



Pensioenfonds MN

# Beleggingsplan 2021 Pensioenfonds MN 2021

Den Haag, december 2020



# Inhoudsopgave

1	Inleiding	2
2	Kadering Beleggingsplan	3
2.1	Pensioenomgeving en Strategisch beleggingskader.....	3
2.1.1	Impact pensioenakkoord .....	3
2.1.2	Strategisch Beleggingskader .....	4
2.2	Dynamische Allocatie & Product Vormgeving.....	6
2.3	Verantwoord beleggen .....	6
3	Beleggingsbeleid 2021	8
3.1	Samenvatting en voorstel portefeuille samenstelling 2021 .....	8
3.2	Economische omgeving en financiële markten .....	9
3.3	Evaluatie huidige portefeuille .....	11
3.4	Portefeuilleconstructie overwegingen .....	13
4	Mandaat 2021	17
4.1	Opdracht.....	17
4.2	Performance .....	17
4.2.1	Normportefeuille .....	17
4.2.2	Benchmarks .....	19
4.3	Risicobeheersingsmaatregelen .....	20
4.3.1	Bandbreedtes rondom de strategische portefeuille .....	20
4.3.2	Bandbreedtes rondom de normportefeuille .....	21
4.3.3	Renteafdekking.....	22
4.3.4	Valuta afdekking .....	23
4.3.5	Overige risicobeheersingsmaatregelen .....	24
4.4	Allocaties.....	24
4.5	Rapportage .....	24
4.6	Ingangsdatum en wijzigingsprocedure .....	25
4.7	Akkoord.....	25
	Bijlage A Monitoring Dashboard Rente Afdekking	26

# 1 Inleiding

In dit Beleggingsplan 2021 wordt het door Pensioenfonds MN (hierna: 'PF MN', 'het Fonds') gegeven beleggingsmandaat vanaf 1 januari 2021 voor de fiduciair beheerder MN (hierna: 'MN') vastgelegd.

Het Beleggingsplan 2021 start met een omschrijving van de actuele pensioenomgeving en het strategisch beleggingskader van PF MN. Vervolgens wordt, aan de hand van het strategisch beleggingskader, de governance van het Fonds ten aanzien van de besluitvorming op het gebied van de beleggingen besproken. Ook wordt in dit hoofdstuk de stand van zaken met betrekking tot Maatschappelijk Verantwoord Beleggen (MVB) weergegeven.

In hoofdstuk 3 worden de actuele ontwikkelingen in de financiële omgeving en economische vooruitzichten uiteengezet. Daarin wordt aandacht besteed aan het basisscenario, specifieke risicoscenario's en voorkeuren voor beleggingscategorieën en beleggingsproducten. Vervolgens wordt de actuele portefeuille positionering geëvalueerd. Door middel van een kwantitatief georiënteerde portefeuille optimalisatie wordt bekeken of mogelijke accentverschuivingen in de portefeuille opportuun zijn. In de laatste paragraaf worden de resultaten van een reverse stress-test op de huidige portefeuille in kaart gebracht.

Hoofdstuk 4 bevat de kern van het Beleggingsplan 2021, met de vastlegging van het beleggingsmandaat dat PF MN verleent aan MN, ingaande per 1 januari 2021. Dit mandaat bestaat uit een normportefeuille, gehanteerde benchmarks en normen en bandbreedtes voor een aantal gespecificeerde risicobeheersingsmaatregelen van de portefeuille, waarover MN zal rapporteren aan PF MN.

## 2 Kadering Beleggingsplan

### 2.1 Pensioenomgeving en Strategisch beleggingskader

Het Beleggingsplan 2021 is opgesteld rond het bestaande pensioencontract en financieel toezichtkader. Werkgevers, vakbonden en het kabinet hebben in 2020 een nieuw pensioenakkoord gesloten met mogelijk verregaande gevolgen. Dit wordt in de komende jaren in werkgroepen verder uitgewerkt. Het in 2015 gelanceerde Nieuwe Financieel Toetsingskader (nFTK) is voorlopig nog van kracht. Mede vanwege de coronacrisis is dit jaar een uitzonderlijke financiële situatie ontstaan. De (beleids)dekkingsgraden hebben in 2020, evenals in 2019, een flinke klap moeten verwerken, dit voorjaar door de gevolgen van de coronapandemie. Omdat de regels voor het nieuwe pensioenstelsel nu meer duidelijk zijn geworden, heeft het kabinet besloten de regels over het verlagen van het pensioen te versoepelen. Als de dekkingsgraad van het pensioenfonds aan het eind van 2020 hoger dan 90% is, hoeven de pensioenen in 2021 niet te worden verlaagd.

#### 2.1.1 Impact pensioenakkoord

Medio 2020 werd door sociale partners een nieuw pensioenakkoord bereikt. Sociale partners krijgen daarin de mogelijkheid om (naast de bestaande (verbeterde) premieregelingen) te kiezen voor het nieuwe pensioencontract. Hoewel de uitwerking momenteel nog niet is gefinaliseerd en er nog veel onzekerheid is bij verschillende onderwerpen, lijkt de ontwikkeling van een nieuw pensioencontract zo relevant te zijn voor het beleggingsbeleid in de toekomst op basis waarvan er in dit Beleggingsplan al enige aandacht aan wordt besteed.

Het nieuwe contract voegt solidariteitselementen toe aan de bestaande verbeterde premieregeling. Volgens de hoofdlijnennota<sup>1</sup> biedt het nieuwe contract een goed alternatief voor uitkeringsovereenkomsten in ondernemingen en sectoren waar de mogelijkheid bestaat om te profiteren van voordelen van uitgebreide risicodeling. Het resultaat, volgens de hoofdlijnennota, is een pensioenstelsel:

- dat financieel en maatschappelijk houdbaar is;
- waarin het pensioen op transparante wijze wordt opgebouwd in uitlegbare en doelmatig uitvoerbare pensioencontracten;
- waarin mee- en tegenvallers, die bij een op kapitaaldekking gebaseerd stelsel onvermijdelijk zijn, op een – vooraf vastgelegde – inzichtelijke wijze worden toebedeeld aan de deelnemers, en
- waarin de gezamenlijk geformuleerde doelen van het kabinet en werkgevers- en werknemersorganisaties in voldoende mate worden ingevuld.

Op 1 januari 2026 gaat het gekozen contract in voor de nieuwe opbouw (bestaande rechten zouden nog in een gesloten fonds kunnen worden ondergebracht). Tot het ingangsmoment (1 januari 2026) zullen pensioenfondsen te maken hebben met het huidige financieel toetsingskader en dus ook te maken hebben met de dekkingsgraad als financiële graadmeter. Over de striktheid van de regels (bijvoorbeeld over pensioenverlagingen) wordt nog gesproken, maar wel is duidelijk dat fondsen het beleggingsbeleid nog niet volledig kunnen inrichten op het nieuw te kiezen contract.

Het beleggingsbeleid van pensioenfondsen zal in 2021 en de jaren daarna volledig geëvalueerd worden vanwege de overgang naar een nieuw pensioencontract. Het herziene beleggingsbeleid begint bij de keuze voor het contract. Sociale partners kunnen in het nieuwe pensioenstelsel kiezen tussen het nieuwe pensioencontract, de verbeterde premieregeling of een individueel Defined Contribution (DC). De contractkeuze zal gemaakt worden

---

<sup>1</sup> <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2020/06/22/hoofdlijnennotitie-pensioenakkoord>

op basis van principes en uitgangspunten die passen bij het bedrijf of de sector; grote verschillen in pensioenuitkomsten zijn niet te verwachten. Vervolgens moet per leeftijd of leeftijdscohort het risicoprofiel vastgesteld worden. Een risicobereidheidsonderzoek onder de deelnemers zal hiervoor input zijn. De optelsom van de individuele risicoprofielen kan afwijken van het huidige risicoprofiel van het fonds als geheel.

De grootste vraagstukken binnen het domein van het beleggingsbeleid zijn naar verwachting:

- het risicoprofiel per cohort
- de renteafdekking per cohort en dan met name het gebruik van langlopende renteswaps
- het gebruik van illiquide beleggingen
- het vullen, beleggen en onttrekken van de buffer (als gekozen wordt voor een contract met collectieve buffer)

Momenteel dient het wetgevingstraject nog te worden afgerond. Verwachting is dat afronding voor 2022 zal plaatsvinden. Ook dienen sociale partners en pensioenfondsbesturen nog verschillende fondsspecifieke keuzes te maken ten aanzien van de premiestelling, het beleggingsbeleid, het toedelen van behaalde rendementen aan deelnemers, het vullen en uitdelen van de solidariteitsreserve en de invulling van de uitkeringsfase. Omdat de keuze voor een specifiek (nieuw) pensioencontract nog niet gemaakt is, de uitwerking nog verder gespecificeerd moet worden en de aanpak van benoemde vraagstukken afhankelijk is van besluitvorming van pensioenfondsen en sociale partners, lijken ook voor PF MN grote portefeuillewijzigingen op dit moment prematuur. Wel zal PF MN ook al in 2021 werken aan de voorbereidingen op het nieuwe pensioenstelsel en in relatie tot het beleggingsbeleid nauw samenwerken met fiduciair beheerder MN.

