

# Beleggingsplan 2021 Bpf Zoetwaren

Versie  
Datum

Bestuur  
9 december 2020

---

S.Schaab

---

M. van Beusekom



# Inhoudsopgave

<b>1.</b>	<b>Samenvatting.....</b>	<b>3</b>
<b>2.</b>	<b>Macro-economische omgeving en toekomstscenario's .....</b>	<b>4</b>
2.1	Huidige macro-economische omgeving	4
2.2	Financiële markten	4
2.3	Vooruitzichten 2021	4
<b>3.</b>	<b>Allocaties portefeuille 2021 .....</b>	<b>6</b>
3.1	Strategische Asset Allocatie	6
3.2	Afwegingen	6
3.3	Resulterende Allocaties 2021	7
3.4	Overige aspecten	10
<b>4.</b>	<b>Gedetailleerde z-score normportefeuille 2021 .....</b>	<b>11</b>

# 1. Samenvatting

Dit beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid voor 2021. De uitgangspunten hiervoor zijn de overtuigingen van het pensioenfonds, zoals vastgelegd in de risicohouding en de investment beliefs. Dit Beleggingsplan 2021 richt zich hoofdzakelijk op de normportefeuille voor 2021. De overkoepelende onderwerpen zijn opgenomen in het Strategisch Beleggingsbeleid.

Voor zover niet in dit Beleggingsplan 2021 anders beschreven is daarmee het Strategisch Beleggingsbeleid van toepassing. Dit betreft onder andere het herbalanceringsbeleid, valuta-beleid, dynamisch beleid, wijze van berekening van de benchmark voor de nominale matchingportefeuille.

Het fonds heeft een Beleid Duurzaam Beleggen vastgesteld, dat ook voor dit jaarplan van toepassing is. Het Risicobeleid dat voor dit jaarplan van toepassing is, is nader beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid.

De normportefeuille geldt met ingang van 1 februari 2021 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.

## 2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's

### 2.1 Huidige macro-economische omgeving

De wereldeconomie en financiële markten kregen in 2020 te maken met de dramatische gevolgen van een besmettelijk virus. COVID-19 ontstond in China en verspreidde zich vervolgens razendsnel over de wereld. Stringente lockdowns bleken noodzakelijk, waardoor in vele landen het productieproces deels tot stilstand kwam. Naast deze aanbodschock resulteerde de noodzaak om veelal thuis te blijven ook in een vraagschok. Bedrijven werden gedwongen om in te grijpen in de kosten met een forse stijging van de werkloosheid als gevolg. Een forse stijging van het aantal faillissementen kon echter nog worden voorkomen doordat overheden wereldwijd steunpakketten optuigden, en daarmee hun uitgaven fors lieten stijgen. Een wereldwijde recessie bleek echter onvermijdelijk.

Om te voorkomen dat de financiering van de toenemende overheidsschuld snel een probleem werd, kochten centrale banken in de ontwikkelde landen massaal staatsobligaties op om rentestijgingen te voorkomen. Nadat landen de eerste COVID-19 golf succesvol wisten in te dammen en economieën langzaam weer werden geopend, trad een herstel in. Dit herstel werd in het najaar weer afgeremd nadat lockdowns in vele landen weer nodig bleken vanwege de opkomst van de tweede virusgolf. In enkele landen in Azië, waaronder China, bleef het virus echter onder controle en bleef een tweede golf vooralsnog uit. Elders in de opkomende landen maakten institutionele zwakheden en grote begrotingsonevenwichtigheden het voor overheden moeilijk om het virus onder controle te krijgen en de uitval van de vraag te beperken.

