Beleggingsplan PWRI 2024
Inleiding

December 2023



Inhoudsopgave

1.	*Inleiding*	*2*
2.	*Terugblik 2023*	*3*
3.	*Vooruitblik 2024*	*4*
4.	*Beleggingsbeleid 2024*	*9*
Bijlage I: Beleggingsovertuigingen		*12*
Bijlage II: Portefeuillekarakteristieken		*13*
Bijlage III: Informatieratio's per beleggingscategorie		*14*

1. Inleiding

Voor u ligt het Beleggingsplan 2024. Hiermee wordt concreet invulling gegeven aan ons beleggingsbeleid. Het beleggingsbeleid is instrumenteel in het bewerkstelligen van onze missie en visie als Pensioenfonds WRI.

Het strategisch beleggingsbeleid voor de jaren 2022 tot en met 2024 is vastgesteld na een gedegen ALM-studie welke begin 2021 is uitgevoerd. Dit beleid is vastgelegd in het Strategisch Beleggingsbeleidsplan 2022-2024. Dat plan beschrijft de beleggingscyclus en beleidsuitgangspunten, het beleid maatschappelijk verantwoord beleggen, de governance- en organisatiestructuur van het vermogensbeheer, het risicomanagement en het strategisch beleggingsbeleid op hoofdlijnen. De ALM-studie heeft overigens niet geleid tot wijzigingen. Het nu voorliggende Beleggingsplan betreft de jaarlijkse vertaling voor 2024 inclusief de gedetailleerde invulling van de vastrentende- en de zakelijkewaardenportefeuille.

In dit document worden allereerst de resultaten en belangrijkste activiteiten van 2023 besproken, waarna de verwachtingen voor 2024 uiteen worden gezet. Vervolgens wordt het strategisch beleid voor 2024 beschreven. In de bijlagen zijn achtereenvolgens de beleggingsovertuigingen van het fonds, de portefeuillekarakteristieken en informatieratio's opgenomen.

De beheerafspraken met Columbia Threadneedle Investments zijn in de bijlage "Beleggingsplan PWRI 2024 beheerafspraken" vastgelegd.

PWRI is zich bewust van zijn verantwoordelijkheid om een beleggingsbeleid te voeren in overeenstemming met het prudent-personbeginsel (zoals beschreven in art. 135 van de Pensioenwet) en heeft dit verankerd in het gehele beleggingsbeleid.

2. Terugblik 2023

In dit hoofdstuk wordt beschreven hoe het fonds zich in 2023 heeft ontwikkeld en wat de belangrijkste activiteiten op het gebied van vermogensbeheer zijn die het fonds heeft ontplooid.

2.1 Rendement en dekkingsgraad

In het eerste kwartaal van 2023 stegen de aandelenkoersen nog door en daalde de rente licht. Maar daarna stegen de rentes weer verder, mede als gevolg van de hardnekkige inflatie. Ook in het tweede kwartaal bleven de aandelen verder omhooggaan, maar daar kwam in het derde kwartaal de klad in. Aanvankelijk was er nog wat optimisme over meevallende inflatie en opluchting over de goede afloop van de US Debt Ceiling crisis, maar uiteindelijk gingen aandelenkoersen toch omlaag in het derde kwartaal. Negatieve oorzaken waren de forse (reële) rentestijging en de hogere olieprijs. Ook het expansieve overheidsbeleid (hoge overheidsuitgaves) in de VS droeg negatief bij.

De 5-jaars euro swaprente steeg in de eerste drie kwartalen van 3,24% naar 3,41%, de 10-jaars euro swaprente steeg van 3,20% tot 3,40%, en de 30-jaars euro swaprente steeg van 2,53% tot 3,10%. Dankzij deze rentestijgingen en ondanks de toegekende indexatie steeg de gerapporteerde solvabiliteit (actuele dekkingsgraad) van het fonds in de eerste drie kwartalen van 125,1% naar 128,4% op basis van de officiële disconteringscurve van DNB. Mede als gevolg van de toegekende indexaties daalde de beleidsdekkingsgraad (12-maands gemiddelde) van 130,7% naar 127,4%.

2.2 Vermogensbeheeractiviteiten in 2023

In 2023 zijn de volgende aanpassingen in het beleggingsbeleid doorgevoerd:

