



Uitgebreide samenvatting beleggingsbeleid 2022

Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds

Dit is een samenvatting van het Beleggingsbeleid 2022 van Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds (Mhpf). Mhpf vindt het belangrijk dat deelnemers begrijpen hoe het vermogen in het fonds wordt beheerd.

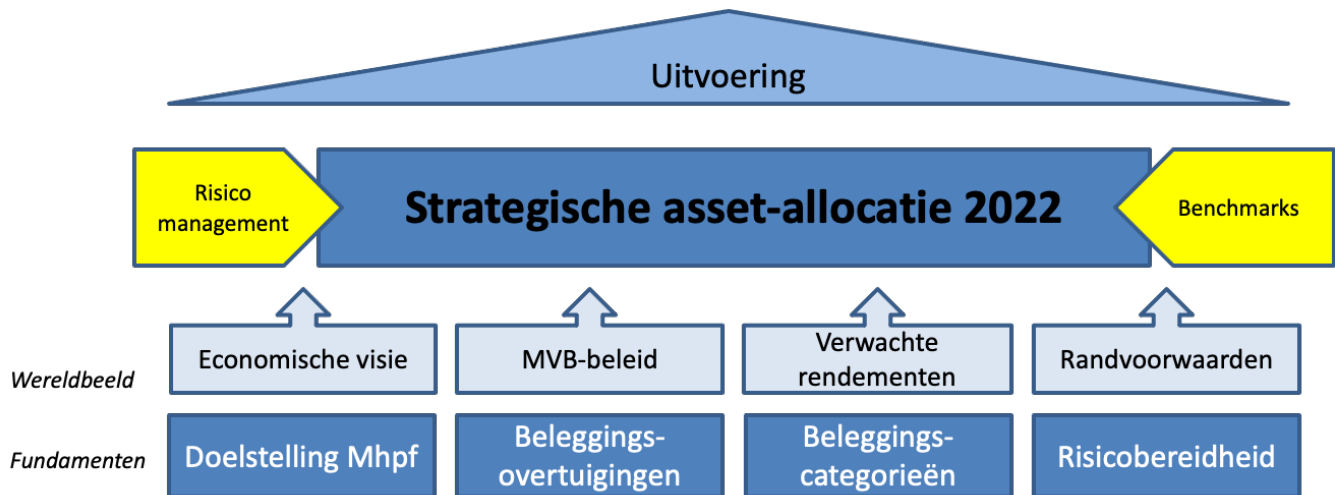
Het **fundament** van het beleggingsbeleid bestaat uit de doelstellingen van Mhpf, de beleggingsovertuigingen, de beleggingscategorieën waarin Mhpf investeert, en de risicobereidheid van het bestuur.

Het **wereldbeeld** van Mhpf bestaat uit de economische visie van Mhpf, de verwachte rendementen en risico's, en de randvoorwaarden die Mhpf belangrijk vindt. Het wereldbeeld verandert onder invloed van wereldwijde economische en politieke ontwikkelingen.

Op basis van fundament en wereldbeeld stelt het bestuur jaarlijks de **strategische asset-allocatie** vast. De strategische asset-allocatie geeft op hoofdlijnen aan welk deel van het beheerd vermogen in welke typen assets (obligaties, aandelen, etc.) wordt belegd.

Mhpf hanteert fijnmazig **risico-management** om de beleggingsrisico's in de portefeuille in de hand te houden. Verder hanteert Mhpf voor elke beleggingscategorie een **benchmark**, waarmee Mhpf de beleggingsresultaten per type asset kan vergelijken met andere beleggers. In het jaarverslag rapporteert Mhpf ook hoe het ten opzichte van de benchmarks heeft gepresteerd.

De **uitvoering** van het beleggingsbeleid gebeurt door de fiduciair beheerder en is grotendeels uitbesteed aan gespecialiseerde vermogensbeheerders.



De fundamente, strategische asset-allocatie, benchmarks, risico-management en uitvoering van het beleggingsbeleid worden in deze samenvatting van het beleggingsbeleid toegelicht. In de bijlage (p.8) staat een toelichting op het Wereldbeeld van Mhpf.