### 2.2 Financiële markten

Op risicovolle beleggingen werden in 2020 aanvankelijk fors negatieve rendementen behaald. De rente op staatsobligaties daalde daarnaast richting eerdere dieptepunten. Naast de wereldwijde recessie werd dit ook gedreven door de Fed die de rente in maart in één keer naar nul procent verlaagde en duidelijk maakte voorlopig geen renteverhogingen door te voeren. Op financiële markten ontstond echter al snel daarna weer enig optimisme naar aanleiding van het economische herstel in het tweede kwartaal, vanwege de ogenschijnlijke voortgang in de zoektocht naar een vaccin, maar ook vanwege de snelle en omvangrijke steun vanuit overheden en centrale banken. In de Eurozone werd zelfs overeenstemming bereikt over de inzet van een gezamenlijk via de Europese begroting te financieren herstelfonds. Het optimisme vertaalde zich in een daling van de creditspreads op investment-grade en hoogrentende obligaties en een stijging van aandelenkoersen. De beursindex Nasdaq, de graadmeter van aandelen van IT-bedrijven, kwam zelfs al snel weer boven het niveau uit van eind 2019. Opkoopprogramma's van centrale banken voorkwamen dat rentes vanwege de toenemende schulden sterk stegen.

Na de zomer stokte het koersherstel door de opkomst van de tweede golf en het afvlakken van het economisch herstel. Ook het risico van een harde Brexit en de onzekere timing en omvang van verdere steunmaatregelen van de Amerikaanse overheid drukten het sentiment. Een forse stap van de Fed naar een meer gematigde aanpak, droeg daarnaast bij aan een verzwakking van de dollar ten opzichte van de Euro.

### 2.3 Vooruitzichten 2021

Zolang de ontwikkeling van het virus de economische vooruitzichten bepaalt, en mogelijk nog enige tijd daarna, heeft de economie flinke beleidsondersteuning nodig. Die steun zal moeten worden gegeven totdat de private sector zelf weer kan en wil bijdragen aan het herstel. Dit vergt een behoorlijke groei van het gezinsinkomen en een groei van de bedrijfswinsten, en het vertrouwen dat deze trends zich zullen voortzetten. Renteverhogingen in de ontwikkelde landen zijn voorlopig uit beeld en centrale banken blijven voorlopig doorgaan met het opkopen van obligaties. Vanwege

de deels onbenutte productiecapaciteit is er daarnaast vooral een neerwaartse druk op de inflatie. Deze omgeving vertaalt zich in voorlopig laag blijvende rentes. Spaarquotes van huishoudens zijn in 2020 sterk gestegen en hierdoor kunnen consumenten op korte termijn meer besteden. Of ze dit ook zullen doen, hangt echter sterk af van hun vertrouwen in een behoorlijke verdere inkomensgroei. Een verder economisch herstel ligt voor de hand, maar het pad ernaartoe is onzeker. Het pad wordt vooral bepaald door moeilijk te voorspellen factoren zoals de ontwikkeling van het virus en de mogelijke gevolgen ervan voor lockdown-maatregelen en/of het vertrouwen van de consument en het bedrijfsleven.

### 3. Allocaties portefeuille 2021

Dit hoofdstuk beschrijft de allocaties van de portefeuille in 2021, 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

De ALM allocatie is vertaald in een SAA portefeuille waarin de portefeuille nader wordt verdeeld over deelcategorieën. Per deelcategorie is een benchmark vastgesteld. Deze SAA portefeuille is het startpunt voor de allocaties voor de Normportefeuille 2021.

Categorie	ALM mix	SAA	Benchmark
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>41,4%</b>	<b>41,4%</b>	
Nominale matching	23,9%	23,9%	70% ESTER aangevuld met een swapbenchmark*) en 30% Barcap Global Treasury 10+ Yrs landenindices met de volgende wegingen per land: 39,3% Nederland, 8,3% Duitsland, 19,7% Frankrijk, 13,1% Oostenrijk, 13,1% België en 6,6% Finland
<i>Kredietobligaties laagrentend</i>	17,5%	17,5%	
Green Bonds		2,5%	Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Bedrijfsobligaties		7,5%	Markit iBoxx Euro Corporate Bond Index
NL Woninghypotheken		7,5%	Barcap Global Treasury Netherlands Index
<b>Returnportefeuille</b>	<b>58,6%</b>	<b>58,6%</b>	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	14,9%	14,9%	
Hoogrentende Bedrijfsobligaties		5,5%	US High Yield Master II Constrained
Obligaties Opk Markten HC		4,0%	JPM EMBI Global
Obligaties Opk Markten LC		5,4%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	32,5%	32,5%	
Europa		4,0%	MSCI Europe Net
Wereldwijd		20,8%	MSCI World Net
Opk Markten		4,7%	MSCI Emerging Mkts Free Net
Small Caps VS		3,0%	Russell 2000 Index
<i>Onroerend Goed</i>	11,2%	11,2%	Portefeuille
<b>Totaal</b>		<b>100,0%</b>	
<b>Rente-afdekking</b>		<b>40,0%</b>	