- De aanpassing van het aandelen ontwikkelde markten-mandaat naar de nieuwe net-zero richtlijnen die de klimaatdoelstellingen van Parijs als uitgangspunt hebben. Vanwege deze aanpassing is ervoor gekozen om de jaarlijkse herbalancering samen te laten vallen met de herbalancering van de MSCI-benchmarks op 1 maart 2023. Dan zijn namelijk de transactiekosten voor aandelen het laagst.
- Voor de aandelen opkomende markten zijn in 2023 ook nieuwe net-zero richtlijnen afgesproken en eind 2023 geïmplementeerd. Voor bedrijfsobligaties en high yield-bonds is een begin gemaakt met het onderzoek naar het aanpassen van de net-zero richtlijnen.
- In de afgelopen jaren is de beleggingscategorie converteerbare obligaties geen perfecte diversifier in de beleggingsportefeuille gebleken. De markt voor converteerbare obligaties is ook veel kleiner van omvang dan voor de andere categorieën en kenmerkt zich door een relatief hoge turnover. Dit zorgt er onder andere voor dat het uitdagend is om een goed MVB-beleid te implementeren. Daarom is besloten om het strategisch gewicht van 6,5% af te bouwen naar 0%. Vanwege het relatief grote gewicht in de portefeuille heeft dit in twee stappen plaats gevonden in 2023. De eerste per 1 maart 2023 en de tweede stap per 1 juni 2023. De vrijgekomen 6,5% is daarbij uiteindelijk als volgt verdeeld:
    - 3,9%-punt (60% van het huidig strategisch gewicht) naar aandelen. Daarvan 2,6%-punt (of 2/3-de) naar aandelen ontwikkelde markten en 1,3%-punt (1/3-de) naar aandelen opkomende markten
    - En 2,6%-punt (40% van het huidig strategisch gewicht) naar bedrijfsobligaties, onderdeel van de matchportefeuille.

- In de eerste helft van 2023 is de WSW-portefeuille volledig opgebouwd naar zo'n 1% van de portefeuille. De portefeuille bestaat nu uit veertien leningen met een gezamenlijke hoofdsom van iets meer dan €100 miljoen.

3. Vooruitblik 2024

In dit hoofdstuk worden allereerst de verwachtingen ten aanzien van de wereldeconomie voor 2024 uiteengezet. Dat wordt gedaan door eerst terug te blikken op het afgelopen jaar om zo vervolgens bij de verwachtingen uit te komen. Deze vooruitblik is opgesteld door Columbia Threadneedle Investments en het bestuur heeft deze visie tot zich genomen.

Daarna wordt een overzicht gegeven van de voor 2024 verwachte rendementen voor elk van de in de portefeuille opgenomen beleggingscategorieën, zoals deze tevens zijn gebruikt voor het bepalen van de uiteindelijke portefeuille in de portefeuilleconstructie-studie. Deze verwachte rendementen zijn op basis van input van Columbia Threadneedle Investments door het bestuur vastgesteld.

Ten slotte wordt ingegaan op de belangrijkste voor 2024 geplande activiteiten ten aanzien van vermogensbeheer.

3.1 Macro-economische verwachtingen

Veel van de grote economische thema's zijn onveranderd ten opzichte van vorige jaar: geopolitieke fragmentatie, de oorlog in Oekraïne, een steeds nadrukkelijker conflict tussen de VS en China, en klimaatverandering. Daar is de oorlog tussen Israël en de Palestijnen dan nog bijgekomen. Een ander thema dat daarbij is gekomen afgelopen jaar is de versnelde opkomst van Artificial Intelligence (AI). Daarnaast is er ook nog politieke onzekerheid met de aanstaande Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2024. Ook neemt de aandacht voor de oplopende staatsschulden toe.

De macro-economische ontwikkelingen zijn minder volatiel en onzeker dan een jaar geleden. Zo lopen de meningen van analisten over de toekomstige groei en inflatie minder uiteen dan vorig jaar. De inflatie heeft een aanzienlijke daling laten zien, al is de kerninflatie nog te hoog en hardnekkig. Analisten en financiële markten gaan uit van een inflatie tussen de 2% en 2,5% in de komende jaren in de eurozone. De Fed en de ECB hebben (bijna) het eind van de verkrappingscyclus bereikt. De vraag in 2024 zal zijn of centrale banken de korte rentes alweer zullen verlagen.

Er is zelfs weer sprake van enig groei-optimisme, gedreven door dalende inflatie en een nog steeds sterke arbeidsmarkt. De huizenmarkt in enkele landen alsook het consumentenvertrouwen lieten recent weer enig herstel zien. Ook enthousiasme over 'Artificial Intelligence (AI)' draagt positief bij. Recessie is daardoor geen basisscenario meer, maar een risicoscenario. Toch zijn de groeivooruitzichten nog niet uitbundig. Redenen zijn de hoge rentes, striktere kredietstandaarden, afnemende winstmarges, en de beperkte fiscale ruimte voor stimulus. De consensus is dat het groeiverschil tussen opkomende markten en ontwikkelde markten volgend jaar toeneemt, wat grotendeels verklaard kan worden door een lage verwachte groei in de VS.

De Purchasing Manager Indices (PMI's), een belangrijke indicator voor het economisch vertrouwen van het bedrijfsleven, stelden recent wel teleur, zowel in de VS als in de eurozone. De Chinese economie staat verder onder druk, met name door aanhoudende

problemen in de vastgoedsector. De inflatie in de eurozone bleek in augustus hardnekkig te zijn en daalde niet. Langlopende inflatieswaps lieten wel een daling zien. Verwachtingen ten aanzien van de Fed en de ECB zijn getemperd. De consensus is dat de piek is bereikt (al is het een 'kwartje' op zijn kant)

3.2 Verwachte rendementen

Tabel 1 geeft een overzicht van de door PWRI vastgestelde lange termijn risicopremies per beleggingscategorie en de verwachte rendementen voor de komende vijf jaar.

