

Evaluatie beleggingsjaar 2019.

1. Inleiding

Jaarlijks dienen de beleggingen te worden geëvalueerd. De Commissie Beleggingen rapporteert hierbij ook aan het Bestuur, die de eindverantwoordelijkheid draagt voor zowel het Strategisch Beleggingsbeleid als voor het jaarlijkse Beleggingsplan.

Deze rapportage bevat een evaluatie van de financiële aspecten. Er is ook een aparte rapportage over de niet financiële aspecten. Het Bestuur heeft de integrale rapportage goedgekeurd op 25 mei 2020.

2. Performance totale portefeuille

De portefeuille behaalde een beleggingsresultaat van 20,47% in 2019 en versloeg daarbij de benchmark met 0,24%. De matchingportefeuille bleef achter bij de benchmark en wel met 1,52%. De returnportefeuille deed het daarentegen beter dan de benchmark. Binnen de returnportefeuille was er een groot onderscheid in performances van de verschillende onderdelen en zijn twee opmerkingen te maken die de outperformance relativeren namelijk

- 1) Uit kostenoverwegingen hanteren we een Onroerend goed benchmark die meer het investeren in direct onroerend goed reflecteert dan beursgenoteerd onroerend goed. Corrigeren we daarvoor dan verdwijnt een groot deel van de outperformance in de returnportefeuille.
- 2) Voor de performancemeting in de indexfunds wordt vergeleken met MSCI-indices waar bronbelasting niet kan worden teruggevorderd. De performance van de benchmark wordt hierdoor gedrukt, terwijl we wel een deel terug krijgen. Het is voor de beheerder dan makkelijker een outperformance te realiseren ook al belegt hij passief en maakt hij kosten.

Onderstaand een staatje met de verschillende opbrengsten:

	portefeuille	benchmark	relatief
Totaal	20,47%	20,18%	0,31%
Matching	11,07%	12,77%	-1,70%
Return	27,39%	26,24%	1,15%

In oktober 2019 is een ALM-light uitgevoerd omdat in de in 2018 uitgevoerde ALM Onroerend goed niet was meegenomen, terwijl dit wel in de normportefeuille was meegenomen. De ALM-studie bevestigde de legitimiteit van het OG in de portefeuille.

Financiële positie fonds

De actuele dekkingsgraad van het fonds was eind 2019 115,5% ten opzichte van ultimo 2018 een lichte stijging. Per ultimo 2018 stond deze namelijk op 111,9%. Het herstel van de aandelenmarkten werkte positief uit, terwijl de rentedaling een negatieve invloed had. De dekkingsgraad ondervindt nog altijd een positief effect van de herstell premie die de werkgever betaalt zolang de dekkingsgraad

van het fonds nog beneden het VEV zit. Ook over 2019 kon weer een gedeeltelijke indexatie worden gegeven. De beleidsdekkingsgraad daalde in 2019 van 117,1 naar 113,2%.

Actief versus passief beheer

Het beleggingsjaarplan 2109 bevatte geen afwijkingen van het strategisch jaarplan 2019-2021 hetgeen ook logisch was omdat het SBP pas eind 2019 was afgerond en dus samenviel met het opstellen van het jaarplan. De beleggingsportefeuille is in januari 2020 geheralloceerd naar de normportefeuille conform het strategisch beleggingsplan. In 2019 is ook het besluit van kracht geworden dat de Commissie Beleggingen niet meer zonder akkoord van het bestuur binnen de bandbreedtes zelf tactische besluiten neemt. Wel zijn de bandbreedtes aanmerkelijk verkrappt om daarmee tussentijdse herbalancerings “af te dwingen” van relatief beter presterende portefeuilles onderdelen ten opzichte van achterblijvende beleggingscategorieën. Gedurende het beleggingsjaar 2019 zijn twee tactische besluiten genomen met instemming van het gehele bestuur te weten:

- 1) Medio 2019 de maximale ruimte benutten van de liquiditeitspositie binnen de returnportefeuille omdat de mening was dat aandelenmarkten overgewaardeerd waren.
- 2) In oktober 2019 is besloten de rentehedge te verhogen naar 50%. Het bestuur heeft dit gedaan naar aanleiding van de bespreking welke instrumenten het fonds ter beschikking stonden om neerwaartse risico's te reduceren.

Met name de eerste actie heeft de relatieve performance geen goed gedaan, doordat de beurzen verder opliepen. Beide acties vinden hun motivering ook vanuit risicomangementoverwegingen.

Al met al kan de bijdrage van actief beheer vanuit verschillende invalshoeken gemeten worden.