1. Het doel van het beleggingsbeleid op lange termijn

Het doel van het beleggingsbeleid op lange termijn is het vinden van een zodanige beleggingsmix met een aanvaardbaar risicoprofiel dat een voldoende rendement gegenereerd wordt zodat aan de indexatie-ambitie op lange termijn voldaan kan worden.

2. Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen (investment beliefs) van Stichting Mediahuis Nederland Pensioenfonds zijn:

1. Het nemen van beloonde risico's is essentieel voor een waardevast pensioen

*Mhpf ziet de asset allocatie als belangrijkste determinant van het uiteindelijk rendement.
Mhpf beschouwt onder meer krediet-, aandelen- en illiquideitsrisico's als beloonde risico's.
Mhpf staat open voor het nemen van renterisico als het daarvoor beloond denkt te worden.*

2. Actief beheer kan waarde toevoegen in portefeuillebeheer en asset allocatie

*Mhpf speelt in op marktinefficiënties die beleggingskansen bieden voor pensioenfondsen
Mhpf accepteert korte-termijn volatiliteit vanuit actief beheer, maar toetst deze aan rendementsverwachtingen.*

3. Spreiding in risicobronnen maakt de beleggingsportefeuille weerbaarder

*Mhpf hecht veel belang aan deskundige selectie en monitoring van externe vermogensbeheerders, met name bij illiquide beleggingen.
Mhpf vindt dat het bij "in control" zijn een goede beheersing hoort dat het de relatieve en absolute omvang van beleggingen zelf kan bijsturen.*

4. Beheerkosten voor beleggingen moeten terugverdiend kunnen worden

*Mhpf verwacht van duurdere en/of actief beheerde beleggingen extra rendement;
Mhpf kiest voor actief beheer van deelportefeuilles als beheerders voldoende meerwaarde kunnen realiseren.*

5. Het hanteren van ESG- en klimaatdoelstellingen op deelportefeuilleniveau kan de risico/rendementsverhouding verbeteren

*Mhpf reduceert de blootstelling aan CO₂-intensieve sectoren binnen het kader van het gekozen risico/rendementsprofiel;
Mhpf gebruikt alle pijlers van het ESG-beleid om klimaatrisico's te managen.*

3. Beleggingscategorieën

Mhpf belegt in zes verschillende categorieën. Elke categorie heeft specifieke kenmerken die het interessant maken om die categorie op te nemen in de beleggingsportefeuille. Deze kenmerken worden bepaald door de mate van:

- Verwacht rendement (wat was het gerealiseerd rendement over de afgelopen 30 jaar?)
- Risico (veranderen de prijzen snel? Hoeveel kan het fonds in korte tijd verliezen?)
- Diversificatie (als aandelenkoersen dalen, daalt die belegging dan even hard of juist minder?)
- Liquiditeit (kan Mhpf de beleggingen gemakkelijk verkopen als het dat wilt? Of zit Mhpf er jaren aan vast?)
- Gevoeligheid voor veranderingen van rente, wisselkoersen en inflatie.

Op basis van deze criteria belegt Mhpf in de volgende categorieën:

- Staatsobligaties, staatsgerelateerde / staatsgegarandeerde obligaties en Nederlandse staatsgegarandeerde leningen
- Renteswaps waarvan het onderpand en de liquiditeitsbuffer in AAA-geldmarktfondsen zijn belegd
- Hypotheken
- Obligaties uitgegeven door degelijk gefinancierde bedrijven (credits)
- High yield obligaties, uitgegeven door zwakker gefinancierde bedrijven
- Aandelen
- Vastgoed
- Infrastructuur aandelen (niet-beursgenoteerd)

4. Risicohouding

Mhpf moet beleggingsrisico's nemen om de **indexatie-ambitie** te kunnen realiseren: Mhpf wil de pensioenen laten meegroeien met de inflatie. Mhpf probeert dat op gecontroleerde wijze te doen: door risico's door meting inzichtelijk te maken, de gevolgen van die risico's goed te analyseren, en risico's af te dekken of af te bouwen als ze te groot worden. De verwachte dekkingsgraadvolatiliteit is daarbij een belangrijk kader voor het bestuur.