Startpunt voor PWRI is de notitie geweest van verwachte rendementen van Columbia Threadneedle Investments en het door Sprenkels samengestelde overzicht van de economische verwachtingen van de diverse fiduciair managers.

Tabel 1: De (meetkundige) risicopremies en verwachte rendementen voor de komende vijf jaar

Beleggingscategorie	Lange termijn risicopremie	Verwacht rendement komende vijf jaar
Aandelen ontwikkelde markten	2,3%	5,3%
Aandelen opkomende markten	3,2%	6,2%
Beursgenoteerd vastgoed	2,3%	5,3%
Niet-beursgenoteerd vastgoed	1,3%	4,3%
Hypotheken	1,3%	4,3%
Emerging Markets Debt HC	4,1%	7,1%
Emerging Markets Debt LC	1,7%	4,7%
High-yieldobligaties	2,5%	5,5%
Global credits	1,2%	4,2%
Green en social bonds	1,2%	4,2%
Euro staatsleningen core	-0,2%	2,8%
Euro staatsleningen core 10+ looptijd	-0,1%	2,9%
WSW-leningen	0,2%	3,2%

3.3 Verwachtingen beleggingscategorieën

Net als vorig jaar kennen risicovolle obligaties een aantrekkelijke rendement/risico-verhouding. Het verschil in aantrekkelijkheid tussen risicovolle spreadproducten en staatsobligaties is wel kleiner geworden als gevolg van de gestegen risicovrije rentes in combinatie met lagere spreads. Stijgende koersen en hogere waarderingen zorgden afgelopen jaar voor een daling van de verwachte rendementen voor aandelen.

Opgemerkt dient te worden dat het systeemrisico is afgenomen. Financiële markten zijn in rustiger vaarwater terecht gekomen, wat zich uit in een lagere volatiliteit alsook in een lagere correlatie tussen individuele aandelen. Anders gezegd wordt de aandelenmarkt minder door 'Beta' en meer door 'Alpha' gedreven dan vorig jaar, wat in principe een kans biedt voor 'stock pickers'. Voorts is de correlatie tussen aandelen- en obligatierendementen

afgenomen. Dat is positief nieuws voor het risicoprofiel van beleggingsportefeuilles aangezien obligaties weer meer diversificatie bieden versus aandelenrisico.

Voor systeemrisico is echter in de aandelenmarkt concentratierisico in de plaats gekomen, aangezien de rally in aandelen gedreven wordt door slechts enkele tech-reuzen. En in de obligatiemarkt is weer sprake van kredietrisico, zowel wat betreft staatsobligaties (toenemende staatsschuld) als wat betreft bedrijfsobligaties (toenemend aantal faillissementen).

Aandelen

Sinds oktober 2022 zijn aandelenkoersen weer de weg omhoog ingeslagen, en zelfs in die mate dat er officieel sprake is van een 'bull market' (+20% stijging t.o.v. dieptepunt). De voornaamste oorzaak hiervoor is de gedaalde inflatie waardoor verdere rentestijgingen mogelijk achterwege kunnen blijven.

En hoewel problemen in de regionale bankensector in de VS (en de ondergang van Credit Suisse in Europa) en de 'US Debt Ceiling' problematiek in de eerste helft van 2023 tijdelijk de stemming drukten, zijn aandelenkoersen per saldo in 2023 verder gestegen. Een belangrijke verklaring is de afnemende vrees voor een recessie. Ook optimisme over 'Artificial Intelligence (AI)' droeg positief bij.

De performance van aandelen opkomende markten bleef fors achter bij die van ontwikkelde markten. Dat valt toe te schrijven aan de depreciatie van opkomende markten valuta's ten opzichte van de euro in combinatie met een achterblijvende performance van de Chinese aandelenmarkt . De hoge rendementen voor aandelen ontwikkelde markten valt toe te schrijven aan enkele 'tech reuzen' die de markt domineren wat betreft gewicht en waardering, de zogenaamde 'Magnificant Seven'.

Mede gevoed door optimisme over AI is de waardering van IT-aandelen afgelopen jaar fors opgelopen. Zo steeg de K/W-verhouding van de IT-sector in de MSCI World Index van 24 tot 31. Zonder deze sector zou de K/W-verhouding van de MSCI World Index 1,7-punt lager uitvallen; ofwel zouden ontwikkelde markten aandelen circa 10% lager gewaardeerd zijn. Een dergelijke concentratie in combinatie met de hoge waardering van deze tech giganten roept de vraag op hoe houdbaar de aandelenrally is.