- 1) De portefeuille behaalde een hoger resultaat 20,47% dan als je benchmarkresultaten (passief) van matching en return met hun respectievelijke gewichten (0,45 en 0,55) vermenigvuldigt en tot het totaal optelt (20,18%)
- 2) Als je de behaalde performances in resp. matching en return met hun gewichten in de portefeuille vermenigvult en dit optelt dan wordt het beeld nog positiever. De performance zou dan op 20,02% zijn uitgekomen tegen dus daadwerkelijk 20,47%. Het beleid van “smalle bandbreedtes” waardoor herbalancering wordt afgedwongen lijkt dus vruchten af te leveren.
- 3) Op beleggingscategorieniveau is het beeld van actief beheer gemengd. Emerging Markets Equities scoorde weer (consistent outperformance over langere periode) relatief bijzonder goed. UBS behaalde 25,28% to.v. de benchmark 20,61%. UBS High Yield bleef achter bij de benchmark (10,82 versus 11,33%). Onroerend goed (BNP) bleef duidelijk achter op hun eigen benchmark (25,23 versus 29,32%), hetgeen met name veroorzaakt werd in Q2 door een aantal verkeerde keuzes (overwegingen in Duitse/Berlijnse markt). De matchingportefeuille bleef ook achter bij de benchmark. Dit had verschillende oorzaken (zie hfd 3).

3. Performance per beleggingscategorie

Pensura heeft als basis voor de constructie van de beleggingsportefeuille “Investment Cases” opgesteld. De IC's geven de belangrijkste karaktersitatieken weer waarom het fonds hierin meent e

moeten beleggen en geeft ook de kaderstellingen aan. De investeerbaar geachte categorieën worden dan ook meegenomen in de ALM-studie. Hoewel er voor de lange termijn wordt belegd is het goed om jaarlijks even de afzonderlijke beleggingscategorieën langs te lopen en te beoordelen of zij voldoen aan de gehanteerde uitgangspunten.

Overzichtstabel

	<u>Performance 2019</u>
Matchingportefeuille	11,07%
Aandelen ontwikkelde markten	29,39%
Aandelen emerging markets	25,28%
High Yield obligaties	10,82%
Onroerend Goed	25,62%

Matchingportefeuille

De matchingportefeuille kent eigenlijk twee IC's namelijk die van staatsobligaties en die van Investment Grade obligaties. In 2019 heeft de portefeuille het aanmerkelijk slechter gedaan dan de benchmark. Pensura heeft bij de inrichting van de matchingportefeuille een aantal keuzes gemaakt. Om een positief rendement mogelijk te maken is voor een deel van de portefeuille belegd in niet staatsobligaties en in staatsobligaties van Frankrijk en Spanje . De obligaties voor de zgn harde eurolanden (Nederland en Duitsland) leveren een negatief rendement op. Daarnaast wordt om de langlopende verplichtingen te hedgen gebruik gemaakt van LDI-fondsen waarin in swaps wordt belegd en de portefeuille dus ook gevoelig wordt voor verschillen in spreads tussen swap en staat. Daarnaast bevat de matchingportefeuille meer geld dan nodig is voor een goede hedge, waardoor curverisico (overbelegd aan het korte eind) ontstaat. De laatste factor heeft in 2019 het meest bijgedragen aan de underperformance. Op een verwacht rendement op basis van de rentehedge van €10,5mln werd een rendement behaald van € 8,7 mln hetgeen voor € 1.9mln werd veroorzaakt door het curve-effect (spread effect licht positief). De ex post rentehedge lag dan ook gedurende het jaar lager dan de ex- ante hedge, hetgeen logischerwijs voortvloeit uit vorenstaande. De hiervoor geschetste problematiek van de matchingportefeuille en de verhouding matching/returnportefeuille is een belangrijk onderzoeksthema voor de Beleggingscommissie in 2020.

Aandelen

De aandelenportefeuille "Ontwikkelde markten" wordt volledig passief ingevuld door index funds. In alle gevallen , behalve Pacific, werden de kosten van passief beheer goed gemaakt door het beleid van securities lending dat Blackrock voert en zoals eerder aangegeven de kunstmatig gecreëerde outperformance door de gekozen indices (terugvordering dividendbelasting) . Met een beleggingsresultaat van 29,4% (met de US met 34% als uitschieter) was dit het best presterende portefeuille-onderdeel.

Aandelen Emerging Markets

Met 25,28% was de performance goed te noemen. Hierbij moet wel meegenomen worden dat voor meer dan 30% in China wordt belegd en de performance daarmee sterk afhankelijk wordt van deze

economie. Vraag die gesteld zou kunnen worden of dit wenselijk is (maar anderzijds geldt dat ook voor de MSCI Wereldindex waar Amerika ongeveer de helft van uitmaakt) . Valuta-effecten waren dit jaar licht negatief. De Investment case is er wel op gebaseerd dat Emerging Markets Equities op langere termijn meer opleveren dat Aandelen ontwikkelde markten, omdat ze een hoger risico (volatiliteit, valutarisico) hebben . De groeiperspectieven van deze economieën zouden dat moeten compenseren. In 2018 en 2019 was dat niet het geval. Over een 3-jaars periode ontlieden de marktsegment elkaar niet veel gezien vanuit de benchmark, maar profiteerde Pensura van de sterke outperformance van het actieve beheer van UBS.