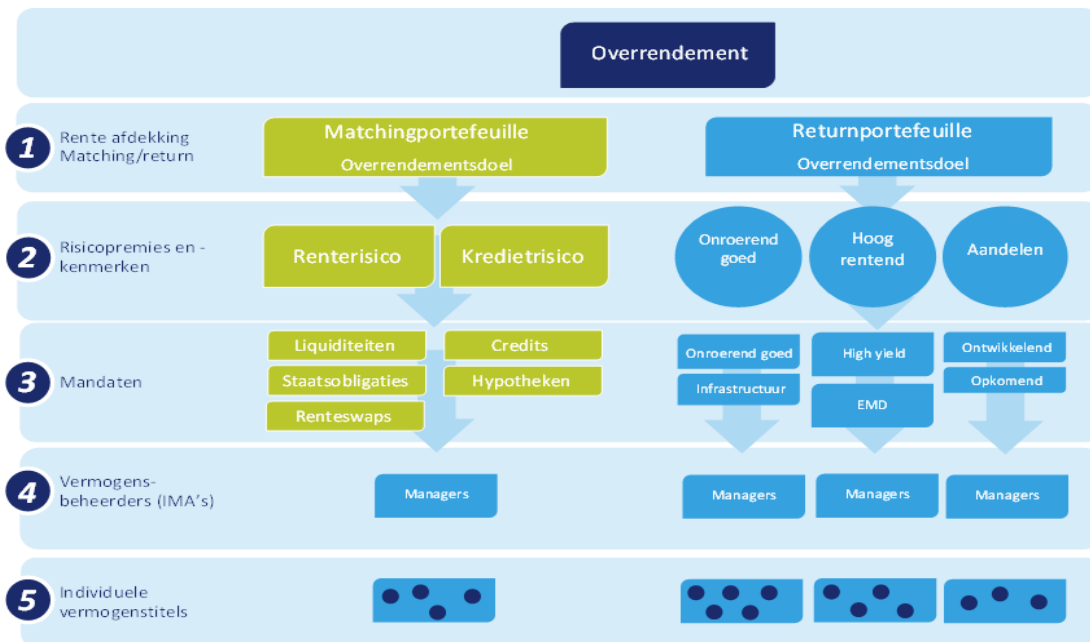
### 2.1.2 Strategisch Beleggingskader

PF MN belegt op basis van het in 2019 vastgestelde Strategisch Beleggingskader (SBK). De richtlijnen voor het vermogensbeheer zijn de uitkomst van een (in de ALM-studie geëxpliciteerde) afweging tussen de wensen tot handhaving van de bestaande premie afspraken en het gewenste pensioenresultaat. Daarin is de wens verwerkt om kortingen voor deelnemers van het fonds te voorkomen en voldoende zicht te houden op indexatiebetalingen in de toekomst. De daaruit afgeleide risicohouding bepaalt vanaf deze kant de beleggingsdoelstelling. Centraal in de beleggingsdoelstelling staat het benodigde overrendement. Het streven om dit benodigde rendement te behalen wordt gekaderd door risicomangement-, uitvoerings- en beleggingsbeginselen die worden gehanteerd door het Fonds. Voor een uitgebreidere beschrijving van dit overrendement en de gehanteerde beginselen wordt verwezen naar de (meest recente) ALM studie 2018, het SBK, de Doelstellingenstudie 2017 en de ABTN 2020.

Uit eigen onderzoek en het op basis daarvan gevoerde overleg tussen de sociale partners zijn de volgende richtlijnen vastgesteld, die reeds in het Beleggingsplan 2020 zijn geformuleerd:

- De strategische beleggingsmix wordt uitgedrukt in een verhouding tussen de matchingportefeuille en de returnportefeuille (rendementsportefeuille);
- De strategische beleggingsmix wordt vastgesteld op 50% matching- en 50% returnportefeuille;
- De korte termijn risicohouding wordt genormeerd door het strategisch VEV welke gebaseerd is op het vigerende strategische beleggingsbeleid (2020). Deze norm beweegt mee met de marktomstandigheden. Het VEV op basis van de feitelijke portefeuille mag zich in een bandbreedte van  $\pm 2\%$ -punt om het strategisch VEV bevinden.

Binnen de beleggingsmix wordt de volgende niveauctuur gebruikt:



Het Beleggingsplan 2021 volgt bovenstaande investment structuur zoals bepaald in het SBK. Besluitvorming op niveau 1, 2 en 3 is het terrein van het Bestuur van het Fonds. In dit Beleggingsplan worden deze beslissingen vastgelegd en vervolgens wordt MN gemandateerd voor uitvoering van het vermogensbeheer binnen deze kaders. Verdere uitwerking van niveaus 4 en 5 wordt in dit Beleggingsplan buiten beschouwing gelaten omdat die in andere documenten (Investment Management Agreements met beheerders) is vastgelegd.

Rondom de investment structuur zijn voor verschillende domeinen beleidsdocumenten opgesteld die door MN worden gevolgd bij het beheer van de beleggingsportefeuille. De belangrijkste beleidsstukken in dat kader zijn:

- ABTN
- Strategisch Beleggingskader (inclusief vermogenscluster documenten)
- Beleid Dynamische Allocatie en Product Vormgeving (DAPV)
- Beleid Maatschappelijk Verantwoord Beleggen
- Beleid Productevaluatie
- Landenbeleid (matching) portefeuille
- Strategie Liquiditeiten
- Beleid beheersing omvang liquiditeiten
- Beleid Normrebalancing
- Valutabeleid
- Tegenpartijlimietenbeleid
- Beleidsplan Risicomanagement

## 2.2 Dynamische Allocatie & Product Vormgeving

De productvormgeving en de implementatie op niveau 4 en 5 zijn gemandateerd aan de fiduciair vermogensbeheerder. PF MN voert geen tactisch beleggingsbeleid, maar een dynamisch beleid binnen bandbreedtes en met een horizon van drie jaar in het kader van het behalen van de financiële beleggingsdoelstelling (overrendement 1.5% ten opzichte van de verplichtingen). Het is de fiduciair vermogensbeheerder niet toegestaan zelfstandig dynamisch beleid te implementeren. Wel heeft de fiduciair vermogensbeheerder een robuust proces (Dynamische Allocatie & Productvormgeving, DAPV) ingericht om PF MN instrumentarium te verstrekken op basis waarvan het Fonds in staat wordt gesteld dynamisch beleid te voeren. Daartoe wordt een wereldbeeld ontwikkeld met een beleggingshorizon van drie jaar waarin naast een basisscenario ook alternatieve risicoscenario's in kaart worden gebracht en op basis hiervan periodiek beleggingscategorieën worden beoordeeld. Maandelijks informeert de fiduciair vermogensbeheerder PF MN over het meest recente wereldbeeld. DAPV heeft niet als doel de toekomst te voorspellen, maar om de inherente onzekerheid op een consistente manier te integreren in het beleggingsbeleid. Doel is om zo goed mogelijk voorbereid te zijn op mogelijke regime veranderingen en aldus de kans op het behalen van de strategische doelstelling te maximaliseren.

DAPV beoogt het Bestuur van PF MN in staat te stellen om richting haar deelnemers te allen tijde te kunnen onderbouwen waarom de huidige vormgeving passend is bij de beleggingsdoelstelling, ondanks de inherente onzekerheid over de toekomst. Tevens heeft DAPV een signaalfunctie indien de strategische kaders te knellend zijn teneinde de strategische doelstelling te behalen. In het beleidsdocument DAPV wordt een en ander beschreven en in de DAPV procesbeschrijving is het bijbehorende proces (binnen MN) vastgelegd.

## 2.3 Verantwoord beleggen

In de ABTN heeft PF MN in twee beleggingsovertuigingen expliciet gemaakt welke overtuiging de basis vormt voor (maatschappelijk) verantwoord beleggen:

- De beleggingen van Pensioenfonds MN hebben invloed op de reële economie en de samenleving. *[basis voor het rekening houden met de invloed van beleggingskeuzes op de wereld]*
- Alleen beleggingen die rekening houden met ESG-factoren (Environmental, Social, Governance) zijn op lange termijn rendabel omdat schadelijke gevolgen van een economische activiteit niet voor onbepaalde tijd op mens, maatschappij en milieu afgewenteld kunnen worden. *[basis voor integratie van ESG-factoren in beleggingskeuzes]*

Het Verantwoord Beleggen beleid van PF MN, dat door MN wordt uitgevoerd, sluit aan bij de door de Verenigde Naties ondersteunde Principles for Responsible Investment (PRI) en is vertaald naar tien leidende beginselen voor Verantwoord Beleggen. De basis voor Verantwoord Beleggen is de invloed van de reële wereld (vertaald in Environmental-, Social- en Governance-factoren) op de beleggingen van PF MN en de invloed van de beleggingen van PF MN op de reële wereld. Op deze manier laat het Fonds zien dat zij middels Verantwoord Beleggen niet alleen verantwoordelijkheid wil nemen voor een financieel goed pensioen én de wereld waarin deelnemers met pensioen zijn of gaan, maar ook gelooft dat die twee doelstellingen in elkaars verlengde liggen en niet wederzijds uitsluitend zijn. Om aan die doelstellingen uitvoering te geven worden vier pijlers onderkend: uitsluitingsbeleid, ESG-integratie, actief aandeelhouderschap en positieve impact. Aan belangrijke thema's, zoals klimaat, arbeidsomstandigheden en beloningsbeleid, wordt langs deze vier lijnen invulling gegeven. De doelstellingen op het gebied van MVB voor 2021 richten zich op de volgende thema's:

- *Voorbereiden op nieuwe wet- en regelgeving*  
Via de werkstroom Duurzame Financiering werkt de EU aan beleid dat financiering moet leiden richting economische activiteiten die bijdragen aan een klimaatneutraal Europa. Met het doel om één Europese standaard te creëren rondom duurzaam beleggen, heeft de Europese Commissie twee verordeningen afgegeven: de informatieverschaffingsverordening en de taxonomieverordening. De informatieverschaffingsverordening verplicht financiële marktdeelnemers te specificeren hoe duurzaamheidsrisico's worden meegenomen in beleggingsbeslissingen en advies. Daarnaast wordt onder deze wetgeving bepaald of een financieel product als duurzaam kan worden geclassificeerd. Wanneer onder deze verordening een financieel product als duurzaam wordt bestempeld én indien dit publiekelijk geclaimd wordt, moet ook aan de taxonomieverordening worden voldaan. In zowel periodieke rapportages als op de website moet worden aangegeven welk deel van de beleggingen bijdraagt aan de klimaatmitigatie en -adaptatie. De meting hiervan moet uitgevoerd worden aan de hand van gedetailleerde criteria die beschreven staan in de taxonomieverordening. In het afgelopen jaar heeft MN belangrijke eerste stappen gezet richting deze vereisten. In het komende jaar zal de informatieverschaffingsverordening grotendeels geïmplementeerd worden en zullen de voorbereidingen op de taxonomieverordening afgerond worden.
- *Actief aandeelhouderschap*  
Het dialoogprogramma wordt voortgezet en zal gericht zijn op de volgende thema's:
  - *Environmental*: Energietransitie;
  - *Social*: Leefbaar loon en inkomen, kinderarbeid en arbeidstransitie;
  - *Governance*: top 10 Nederlands beursgenoteerd, Eumedion-leads, remuneratie, belastingen;
  - Incidenten en controverses: schenders van internationale richtlijnen (UN Global Compact, OECD richtlijnen en UN Guiding Principles for Business and Human Rights).
- *Verankering MVB in de beleggingen*  
In 2019 is het SBK van PF MN aangepast, waarmee Verantwoord Beleggen verder verankerd is in het beleggingsbeleid. Het is de ambitie van PF MN en MN om ESG-integratie meer prominent in de beleggingsstrategieën en -mandaten vast te leggen. Met de introductie en implementatie van een nieuwe EMD strategie, met een sterke ESG component, is een stap gezet. Met de implementatie van bewuste selectie in de aandelenportefeuille ontwikkelde landen is eind 2020 een volgende stap gezet. In 2021 is het voornemen ook voor aandelen opkomende landen een soortgelijke stap te maken.
- *IMVB*  
Eind 2019 heeft PF MN het IMVB convenant ondertekend, waarmee de samenwerking wordt aangegaan met maatschappelijke organisaties (ngo's), vakbewegingen en de overheid op het vlak van duurzaam beleggen. Namens PF MN is MN actief werkgroep lid in verschillende IMVB-werkgroepen, met als doel om de gemaakte afspraken verder uit te werken.
- *Aandacht voor MVB*  
In het komende jaar zal wederom aandacht worden besteed aan belangrijke MVB ontwikkelingen. MN zal bijvoorbeeld wederom een (jaarlijkse) MVB verdiepingssessie organiseren en ieder kwartaal een specifiek onderwerp uit MVB rapportage nader uit- en toelichten.