Het verwachte rendement op aandelen is gelijk aan het inkomstenrendement (dividendrendement) plus het koersrendement. Het inkomstenrendement wordt gekoppeld aan de meest recente verwachte (voor het eerste fiscale jaar) dividend yield van de MSCI World index. Die is nu 2,1% en grofweg gelijk aan die van een jaar geleden. Het veronderstelde koersrendement is gelijk aan de economische groei plus de inflatie in ontwikkelde markten. Tot slot wordt een aanpassing gemaakt voor de waardering. Deze component kan positief dan wel negatief zijn, en de bijdrage van deze component is in theorie op lange termijn nul. Om een oordeel te vellen over de waardering kijken wij naar de koers/winst-verhouding op basis van verwachte winsten. Onze lange termijn target bedraagt 13,1 (gemodelleerd op basis van volatiliteit en forward rentes), en ligt daarmee nog onder de vigerende K/W-ratio (FY3) van 15,6. Ofwel, het waarderingsperspectief drukt het verwacht rendement. Uiteindelijk resulteert dit in een verwacht rendement voor aandelen ontwikkelde markten van 5,3% op een 5-jaars horizon.

De methodiek voor het verwachte rendement voor aandelen EM is vrijwel identiek aan die voor DM. Het enige verschil is dat er voor aandelen opkomende markten ook een afslag (-1%) toegepast wordt wegens een lagere governance score, om zo het verschil te benadrukken tussen de ontwikkelde en nog in opkomst zijnde markten. De verwachte dividend yield

bedraagt 2,9%. Hoewel lager dan vorig jaar (3,3%) is dat wel aanzienlijk hoger dan voor ontwikkelde markten.
Het verwachte koersrendement (gekoppeld aan de groei en inflatievooruitzichten) is ook hoger dan de veronderstelling voor ontwikkelde markten. Wat betreft de waardering zijn we van mening dat aandelen opkomende markten iets overgewaardeerd zijn (K/W-ratio o.b.v. verwachte winsten voor het 3e fiscale jaar bedraagt 10,3 versus een lange termijn target van 8,7). Uiteindelijk hanteren wij een verwacht rendement voor aandelen opkomende markten van 6,2% op een 5-jaars horizon (uitgedrukt in unhedged euro's).

Staatsobligaties en swaprentes
Rentes op staatsobligaties zijn afgelopen jaar aanzienlijk verder gestegen, gedreven door de forse renteverhogingen van centrale banken en de afbouw van opkoopprogramma's. Rentes op 10-jaars staatsobligaties van Nederland (2,8%), Duitsland (2,5%) en Frankrijk (3,0%) stegen allemaal circa 1,6%-punt. Het renteverschil tussen Italië en Duitsland liet in deze periode een afname zien van 0,6%-punt tot 1,6%-punt. Enige groei-optimisme, een dalende gasprijs (Italië was zeer afhankelijk van Russisch gas) en de verkiezingen die achter de rug zijn droegen daaraan bij.
De 30-jaars euro swaprente is gestegen met circa 1,1%-punt tot 2,7%. De 30-jaars euro inflatieswap component steeg met 0,4%-punt tot 2,83%. De belangrijkste component was echter de 30-jaars reële swaprente die 75 bps toenam tot -0,11% als gevolg van de renteverhogingen door de ECB.

Een factor waar naast monetair beleid, groei en inflatie, ook weer rekening mee moet worden gehouden als drijver van staatsrentes is kredietrisico. Staatsschulden lopen al jarenlang op, zowel in opkomende als in ontwikkelde markten. En die ontwikkeling zal komende jaren voortzetten aldus het IMF. Ook gaat de consensus uit van aanzienlijke begrotingstekorten in de komende jaren in zowel de VS, de eurozone, het VK, Japan en China. Het aanbod van staatspapier zal dus toenemen, evenals het kredietrisico. Beide factoren kennen een rente opdrijvend effect.

Gegeven de hierboven geschetste ontwikkelingen komt het verwachte rendement voor euro staatsleningen uit kernlanden uit op 2,8% voor een 5-jaars horizon. Dat is aanzienlijk hoger dan vorig jaar (0,9%). Deze verwachting komt tot stand op basis van de huidige renteniveaus en de forwardpaden voor de rentes van de verschillende overheden in de komende jaren. Ter illustratie, de forwards voor de Nederlandse 10-jaars rente gaan op een vijfjaars horizon uit van een beperkte stijging met 0,2%-punt om in de tien daaropvolgende jaren weer iets te dalen met 0,35%-punt. Er wordt dus nagenoeg geen koersverlies voorzien gegeven dit forward pad, maar louter inkomstenrendement. En in combinatie met de hogere startrentes, resulteert dat in beduidend betere verwachtingen dan een jaar geleden.