De Mhpf-portefeuille probeert een balans te vinden tussen beleggingen met een laag risico en een min of meer gegarandeerde maar laag rendement (voornamelijk staatsobligaties en renteswaps), en meer riskante beleggingen zoals aandelen. De strategische asset allocatie 2022 is licht gewijzigd waarbij er iets meer wordt belegd in aandelen wereldwijd en iets minder in de aparte portefeuilles Europese en Noord-Amerikaanse aandelen. De totale aandelenbeleggingen blijven met 30% onveranderd.

Uit die strategische asset allocatie vloeit een strategisch risicobudget: de buffereis berekend volgens de VEV-methode van De Nederlandsche Bank. Die bedroeg per 30 september 2021 17,4% van de waarde van de beleggingsportefeuille. Dit strategische risicobudget is een belangrijkste sturingsvariabele in het risicomanagement van Mhpf. Voor de strategische normportefeuille SAA2022 mag de vereiste risicobuffer maximaal 2% boven en maximaal 2% onder de strategische buffer liggen. Die strategische buffer, op basis van de SAA2022, is het hele jaar constant met uitzondering van de rentecomponent. Hoe hoger de rente, hoe hoger het renterisico. Los van de rentestand mag in het beleggingsbeleid altijd 2% afgeweken worden van de strategische buffer.

Mhpf hanteert een dekkingsgraad-onafhankelijk risicobudget. Dat betekent dat bij elke dekkingsgraad eenzelfde asset-allocatie mogelijk is. Het feitelijk benodigd risicobudget voor de actuele portefeuille wordt onafhankelijk berekend door de externe actuaris van het fonds. Het zakelijke waarden risico S2 (aandelenrisico) is verreweg het grootste risico.

5. Strategische asset allocatie 2022

	SAA 2021	SAA 2022	=	Matching Portefeuille 2022 (% totale pf)	+ Return Portefeuille 2022 (% totale pf)
Vastrentend	60,0%	60,0%		54,0%	6,0%
Staatsobligaties, renteswaps & cash (LDI)	35,0%	35,0%		35,0%	0,0%
Investment Grade credits	11,0%	11,0%		11,0%	0,0%
Hypotheke	8,0%	8,0%		8,0%	0,0%
High Yield	6,0%	6,0%		0,0%	6,0%
Aandelen	30,0%	30,0%		0,0%	30,0%
Aandelen Europa	10,0%	9,0%		0,0%	9,0%
Aandelen Noord-Amerika	5,0%	4,0%		0,0%	4,0%
Aandelen wereldwijd ontwikkelde landen	11,0%	13,0%		0,0%	13,0%
Aandelen Emerging Markets	4,0%	4,0%		0,0%	4,0%
Vastgoed	5,0%	5,0%		0,0%	5,0%
Beursgenoteerd vastgoed	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	5,0%	5,0%		0,0%	5,0%
Infrastructuur aandelen	5,0%	5,0%		0,0%	5,0%
Liquiditeiten	0,0%	0,0%		0,0%	0,0%
Afdekking renterisico (strategisch)	60,0%	60,0%			
Afdekking renterisico (staffel)		54 - 66%			
Strategische vereist risicobudget (DNB, evenwicht)		117,4%			

6. Uitvoering

De uitvoering van het beleggingsbeleid is gedelegeerd aan de fiduciair beheerder van Mhpf. (Her)allocatie binnen de bandbreedtes rond de strategische asset-allocatie is een verantwoordelijkheid van de fiduciair beheerder en van gespecialiseerde vermogensbeheerders die deelportefeuilles beheren. De manager selectie arm van de fiduciair beheerder adviseert het fonds daarbij. Het bestuur van Mhpf besluit over aanstelling en ontslag van vermogensbeheerders. Voor infrastructuur aandelen verwacht Mhpf dat het pas halverwege 2022 daadwerkelijk belegd zal zijn in de categorie.