#### 3.2 Afwegingen

In oktober 2020 zijn analyses uitgevoerd ten behoeve van de optimalisatie van de portefeuille binnen de strategische kaders van Bpf Zoetwaren. Hierbij is er vooral gekeken naar de impact van de geactualiseerde lange termijn verwachtingen voor rendement en risico van beleggingscategorieën. De middellange termijn vooruitzichten zijn hierbij besproken, maar vanwege de zeer hoge fundamentele onzekerheid, veroorzaakt door COVID-19, resulteerde dit niet in aanpassingen aan de portefeuille. Het werd daarnaast nog te vroeg geacht om in te kunnen spelen op de mogelijke gevolgen van het nieuwe pensioenakkoord.

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.

Het bestuur heeft besloten tot de volgende wijzigingen:

- Een verschuiving van 1,5% van EMD LC naar EMD HC. Door de gedaalde hedging kosten is een nadeel voor EMD HC komen te vervallen. Na deze verandering sluit de relatieve verdeling van deze beleggingscategorie beter aan bij de marktkapitalisatie.
- Vanwege de kwetsbaarheid van Ierland voor een Brexit scenario worden de Ierse staatsobligaties niet langer als veilig beschouwd en niet meer opgenomen in de LDI portefeuille. Het gewicht van deze belegging wordt verschoven naar Franse staatsobligaties.
- Naar aanleiding van de ALM studie is besloten om de renteniveaus in de rentestafel te verlagen. Daarnaast wordt voorgesorteerd op de consequenties van het nieuwe Pensioenakkoord door geen swaps meer aan te kopen met een looptijd langer dan 30 jaar.
- Een aanpassing van de toegestane bandbreedte bij de verschillende beleggingscategorieën. De bandbreedtes zijn bepaald op basis van een extreme situatie die eens in de vijf jaar voorkomt (afgerond op 0,5%). Er geldt een minimale bandbreedte van 1%.

### 3.3

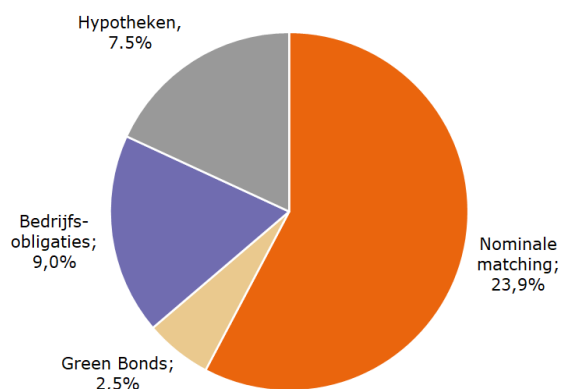
#### Resulterende Allocaties 2021

##### 3.3.1

#### Matching Portefeuille

In onderstaande tabel is weergegeven wat de normallocatie conform Beleggingsplan 2020 is, de eventuele mutaties en uiterst rechts de allocatie voor 2021.