## 3 Beleggingsbeleid 2021

In dit hoofdstuk wordt de economische omgeving en de stand van zaken op de financiële markten weergegeven waarbinnen PF MN opereert. Met het Dynamische Allocatie en Product Vorming (DAPV) wereldbeeld dat in paragraaf 3.2 aan de orde komt, wordt een zo goed mogelijk beeld gegeven van de omgeving van markten en economie met de daarbij horende risico's. Op basis hiervan wordt een inschatting gemaakt van te behalen (over)rendementen voor de komende periode. De horizon die hierbij gehanteerd wordt is 3 tot 5 jaar, maar daarbij wordt in acht genomen dat er fluctuaties op korte termijn kunnen optreden. Het beleid van DAPV is erop gericht advies te geven over de portefeuille inrichting, zodanig dat de doelstellingen behaald kunnen worden binnen de gestelde (risico)kaders.

### 3.1 Samenvatting en voorstel portefeuille samenstelling 2021

Het beleggingsbeleid in 2021 is gebaseerd op de uitkomsten van de ALM studie 2018, op de vooruitzichten van financiële markten voor de komende 3 tot 5 jaar, zoals samengevat beschreven in paragraaf 3.2 en op de portefeuilleconstructie overwegingen die in paragraaf 3.4 zijn uitgewerkt.

Het strategisch beleid dat in 2020 is gevoerd, zal in 2021 worden voortgezet. Naar verwachting zal het Strategisch VEV niet of nauwelijks wijzigen naar aanleiding van de normstelling 2021 in vergelijking tot de normstelling 2020. De ALM studie 2018 wijst uit dat het op de lange termijn loont meer renterisico af te dekken en meer diversificatie aan te brengen binnen de returnportefeuille. Een hogere afdekking van het renterisico heeft, met een op termijn verwachte lichte rentestijging, een beperktere herstelkracht tot gevolg. Tegen die achtergrond is een kaderstellend plan geschetst om stapsgewijs naar de hogere renteafdekking van 70% toe te werken (Zie Bijlage A, Monitoring Dashboard Rente Afdekking). PF MN zal met behulp van deze kadering op kwartaalbasis bespreken en besluiten of er op basis van de resultaten aanleiding is om de ruimte in renteafdekking rondom het strategisch pad te benutten.

Het meest waarschijnlijke economische scenario lijkt een combinatie van lage economische groei, lage inflatie en laagblijvende rentes te zijn; 'Langzame revalidatie'. In dit scenario lijken groei, inflatie en rentes zich ook in een nog lagere range dan voor de coronacrisis te bewegen. Een en ander vertaalt zich voor PF MN in:

- Voorkeur voor beleggingen met een laag risicoprofiel en een vaste vergoeding bij herallocaties, bijvoorbeeld in het cluster Hoogrentend. De lage yield omgeving in combinatie met hoge schulden en veel onzekerheid omtrent het pad van economisch herstel pleit voor het beheerst nemen van risico. Diversificatie over en binnen risicobronnen is hierbij cruciaal;
- Behoud van ruimte voor de ophoging van het cluster Onroerend Goed, waarbij infrastructuur en direct Nederlands onroerend de voorkeur hebben. Vanwege enerzijds en voornamelijk de lopende toekomstverkenning van het Fonds, maar anderzijds ook het met introductie van een nieuw product samenhangende besluitvormingsproces en de verwachte termijn totdat afgegeven commitments voor direct onroerend goed ook daadwerkelijk geïnvesteerd zijn (ca. 1 tot 2 jaar), zal er vooralsnog geen allocatie in dit product plaatsvinden in 2021.

Het Bestuur besluit tot een ophoging van de returnportefeuille naar een streefgewicht van ca. 52% ten laste van de weging van de matchingportefeuille, die dan naar ca. 48% zal gaan. Daarmee volgt het Bestuur grotendeels de uitkomst van de optimalisatie, zoals die in paragraaf 3.3 is opgenomen. Met name (kort- en langlopende) staatsleningen uit de matchingportefeuille zullen daarom worden verkocht. Uitbreiding zal hoofdzakelijk plaatsvinden in het Hoogrentende Cluster, waarvan het belang tot ca. 23% zal worden uitgebreid. De uitbreiding

zal geleidelijk plaatsvinden in het 1<sup>e</sup> kwartaal van 2021. Het bestuur zal hiervoor concrete voorstellen aangereikt krijgen van de fiduciair beheerder, binnen het bestaande (maandelijkse) reguliere allocatieproces. De rente afdekking zal zo nodig met rente swaps op peil worden gehouden.

Er zal geen uitbreiding van het Cluster Vastgoed / Infra plaatsvinden. Met het oog op de (onzekere) toekomst van het fonds worden geen nieuwe commitments Infrastructuur aangegaan vanwege de beperkte liquiditeit en de toegevoegde waarde van extra vastgoedaandelen wordt als te gering beschouwd.

Per ingangsdatum van dit Beleggingsplan zal er ten behoeve van liquiditeitenbeheer in de portefeuille een vervolg op het vorig jaar geïntroduceerde Treasury Protocol in werking treden, het Beleid beheersing omvang liquiditeiten. De normstelling en bandbreedtes voor liquiditeiten die hieruit volgen, vormen de basis voor de normstelling en bandbreedtes in het Beleggingsplan 2021.

### **3.2 Economische omgeving en financiële markten**

#### **Terugblik 2020**

De coronapandemie heeft de grootste krimp van de wereldgroei sinds de Grote Depressie veroorzaakt. Daar waar de kredietcrisis van 2008 zich nog concentreerde in de Westerse wereld, heeft nu praktisch geen enkele economie, regio of sector zich kunnen onttrekken aan de gevolgen van het virus. Maatschappij, economie en financiële markten werden zwaar geraakt. Financiële markten reageerden in eerste instantie niet op de ernst van het nieuws. Pas toen er sprake was van brandhaarden buiten China kwam een verkoopgolf op gang. Deze verkoopgolf hield aan en accelereerde zelfs toen bleek dat geen enkel land immuun bleek voor het virus. De plotselinge uitval van vraag door het instellen van lock-downs, maar ook doordat het virus de mensen raakte in hun bestaan, kwam als een totale verassing. Doordat de omzet flink daalde maar de kosten bleven, raakten sommige bedrijven in acute financieringsnood. Er ontstond een run op Amerikaanse dollars, hetgeen leidde tot een liquiditeitscrisis. De 30-jaars swaprente bereikte op 25 maart een historisch dieptepunt van -0.40%, 27 maart was het dieptepunt in aandelenmarkten. Kredietopslagen schoten omhoog naar eurocrisis niveaus en ook de ontwikkeling in de oliemarkt was opzienbarend, waar de olieprijs zelfs even negatief werd door de vraagschok en gebrek aan opslagcapaciteit.

Deze ingrijpende gebeurtenissen lokten wereldwijd een ongekennde beleidsreactie uit van centrale banken en overheden. Met massale noodsteun, garanties, inkomensondersteuning en andersoortige geldinjecties werd getracht de economische klap op te vangen. Uiteindelijk bleek een pakket van de Amerikaanse centrale bank genoeg om de belangrijkste funding stress weg te nemen. Onconventionele middelen werden evenmin geschuwd, aankoopprogramma's van centrale banken werden ongelimiteerd en de Fed week zelfs uit naar risicovol kredietpapier. In Europa kwamen de handen op elkaar voor eurobonds of wederzijdse schuldaanvaarding. Uiteindelijk bleek de dag (23 maart) waarop de Amerikaanse overheid met een stimuleringspakket kwam ter waarde van USD 2.000 miljard het keerpunt. Daarna herstelden vooral aandelenmarkten zeer sterk. Al met al is de snelheid van het verloop opzienbarend en sneller dan ooit tevoren. Dit geldt voor zowel de snelheid van de rente- en koersdalingen, als ook de rente- en koersstijgingen. Markten herstelden, maar het was voornamelijk de IT en gezondheidszorg die het herstel leidden. Overige sectoren bleven achter, evenals de rente, die sinds het 0% punt te hebben bereikt nauwelijks meer is bewogen.

## Vooruitblik

Ondanks het veerkrachtige herstel vanuit de dieptepunten in het voorjaar van 2020, blijven de vooruitzichten uiterst onzeker. De ‘makkelijke herstelfase’ lijkt achter de rug en aan kracht te zullen inboeten.