Portefeuille	Belegging	Beheersstijl 2022	Beheerswijze 2022	Benchmark 2022	Ex-Ante Tracking Error bandbreedte (% vs categorie benchmark)
Matching-portefeuille	Staatsobligaties	Buy-and-Hold en tactisch	Discretionair LDI-mandaat	Rendement VPV	
	Cash & geldmarkt	Alpha-seeking, defensief profiel	Gespreid via mix van same-day-settlement geldmarktfondsen en T+2 geldmarktfondsen	Rendement VPV	
	Swaps	Buy-and-Hold en tactisch	Discretionair LDI-mandaat	Rendement VPV	
	Credits	Alpha-seeking, defensief profiel	Via gespecialiseerde credits-fondsen	I-Boxx Euro Corporate TR Index	
	Hypotheke	Buy-and-hold	Via gespecialiseerd hypothekefonds	I-Boxx Euro Corporate TR Index	
Return-portefeuille	High Yield	Alpha-seeking, defensief profiel	Via gespecialiseerde HY-fondsen	ICE BofAML Developed Markets High Yield Index hedged EUR	
	Aandelen core: wereldwijd ontwikkelde markten	Alpha-seeking / defensief profiel en/of passief profiel	Mandaat en/of fonds	MSCI World Net (unhedged)	0,50 - 4,50
	Aandelen core: Europa	Alpha-seeking, neutraal profiel	Mandaat	MSCI Europe Net (unhedged)	2,00 - 4,50
	Aandelen core: Noord-Amerika	Alpha-seeking, neutraal profiel	Mandaat	MSCI North America Net (unhedged)	2,00 - 5,00
	Emerging Markets aandelen	Alpha-seeking, neutraal profiel	Via gespecialiseerde EME-fondsen	MSCI Emerging Markets Net (unhedged)	2,00 - 5,00
	Currency Overlay	Exposure hedging			
	Beursgenoteerd vastgoed	Niet meer in SAA, neutraal profiel	Via gespecialiseerde vastgoed-fondsen	EPRA Europe Net RTN Index	1,50 - 4,50
	Niet-beursgenoteerd vastgoed	Alpha-seeking, inkomen	Via gespecialiseerde vastgoed-fondsen	INREV Europe OCDE Fund Index	
Infrastructuur aandelen	Alpha-seeking, inkomen	Via gespecialiseerde infrastructuurfondsen	Cash + 400bp		

7. Beleid maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)

Dit is een samenvatting van het MVB-beleid van Mhpf. Het volledige beleid staat op de website van het fonds.

De implementatie van het verantwoord beleggen beleid steelt op vijf pijlers:

1. Uitsluitingsbeleid internationale verdragen, UN Global Compact en schadelijke sectoren (aandelen)
2. Uitsluiting ernstige schendingen persvrijheid (staatsobligaties)
3. Reductie van CO₂-uitstoot beleggingsportefeuille (aandelen)
4. Stemmen op aandelen (proxy voting)
5. Bewerkstelligen gedragsveranderingen bedrijven (engagement)

Mhpf stelt enkel nog externe vermogensbeheerders aan die zich hebben gecommitteerd aan de [Principles for Responsible Investment van de Verenigde Naties](#). Daarmee committeren ze zichzelf aan het betrekken van ESG-issues in beleggingsbeslissingen, om aandeelhouders-rechten actief uit te oefenen en bedrijven waarin ze investeren te stimuleren om transparanter te communiceren over ESG-issues.

1. Uitsluitingen internationale verdragen, UN Global Compact en schadelijke sectoren (aandelen)

Mhpf sluit aandelen uit van ondernemingen waarvan de aard van het product of dienstverlening in strijd is met internationale verdragen. Daarbij gaat het vooral om controversiële wapensystemen, zoals anti-personeelslandmijnen, clustermunition, chemische en biologische wapens, kernwapens en wapens voor militaire doeleinden die witte fosfor bevatten.