Spreadproducten

De performance van risicovolle obligatiecategorieën afgelopen twaalf maanden was gemengd. High Yield (+2,1%) en EMD LC (+2,4%) rendeerden positief. High Yield obligaties profiteerden van koerswinsten als gevolg van dalende spreads, wat meer dan compenseerde voor stijgende risicovrije rentes. Bij Investment Grade euro bedrijfsobligaties (-4,2%) domineerde het effect van stijgende rentes. Bij EMD HC (+0,2%) hielden het positieve spread effect en het negatieve risicovrije rente-effect elkaar grofweg in evenwicht.

Spreads op EMD HC, High Yield en euro investment grade bedrijfsobligaties namen respectievelijk af met -0,9%-punt tot 4,1%, met -0,7%-punt tot 4,2% en met -0,1%-punt tot 1,3%. Deze niveaus zijn nog marginaal hoger dan de tienjaars gemiddeldes. De spread daling op risicovolle obligaties mag wellicht verbazen in een omgeving van zwakke groei, forse renteverhogingen, en striktere kredietverlening. De verklaring is dat de vooruitzichten

voor de groei iets zijn verbeterd. Ook was de performance in lijn met het positieve sentiment op aandelenmarkten.

Gegeven deze ontwikkelingen komen de verwachte rendementen hoger uit dan vorig jaar, wat toe te schrijven valt aan de gestegen risicovrije rentes. Dat resulteert op een 5-jaars horizon in verwachte rendementen van 4,2% voor euro IG bedrijfsobligaties, 5,5% voor High Yield (euro hedged), 4,7% voor EMD LC (euro unhedged) en 7,1% voor EMD HC (euro hedged). Het verwacht rendement op een 5-jaars horizon voor Nederlandse hypotheken bedraagt 4,3%, een toename ten opzichte van vorig jaar. Dat is toe te schrijven aan de hogere start hypotheekrente. Van een indirect rendement is nagenoeg geen sprake doordat de actuele spread dicht bij de target ligt.

3.4 Geplande activiteiten voor 2024

De belangrijkste ontwikkelingen voor de beleggingsportefeuille voor de komende paar jaar en zeker voor 2024 zijn, net als de afgelopen twee jaar, wederom het verder werken aan Wtp en het verder ontwikkelen en integreren van maatschappelijk verantwoord beleggen in de beleggingsportefeuille. Er zal ook verder onderzoek worden gedaan naar nieuwe beleggingscategorieën zoals bijvoorbeeld het beleggen in infrastructuur, dat een interessante aanvulling zou kunnen zijn op het gebied van impact beleggen.

3.4.1 Wet toekomst pensioenen

In 2024 zal verder gewerkt worden aan hoe de beleggingsportefeuille en het bijbehorende beleid er in het nieuwe pensioencontract uit zal komen te zien. Een belangrijk thema is een efficiënte transitie hier naartoe. Begin 2024 wordt begonnen met het ontwerpen, bouwen en testen van de gegevensuitwisseling tussen de pensioenadministrateur en vermogensbeheer zoals dat in 2025 maandelijks dient te gaan gebeuren. De Sivi-standaarden gelden daarbij als het uitgangspunt voor de uitwisseling.

3.4.2 Duurzaam beleggen

Het fonds heeft de afgelopen jaren grote stappen gezet op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen. Inmiddels is meer dan de helft van de portefeuille duurzaam belegd. Er is een stappenplan voor een net-zeroportefeuille ontwikkeld aan de hand waarvan per beleggingscategorie een net-zeroplan wordt opgesteld. Er is in dit verband afgelopen jaar gewerkt aan implementatie van aangescherpte net-zerorichtlijnen voor aandelen opkomende markten en bedrijfsobligaties. Er is ook een begin gemaakt met high yield-obligaties. Nadat dit is afgerond zal er komend jaar verder gewerkt worden aan beursgenoteerd vastgoed en het insluitingsmandaat. Daarna volgen dan staatsobligaties, social & green bonds en EMD HC & LC.

4. Beleggingsbeleid 2024

In dit hoofdstuk wordt het voor 2024 resulterende strategisch beleggingsbeleid beschreven.

4.1 Strategische portefeuille 2024

De uitkomst van de ALM-studie 2021 is dat het bestuur van PWRI besloten heeft om het strategisch beleggingsbeleid op hoofdlijnen, dus de verhouding vastrentend/zakelijk en de hoogte van de renteafdekking, de komende jaren ongewijzigd te laten. De conclusie was dat het huidig beleggingsbeleid nog passend is bij de risicohouding en ambitie van het fonds. Dat betekent dat de strategische portefeuille voor de jaren 2022-2024 er als volgt uitziet:

- Vastrentende waarden -> 50%
- Zakelijke waarden -> 50%
- Afdekking renterisico -> 30,0%-100,0% afhankelijk van het renteniveau[1]
- Afdekking valutarisico -> 0% aandelen opkomende markten[2] en EMD LC
  50% aandelen ontwikkelde markten[3]
  100% obligaties (excl. EMD LC)

Ten opzichte van het beleid zoals vastgelegd in het beleggingsplan 2023 betekent dit dat de verhouding vastrentende waarden/zakelijke waarden en de afdekking van het renterisico ongewijzigd blijven in 2024. Het valuta-afdekkingsbeleid voor beursgenoteerd vastgoed wijzigt. De afdekking wordt verlaagd van 100% naar 50% voor posities in ontwikkelde markten. Vanwege de opgelopen dekkingsgraad is de hoogte van het VEV geen beperkende factor meer om de hoogte van de valuta-afdekking voor beursgenoteerd vastgoed geheel gelijk te stellen aan die voor reguliere aandelen. De VEV-impact is overigens zeer beperkt. De hogere VEV-eis voor het valutarisico wordt bijna volledig gecompenseerd door een hoger diversificatie-effect.