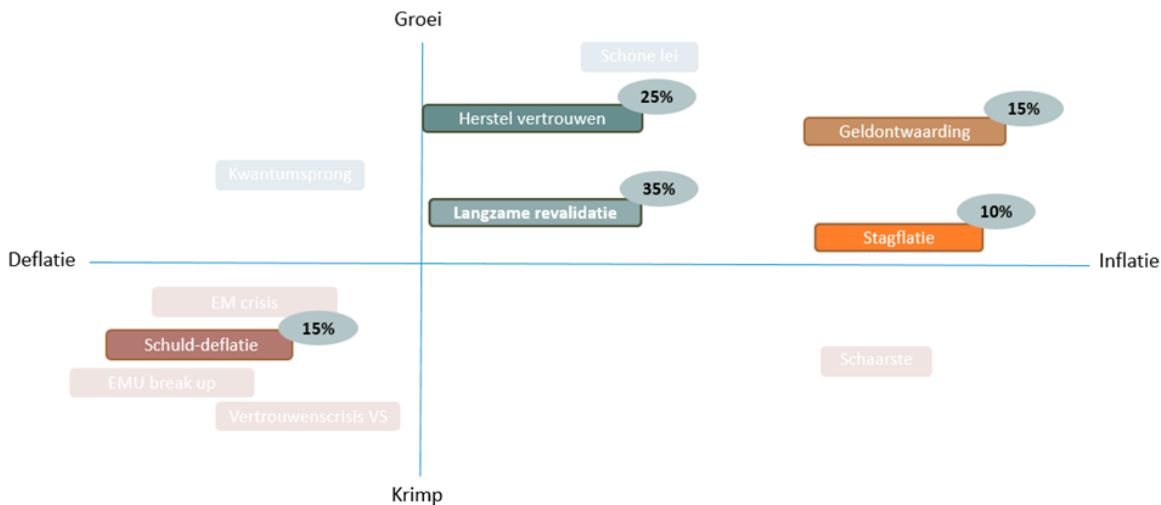
Heropflakkingen van de coronapandemie, maar ook de nasleep van de coronacrisis, lijken in de komende jaren een rem op de economische groei te houden. Waarschijnlijk zullen meer financiële buffers worden opgebouwd en mondiale productieketens worden aangepast om de kwetsbaarheid voor eventuele nieuwe calamiteiten te mitigeren. Bovendien zal – op termijn – de schuldexplosie, die de massale noodsteun heeft gegenereerd, waarschijnlijk omslaan in geleidelijke schuldafbouw. De pre-corona omvang van de mondiale economie lijkt pas over enkele jaren weer te zullen worden bereikt. Hierdoor blijft er de eerste jaren sprake van overcapaciteit en hoge werkloosheid, hetgeen neerwaartse druk op (loon)inflatie houdt. Het meest waarschijnlijke economische scenario lijkt dan ook een combinatie van lage economische groei, lage inflatie en laagblijvende rentes te zijn; ‘*Langzame revalidatie*’. In dit scenario lijken groei, inflatie en rentes zich in een nog lagere range dan voor de coronacrisis bewegen.

Er is evenwel sprake van (ongewoon) lage convictie op dit basisscenario. De ongekende omvang van de crisis en beleidsreactie maakt – meer dan normaliter - een bredere range van scenario’s mogelijk. Afhankelijk van moeilijk te voorspellen factoren als het virusverloop, medicijn- en vaccinontwikkeling en mate van lock-downs of zelfquarantaine door burgers, kan de economische ontwikkeling op- of neerwaarts verrassen:

- Gezien de al zeer lage inflatie en waarschijnlijk voorlopig grote overcapaciteit en werkloosheid bestaat er niet te verwaarlozen risico van een zeer schadelijke en moeilijk te keren ‘*Schuld-deflatie spiraal*’. In dit scenario wordt sprake van (loon)deflatie, waardoor schulden steeds zwaarder gaan wegen en bestedingen toenemend worden uitgesteld.
- Anderzijds vreest een smaldeel van de economiegemeenschap voor juist scherp oplopende inflatie. De door de massale steunmaatregelen enorm gegroeide en directer in de reële economie geïnjecteerde geldhoeveelheid zou tot het scenario ‘*Geldontwaarding*’ kunnen leiden. Of door de zwakke economische omgeving toenemend populisme, polarisatie en protectionisme kan tot de-globalisering en daarmee een ‘*Stagflatie*’-scenario leiden.
- Tenslotte kan een sneller dan verwacht einde aan de pandemie leiden tot een sneller dan verwacht ‘*Herstel van vertrouwen*’. In dit scenario valt de schade in termen van structurele werkloosheid, faillissementen en additionele schuldopbouw mee en hoeven de komende jaren minder brokstukken te worden opgeruimd. De mondiale economie heeft dan meer ruimte om te groeien, vertrouwen komt weer terug en wakkert investeringen en bestedingen aan.

Signalen uit het monitoringraamwerk van MN en haar externe netwerk van grote internationale economische instituten zijn niet eensluidend en wijzen op een breed gespreide kansverdeling. Wel lijkt gesteld te kunnen worden, dat in de eerste jaren sprake zal zijn van een disinflatoire omgeving, waardoor de inflatierisico’s – hoewel niet te verwaarlozen op een 5-jaars horizon – voor 2021 minder acuut lijken.

## Wereldbeeld en risico scenario's



### Portefeuille voorkeuren

De lage yield omgeving in combinatie met hoge schulden en veel onzekerheid omtrent het pad van economisch herstel pleit voor het beheerst nemen van risico. Diversificatie over en binnen risicobronnen is hierbij cruciaal. Om de dominantie van het renterisico te reduceren, is het belangrijk een substantiële rente-afdekking te hebben. MN adviseert dan ook te overwegen de matchingportefeuille licht af te bouwen naar beleggingen met een laag risicoprofiel en een vaste vergoeding. Binnen het cluster Hoogrentend zijn er segmenten met een attractieve vergoeding voor het verwachte faillissementsrisico en het cluster Onroerend Goed biedt bescherming mocht inflatie prominenter naar voren komen. De aandelenmarkten hebben reeds een fors herstel laten zien, alhoewel niet breed gedragen met verschillen tussen regio's als ook sectoren. De gevoeligheid voor bijstellingen in de winstgroei is hoog en brengt volatiliteit met zich mee. Daarentegen zijn de fiscale en monetaire steunpakketten, lage rente en zoektocht naar rendement ondersteunend. Ook kan corona een proces van 'creative destruction' in gang zetten wat kansen biedt voor private equity. Per saldo handhaaft MN het advies tot een behoedzame aandelenallocatie.

### 3.3 Evaluatie huidige portefeuille

Jaarlijks wordt een terugkijkende analyse uitgevoerd<sup>2</sup> voor de portefeuille over de drie voorgaande jaren om te zien of de doelstellingen gehaald zijn. De laatste terugkijkende analyse besloeg de periode 2017-2019. De portefeuille heeft over deze periode een overrendement gehaald van 0.6%. Dit ten opzichte van een doelstelling van 1.5%. Binnen het strategisch kader bleek de overrendementsdoelstelling niet haalbaar. Dit is met name te herleiden naar het openstaande renterisico in combinatie met een sterk gedaalde rente over de afgelopen periode. Het overrendement van de feitelijke portefeuille (0.6%) was wel hoger dan de strategische benchmarks als benoemd in de clusterdocumenten (0.4%). Vormgevingsbeslissingen binnen de clusters hadden een positief effect (0.2%) op het rendement.

<sup>2</sup> Deze analyse wordt uitgevoerd met het Terugkijkende analyse model. Hiervoor is modeldocumentatie opgesteld. Dit model is nog niet gevalideerd.

De portefeuille heeft van december 2019 tot eind september 2020 een rendement behaald van 7.1% versus een benchmark rendement van 7.0%. De portefeuille heeft, met name vanwege de sterk gedaalde rente en het openstaande renterisico, de verplichtingen niet kunnen bijhouden. Er zijn gedurende 2020 geen actieve dynamische posities in afwijking van de strategische normportefeuille 2020 aangehouden door PF MN.

Op basis van de portefeuillegewichten en risicokengetallen van de huidige portefeuille zou er geen aanleiding zijn om op dit moment aanpassingen te maken in de portefeuille. Deze bevindt zich binnen de gestelde bandbreedtes. Zie hiervoor ook de volgende figuur.

Pensioenfonds MN	30-9-2020	Actuele gewichten binnen clusters	Strategische norm 2020*			% van totale portefeuille**		
			Strategische Norm 2020	Min	Max	Norm%	Min %	Max %
<b>Matching portefeuille</b>	<b>51.2%</b>		<b>50%</b>	<b>45%</b>	<b>55%</b>	50.0%	45.0%	55.0%
Renterisico	41.6%	81.2%						
Euro Staatsobligaties	23.3%	45.5%	38%	20%	50%	19.5%	10.2%	25.6%
KLOP	4.2%	8.1%	10%	4.6%	20%	5.1%	2.4%	10.2%
Swap overlay	14.1%	27.6%	7%			3.6%		
Kredietrisico	20.4%	39.8%						
Euro IG Bedrijfsobligaties	14.0%	27.3%	30%	20%	40%	15.4%	10.2%	20.5%
Hypotheken	6.4%	12.6%	15%	10%	20%	7.7%	5.1%	10.2%
Liquide middelen	-10.8%	-21.0%	0%					
Cash	-10.8%	-21.0%	0%	-	-			
Treasury Protocol cash	3.7%		3.6%	2.6%	4.6%	3.6%	2.6%	4.6%
<b>Return portefeuille</b>	<b>48.8%</b>		<b>50%</b>	<b>45%</b>	<b>55%</b>	50.0%	45.0%	55.0%
Onroerend Goed/Real assets	4.7%	9.7%	10%	5%	20%	5.0%	2.5%	10.0%
Vastgoed	1.8%							
Listed EU OG	1.8%	38.3%	40%	0%	50%	1.9%	0.0%	2.4%
Nlisted NL	0.0%	0.0%	0%	0%	50%	0.0%	0.0%	2.4%
Infrastructuur	2.9%							
Infra	2.9%	61.7%	60%	50%	70%	2.8%	2.4%	3.3%
Hoogrentend	20.1%	41.1%	40%	30%	50%	20.0%	15.0%	25.0%
HY Bedrijfsobligaties	10.6%							
Europa	3.5%	17.5%	15%	10%	20%	3.0%	2.0%	4.0%
Verenigde Staten	3.1%	15.2%	15%	10%	20%	3.0%	2.0%	4.0%
Bank Loans	4.0%	20.0%	20%	15%	25%	4.0%	3.0%	5.0%
Opkomende Markten	9.5%							
EMD LC	4.7%	23.5%	25%	20%	30%	5.0%	4.0%	6.0%
EMD HC	4.8%	23.8%	25%	20%	30%	5.0%	4.0%	6.0%
Aandelen	24.0%	49.2%	50%	40%	60%	25.0%	20.0%	30.0%
Listed Equity	21.9%							
Noord-Amerika	6.9%	28.9%	25%	20%	30%	6.0%	4.8%	7.2%
Europa	7.3%	30.4%	30%	25%	35%	7.2%	6.0%	8.4%
Verre Oosten	1.8%	7.4%	5%	0%	10%	1.2%	0.0%	2.4%
Opkomende Landen	5.8%	24.3%	25%	20%	30%	6.0%	4.8%	7.2%
Private Equity	2.1%	8.9%	15%	0%	20%	3.6%	0.0%	4.8%
Rente Afdekking	59.9%		60%	57.5%	62.5%			
Helling	59.5%		60%	45%	75%			
Kromming	59.3%		60%	45%	75%			
DTS	1.2%		1.4%	0.5%	2%			
Bijdrage swaps	69.7%		65%	50%	70%			
Balansrisico	9.4%		10%	7.0%	12.0%			

\* Als percentage van bovenliggend cluster

\*\* Schuifgedrukte cijfers als percentage van actuele clusterwiegingen per 30-09-2020

### 3.4 Portefeuilleconstructie overwegingen<sup>3</sup>

#### 3.4.1 Portefeuille optimalisatie proces

Naast een evaluatie van de huidige portefeuille en vormgeving, is een analyse uitgevoerd of een wijziging in de samenstelling van de portefeuille de kans op het behalen van de doelstelling kan vergroten of de neerwaartse risico's voor de dekkingsgraad verlagen. Dit wordt gedaan met behulp van portefeuille optimalisatie. De *norm*portefeuille is het ankerpunt van de optimalisatie en wordt verondersteld de overrendementsdoelstelling van 1.5% te behalen. Hieruit wordt vervolgens de verdeling van rendementen van de return activa afgeleid. Voor de matchingportefeuille is een overrendement van 0% de aanname. Voor de onderliggende bouwstenen worden de overrendementen herleid uit marktdata. Vervolgens worden de inzichten en portefeuille voorkeuren van het Wereldbeeld verwerkt, waarbij relatieve voorkeuren van alle asset categorieën worden ingezet.