Daarnaast sluit Mhpf aandelen uit van ondernemingen die een significant deel van een omzet halen uit productie, distributie of gebruik van schadelijke producten. Mhpf heeft teerzandolie, bruinkool, steenkool (uitgezonderd metallurgische kolen voor de staalindustrie), tabak en porno als schadelijke producten benoemd

Activiteit	Criterium	Grenswaarde Mhpf
Winning (productie) thermische kolen (steen- en bruinkool)	Omzetaandeel	5%
Energie-opwekking met thermische kolen (steen- en bruinkool)	Omzetaandeel	10%
	Capaciteitsaandeel	10%
Energie-opwekking - aanpalende dienstverleners	Omzetaandeel	10%
Oliewinning uit teerzanden	Omzetaandeel	5%
Porno productie	Omzetaandeel	0%
Porno distributie	Omzetaandeel	5%
Tabaksproductie	Omzetaandeel	0%
Tabak - aanpalende dienstverleners	Omzetaandeel	5%
Tabaksverkoop retail	Omzetaandeel	5%

en gaat over tot uitsluiting als het omzetaandeel in de productie, distributie of het gebruik van daarvan de vastgestelde grenswaardes overschrijdt.

Mhpf sluit ook financiële instrumenten van ondernemingen die niet voldoen aan de [UN Global Compact](#) uit van opname in de aandelenmandaten, en probeert via engagement de beheerders van fondsbeleggingen te bewegen deze

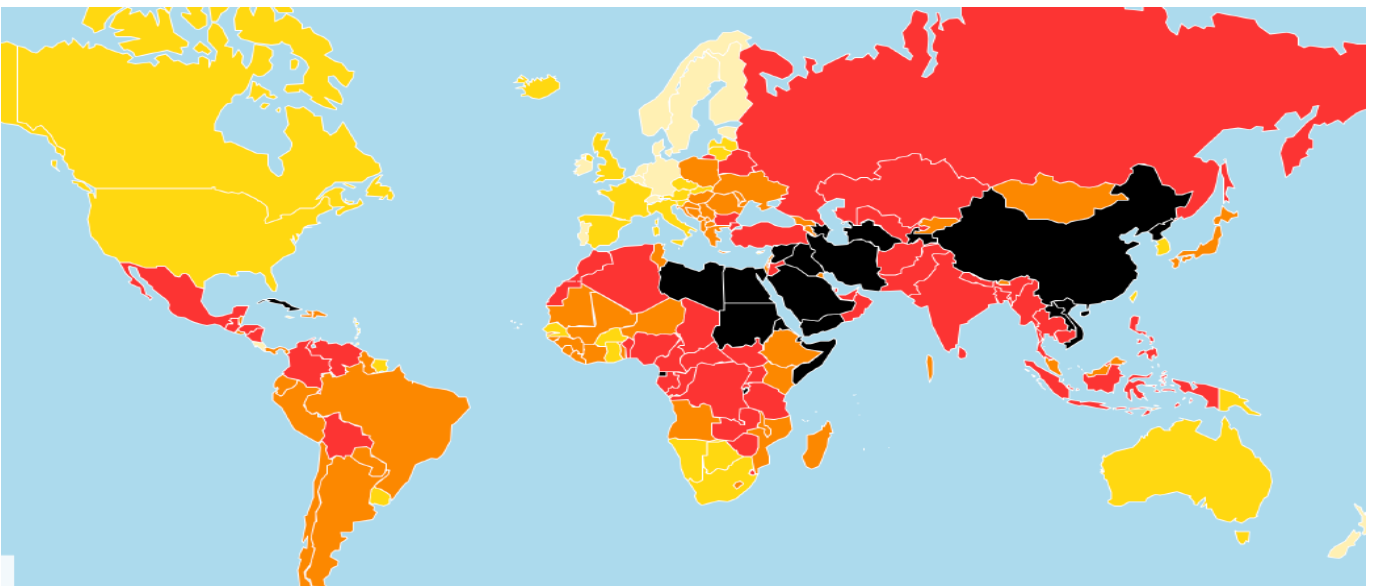
ondernemingen eveneens uit te sluiten. Bij opname op de uitsluitingslijst worden investeringen binnen een maand verkocht. De [uitsluitingslijsten](#) worden eenmaal per kwartaal aangepast aan de meest recente inzichten.