Categorie	Beleggingsplan 2020	Beleggingsplan 2021
Nominale matching	23,9%	23,9%
Green Bonds	2,5%	2,5%
Bedrijfsobligaties	7,5%	7,5%
NL Woninghypotheken	7,5%	7,5%
<b>Totaal</b>	<b>41,4%</b>	<b>41,4%</b>
<b>Rente-afdekking (bij 20-jaars rente &lt; 0,5%)</b>	<b>40,0%</b>	<b>40,0%</b>



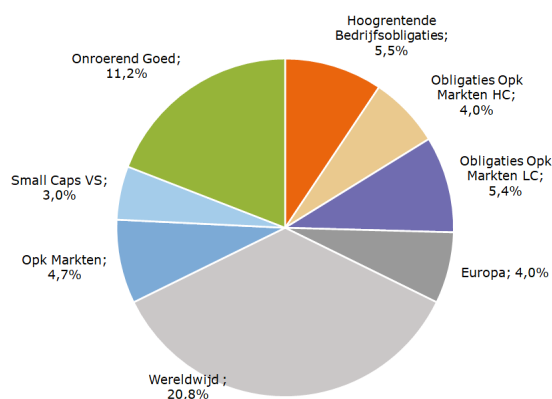
De rente-afdekking blijft gehandhaafd op 40% van de marktwaarde-rentegevoeligheid van de verplichtingen. Voor de verschillende looptijdblokken geldt een verdeling op basis van de markt-rentegevoeligheden.

### 3.3.2

#### Return Portefeuille

Onderstaand is de return portefeuille voor 2021 weergegeven, inclusief de mutaties ten opzichte van 2020.

Categorie	Beleggingsplan 2020	Mutatie	Beleggingsplan 2021
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	14,9%		14,9%
Hoogrentende Bedrijfsobligaties	5,5%		5,5%
Obligaties Opk Markten HC	2,5%	+1,5%	4,0%
Obligaties Opk Markten LC	6,9%	-1,5%	5,4%
<i>Aandelen</i>	32,5%		32,5%
Europa	4,0%		4,0%
Wereldwijd	20,8%		20,8%
Opk Markten	4,7%		4,7%
Small Caps VS	3,0%		3,0%
<i>Onroerend Goed</i>	11,2%		11,2%
Nederlandse woningen	6,2%		6,2%
Europa	2,2%		2,2%
Amerika	2,8%		2,8%
<b>Totaal</b>	<b>58,6%</b>		<b>58,6%</b>



### 3.3.3

#### Rente-afdekking

Bpf Zoetwaren hanteert een norm voor de rente-afdekking van 40% van het renterisico van de verplichtingen op basis van marktwaarde. Gegeven de beperkte ruimte voor een verdere rentedaling en wel veel ruimte voor een verdere stijging wordt een belangrijk deel van het economisch risicobudget bewust besteed aan renterisico. Een geleidelijke rentestijging naar een lange termijn evenwichtsniveau zit zowel verwerkt in de ALM studie als in de lange termijn verwachtingen van de Coördinator Vermogensbeheer. Als de rente gaat stijgen naar een lange termijn evenwichtsniveau, zal de strategische rente-afdekking in de loop van de tijd worden verhoogd. De beloning op strategisch renterisico neemt namelijk af als de rente stijgt richting dit



verwachte evenwichtsniveau van de rente. Dit vormt de aanleiding om in het beleid een rentestaffel op te nemen. Als de rente weer daalt, geeft de rentestaffel ook aan wanneer de renteafdekking weer wordt verlaagd.

De rentestaffel geeft de triggerniveaus voor de verhoging van de strategische rente-afdekking aan. Vanwege de verwachte mean reversion van de rente kennen dynamische variant van de renteafdekking beter resultaten dan een constant niveau van de renteafdekking. In vergelijking tot 2020 is de rentestaffel verlaagd van 2%-3,5% naar 0,5%-2,5%. Dit sluit beter aan bij de huidige verwachting dat de rente langer laag blijft. In de ALM studie leidt deze rentestaffel zowel voor de korte termijn als voor de lange termijn tot een verbetering van de resultaten. Aanpassingen van de rente-afdekking verlopen symmetrisch. Dit betekent dat zowel triggers die de rente-afdekking verhogen als rentetriggers worden opgenomen die aanleiding geven tot een verlaging van de rente-afdekking.

