefeuille 2019 aangehouden, *zonder* tussentijdse rebalancing.

4. Gedetailleerde z-score normportefeuille 2020

In dit hoofdstuk worden allereerst de doelwelingen in de normportefeuille beschreven, inclusief benchmarks en bandbreedten. In de laatste paragraaf wordt beschreven in welke stappen deze welingen geïmplementeerd worden.

4.1 Normwelingen 2020

Categorie	Weging	Bandbreedte	Benchmark
Matchingportefeuille Liquide	45,0%	+/- 7,5%	
Nominale matching incl cash	39,0%	+/- 7,5%	
	23,4%		€STR, aangevuld met een swapbenchmark ¹
	7,8%		20% Barcap Global Tsy 10+ Yrs Netherlands
	7,8%		20% Barcap Global Tsy 10+ Yrs Germany
Green Bonds	2,5%	+/- 2,5%	Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Euro Bedrijfsobligaties	5,0%	+/- 2,5%	iBoxx Euro Corporates
Matchingportefeuille Illiquide	10,0%	+/- 2,5%	
NL Hypotheken	8,5%	+/- 2,5%	JPM GBI Traded Netherlands
Returnportefeuille Liquide	38,0%	+/- 7,5%	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	10,0%	+/- 2,5%	
Hoogr Bedrijfsobligaties	3,5%	+/- 2,5%	BofA ML US High Yield Master II Index euro hedged
Obligaties Opk Markten HC	2,6%	+/- 2,5%	JP Morgan EMBI Global Diversified euro hedged
Obligaties Opk Markten LC	3,9%	+/- 2,5%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	28,0%	+/- 5%	
Europa	0,0%	+/- 2,5%	MSCI Europe Net
Wereldwijd Multifactor	24,0%	+/- 5,0%	MSCI World Net
Opkomende Markten	4,0%	+/- 2,5%	MSCI Emerging Markets ND
Returnportefeuille Illiquide	7,0%	+/- 2,5%	
Niet beursgenoteerd OG	4,0%	+/- 2,5%	37,5% IPD Nederlandse woningen 32,5% Europa INREV Core 30% VS ODCE
Private Equity	3,0%	+/- 2,5%	5-jaars eurosrap +200 bp
Valuta-afdekking	0,0%	+/- 5,0%	Conform valutabeleid
Totaal	100,0%		

¹ De swapbenchmark wordt gedefinieerd als een swapportefeuille die tezamen met de benchmarks van de geldmarktfondsen, de Euro staats- en bedrijfsobligaties, green bonds en de hypotheken 40% van de marktwaarde-rentegevoeligheid van de verplichtingen afdekt. Hierbij wordt de marktrentegevoeligheid op meerdere looptijden bepaald (5jr, 10jr, 20jr, 30jr, 40jr en 50jr), van waaruit vervolgens een benchmark-swapportefeuille wordt vastgesteld. Bepaling van de exacte welingen vindt plaats op basis van de verplichtingen zoals per primo januari 2020 bekend. Gedurende het jaar kan de benchmark worden aangepast aan de actuele verplichtingen (zie hiervoor het rebalancingbeleid)

Met ingang van 1 juli 2020 wordt de normportefeuille als volgt gewijzigd ten behoeve van de uitbreiding van de allocatie aan Nederlandse Hypotheken, welke gefinancierd wordt uit de Duitse staatsobligaties:

Categorie	Weging	Benchmark
Nominale matching incl cash	-2,5%	20% Barcap Global Tsy 10+ Yrs Germany
NL Hypotheken	+2,5%	JPM GBI Traded Netherlands

P. van der Heijden

R. Barnhoorn

Appendix 1 Beschrijving scenario's

Hieronder wordt een korte samenvatting gegeven van de belangrijkste macro economische ontwikkeling per scenario en de impact op hoofdlijnen op de financiële markten.