2. Uitsluitingen internationale verdragen en persvrijheid (staatsobligaties)

Mhpf investeert niet in landen waartegen internationale sancties, opgelegd door erkende bevoegde organisaties, zoals de Europese Unie en de Verenigde Naties, van kracht zijn. De sancties moeten in relatie staan met schending van internationale verdragen die door Nederland zijn ondertekend of waaraan Nederland is gebonden op grond van lidmaatschap van internationale organisaties. Dit geldt voor staatsobligaties maar ook voor bedrijfsobligaties en aandelen van bedrijven waarin betreffende staat een belang van meer dan 30% heeft.

Mhpf investeert via een uitsluitingslijst niet in staatsobligaties van landen die de persvrijheid structureel en systematisch niet respecteren. Waar beheerders van beleggingsfondsen dit doen, is dat een relevant selectiecriteria voor Mhpf bij de beslissing tot aanstelling, en probeert Mhpf hen via engagement te bewegen daarmee te stoppen. Mhpf hanteert de classificatie van de internationale journalistenorganisatie Reporters Without Borders die jaarlijks bijhoudt in hoeverre landen de vrije journalistiek compromitteren. In de [Press Freedom Index](#) worden alle staten ter wereld beoordeeld naar de mate waarin overheidsdiensten in het betreffende land verantwoordelijk zijn voor geweld tegen journalisten en de mate waarin de overheid de media controleert en censuur toepast. Mhpf sluit staatsobligaties van landen waarvan de score in de categorie “very bad” valt (zwart op de kaart) uit. Waar Mhpf via fondsen in zulke staatsobligaties belegt, probeert het via engagement de beheerders te bewegen deze landen eveneens uit te sluiten.

Bij opname op de uitsluitingslijst worden investeringen tot 0,25% van de portefeuille binnen een maand verkocht, grotere investeringen binnen zes maanden.



3. Reductie van de CO₂-uitstoot van de beleggingsportefeuille

Veel landen hebben zich gecommitteerd aan forse CO₂-reductiedoelstellingen. Om die te halen zullen forse financiële prikkels moeten worden ingezet die consumenten en producenten stimuleren voor alternatieven voor fossiele energie. Die prikkels vormen een groot risico voor bedrijven die sterk afhankelijk zijn van fossiele energie in hun bedrijfsprocessen. Mhpf wordt daarom voorzichtiger met het investeren in zulke bedrijven.

Mhpf probeert de klimaatbelasting vanuit de aandelenportefeuille te reduceren zonder daarbij het risico/rendementsprofiel van de deelpartefeuille wezenlijk te wijzigen. Daarbij gaat het vooral om de uitstoot van CO₂. Mhpf richt zich daarbij op scope I en II emissies en meet die op uniforme wijze over de hele portefeuille heen op basis van de omzet van het bedrijf. Dit betreft zowel de eigen uitstoot van een bedrijf, als die van hun ingekochte energie. Mhpf spreekt met alle beheerders van aandelenmandaten concrete doelstellingen af om te komen tot een lagere klimaatbelasting dan die van de benchmark.

4. Uitoefening stemrecht

Mhpf gebruikt waar mogelijk het stemrecht in ondernemingen waarin het rechtstreeks via aandelen belegt en in ieder geval in de gevallen waarin het belang tenminste 0,1% van onze totale aandelenportefeuille vertegenwoordigt. Dit doen we via proxy voting, en met inachtneming van de richtlijnen uit de [Nederlandse Stewardship Code](#). We hebben ons eigen stembeleid, en maken gebruik van alerts van onder meer Eumedion en stemadviezen van Robeco. Waar het adviezen van derden gebruikt die niet op basis van het eigen Mhpf

stembeleid zijn geformuleerd, maakt Mhpf minimaal eens per jaar een verschillenanalyse met het eigen beleid en beoordeelt het de aanvaardbaarheid van de verschillen.

Voor aandelen waarin Mhpf via beleggingsfondsen belegt, probeert Mhpf via druk op de beheerders van die fondsen te bewerkstelligen dat zij conform het Mhpf stembeleid stemmen.