De drie portefeuille voorkeuren en verwachtingen die volgen uit het Wereldbeeld zijn voor de optimalisatie vertaald in de volgende aspecten:

- Voorkeur voor hoogrentend en vastgoed/Infra assets boven aandelen
- Returnportefeuille haalt doelstelling niet
- Binnen aandelencluster: voorkeur voor ontwikkelde markten

Uit bovenstaande stappen volgt een uiteindelijke verdeling van verwachte rendementen, op basis waarvan de portefeuille wordt geoptimaliseerd. Hierbij wordt als doel gesteld dat het balansrisico geminimaliseerd wordt met als randvoorwaarde dat het verwachte rendement op de geoptimaliseerde portefeuille minimaal gelijk is aan de overrendementsdoelstelling van het Fonds. Als laatste stap wordt de geoptimaliseerde portefeuille getoetst aan het Wereldbeeld en overige (praktische) overwegingen. Immers, niet alle nuances kunnen in een model gevangen worden. Te denken valt aan op- en afbouw van illiquide producten wat veelal niet mogelijk is in een tijdsbestek van een jaar. Bovendien richt de optimalisatie zich voornamelijk op clusterniveau waardoor een nadere invulling op productniveau noodzakelijk is.

Het voordeel van deze aanpak is dat door de lange termijn aannames als ankerpunt te nemen en hierin de drie tot vijf jaars inzichten vanuit het Wereldbeeld te verwerken, de resultaten van de optimalisatie meer robuust worden in vergelijking met indien deze enkel ingestoken worden op lange dan wel korte(re) termijn aannames.

#### 3.4.2 Scenario-analyse en robuustheid portefeuille

Het voorspellen van de toekomst is altijd met onzekerheid omgeven. Zo kan door de aanhoudende onzekerheid over het virus en een vaccin, de economische ontwikkeling diverse kanten op. Ook de Amerikaanse presidentsverkiezingen zijn spannender dan ooit. Daarentegen blijven de verschillende stimuleringsprogramma's van zowel overheden als centrale banken een belangrijke ondersteunende factor voor economie en financiële markten.

Door na te denken over verschillende scenario's, zoals besproken in paragraaf 3.2, wordt deze onzekerheid concreter. Het geeft inzicht hoe robuust de (norm)portefeuille is in verschillende omstandigheden en hoe de beleggingscategorieën elk daaraan bijdragen. Dit kan door aannames te maken voor de beleggingscategorieën die passen bij de economische scenario's. Zo verdient een evenwichtige verdeling van (cluster) overrendementen in diverse scenario's de voorkeur boven een heel hoog overrendement in één bepaald

---

<sup>3</sup> Deze analyses worden uitgevoerd met het Optimalisatie & reverse stress testing model. Hiervoor is modeldocumentatie opgesteld. Dit model is nog niet gevalideerd.

scenario en negatieve overrendementen in de andere scenario's. Een scenario-analyse helpt zo bij het doorleven van de verschillende uitkomsten, met als gevolg dat belangrijke discussies nu gevoerd worden zonder dat er sprake is van stress of tijdsdruk. Deze onzekerheid is nog groter als er een impactvolle gebeurtenis plaats heeft, zoals de coronacrisis. De toekomst kan er immers radicaal anders uit gaan zien.

Een robuuste portefeuille doet het in zoveel mogelijk omstandigheden goed. Echter, uit de analyse blijkt dat het lastig is om een portefeuille tegelijkertijd te beschermen tegen een deflatiescenario en een scenario met hoge inflatie. Dus het blijft van belang om de ontwikkelingen goed te monitoren om tijdig bescherming in te bouwen.

Een robuuste portefeuille gaat niet enkel over een verdeling over vermogen, maar ook over een verdeling over risico. Voor beide assen is het belangrijk om voldoende diversificatie te hebben, zodat het pensioenvermogen zich stabielier ontwikkelt en ongunstige gebeurtenissen een minder zware wissel trekken op de portefeuille. Door het verder afdekken van het renterisico kan de rentegevoeligheid verminderd worden, de diversificatie vergroot en wordt de bijdrage van andere clusters en asset classes belangrijker.

### 3.4.3 Uitkomsten analyse

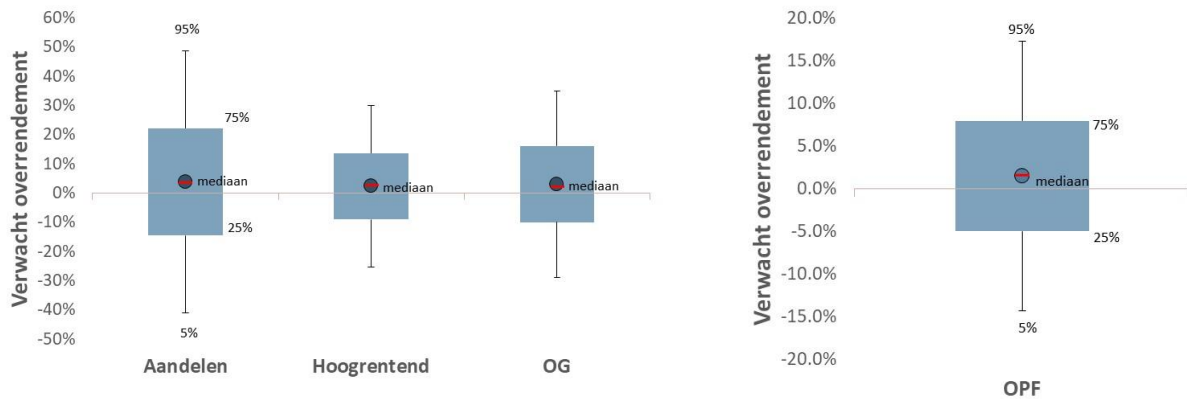
Uit de optimalisatie en de portefeuillevoorkeuren vanuit het Wereldbeeld komen de volgende resultaten, waarbij het balansrisico nagenoeg rondom het huidige niveau ligt.

	Huidig	Optimalisatie
<b>Matching</b>	51,3%	47,7%
<b>Aandelen</b>		
<b>ontwikkeld</b>	16,0%	16,0%
<b>Aandelen opkomend</b>	5,8%	5,8%
<b>Private Equity</b>	2,1%	2,2%
<b>Hoogrentend HY</b>	10,5%	11,5%
<b>Hoogrentend EMD</b>	9,5%	11,5%
<b>OG</b>	1,8%	1,8%
<b>Infra</b>	2,9%	3,5%
<b>Totaal</b>	100,0%	100,0%
<b>Renteafdekking</b>	59,9%	60,0%
<b>verwacht overrendement</b>	1,4%	1,5%

Uit de analyse blijkt dat hoogrentende obligaties het in de meeste omstandigheden goed doen. Dit heeft te maken met de aantrekkelijke waardering voor het verwachte risico (rente, wanbetalingen). Een omgeving van langzame schuldsanering, lage rentes met ruime beleidsondersteuning is hierbij gunstig. De categorie aandelen doet het alleen in de meest positieve scenario's goed, in andere scenario's zijn de rendementen niet erg aantrekkelijk. De reeds hoge waarderingen spelen hierin een belangrijke rol. Een neutrale houding is dan ook passend. Vastgoed en infrastructuur doen het relatief goed in een inflatoire omgeving. Dit risico speelt meer op de langere termijn, maar de opbouw van illiquide beleggingen kost ook tijd. Ook brengt het ophogen van illiquide beleggingen diversificatie-voordelen met zich mee.

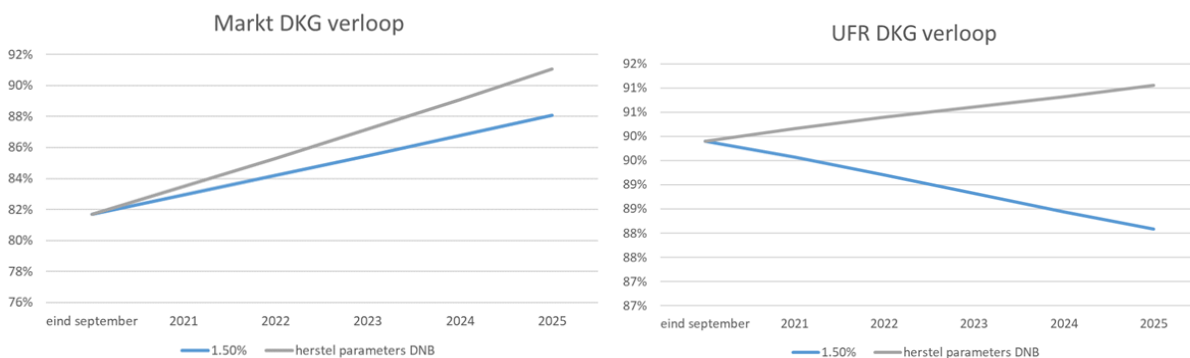
De verwachte overrendementsintervallen zijn als volgt:

**Verwacht overrendement met onzekerheidsinterval per cluster [LINKS] en voor de portefeuille [RECHTS] (gemiddeld per jaar, horizon: 3-5 jaar)**



Voor de dekkingsgraadontwikkeling is gekeken naar verschillende overrendementsverwachtingen:

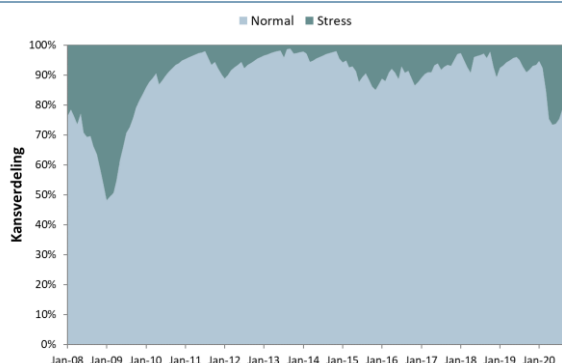
- Elk jaar wordt de doelstelling van 1.5% overrendement gehaald
- Herstel parameters DNB: de verwachte rendementen vanuit DAPV, waarmee gerekend mag worden als een fonds zich in een herstelplan begeeft



Het balansrisico zou na implementatie van de hierboven opgenomen portefeuille aanpassingen uit komen op 9.6%. Dit is marginaal hoger dan het feitelijke niveau per eind september 2020. Bij een verdere normalisering of afnemende stress terug naar pre-corona niveaus (zie onderstaande figuur) zal het balansrisico nog verder dalen.. Zelfs met de optimale portefeuille moet rekening worden gehouden met een achteruitgang van de UFR dekkingsgraad.