Onroerend goed

Net zoals de andere zakelijke waarden was de performance van onroerend goed in 2019 in absolute zin zeer goed te noemen. Daarbij is het resultaat wel sterk afhankelijk van de gekozen indeling over verschillende sectoren. Fondsen (maar ook indices) met een relatieve hoge weging naar retail deden het slecht. Zoals al gemeld bleef de Europese onroerend goed portefeuille zoals die beheerd wordt door BNP fors achter bij de door hen gehanteerde index, maar bleef duidelijk voor op indices met een relatieve sterke weging naar retail. Ter illustratie fondsen als Unibail Rodamco en Wereldhave, die sterk in de reatilsector zitten behaalden over 2019 een negatief resultaat. De grote verschillen in marktsegmenten is wel een trigger om nog eens te onderzoeken of we zelf dan wel via beheer de sectorwelingen moeten sturen. De ontwikkelingen de komende jaren op de kantorenmarkt zouden wel heel bepalend kunnen zijn. Onder andere het COVID-19 virus zal de logistieke organisatie van kantoorpanden gaan beïnvloeden evenals manier van thsuiwerken en vergaderen.

High Yield obligaties

De performance van de categorie was tevredenstellend over 2019. De portefeuille behaalde een resultaat van 10,82%. Ter vergelijking de bedrijfsobligaties (investment grade) boekten een resultaat van 6,94%. De beide portefeuille-onderdelen zijn goed vergelijkbaar omdat beide in Euro obligaties beleggen. Het hogere risico is dus beloond. Dit geldt ook voor de afgelopen 3 jaar.

Overige beleggingscategorieën

Pensura belegt niet in assets als commodities, infrastructuur, private equity en hedge funds. Ook deze assets hadden behoorlijke performances in 2019. Grondstoffen (de index met een zware overweging naar olie) steeg met 19%, hedge funds ca 8%, infrastructuur met ca 15%, private equity (zeer divers, maar indices met een onderweging in venture capital) met ca 20%.

4.Overige financiële risico's

Valutarisico

Ultimo 2019 bedroeg het valutarisico ca € 70mln in de DB-portefeuille hetgeen overeenkomt met ca 35% van de porttefeuille. Belangrijkste valuta is de US dollar die ruim 20% van de totale portefeuille uitmaakt. De euro is in 2019 wederom in waarde gedaald tegenover een mandje wereldvaluta. De constatering is dat al een aantal jaren het gekozen valutabeleid (niet afdekken) tot extra koerswinst heeft geleid en de nodige hedgingkosten heeft bespaard. Desalniettemin blijft de portefeuille natuurlijk gevoelig voor valutaschommelingen met name tov de US dollar. De portefeuille heeft ook geprofiteerd van het Britse Pond die ca 5% van de portefeuille uitmaakt via de Europese beleggingen

(Europese aandelen , High Yield obligaties en Onroerend goed) en in 2019 met ruim 6% in waarde steeg.

Kredietrisico

Doordat in het kader van SBP 2019-2021 het aandeel in High Yield obligaties is toegenomen nam ook het kredietrisico in de portefeuille toe. Het aandeel van obligaties lager dan BBB nam toe van 5,2% naar 12,0% van de totale obligatieportefeuille.

Concentratierisico

Er lijken geen grote concentratierisico's in de portefeuille. De Franse overheid is de grootste debiteur met ruim € 13mln. Amerika (aandelen) en de Amerikaanse dollar zijn de grootste beleggingsmarkten met ca 23% van de totale portefeuille. Met het niet afdekken van de valuta zit daar wel een gevoeligheid in de portefeuille.

Liquiditeitsrisico

Het fonds is inmiddels door de gedaalde herstellpremies (agv de oplopende dekkingsgraad) en het toenemend aantal pensioengerechtigden in de situatie gekomen dat er meer geld uitgaat dat er binnenkomt, te meer ook omdat in beleggingsfondsen wordt belegd die niet uitkeren maar waarin de dividenden worden herbelegd. Het liquiditeitsrisico is vooralsnog niet groot. De portefeuille is belegd in liquide fondsen, met BNP is afgesproken dat vrij snel zonder problemen met de hedging middelen kunnen worden vrijgemaakt indien nodig en praktisch gezien was het in 2019 bij de herbalancering en tactische acties mogelijk om rekening te houden met de liquiditeitsprognoses, die op kwartaalbasis ter beschikking komen.