5. Engagement met bedrijven om misstanden aan te kaarten

Het is niet altijd mogelijk of effectief om via uitsluiting of stemmen misstanden aan te kaarten bij bedrijven. Mhpf probeert gezamenlijk met andere Nederlandse pensioenfondsen via engagement (het aangaan van gesprekken met bedrijven om ze ertoe te bewegen misstanden te stoppen) druk te zetten op bedrijven waarin belegd wordt. Dit gebeurt via een daarvoor geselecteerde vermogensbeheerder met een substantieel engagement team en in samenwerking met andere institutionele beleggers, maar ook via het [Internationaal Maatschappelijk Verantwoord Beleggen \(IMVB\) convenant](#). Mhpf is een van de ondertekenaars daarvan.

Bijlage bij Samenvatting beleggingsbeleid 2022: toelichting op Wereldbeeld

Macro economische ontwikkelingen

Door een gunstig samenspel van factoren ontstond gedurende 2021 in vele landen een bovengemiddelde economische groei. Cruciaal daarbij was de heropening van de economieën door de wereldwijde uitrol van vaccins tegen de in 2020 uitgebroken pandemie. Consumenten konden hierdoor het extra spaargeld dat vanaf het voorjaar van 2020 was opgebouwd weer uitgeven. De financiën van huishoudens zagen er ook zeer gezond uit en er was volop krediet beschikbaar. Daarnaast was de winstgevendheid van bedrijven sterk aangetrokken en was het vertrouwen van ondernemers bovengemiddeld. De expansieve stemming in het bedrijfsleven kwam ook tot uiting in een zeer sterke vraag naar arbeid, die vervolgens ook gunstig was voor de consumentenbestedingen en het vertrouwen. Centrale banken in de ontwikkelde wereld hielden ondertussen vast aan hun monetaire beleidssteun, terwijl overheden additioneel voor een stevige begrotingsimpuls zorgden. In de VS ontstond deze steun na de verkiezingswinst en de brede meerderheid van de Democraten.

Een aantal opkomende markten bleef echter nog duidelijk worstelen met de pandemie. De lage vaccinatiegraad is niet gunstig voor de groei. In het laatste kwartaal van het jaar kwamen daar nog het risico bij van een groeivertraging in China als gevolg van problemen bij vastgoedgigant Evergrande en stroomuitval.

Bij een krachtig herstel van de vraag bleef er door het virus evenwel sprake van aanbodbeperkingen. Dit laatste ontstond mede door de opkomst van de deltavariant van het coronavirus. De onevenwichtigheden tussen vraag en aanbod voor verschillende goederen en diensten resulteerde vanaf de tweede helft van het jaar in een groeivertraging en had een opwaarts effect op vele prijzen. Vooral de energieprijzen stegen in 2021 sterk. Centrale bank zinspeelden vanaf het midden van het jaar op afbouw van de steunaankopen, bedoeld om de inflatieverwachtingen te beheersen.

Financiële markten

In het eerste deel van 2021 omarmden beleggers het reflatiethema (hogere groei en inflatie onder invloed van een ondersteunend monetair en begrotingsbeleid) volledig. Economische steun, verbeterende macrocijfers, de uitrol van vaccins en sterke winstcijfers zorgden voor koersstijgingen op de aandelenmarkten. Ook cyclische grondstoffen profiteerden van deze trend. Vastgoed bleef door stijgende rentes achter bij aandelen. Ook structurele veranderingen, het door de pandemie toenemende thuiswerken en de groei van e-commerce, drukten op de prestaties van vastgoed.

De stijging van de rentes op staatsobligaties beperkte echter de rendementen op vastrentende waarden. Meer risicovolle obligaties deden het beter dan veilige staatsobligaties. Op de laatste categorie werden sterk negatieve rendementen behaald. Opkomende markten bleven achter bij de beleggingen in de ontwikkelde landen. Dit kwam onder meer omdat een aantal opkomende markten bleef worstelen met de pandemie.

Aan het einde van het jaar zwakte het reflatiethema duidelijk af door wat zwakkere macrocijfers, een hogere inflatie en een piek in de winstgroei. Dit zorgde vooral voor aandelen in grotere koersschommelingen.