1.1 Status Quo (basisscenario, 40% kans)

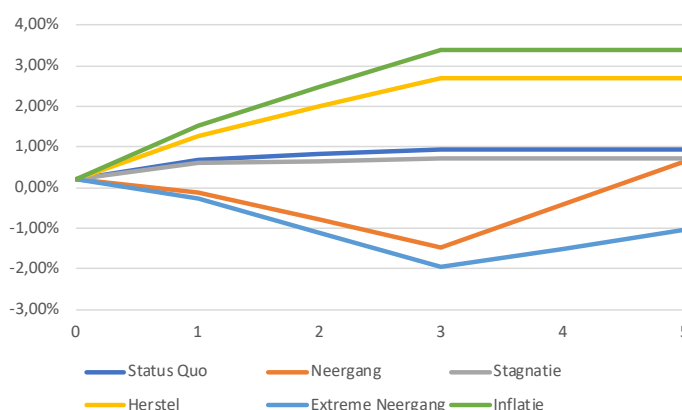
Macro-economische ontwikkelingen

De economische groei fluctueert in dit scenario rond de trendgroei en de inflatie blijft onder de doelstelling van centrale banken. Een wereldwijde recessie blijft achterwege mede omdat de historische oorzaken van een recessie achterwege blijven (geen forse renteverhogingen, geen flinke bezuinigingen van overheden, geen schokken in de olieprijs en geen grote balansonevenwichtigheden in de particuliere sector). Vanwege een wegebbende invloed van een de fiscale stimulans in de VS, de impact van hogere importtarieven en onzekerheid over het verloop van allerlei politieke risico's (waaronder het handelsconflict) vindt in dit scenario wel een groei-afzwakking plaats. Mede daardoor verlaagt de Fed de rente, mede waardoor de groei-afzwakking beperkt blijft. De reële groei herstelt gedurende de beleggingshorizon, wat de Fed in de gelegenheid stelt om de rente weer te verhogen. De ECB verlaagt eerst nog de rente waarna deze gedurende de gehele periode constant laag (en negatief) blijft.

Financiële markten

Bij een laag blijvende groei, inflatie en een negatieve rente blijft de 30-jaars swap rente laag. Na 5 jaar is deze rente nog altijd slechts circa 0,5%. Omdat een wereldwijde recessie uitblijft is dit een relatief gunstig scenario voor aandelen met rendementen van gemiddeld circa 5-6%. De search for yield blijft aanwezig. Per saldo nemen spreads op spread producten maar beperkt toe.

Aannames 30-jaars swap rente per scenario



1.2 Stagnatie (25% kans)

Macro-economische ontwikkelingen

Er is niet langer een 'de-coupling' van Europa ten opzichte van de rest van de wereld. In dit scenario ontstaan ook in de VS de kenmerken van stagnatie, te weten lage economische groei en een inflatie sterk onder de doelstelling. In de Eurozone is de inflatie met 0,5% hardnekkig laag. In de VS tendeert de inflatie naar circa 1,7%. Ter stimulering van de economie verlaagt de Fed de rente naar 1%. De ECB gaat nog een stap verder en verlaagt de depositorente naar -0,7%.

Financiële markten

De 30-jaars swap rente blijft in dit scenario met 0,7% structureel laag. Aandelen ontwikkelde markten laten gemiddeld een beperkt positierendement zien van circa 3,5%. Dit is wel duidelijk onder het langjarige gemiddelde. Spreads op vooral de risicovollere beleggingen zoals high yield nemen vanwege de tegenvallende economische ontwikkeling sterk toe.

1.3 Neergang (15% kans)

Macro-economische ontwikkelingen

In dit scenario valt de wereldeconomie terug richting een recessie. De recessie tekent zich vooral af binnen de ontwikkelde landen. De economische groei van de opkomende landen blijft nog enigszins op peil. De inflatie in de VS daalt richting 1%. In de Eurozone daalt de inflatie naar 0% en ontstaat vrees voor deflatie. Centrale banken grijpen met extra stimuleringsmaatregelen. Terwijl de ECB de (deposito) rente verlaagt naar -0,7%, verlaagt de Fed haar belangrijkste tarief naar 0%.

Financiële markten

De rente op staatsleningen daalt in dit scenario naar ongekend lage niveau. De 30-jaars Euro swap rente bereikt in jaar drie -1,5%, waarna vanuit enig economisch herstel weer een stijging inzet. De vergelijkbare Amerikaanse rente daalt nog meer en duikt na jaar drie eveneens onder 0%. De rendementen op aandelen zijn in dit scenario sterk negatief (-25% na 3 jaar) en spreads zullen naar verwachting meer dan verdubbelen. Aandelen uit opkomende markten doen het in de eerste jaren nog slechter dan aandelen uit ontwikkelde landen. Pas op het einde van de 5-jaars periode zet een beperkt relatief herstel in.

1.4 Inflatie (10% kans)

Macro-economische ontwikkelingen

Dit scenario start met een milde recessie. Forse en aanhoudende stimuleringen van overheidswege (zowel monetair als fiscaal) hebben effect en resulteren in een sterk herstel, waarna de groei weer wat afneemt naar gemiddelde niveaus. De inflatie stijgt na de recessie tot boven de doelstelling van de centrale banken (2,5% in de Eurozone en 3,5% voor de VS). De Fed brengt de rente naar aanleiding van de recessie naar 0% en houdt de rente op dit niveau in de jaren daarna. De ECB verlaagt de rente naar -0,7%. Renteverhogingen door de ECB blijven daarna achterwege.