## Normale en stress implied volatility



## Implied volatility 30 jaars swaps en aandelen



### 3.5 Reverse stress testing

Crises laten zien dat extreme schokken in financiële markten niet onwaarschijnlijk zijn. Om op een objectieve manier stress scenario's te genereren draaien we de vraagstelling om die in een traditionele stress test beantwoord wordt. In een traditionele stress test wordt de impact van marktschokken op de portefeuille geanalyseerd. Het geeft antwoord op de vraag: wat is het verlies op de portefeuille gegeven een bepaald scenario dat gedefinieerd is door een set aan marktschokken. In een reverse stress testing raamwerk gaat het om de vraag: wat zijn de meest waarschijnlijke stress scenario's die leiden tot een bepaald verlies op en/of bovenmatig risico van de portefeuille? Door de vraagstelling om te draaien wordt de subjectiviteit, het specificeren van marktschokken, verschoven naar enkel het bepalen van een 'pijngrens' die objectief verankerd kan worden aan de doelstelling en/of het risicobudget van een portefeuille.

In de onderstaande tabel worden de rendementen per beleggingscategorie getoond die ervoor kunnen zorgen dat het overrendement naar -14% verschuift, oftewel 1,5X het balansrisico van de voorgestelde portefeuille. De verschillen in rendement in de verschillende scenario's zijn niet heel groot. In deze situatie zou de VPV in waarde stijgen met ca. 13% tot 15%, hetgeen gelijk staat aan een daling van de rente met ca. 0.5 tot 0.6%. Deze bewegingen zijn goed voorstelbaar indien het virus niet onder controle komt en/of indien er sprake wordt van het deflatiescenario.

#### Uitkomst Reverse stress testing

Beleggingscategorie	Scenario 1	Scenario 2
Aandelen ontwikkeld	-26.6%	-23.5%
Aandelen opkomend	-21.8%	-25.8%
Private equity	-33.0%	-33.6%
Hoogrentend HY	-12.7%	-8.6%
Hoogrentend EMD	-9.1%	-7.0%
OG	-26.3%	-28.2%
Infra	-11.0%	-10.1%
VPV	13,2%	15,1%
Rente	-50bps	-56bps

## 4 Mandaat 2021

### 4.1 Opdracht

In het kader van de uitvoering van het vermogensbeheer voor Pensioenfonds MN (hierna 'PF MN' en 'het Fonds') wordt aan Mn Services Vermogensbeheer B.V. ('MN') het mandaat verstrekt om de beleggingsportefeuille te beheren. De gemandateerde heeft hierbij als opdracht om de portefeuille binnen de bandbreedtes en limieten op een efficiënte wijze te beheren.

De doelstelling van efficiënt portefeuillebeheer is het uitvoeren van kostenefficiënt beheer langs onderstaande richtlijnen:

- Er geldt geen outperformance doelstelling ten opzichte van de normportefeuille;
- Transactiekosten worden beperkt door het buy & hold karakter van het beleggingsmandaat;
- MN voert geen dynamisch beleid in de beleggingsportefeuille. MN adviseert over dynamisch beleid in de beleggingsportefeuille. Transacties worden in beginsel uitgevoerd rond openingsdata van de gebruikte vehikels (einde maand) en vooraf afgestemd met en goedgekeurd door PF MN. Enkel allocaties vanuit portefeuilleonderhoud worden door MN zonder voorafgaande afstemming met PF MN uitgevoerd. Zie paragraaf 4.4.

### 4.2 Performance

#### 4.2.1 Normportefeuille

In de ABTN is het lange termijn beleggingsbeleid van het Fonds vastgelegd, waarin ook een strategische norm voor 2021 is vastgelegd. De lange termijn doelstelling van het Fonds is afgeleid van de ALM studie 2018 en het Bestuur heeft besloten hier stapsgewijs naar toe te bewegen, afhankelijk van een aantal randvoorwaarden. Dit kader wordt geschetst in Bijlage A. De normportefeuille uit het Beleggingsplan 2021 kan hierdoor afwijken van het lange termijn beleid. Zo ontstaan er drie niveaus waarvoor in dit document de volgende definities worden gehanteerd:

- Strategische mix ALM 2018: lange termijn beleid afgeleid van de conclusies van de ALM studie 2018. De ALM mix wordt vermeld in de ABTN;
- Strategische norm 2021: beleid voor 2021 dat in dit Beleggingsplan 2021 expliciet wordt gemaakt;
- Normportefeuille: uitgangspunt voor performance meting in 2021.

**Als startnormportefeuille 2021 zal de portefeuille per ultimo december 2020 worden gehanteerd.** Hiervoor zal gebruik worden gemaakt van de feitelijke gewichten, zoals die worden gepubliceerd in de kwartaalrapportage vermogensbeheer over het 4<sup>e</sup> kwartaal 2020. Indien er na de kwartaalrapportage nog significante herwaarderingen plaatsvinden op de aanvangsgewichten begin 2021, dan zullen de aanvangsgewichten hierop met terugwerkende kracht worden aangepast.

De in dit Beleggingsplan 2021 geformuleerde voorgenomen wijzigingen, indien van toepassing, zullen in deze norm verwerkt worden op moment van implementatie. De definitieve normportefeuille wordt bepaald conform het hierboven beschreven proces.

**Tabel 1 Actuele en tevens (indicatie van) normportefeuille 2021 PF MN op basis van gegevens per 30 september. Uiteindelijk zal hiervoor de portefeuille per 31 december 2020 worden gebruikt!**

<b>% van het belegd vermogen</b>	<b>Actuele portefeuille 30-09-2020</b>	<b>Norm- portefeuille 2021<sup>4</sup></b>
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>51.2%</b>	<b>51.2%</b>
Euro Staatsobligaties	23.3%	23.3%
Euro IG Bedrijfsobligaties	14.0%	14.0%
Hypotheken	6.4%	6.4%
Kortlopende staatsobligaties (KLOP)	4.2%	4.2%
Liquide Middelen	-10.8%	-10.8%
Matching Overlay	14.1%	14.1%
<b>Returnportefeuille</b>	<b>48.8%</b>	<b>48.8%</b>
<b>Cluster Hoogrentend</b>	<b>20.1%</b>	<b>20.1%</b>
Europa	3.5%	3.5%
Verenigde Staten	3.1%	3.1%
Bank Loans	4.0%	4.0%
Opkomende Markten LC	4.7%	4.7%
Opkomende Markten HC	4.8%	4.8%
<b>Cluster Aandelen</b>	<b>24.0%</b>	<b>24.0%</b>
Noord Amerika	6.9%	6.9%
Europa	7.3%	7.3%
Verre Oosten	1.8%	1.8%
Opkomende Landen	5.8%	5.8%
Private Equity	2.1%	2.1%
<b>Cluster Onroerend Goed</b>	<b>4.7%</b>	<b>4.7%</b>
Infrastructuur	2.9%	2.9%
Internationaal OG (Beursgenoteerd/Indirect)	1.8%	1.8%
Nederlands OG (Niet-Genoteerd/Direct)	0.0%	0.0%
<b>Totale Portefeuille</b>	<b>100%</b>	<b>100%</b>

Er worden op basis van dit Beleggingsplan 2021 in beginsel geen transacties binnen en/of tussen de verschillende beleggingscategorieën uitgevoerd. Gedurende het jaar worden (her)allocaties tussen de verschillende portefeuilles afgestemd met PF MN en in de norm verwerkt. Dit kunnen zowel (her)allocaties op basis van overschrijdingen van bandbreedtes zijn als wel (her)allocaties op basis van DAPV. Zie ook paragraaf 4.4. Gedurende het jaar ontwikkelt de normportefeuille zich zoals beschreven in het Normrebalancing beleid.

<sup>4</sup> Ten behoeve van de strategische normportefeuille in de staten naar DNB en de bepaling van het strategisch VEV wordt waar mogelijk aangesloten bij de strategische mix zoals opgenomen in de ABTN. Waar onderliggende verdelingen niet in de strategische mix zijn vastgesteld, wordt de onderliggende verdeling binnen een categorie geschaald op basis van de feitelijke onderlinge verdeling in de portefeuille. In dien er op enig moment additionele besluitvorming plaatsvindt over de strategische invulling van beleggingscategorieën, worden deze verwerkt in de strategische beleggingsmix.

## 4.2.2 Benchmarks

Benchmarks worden gebruikt om de uitvoering door MN te beoordelen. De benchmarks in tabel 2 zijn overgenomen uit de vastgestelde mandaten. Voor de (customized) benchmarks is een korte beschrijving opgenomen, voor de details wordt naar de mandaten verwezen. In onderstaande tabel staat een weergave per categorie van de gehanteerde benchmark ten behoeve van de performancemeting. Voor de categorieën waarin is aangegeven dat de benchmark gelijk is aan de portefeuille, geldt dat de eurowaarde in de normportefeuille zich (tussen rebalancing momenten) ontwikkelt conform de eurowaarde van de feitelijke portefeuille.