Vooruitzichten

De economische normalisatie zet het komend jaar naar verwachting door. Vooral in het geval nieuwe strenge lockdowns kunnen verstoringen in de toeleveringsketen echter voor volatiliteit blijven zorgen. De noodsteun door centrale banken wordt daarbij langzaam afgebouwd om een verdere stijging van de inflatie te beteugelen. Op de middellange termijn zal de duurzaamheid van het herstel afhangen van de virusontwikkelingen, het tijdelijke karakter van de hoge inflatie, de bereidheid van beleidsmakers om accommoderend te blijven en het vrijkomen van extra spaargelden en private investeringen. Door een

gebrek aan winstgevende alternatieven blijven beleggers risicovolle beleggingen omarmen en de markten opdrijven. In lijn met de te verwachten volatiele macro-ontwikkelingen is enige terughoudendheid echter op zijn plaats.

Analyse

In geen van de geschetste scenario's worden grote renteveranderingen voorzien – in lijn met het “lower-for-longer” scenario met verwaarloosbare of negatieve bevolkingsgroei en lage groei van de consumentenvraag in ontwikkelde economieën, dat het basisscenario vormde in de ALM studie 2020 van Mhpf.

Het neerwaarts risico in de lange rente is beperkt doordat de lange rentecurve sterk samenhangt met het niveau van de korte rente. Die is nu licht negatief, en de ontwrichtende werking van sterk negatieve korte rentes (waaronder oppotten van cash, vluchten in goud of crypto's) legt effectief een vloer in de korte rente. Omdat de rentecurve al vrijwel vlak is (de 20-jaars rente wijkt maar marginaal af van de korte rente) is ook het dalingspotentieel beperkt.

Centrale banken zijn er met monetair beleid de afgelopen jaren niet in geslaagd de inflatie omhoog te krijgen. De economische stimuleringspakketten in het kader van COVID-19 lijken daar beter in te slagen, al speelt de terugval van het aanbod door disrupties in de toeleveringsketens ook een voorname rol.

Waar overheden eerder gefocused waren op het betaalbaar houden van de staatsschuld, heeft in elk geval in Europa de ECB die taak overgenomen. Dat zorgt ervoor dat het opwaarts potentieel van de lange rente beperkt is. De zuidelijke Europese landen kunnen zich simpelweg geen veel hogere rente veroorloven en Draghi's “whatever it takes” uit 2014 vormt nog steeds de leidraad.

Dat leidt tot de constatering dat er relatief weinig renterisico is, maar ook dat de “kosten” in termen van negatieve effecten van een rentestijging beperkt lijken. Die kosten zijn er in potentie wel, want het is aannemelijk dat de rente een vol procentpunt kan stijgen zonder dat de schulden in Zuid-Europa onhoudbaar worden. Met een duration van circa 20 jaar kost een vol procentpunt rentestijging een gemiddeld pensioenfonds circa 20% rendement op de matching-portefeuille.

Een andere “kostenpost” is dat het nominale niveau van die lange rente ver beneden de inflatie ligt – verder dan in bijvoorbeeld 2016 – 2017, toen de nominale rente ongeveer even laag was als nu, maar de inflatie en middellange termijn inflatieverwachtingen veel lager lagen. Dat maakt het verstandig om de vertrouwde rente hedge strategieën kritisch tegen het licht te houden. Het is waarschijnlijk dat de inflatie langere tijd hoger blijft dan we in 2016 – 2017 zagen.

Als pensioenfondsen te veel gedreven worden door risicomangers en te weinig beleggingsrisico durven te nemen, kan dat de bereikbare pensioenen uithollen. In de wet toekomst pensioenen is het kader minder nominaal dan in het huidige, al vormt de min of meer verplichte leeftijdsafhankelijke de-risking wel een krachtige beperking van de beweging richting een reëel kader.

Aandelen zijn weliswaar duur in termen van historische koers/winstverhoudingen, maar de aandelenrisicopremie ligt in Europa nog boven het lange-termijn gemiddelde. Een structureel lage reële rente beperkt het neerwaarts risico van aandelen.