Er zal in 2024, vooruitlopend op Wtp, in het portefeuilleoverzicht worden gewerkt met de indeling van een matchportefeuille en een returnportefeuille. De indeling vastrentende waarden versus zakelijke waarden zal daarbij worden losgelaten. Het doel van de matchportefeuille is daarbij het afdekken van het renterisico voortvloeiend uit de rentegevoeligheid van de pensioenverplichtingen. In Wtp zal dit doel niet veranderen, al gaat er dan gesproken worden over de rentegevoeligheid van de verwachte pensioenuitbetalingen. Het doel van de returnportefeuille is het behalen van een hoger rendement dan dat van de matchportefeuille om zo pensioenuitbetalingen te kunnen verhogen. Binnen de returnportefeuille wordt daarvoor belegd in onder andere aandelen, high-yieldobligaties, emerging markets debt, onroerend goed en private equity.

De onderliggende invulling van de portefeuille wordt jaarlijks aan de hand van actuele economische verwachtingen in het najaar door middel van een portefeuilleconstructiestudie vastgesteld. Uitgangspunt hierbij is de invulling zoals gebruikt in de meest recente ALM-studie. Eventuele wijzigingen moeten in principe niet leiden tot een hoger VEV zodat het uit de ALM-studie resulterende risicoprofiel behouden blijft.

Het bestuur heeft voor het beleggingsplan 2024 de volgende voorstellen goedgekeurd:

---

[1] Ultimo november 2023 was de renteafdekking gelijk aan 51,5% en de 30-jaars rente lager dan 2,75%. Het bestuur heeft besloten op dat moment de renteafdekking niet conform de staffel te verlagen, maar dit afdekkingspercentage voorlopig als floor te hanteren lopende de discussie over het reduceren van de volatiliteit van de dekkingsgraad ivm de transitie naar Wtp.
[2] Inclusief posities in opkomende markten zowel beursgenoteerd vastgoed als de insluitingsportefeuille.
[3] Inclusief posities in ontwikkelde markten in beursgenoteerd vastgoed en de positie in Amerikaanse dollars in de insluitingsportefeuille. De exposure naar Britse ponden ten aanzien van de resterende beleggingen in private equity wordt 100% afgedekt.

1. Houd vast aan de huidige allocatie naar hypotheken van 6,5% (eind derde kwartaal 2023) en maak dat ook het normgewicht voor 2024 in plaats van de huidige 7,2%. Met name vanwege de nog bestaande onzekerheden rondom de overname van Aegon door a.s.r. wordt de uitbreiding met een tweede beheerder uitgesteld.
2. Verhoog de allocatie naar WSW-leningen met 1% naar 2%. Deze ophoging gaat ten koste van de allocatie naar langlopende staatsobligaties.
3. Herbalanceer het insluitingsmandaat, de green en social bonds naar hun normgewichten van resp. 1,3%, 3,5% en 0,5%. Green en social bonds worden daarbij onderdeel van de liquide matchportefeuille en gaan daarom meelopen in het maandelijkse portefeuilleproces. Dit geldt niet voor het insluitingsmandaat dat als minder liquide beleggingscategorie wordt bestempeld (zie tabel 3).

Met de verhoging van de allocatie naar WSW-leningen met 1% naar 2% en de verlaging van hypotheken naar 6,5% komt het percentage illiquide beleggingen in de totale beleggings-portefeuille uit op 16,0%. Het bestuur heeft vastgesteld dat dit percentage een acceptabel illiquiditeitsrisico behelst. Het liquide deel van de portefeuille is voldoende en van liquide en van voldoende omvang om, ook in stress-scenario's, aan de liquiditeitsbehoefte te kunnen voldoen. Het bestuur heeft na aanvullend onderzoek op de ALM-studie in 2021 het maximale strategische gewicht voor illiquide beleggingen op **20%** vastgesteld.