Financiële markten

In dit scenario stijgt de kapitaalmarktrente vanwege een sterk groeiherstel en een sterke stijging van de inflatie tot boven de 3,5% in jaar 3 voor de 30-jaars swap rente. Voor aandelen zijn de rendementen in het eerste jaar negatief, maar op basis van het economisch herstel ontstaat een sterk koersherstel. In dit scenario ontstaat over de hele vijfjaars periode per saldo een gemiddeld jaarlijks rendement van bijna 5%. Aandelen uit opkomende markten doen het in dit scenario een stuk beter.

1.5 Herstel (10% kans)

Macro economische ontwikkelingen

Dit is het scenario waarin de economische groei positief verrast. Zowel in de VS als in de Eurozone is de economische groei veel sterker dan verwacht. De ECB gaat in dit scenario vooral vanwege een stijgende inflatie eerder over tot het verhogen van de rente. De rente wordt zelfs snel en flink verhoogd naar 2% in jaar drie. Het rentebeleid in de VS slaat weer om van dalend naar stijgend. De renteverhogingen zorgen ervoor dat de economische groei op het einde van de periode van vijf jaar weer afneemt. De inflatie stabiliseert op een niveau boven de doelstelling van de centrale banken.

Financiële markten

Door zowel de sterker dan verwachte groei als de stijgende inflatie stijgt de kapitaalmarktrente fors. De 30-jaars swap rente stijgt naar bijna 2,5% in jaar 5. Het rendement op aandelen valt ondanks de rentestijging en dankzij een productiviteitsstijging met gemiddeld circa 7,5% hoger uit dan in het scenario Status Quo. Spreads profiteren van de sterke economische ontwikkeling en komen per saldo lager uit dan de huidige niveaus. Vanwege de rentestijging staat het rendement op spreads echter per saldo onder druk.

1.6 Rendementsverwachtingen per scenario

In onderstaande tabel worden per beleggingscategorie de rendementsverwachtingen gegeven per scenario en kansgewogen. De rendementen zijn jaarlijkse rendementen voor de komende drie jaar op basis van een 70% afdekking voor valutarisico.

Kenmerken scenarioanalyse (hedged 70%)

Beleggingscategorie	Status Quo	Stagnatie	Neergang	Inflatie	Herstel	Gewogen
Aandelen DM	5,9%	2,6%	-8,9%	2,3%	7,7%	2,9%
Aandelen EM	7,3%	5,0%	-10,3%	3,5%	10,7%	4,4%
EUR 30y swap	-8,1%	-5,7%	15,3%	-31,8%	-25,0%	-6,3%
EUR Credits*	0,4%	-0,2%	-1,9%	-0,2%	1,1%	-0,1%
US Credits	0,3%	1,2%	-0,3%	3,1%	3,6%	1,1%
EUR High Yield	0,8%	-0,3%	-4,8%	-1,3%	0,2%	-0,5%
US High Yield	1,4%	1,1%	-4,8%	1,5%	2,5%	1,9%
EMD HC	0,1%	-0,1%	-3,3%	-4,2%	0,1%	-0,9%

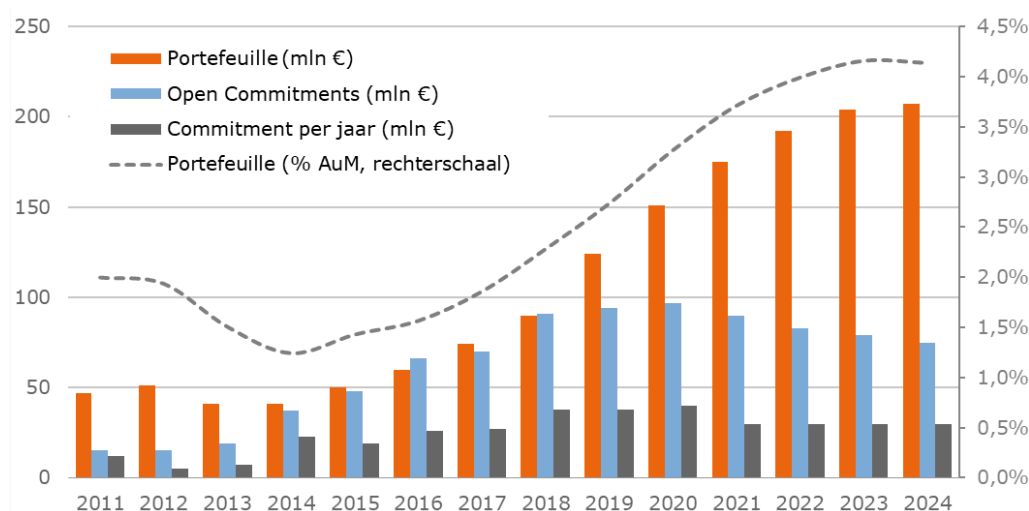
*) Excess return versus verplichtingen. Bij staatsobligaties, hypotheeklen en credits, allen beleggingen binnen de matching portefeuille, wordt de rentecomponent door de renteafdekking geneutraliseerd. In de vergelijking wordt daarom het rendement op high yield en EMD vergeleken met de excess returns voor credits.