Rentestijging			Rentedaling		
Renteniveau	Trigger	Afdekking	Renteniveau	Trigger	Afdekking
<0,5%		40%	<0%	0,0%	40%
0,5%-1,0%	0,5%	48%	0,0%-0,5%	0,5%	48%
1,0%-1,5%	1,0%	56%	0,5%-1,0%	1,0%	56%
1,5%-2,0%	1,5%	64%	1,0%-1,5%	1,5%	64%
2,0%-2,5%	2,0%	72%	1,5%-2,0%	2,0%	72%
>2,5%	2,5%	80%	>2,0%		80%

Wanneer bijvoorbeeld het niveau van de 20-jaars swap rente de 1,0% raakt (het huidige niveau is circa 0%), zal de strategische rente-afdekking in principe worden verhoogd van 48% naar 56%. Vervolgens wordt niet direct de rente-afdekking weer verlaagd naar 48% als de rente onder de 1,0% is gekomen, maar pas wanneer deze is gedaald tot 0,5%, de trigger die hoort bij een rente-afdekking van 48%.

### 3.3.4

#### Valuta-afdekking

Het beleid voor valuta-afdekking is in 2019 geanalyseerd en op basis daarvan ongewijzigd. Het US Dollarrisico wordt niet volledig afgedekt omdat de USD kan worden gezien als een safe-haven currency. In extreme situaties (bijvoorbeeld een Eurocrisis) kan een afdekking lager dan 100% risico reducerend werken. De Japanse Yen geldt in mindere mate als een safe-haven currency, terwijl de kosten van afdekken beperkt zijn. Voor het Britse Pond gelden specifieke risico's (Brexit) die in het nadeel werken van deze valuta. De Yen en het Pnd worden daarom volledig afgedekt. In 2021 wordt daarmee de valuta-afdekking gehandhaafd op 70% van het US Dollarrisico en 100% van het Britse Pond en Japanse Yen. Voor de exposures naar de diverse valuta leidt dit tot onderstaand overzicht.

Valuta	Beleggingsplan 2020	Mutatie	Beleggingsplan 2021
Euro beleggingen	53,3%	-0,1%	53,2%
Valuta Opk Landen	10,2%	-1,3%	8,9%
Overige valuta	36,5%	1,4%	37,9%
Afdekking	-22,4%	-1,0%	-23,4%
<b>Netto exposure non-Euro</b>	<b>24,3%</b>	<b>-0,9%</b>	<b>23,4%</b>

### **3.4 Overige aspecten**

#### **3.4.1 Kostenimpact**

De verschuiving van 1,5% van EMD LC naar EMD HC heeft een zeer beperkt effect op de beheervergoedingen (+0,1 bps o.b.v. de beheervergoedingen uit de kostenrapportage 2019).

#### **3.4.2 Z-score**

Ten behoeve van de aansturing van de Coördinator worden de benchmarks gehanteerd die in de tabel in paragraaf 5 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.

#### **3.4.3 Rebalancingbeleid**

Het beleid t.a.v. rebalancing is beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid.

#### **3.4.4 Risicobeleid**

Het Risicobeleid dat voor dit jaarplan van toepassing is, is beschreven in het Strategisch Beleggingsbeleid. De verschuiving van 1,5% van EMD LC naar EMD HC heeft nauwelijks effect op het risicoprofiel.

#### **3.4.5 Duurzaam beleggen**

Het fonds heeft een Beleid Duurzaam Beleggen vastgesteld, dat ook voor dit jaarplan van toepassing is.

#### **3.4.6 Ingangsdatum**

De normportefeuille in dit beleggingsplan gaat, ten behoeve van een zorgvuldige implementatie, in op 1 februari 2021. Voor de maand januari wordt de normportefeuille 2020 aangehouden, *zonder* tussentijdse rebalancing.

## 4. Gedetailleerde z-score normportefeuille 2021

Primo januari gelden de normwegingen en benchmarks per ultimo december 2020 conform Beleggingsplan 2020, er vindt geen herbalancering plaats. Primo februari worden de normwegingen geherbalanceerd naar de wegingen zoals in de tweede kolom van onderstaande tabel benoemd, inclusief de afdekking voor valuta.