Tabel 2: Rentestaffel voor afdekking renterisico op basis van marktwaarde verplichtingen

30-jaars euro swaprente *		Afdekking renterisico
Ondergrens bij rentedaling	Bovengrens bij rentestijging	
<<<	1,5499%	30,0%
1,3500%	1,7499%	32,5%
1,5500%	1,9499%	35,0%
1,7500%	2,1499%	38,0%
1,9500%	2,3499%	40,5%
2,1500%	2,5499%	43,0%
2,3500%	2,7499%	46,0%
2,5500%	2,9499%	48,5%
2,7500%	3,1499%	51,5%
2,9500%	3,3499%	54,0%
3,1500%	3,5499%	57,0%
3,3500%	3,7499%	60,0%
3,5500%	3,9499%	63,0%
3,7500%	4,1499%	66,0%
3,9500%	4,3499%	69,0%
4,1500%	4,5499%	72,5%
4,3500%	4,7499%	75,0%
4,5500%	4,9499%	77,5%
4,7500%	5,1499%	80,0%
4,9500%	5,3499%	82,5%
5,1500%	5,5499%	85,0%
5,3500%	5,7499%	87,5%
5,5500%	5,9499%	90,0%
5,7500%	6,1499%	92,5%
5,9500%	6,3499%	95,0%
6,1500%	6,5499%	97,5%
6,3500%	>>	100,0%

**) Het betreft hier de op één decimaal afgeronde laatste (mid) prijs van de laatste handelsdag van de maand.*

De strategische rente-afdekkingspercentages zijn afhankelijk van de 30-jaars euroswaprente, zoals weergegeven in tabel 2. Daarbij wordt het volgende proces gevolgd:

1. Beoordeel maandelijks de renteafdekking op basis van de ultimo maandstanden van de 30-jaars swaprente.
2. De bijsturing naar een nieuw norm afdekkingspercentage vindt plaats in de eerste twee weken na maandeinde. Bij een verandering van het afdekkingspercentage van meer dan 5%-punten zal Columbia ThreadneedIe de implementatie van de herbalancering eerst aan PWRI voorleggen. Indien tijdens de implementatieperiode de rente onder de ondergrens zakt bij een stijging van het norm afdekkingspercentage, of de bovengrens bij een daling van het norm afdekkingspercentage, zal de verdere implementatie, voor zover praktisch mogelijk, worden gestopt en zal dit worden teruggekoppeld aan PWRI.

4.2 Normgewichten voor 2024

De precieze invulling van de strategische normportefeuille voor 2024 wordt weergegeven in tabel 3. In de laatste kolom worden de lange termijn normgewichten weergegeven. PWRI is bezig met een volledige afbouw van private equity, dus naar 0%. De vrijkomende gelden uit private equity komen ten goede aan de aandelenallocatie. Voor hypotheken is de lange termijn beoogde allocatie gelijk aan 7,2% versus een normgewicht van 6,5% in 2024. Deze 0,7% onderweging is nu ondergebracht bij de langlopende staatsobligaties.

Tabel 3: Normportefeuille 2024 en lange termijn normgewichten

= minder liquide	Stand Q3 2023		Normportefeuille 2023		Normportefeuille 2024		Lange termijn normgewichten	
1) Matchportefeuille								
Liquide	31.3%		34.7%		34.4%		33.7%	
LDI fondsen		4.4%		5.0%		5.0%		5.0%
Liquide middelen		0.6%		0.0%		0.0%		0.0%
Europa Euro		4.6%		6.1%		6.1%		6.1%
Europa Euro (long)		7.8%		7.0%		6.7%		6.0%
Global Credits		13.9%		12.6%		12.6%		12.6%
Green Bonds		2.7%		3.5%		3.5%		3.5%
Social Bonds		0.5%		0.5%		0.5%		0.5%
Minder liquide	7.6%		8.2%		8.5%		9.2%	
WSW leningen		1.1%		1.0%		2.0%		2.0%
Hypotheken		6.5%		7.2%		6.5%		7.2%
Totaal Matchportefeuille		**42.1%**		**42.9%**		**42.9%**		**42.9%**
2) Returnportefeuille								
Liquide	49.5%		48.3%		48.3%		48.9%	
Vastrentende waarden (return)								
Emerging Markets Debt HC		1.7%		1.7%		1.7%		1.7%
Emerging Markets Debt LC		2.5%		2.4%		2.4%		2.4%
High Yield		3.1%		3.0%		3.0%		3.0%
Aandelen								
Ontwikkelde markten		25.9%		25.1%		25.0%		25.4%
Emerging Markets		12.6%		12.4%		12.5%		12.7%
Vastgoed								
Beursgenoteerd vastgoed		3.7%		3.7%		3.7%		3.7%
Minder liquide	8.4%		8.8%		8.8%		8.2%	
Niet-beursgenoteerd vastgoed		6.4%		7.0%		7.0%		7.0%
Overig minder liquide								
Private Equity		0.6%		0.5%		0.5%		0.0%
Insluitingsmandaat		1.4%		1.3%		1.3%		1.2%
Totaal Returnportefeuille		**57.9%**		**57.1%**		**57.1%**		**57.1%**
		100.0%		100.0%		100.0%		100.0%

Bijlage I: Beleggingsovertuigingen

De beleggingsovertuigingen vormen de uitgangspunten en toetsstenen voor het beleggingsbeleid. PWRI toetst het beleggingsbeleid en de beleggingsportefeuille voortdurend aan de beleggingsovertuigingen. Deze beleggingsovertuigingen worden periodiek bezien. Dit is voor het laatst gebeurd in Q4 2022.