Appendix 2 Investeringschema Private Equity

Op basis van de nieuwe cashflowprognoses is de verwachting dat het Private Equity-programma vanaf 2022 zelf-financierend zal zijn, omdat vanaf dat moment de uitkeringen naar verwachting groter zouden zijn dan het opgevraagde kapitaal. Bij de prognoses is uitgegaan van een streefgewicht van 4% op middellange termijn en het volgende commitmentschema

	2020	2021	2022	2023	2024
Commitment per jaar	40	30	30	30	30

Dit leidt tot de volgende verwachtingen voor de ontwikkeling van de portefeuille:



Voor de waarderingsgrondslagen wordt uitgegaan van de opgaves van de fondsen zelf (die jaarlijks door een accountant worden gecontroleerd). Bij de waardering van de onderliggende portefeuillebedrijven wordt zowel naar de gebruikte verhoudingscijfers (prijs/boek, prijs/sales, prijs/cashflow etc.), als naar de gehanteerde multiples gekeken. Op basis van in het verleden gerealiseerde exit's kan goed worden beoordeeld of de manager uitgaat van realistische waarderingsgronden.

Appendix 3 Toetsing Allocaties aan Strategische Risicomaatstaven

De allocaties zoals opgenomen in hoofdstuk 3 zijn getoetst aan de risicomaatstaven die gebruikt worden in de ALM studie. In de doorrekeningen is geen rekening gehouden met de assymetrie in de rentestafel (technisch niet haalbaar). Dit heeft naar verwachting geen significante impact op de resultaten in de vergelijking.

In de vergelijking is rekening gehouden met twee economische wereldbeelden: een gematigd negatief wereldbeeld (langer laag) (waarbij de rente slechts langzaam en beperkt gaat stijgen op de 15 jaars horizon en aandelenrendementen achterblijven bij langdurige historische gemiddelden) en een meer positief beeld (OFS), met een sterkere rentestijging en hogere aandelenrendementen

		Langer Laag		OFS		Overschrijding als
		Huidig	Alternatief	Huidig	Alternatief	
Doelstellingen Lange Termijn						
Opbouw = 100%	Jaar 1-15	92.2%	92.4%	95.9%	96.0%	< 95%
Indexatieambitie minimaal 50%	Jaar 15	-8.4%	2.1%	49.0%	50.8%	< 50%
Risico's korte termijn						
5e percentiel DG > kritische DG (ca 87%)	Jaar 1	79.4%	79.4%	80.3%	80.3%	< 87%
Kans op opbouwkorting zo laag mogelijk	Jaar 1-5	52.0%	51.5%	45.7%	45.1%	> 10%
Gemiddelde opbouwkorting zo laag mogelijk	Jaar 1-5	15.5%	15.3%	13.5%	13.3%	> 5%
Kans op korten rechten zo laag mogelijk	Eind 2020	77.3%	75.3%	60.9%	58.2%	> 20%
Gemiddelde rechtenkorting zo laag mogelijk	Eind 2020	11.5%	10.9%	9.6%	9.1%	> 10%
Balansrisico	Jaar 1	10.0%	10.0%	10.8%	10.9%	
Niveau gedempte kostendeekkende premie	Jaar 1	25.6%	25.5%	25.6%	25.5%	> 24.4%
Risico's lange termijn						
5e percentiel opbouw zo hoog mogelijk	Jaar 1-15	73.4%	73.8%	78.1%	78.5%	< 90%
5e percentiel koopkracht zo hoog mogelijk	Jaar 15	61.6%	63.1%	70.7%	70.9%	< 75%
Verwacht portefeuille rendement	Jaar 1-15	1.9%	2.1%	2.8%	2.7%	

Ten opzichte van de huidige Normportefeuille, zoals opgenomen in het Beleggingsplan 2019, zorgen de aanpassingen voor een lichte verbetering van de resultaten, alhoewel nog niet aan de beoogde grenzen wordt voldaan. Dit komt met name door de lage aanvangsdekkingsgraad. Zoals in de ALM studie van 2019 al bleek, biedt aanpassing van de beleggingsportefeuille momenteel ook geen mogelijkheden om te voldoen aan alle maatstaven.