Categorie	Weging	Band-breedte	Benchmark
<b>Matchingportefeuille Liquide</b>	<b>33,9%</b>	<b>+/- 4,0%</b>	
Nominale matching	23,9%	+/- 4,0%	
<i>Onderverdeling:</i>	69,9%		€STR+swap *)
	11,8%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs Nederland
	2,5%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs Duitsland
	2,0%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs Finland
	5,9%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs Frankrijk
	4,0%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs Oostenrijk
	3,9%		Barcap Global Tsy 10+ Yrs België
Green Bonds	2,5%	+/- 1,0%	Barclays MSCI Euro Green Bond Index
Bedrijfsobligaties	7,5%	+/- 1,0%	Markit iBoxx Euro Corporate Bond Index
<b>Matchingportefeuille Illiquide</b>	<b>7,5%</b>	<b>+/- 1,0%</b>	
NL Woninghypotheken	7,5%	+/- 1,0%	Barcap Global Treasury Netherlands Index
<b>Returnportefeuille Liquide</b>	<b>47,4%</b>	<b>+/- 5,0%</b>	
<i>Hoogrentende Obligaties</i>	14,9%	+/- 3,0%	
Hoogrentende Bedrijfsobl.	5,5%	+/- 1,0%	US High Yield Master II Constrained
Obligaties Opk Markten HC	4,0%	+/- 1,0%	JPM EMBI Global
Obligaties Opk Markten LC	5,4%	+/- 1,5%	JPM GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	32,5%	+/- 5,0%	
Europa	4,0%	+/- 1,0%	MSCI Europe Net
Wereldwijd	20,8%	+/- 4,0%	MSCI World Net
Opk Markten	4,7%	+/- 2,0%	MSCI Emerging Mkts Free Net
Small Caps VS	3,0%	+/- 1,5%	Russell 2000 Index
<b>Returnportefeuille Illiquide</b>	<b>11,2%</b>	<b>+/- 1,5%</b>	
<i>Onroerend Goed</i>	11,2%	+/- 1,5%	Portefeuille
<b>Valuta-afdekking</b>	<b>0,0%</b>	<b>+/- 5%</b>	
<b>Totaal</b>	<b>100,0%</b>		

\*) De swapbenchmark wordt gedefinieerd als een swapportefeuille die tezamen met de benchmarks van de geldmarktfondsen, de Euro staats- en bedrijfsobligaties en de hypotheek 40% van de marktwaarde-rentegevoeligheid van de verplichtingen afdekt. Hierbij wordt de markt-rentegevoeligheid op meerdere looptijden bepaald (5jr, 10jr, 20jr, 30jr, 40jr en 50jr), van waaruit vervolgens een benchmark-swapportefeuille wordt vastgesteld (conform de methodiek zoals in het Strategisch Beleggingsbeleid opgenomen). Gedurende het jaar kan de benchmark op aanwijzingen van de Risico Manager worden aangepast aan de actuele verplichtingen (zie hiervoor het rebalancingbeleid). De benchmark kan tevens worden aangepast op basis van de vastgestelde methodiek voor de gestaffelde rente-afdekking.

## **Appendix 1 Beschrijving scenario's**

Nomalerweise wordt er in de scenarioanalyse rekening gehouden met het ontstaan van verschillende trends voor de komende drie tot vijf jaar. Dit uit zich in een aantal scenario's waarbij in elk scenario één specifieke trend doorgaans dominant is (bijvoorbeeld deflatie of inflatie). In de huidige situatie is dat anders omdat de pandemie geldt als de allesoverheersende trend. Hierdoor zijn de vooruitzichten voor de wereldeconomie en financiële markten in hoge mate binair. In de scenarioanalyse worden dit keer daarom slechts twee scenario's onderscheiden. In het gunstige geval wordt de pandemie (snel) onder controle gebracht, terwijl we in het ongunstigste geval nog lang met de negatieve gevolgen worden geconfronteerd. De uitkomst is niet te voorzien en de hoge fundamentele onzekerheid die dit met zich meebrengt, maakt het ondoenlijk om waarschijnlijkheden van scenario's aan te geven.