**Tabel 2 Benchmarks portefeuille PF MN**

Matchingportefeuille	Benchmarks <sup>5</sup>
Euro Staatsobligaties	Portefeuille
Euro Investment Grade Bedrijfsobligaties <sup>6</sup>	Customized Markit iBoxx EUR Senior Corporate Investment Grade Factor Weighted Index (1)
Hypotheke	Customized Bloomberg Barclays EUR Swap Total Return Index
Liquide middelen / Correctie onderpand	Euro short-term rate (€STR)
Swap overlay	Portefeuille
Kortlopende obligatieportefeuille (mandaat)	Bloomberg Barclays Bellwether Swap (EU) 6 month total return index minus 15 basispunten

Returnportefeuille <sup>4</sup>	
<b>Hoogrentende obligaties</b>	
Bank Loans	Credit Suisse Institutional Western European Leveraged Loan Index (non US\$ - hedged to Euro)
US High Yield	ICE BofA BB-B US Non-Financial High Yield Constrained Index
Europees High Yield	ICE BofA BB-B Euro Developed Markets Non-Financial High Yield Constrained Index
Emerging Market Debt HC	Customized JP Morgan Emerging Market Bond Index Global Diversified (EMBI) (2)
Emerging Market Debt LC	Customized JP Morgan Government Bond Index EM Global Diversified (GBI) (3)
<b>Aandelen</b>	
Aandelen Noord Amerika	Customized MSCI North America Gross Total Return Index (4)
Aandelen Europa	Customized MSCI Europe Net Total Return Index (4)
Aandelen Verre Oosten	Customized MSCI Pacific Net Total Return Index (4)
Aandelen Opkomende Landen	Customized MSCI Emerging Markets Net Total Return Index (5)
Private Equity	Portefeuille
<b>Onroerend Goed &amp; Infrastructuur</b>	
Infrastructuur	Portefeuille
Europees Beursgen. Vastgoed	Customized GPR General Quoted Europe Net Total Return Index (6)
Nederlands Niet-Genoteerd Vastgoed	MSCI Netherlands Property Index met actuele verdeling woning/winkels/kantoren
<b>Valuta Overlay</b>	
Valuta-afdekking	3-maands valutatermijncontracten conform beleid

- (1) De standaard IHS Markit Euro Corporates Senior index wordt aangepast door emittenten uit opkomende markten uit te sluiten. Door middel van een fundamenteel model wordt op basis van een drietal factoren; kredietkwaliteit, sectorspreiding en liquiditeit de weging per emittent bepaald.
- (2) De JP Morgan Emerging Markets Bond Index Global Diversified (USD unhedged) wordt aangepast door landen uit te sluiten die niet voldoen aan de financiële en niet-financiële criteria welke MN onder andere in haar EMD landenraamwerk heeft vastgelegd.
- (3) De JP Morgan Government Bond Index EM Global Diversified (USD unhedged) wordt aangepast door landen uit te sluiten die niet voldoen aan de financiële en niet-financiële criteria welke MN onder andere in haar EMD landenraamwerk heeft vastgelegd. De landenwegingen in customized variant van de index worden een maal per jaar gefixeerd en bewegen vervolgens op basis van de relatieve performance van de landen.
- (4) De standaard MSCI regio indexindices per regio wordt aangepast door ondernemingen uit te sluiten die niet voldoen aan de financiële en niet-financiële criteria welke MN voor de aandelenportefeuille ontwikkelde landen heeft vastgesteld.
- (5) De standaard MSCI Emerging Markets wordt aangepast door, per de herweging in november, een deel van de ondernemingen vanuit MVB oogpunt te verwijderen.
- (6) De ondernemingen in de regionale GPR General Quoted index worden gescreend op basis van vijf Balanced Scorecard criteria (lan d, sector, leverage, huurinkomsten en bezettingsgraad).

<sup>5</sup> In het kader van de Europese Benchmark Verordening dienen gebruikers van benchmarks een plan te hebben opgesteld over hoe zij omgaat met wijzigingen en beëindigingen van gevoerde benchmarks. MN heeft dit plan verankerd in haar processen met betrekking tot benchmarks.

<sup>6</sup> Voor de MN Beleggingsfondsen is de benchmark in het prospectus te allen tijde leidend.

### 4.3 Risicobeheersingsmaatregelen

In deze paragraaf wordt een overzicht gegeven van de verschillende bandbreedtes van de risicobeheersingsmaatregelen rondom de aansturing van de beleggingsportefeuille. Het betreft een totaal overzicht van de risicomaatstaven die in 2021 gemonitord zullen worden, inclusief beoogde actie bij overschrijding van bandbreedtes.

#### 4.3.1 Bandbreedtes rondom de strategische portefeuille

In de ABTN zijn bandbreedtes opgenomen rondom de strategische beleggingsportefeuille. Deze zijn door het Bestuur vertaald in een strategische norm 2021. De bandbreedtes rondom deze strategische norm 2021 worden door de gemandateerde wekelijks gemonitord. Bij een overschrijding wordt PF MN binnen 5 werkdagen geïnformeerd. MN adviseert vervolgens over de te ondernemen actie. PF MN besluit over de te ondernemen actie. In onderstaande tabel zijn de bandbreedtes weergegeven, waarbij tevens de strategische mix afgeleid van de ALM studie 2018 ter referentie is opgenomen.

Tabel 3 Strategische portefeuille ALM en strategische norm 2021

	Strategische mix ALM 2018	Strategische norm 2021	Bandbreedte rondom strategische norm 2021
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%-55.0%</b>
<b>Returnportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%-55.0%</b>
Hoogrentende Waarden Cluster	15.0%	20.0%	15.0%-25.0%
Aandelen Cluster	20.0%	25.0%	20.0%-30.0%
Onroerend Goed/Infra Cluster	15.0%	5.0%	2.5%-10.0%

Per cluster wordt er vervolgens een nadere onderverdeling naar beleggingscategorieën gemaakt. In onderstaande tabel wordt deze verdeling weergegeven. Deze onderverdeling zal ook worden gebruikt ten behoeve van de berekening van het Strategisch Vereist Eigen Vermogen.

Tabel 4 Strategische norm portefeuille en bandbreedtes PF MN

% van het totale belegd vermogen	Strategische norm 2021	Min	Max
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>55.0%</b>
Euro Staatsobligaties	19.0%	10.0%	25.0%
Euro IG Bedrijfsobligaties	15.0%	10.0%	20.0%
Hypotheken	7.5%	5.0%	10.0%
Kortlopende obligatieportefeuille*	5.0%	2.3%	10.0%
Liquide Middelen**	0.0%		
Matching Overlay***	3.5%		
<b>Returnportefeuille</b>	<b>50.0%</b>	<b>45.0%</b>	<b>55.0%</b>
<b>Cluster Hoogrentend</b>	<b>20.0%</b>	<b>15.0%</b>	<b>25.0%</b>
Europa	3.0%	2.0%	4.0%
Verenigde Staten	3.0%	2.0%	4.0%
Bank Loans	4.0%	3.0%	5.0%
Opkomende Markten LC	5.0%	4.0%	6.0%
Opkomende Markten HC	5.0%	4.0%	6.0%
<b>Cluster Aandelen</b>	<b>25.0%</b>	<b>20.0%</b>	<b>30.0%</b>
Noord Amerika	6.3%	5.0%	7.5%
Europa	7.5%	6.3%	8.8%
Verre Oosten	1.3%	0.0%	2.5%
Opkomende Landen	6.3%	5.0%	7.5%
Private Equity	3.8%	0.0%	5.0%
<b>Cluster Onroerend Goed / Infrastructuur</b>	<b>5.0%</b>	<b>2.5%</b>	<b>10.0%</b>
Infrastructuur	3.0%	2.5%	3.5%
Internationaal OG (Beursgenoteerd/Indirect)	2.0%	0.0%	2.5%
Nederlands OG (Niet-Genoteerd/Direct)	0.0%	0.0%	2.5%

\* Uit het Beleid beheersing omvang liquiditeiten (voorheen Treasury Protocol) volgt een minimum cash niveau van 2.65% (zie 4.3.5). Hieruit volgt een minimum allocatie naar KLOP van ca. EUR 13 mln. Dit is meegenomen in de bandbreedte van KLOP (minimum van 2.3%). Het minimum mag enkel onderschreden worden zonder overleg met PF MN indien het Beleid Beheersing omvang Liquiditeiten daar aanleiding toe geeft. Bij een overschrijding wordt PF MN binnen 5 werkdagen geïnformeerd.

\*\* Voor liquide middelen wordt geen bandbreedte vastgelegd, zie paragraaf 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen.

\*\*\*Voor de matching overlay wordt geen bandbreedte vastgelegd. De omvang van de swapportefeuille wordt begrensd op basis van de exposure (in DV01 termen) binnen de bandbreedte om de renteaafdekking.

#### 4.3.2 Bandbreedtes rondom de normportefeuille

Rondom de normportefeuille zoals gedefinieerd in paragraaf 4.2.1 zijn signaalbandbreedtes gedefinieerd zoals weergegeven in onderstaande tabel. Deze bandbreedtes zijn bedoeld om te borgen dat de feitelijke portefeuille gedurende 2021 voldoende dicht bij de normportefeuille blijft. Deze bandbreedtes zijn bedoeld om onnodige (kleine) transacties als gevolg van marktontwikkelingen te vermijden. Deze bandbreedtes zijn niet bedoeld voor het voeren van dynamisch beleid door de gemandateerde. Deze bandbreedtes worden door de gemandateerde wekelijks gemonitord. Bij een overschrijding wordt de mandaatgever binnen 5 werkdagen geïnformeerd. MN adviseert vervolgens over de te ondernemen actie. PF MN besluit over de te ondernemen actie.

Tabel 5 Bandbreedtes rondom normportefeuille

	Signaal bandbreedte rondom norm
<b>Matchingportefeuille</b>	<b>+/- 1%-punt</b>
Euro Staatsobligaties	+/- 1%-punt
Euro IG Bedrijfsobligaties	+/- 1%-punt
Hypotheken	+/- 1%-punt
Kortlopende obligatieportefeuille	+/- 1%-punt
Liquide Middelen*	-
Matching Overlay**	-
<b>Returnportefeuille</b>	<b>+/- 1%-punt</b>
<b>Cluster Hoogrentend</b>	<b>+/- 1%-punt</b>
Europa	+/- 1%-punt
Verenigde Staten	+/- 1%-punt
Bank Loans	+/- 1%-punt
Opkomende Markten LC	+/- 1%-punt
Opkomende Markten HC	+/- 1%-punt
<b>Cluster Aandelen</b>	<b>+/- 1%-punt</b>
Noord Amerika	+/- 1%-punt
Europa	+/- 1%-punt
Verre Oosten	+/- 1%-punt
Opkomende Landen	+/- 1%-punt
Private Equity	+/- 1%-punt
<b>Cluster Onroerend Goed</b>	<b>+/- 1%-punt</b>
Infrastructuur	+/- 1%-punt
Internationaal OG (Beursgenoteerd/Indirect)	+/- 1%-punt
Nederlands OG (Niet-Genoteerd/Direct)	+/- 1%-punt

\* Voor liquide middelen wordt geen bandbreedte vastgelegd, zie paragraaf 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen.

\*\* Voor de matching overlay wordt geen bandbreedte vastgelegd. De omvang van de swapportefeuille wordt begrensd op basis van de exposure (in DV01 termen) binnen de bandbreedte om de renteafdekking.