De beleggingsovertuigingen van PWRI zijn opgenomen in het Strategisch Beleggingsbeleidsplan van PWRI en luiden als volgt:

- **Wij nemen bewust beleggingsrisico.**
  Door het nemen van beloonde beleggingsrisico's realiseren wij het noodzakelijke rendement dat ons in staat stelt een zo goed mogelijk koopkrachtig pensioen te bieden.

- **Langetermijnbeleggen loont.**
  Als pensioenfonds met langjarige verplichtingen leggen wij de focus op de lange termijn. Dit geeft ons de mogelijkheid om te profiteren van bijvoorbeeld een illiquiditeitspremie of te beleggen in volatielere beleggingscategorieën met een hoog reëel groeipotentieel.

- **Wij beleggen alleen in categorieën die we begrijpen en uit kunnen leggen.**
  Wij beleggen alleen in vermogenscategorieën waarvan we de fundamenten zelf begrijpen en kunnen uitleggen en waarover de informatie transparant beschikbaar is.

- **Maatschappelijk verantwoord beleggen loont.**
  Wij willen vanuit onze maatschappelijke verantwoordelijkheid bijdragen aan duurzaamheid in brede zin en specifiek aan klimaatverbetering en evenwichtige sociale verhoudingen (met name het vergroten van kansen op werk voor mensen met een arbeidsbeperking). Ons inziens leidt dit tot een robuustere portefeuille met een betere risico/rendementsverhouding.

- **Wij zijn in staat binnen de vierhoek rendement, risico, kosten en ESG de optimale beleggingsbeslissingen te nemen.**
  Bij elke beleggingsbeslissing die het fonds neemt wordt een gedegen afweging gemaakt tussen het verwachte (meer)rendement, de mate van risico die wordt genomen, de verwachte directe en indirecte kosten die de beslissing met zich meebrengt en of de beslissing aansluit bij ons MVB-beleid.

Bijlage II: Portefeuillekarakteristieken

	Normportefeuille 2024
Tracking error (met verplichtingen)	**9.88%**
Verwachte extra rendement t.o.v. verplichtingen	**1.47%**
Verwachte rendement	**4.72%**
Volatiliteit portefeuille	**9.05%**
IR (verw. rend./TE)	**0.15**
Totaal VEV	**124.8**
S1 Rentemismatch	6.1
S2 Aandelen	17.7
S3 Currency	5.0
S4 Commodity	0.0
S5 Credit	5.3
S6 Insurance	2.7
S Diversificatie	-11.9

Bijlage III: Informatieratio's per beleggingscategorie

Beleggingscategorie	Outperformance Doelstelling (bruto)	TE target	Information ratio	Benchmark
Obligaties (match)				
Euro staatsleningen	0,35%	0,9%	0,40	80% Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury (Core-landen) + 20% Bloomberg GDP Weighted Euro Treasury (Non-Core-landen)
Euro staatsleningen (long)	0,25%	1,0%	0,25	(1/3) Bloomberg l Euro Treasury Germany 10 yr+ + (1/3) Bloomberg Euro Treasury France 10 yr+ + (1/3) Bloomberg Euro Treasury Netherlands 10 yr+
Global credits	0,75%	1,5%	0,50	50% Bloomberg US Aggregate Credit Index + 50% Bloomberg Euro-Aggregate Credit Total Return Index (Hedged to EUR)
Obligaties (return)				
Emerging market Debt HC	1,50%	3,5%	0,43	JP Morgan EMBI Global Diversified Total Return Index (EUR Hedged)
Emerging market Debt LC	1,50%	4,0%	0,38	JP Morgan GBI-EM Global Diversified Total Return Index (EUR)
High Yield	1,00%	2,0%	0,50	Bloomberg Customized High Yield Index 60% US High Yield (EUR) en 40% Pan European High Yield, BB-B, excluding subordinated financials (T1 UT2 LT2), 3% issuer cap (Hedged to EUR)
Aandelen				
Ontwikkelde markten	n.v.t.	1,5%	n.v.t.	40% * (50% MSCI Europe Net Return Index (EUR Hedged) + 50% MSCI Europe Net Return Index (EUR)) + 48% * (50% MSCI USA Total Return Index (EUR hedged) + 50% MSCI USA Total Return Index (EUR)) + 12% * (50% MSCI Pacific Net Return Index (EUR hedged) + 50% MSCI Pacific Net Return Index (EUR)), met kwartaallijkse herbalancering
Opkomende markten	n.v.t.	2,0%	n.v.t.	MSCI Emerging Markets Net Return Index (EUR)
Beursgenoteerd vastgoed	0,00%	1,0%	n.v.t.	FTSE EPRA/NAREIT Developed Index NR (EUR Hedged)