Gedurende het verslagjaar kan het zicht op de toekomst verbeteren. Vooral de ontwikkelingen rond de pandemie worden op de voet gevolgd, maar er wordt ook gekeken naar additionele triggers die de wereldeconomie en markten de gunstige of de ongunstige kant op doen bewegen. Vooral het beleid van centrale banken en overheden is hierbij van groot belang. Beide scenario's gaan daarbij uit van een continuering van het lage rente beleid van centrale banken. De mate waarin overheden bereid zijn de economie te stimuleren, verschilt echter wel sterk. Naarmate de pandemie langer duurt, blijft de noodzaak voor stimuleringen hoog onder meer om een sterke toename van de permanente schade te voorkomen. Beperkende factor bij toenemende stimuleringen zijn de steeds verder toenemende schulden in het negatieve scenario.

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 Stagnatie**

Dit scenario kan worden gezien als een uitkomst waarin aan één of meerdere voorwaarden van het positieve scenario niet wordt voldaan. Het scenario kan worden getriggerd door één of een combinatie vele factoren. Deels kan dit direct te maken hebben met de ontwikkelingen rond de pandemie. Dit sterk negatieve scenario ontstaat wanneer niet lukt op de pandemie onder controle te krijgen, er langdurige lockdowns worden ingesteld en / of het op grote schaal verspreiden van vaccins ten minste wordt uitgesteld naar de tweede helft van 2021. Ook meer fundamentele factoren kunnen resulteren in een negatief scenario. Het consumentenvertrouwen daalt bijvoorbeeld sterk, de consumptiegroei stort in en consumenten gaan massaal sparen. De wereldeconomie is daarnaast sterk afhankelijk van overheidsstimuleringen. Een negatief scenario ontstaat wanneer er bijvoorbeeld in de VS op lange termijn een patstelling (gridlock) ontstaat, waardoor de stimuleringen niet toereikend zijn en wanneer buiten de VS steeds meer bezwaren worden opgeworpen tegen additionele stimuleringen. In dit negatieve scenario ontstaat een grote onzekerheid over de economische toekomst, ontstaat een sterke stijging van het aantal faillissementen en van de werkloosheid en deze negatieve macro ontwikkelingen slaan over naar financiële markten.

### **1.2 Snel Herstel**

In dit scenario zet de pandemie weliswaar tot diep in 2021 door, maar is de uitkomst voor de wereldeconomie en markten desondanks veel beter dan gevreesd. De economische impact blijft beperkt omdat vaccins in 2021 op grote schaal worden verspreid en er in de belangrijkste regio's van de wereld slechts op beperkte schaal lockdowns plaatsvinden. Overheden in de belangrijkste

landen zorgen voor de benodigde extra stimuleringen. In de VS ontstaat bijvoorbeeld snel zicht op additionele fiscale pakketten ter stimulering van de economie. In dit scenario bereiken de ontwikkelde landen gedurende 2021, in verschillende snelheden, het BNP niveau van voor de pandemie. Het positieve scenario vertaalt zich in positieve rendementen op risicovolle beleggingen zoals aandelen. Tegelijkertijd stijgt de rente enigszins, waardoor voor vastrentende beleggingen deels negatieve rendementen ontstaan.

### 1.3 Rendementsverwachtingen per scenario

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

#### Kenmerken scenarioanalyse (hedged 70%)

Beleggingscategorie	Stagnatie	Snel Herstel
Aandelen DM	-3,6%	4,8%
Aandelen EM	-3.1%	3,4%
EUR 30y swap	-0,3%	-14,7%
EUR Credits*	-1,9%	-1,1%
US Credits	-2,5%	-2,3%
EUR High Yield	-10,0%	1,8%
US High Yield	-6,8%	2,8%
EMD	-7,2%	0,6%

\*) Excess return versus verplichtingen. Bij staatsobligaties, hypotheke 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.