### 4.3.3 Renteafdekking

In onderstaande tabel zijn de bandbreedtes voor de beheersing van de renteafdekking weergegeven. Indien een limiet bandbreedte overschreden wordt, wordt de portefeuille binnen 5 werkdagen naar de strategische norm 2021 gebracht door middel van transacties in de discretionaire staatsobligatie- of swapportefeuille. Indien een signaal bandbreedte overschreden wordt, wordt PF MN binnen 5 werkdagen door MN geïnformeerd. Vervolgens adviseert MN PF MN over de te ondernemen actie. PF MN besluit.

De doelstelling van de matchingportefeuille wordt gegeven door de gestelde renteafdekking van de verplichtingen. Door tevens een grens te stellen aan de omvang van de portefeuille, wordt feitelijk een grens gesteld aan de leverage. Beheersing van het matching risico gebeurt derhalve door vijf elementen:

- Begrenzing aan de leverage;
- Begrenzing aan rentecurve risico middels level (niveau), slope (helling) en curvature (kromming);
- Begrenzing aan kredietrisico middels DTS;
- Totale begrenzing van de tracking error (TE) van de matchingportefeuille;
- Begrenzing aan de invulling van de renteafdekking met fysieke producten.

Gegeven de conclusie van de ALM studie 2018 om strategisch 70% renterisico af te dekken, wordt in dit Beleggingsplan 2021 het percentage voor 2021 gekaderd. Hoe verdere stappen met betrekking tot de rente afdekking in de richting van de ALM uitkomst van 70% worden ingekaderd, wordt in Bijlage A omschreven.

**Tabel 6: Kengetallen renteafdekking**

	Norm	Bandbreedte	Frequentie meting	Type bandbreedte
Balansrisico matching (MtM)	2%	Max 2.5%	Maandelijks	Signaal
Yield	conform VPV	Spread $\geq$ 0.1%	Maandelijks	Signaal
Renteafdekking niveau (UFR)	n.v.t.			
Renteafdekking niveau (MtM)	60%	57.5%-62.5%	Wekelijks	Limiet
Renteafdekking helling (MtM)	60%	45%-75%	Wekelijks	Limiet
Renteafdekking kromming (MtM)	60%	45%-75%	Wekelijks	Limiet
Kredietrisico (DTS)	1.4%	0.5%-2.0%	Wekelijks	Signaal
Bijdrage swaps aan renteafdekking	65%	50%-70%	Wekelijks	Signaal

#### 4.3.4 Valuta afdekking

In het valuta beleid is vastgelegd hoe het valutarisico beheerst wordt. In het strategiedocument is vastgelegd hoe de uitvoering hiervan wordt vormgegeven. Indien de afdekking buiten de bandbreedte komt, wordt deze uiterlijk op het slot van de volgende werkdag binnen de bandbreedte gebracht. In onderstaande tabel zijn de verschillende percentages weergegeven die relevant zijn voor de uitvoering van het beleid. Voor de rapportage op niveau 3 (beleggingscategorieën) wordt uitgegaan van de afdekkingspercentages uit de kolom 'afdekking vanuit investment beliefs'. De uiteindelijke uitvoering zal gebaseerd zijn op de 'Norm 2021'. De impact van afwijkingen van de feitelijke afdekking ten opzichte van de 'afdekking vanuit investment beliefs' wordt gerapporteerd op niveau 1 in de vermogensbeheerrapportage.

**Tabel 7: Valuta-afdekking**

Valuta	Afdekking vanuit investment beliefs	Strategische bandbreedte	Norm 2021	Bandbreedte t.b.v. uitvoering	Frequentie monitoring
USD	100%	50%-100%	100%	+/- 2.5%	Wekelijks
GBP	100%	100%	100%	+/- 2.5%	Maandelijks
JPY	100%	100%	100%	+/- 2.5%	Maandelijks
Overige ontwikkelde valuta	100%	0%	0%	0%	N.v.t
Valuta opkomende landen	0%	0%	0%	0%	N.v.t



### 4.3.5 Overige risicobeheersingsmaatregelen

In onderstaande tabel zijn de overige risicobeheersmaatregelen weergegeven die gemonitord worden ten behoeve van PF MN.

**Tabel 8: Overige risicobeheersingsmaatregelen**

Risico-onderdeel	Norm	Bandbreedte	Frequentie	Actie bij overschrijding
Vereist Eigen Vermogen (korte termijn risicohouding)	Strategisch VEV	+/- 2%-punt	Maandelijks	Signalering bij overschrijding via de maandrapportage, advies MN over te nemen actie, PF MN besluit
Balansrisico (MtM)	10.0%	7%-12%	Maandelijks	Signalering bij overschrijding via de maandrapportage, advies MN over te nemen actie-, PF MN besluit
Liquiditeiten (1) (Beleid beheersing omvang liquiditeiten)	n.v.t.	2.65% - 4.00% Normaal volatiliteitsregime (2) 4.00% - 6.00% Hoog volatiliteitsregime (2)	Dagelijks	Bij onder-/overschrijding van de bandbreedte wordt conform de afspraken zoals vastgelegd in het Beleid beheersing omvang liquiditeiten de liquiditeitspositie binnen bandbreedtes gebracht.

(1) De liquiditeitspositie is gedefinieerd als de waarde van de liquiditeiten portefeuille + het saldo van het cash onderpand + het cash saldo in de renteswap en valuta-hedge portefeuilles.

(2) Welk volatiliteitsregime geldig is, wordt door MN bepaald op basis van de rentevolatiliteit. Zie Beleid beheersing omvang liquiditeit voor specifieke niveaus.

### 4.4 Allocaties

(Her)allocaties tussen de verschillende portefeuilles zullen vooraf afgestemd worden met PF MN en in de norm verwerkt worden. Uitzonderingen hierop zijn:

- Stortingen en onttrekkingen aan de portefeuille worden verrekend met de liquide middelen.
- Het valutaresultaat wordt op kwartaalbasis verrekend met de liquide middelen.
- Capital Calls en distributies worden gefinancierd uit cq. toegevoegd aan de liquide middelen.
- De cashpositie in de renteswapportefeuille en illiquide portefeuilles wordt maandelijks afgeroomd naar cq. aangevuld uit de liquide middelen.
- Intramaand allocaties benodigd om de liquiditeiten aan te vullen. Zie Beleid beheersing omvang liquiditeiten.

### 4.5 Rapportage

De gemandateerde rapporteert aan de mandaatgever 12 keer per jaar met betrekking tot dit mandaat. De rapportage omvat minimaal de performance van de portefeuille, performance van de benchmark, performance karakteristieken, risico karakteristieken, de positionering van de portefeuille binnen de bandbreedtes, alsmede een verklaring omtrent de al dan niet opgetreden afwijkingen ten opzichte van het mandaat.

#### 4.6 Ingangsdatum en wijzigingsprocedure

Dit Beleggingsplan 2021 gaat in op 1 januari 2021 en is geldig tot een nieuw Beleggingsplan is vastgesteld. Tussentijds zijn wijzigingen op onderdelen van dit Beleggingsplan mogelijk. Wijzigingen zullen schriftelijk worden vastgelegd.

#### 4.7 Akkoord

PF MN verklaart akkoord te zijn met de beschreven afspraken.

Aldus overeengekomen en getekend te Den Haag op ... december 2020

Namens Stichting Pensioenfonds MN

\_\_\_\_\_  
Naam:  
Functie:

\_\_\_\_\_  
Naam:  
Functie:

Namens Mn Services Vermogensbeheer B.V.

\_\_\_\_\_  
Naam: Drs. N.F.J. Hoogers  
Functie: Directeur

\_\_\_\_\_  
Naam: Ir. M. Scholten  
Functie: Directeur Vermogensbeheer

# Bijlage A Monitoring Dashboard Rente Afdekking

Ten behoeve van het stapsgewijs toewerken naar de strategische rente afdekking van 70% vanuit het niveau van 50% als vastgesteld in het Beleggingsplan 2019, is het volgende strategische pad bepaald. Op jaarbasis is een norm vastgesteld waarbij de volgende richtlijnen gelden:

- het Bestuur heeft ruimte af te wijken van de norm tussen het meest recente afdekkingspercentage en de lange termijn visie van 70%;
- wanneer het afdekkingspercentage wordt verhoogd, geldt het nieuwe percentage als minimum in de bepaling van de normstelling van het nog te volgen pad naar de 70%. Het gevolg is dat onderstaand minimum gedurende 2021 af kan gaan wijken van onderstaande tabel.

	Jaar	Norm	Min (voorlopig)	Max
T	2018	50%		
T+1	2019	55%		70%
T+2	2020	60%		70%
T+3	2021	65%	60%	70%
T+4	2022	70%	60%	70%
>T+4	>2022	70%	60%	70%

Het Bestuur van PF MN zal met behulp van de kadering via onderstaand Monitoring Dashboard op kwartaalbasis bespreken of op basis van de resultaten aanleiding is de ruimte in rente afdekking rondom het strategisch pad te benutten.

Thema	Beoordeling
I. Visie renteonderdelen versus geïmpliceerde niveaus in huidige marktcurves	1. Renteverwachtingen: consensus economen versus geïmpliceerde renteontwikkeling forwards 2. Looninflatie: niveau versus geïmpliceerde inflatieverwachtingen forwards 3. Reële economische groei: verwachtingen consensus economen versus geïmpliceerde reële rente 4. Balans ECB, ECB herfinancieringsprogramma (LTRO), gecommuniceerd ECB-beleid prospectief
II. Omvang risicobudget in relatie tot niveau dekkingsgraad	5. Verschil risicobudget bij benutten afdekkingsruimte versus risicobudget conform norm strategische ontwikkeling renteafdekking 6. Huidige dekkingsgraad en lange en korte termijn herstelplan
III. Verdeling risicobudget	7. Verschil decompositie risicobudget (bijdrage rente-afdekking) bij benutten ruimte versus decompositie risicobudget bij portefeuille-inrichting conform norm strategische ontwikkeling renteafdekking

MN rapporteert het Dashboard op kwartaalbasis op basis waarvan PF MN op kwartaalbasis tijdens de Bestuursvergadering evalueert of er aanleiding is de norm renteafdekking te wijzigen. In de rapportage en evaluatie wordt zowel het huidige niveau van de criteria beschouwd alsmede de richting van de verandering ten aanzien van de meest recente meting.

**Pensioenfonds MN**

Prinses Beatrixlaan 15

Postbus 93132

2509 AC Den Haag

Nederland

<https://pensioenfondsmn.nl/>