



Pensioenfonds UWV

Beleggingsplan 2026

STICHTING PENSIOENFONDS UWV

Inhoudsopgave

1	Inleiding.....	2
2	Belangrijkste kenmerken beleggingsbeleid 2026.....	3
2.1	Evaluatiecyclus beleggingscategorieën	4
3	Verwachtingen voor economie en financiële markten	6
3.1	Centraal scenario komend decennium (2025-2035)	6
3.2	Alternatieve economische scenario's komend decennium (2025-2035)	7
3.3	Economisch scenario voor de korte termijn (2026)	8
3.4	Verwachtingen voor economie en markten in centraal scenario	9
3.5	Toetsing economische verwachtingen.....	10
4	Beleggingscategorieën – terugblik en vooruitblik	12
4.1	Aandelen ontwikkeld en opkomende landen	12
4.2	Investment Grade Bedrijfsobligaties.....	13
4.3	Hypotheken	13
4.4	Emerging Market Debt	13
4.5	Europees High Yield en Bankleningen.....	13
4.6	LDI.....	14
4.7	Vastgoed.....	14
4.8	Private Markets	15
4.9	Reductie van complexiteit.....	15
5	Beleggingsbeleid 2026	16
5.1	Beleidswijzigingen	16
5.2	Benchmarks.....	20
5.3	ESG benchmarks	23
6	Rendements- en risicoanalyses	25
6.1	Rendementsverwachting	25
6.2	Risicomaatstaven	25
	Bijlage 1: Bestuurlijk traject bij de totstandkoming van het nieuwe beleggingsbeleid	29
	Bijlage 2: Beschrijving overige economische scenario's	30
	Bijlage 3: Evaluatie beleggingscategorieën	34
	Bijlage 4: ESG benchmark beoordeling.....	38

1 Inleiding

Dit document legt het beleggingsbeleid van Stichting Pensioenfonds UWV (hierna te noemen 'het fonds') voor 2026 vast.

In 2023 heeft het fonds een ALM-studie uitgevoerd, op basis waarvan het nieuwe strategische beleggingsbeleid 2024-2026 is vastgesteld. Belangrijke onderdelen van het strategische beleid zijn de door het bestuur vastgestelde strategische beleggingsmix, inclusief het beleid met betrekking tot rente- en valuta-afdekking. Het strategisch beleggingsbeleiddocument bevat tevens een beschrijving van de beleggingsdoelstellingen, beleggingsbeginselen, risicohouding en de beleggingsfilosofie van het fonds, die gecombineerd het vertrekpunt vormen voor het strategisch beleid.

Naast het strategisch beleggingsbeleid wordt door het fonds jaarlijks een beleggingsplan uitgewerkt, waarin de beleggingsmix verder wordt uitgewerkt en waarin wordt ingegaan op de speerpunten met betrekking tot de beleggingen in het betreffende jaar. Dit beleggingsplan kan op onderdelen afwijken van het strategisch beleggingsbeleid; de belangrijkste reden hiervoor is afwijkingen als gevolg van de implementatie van een illiquide categorie als private markets en/of onroerend goed. Op basis van de financiële positie, actuele thema's, de evaluatie van verschillende beleggingscategorieën en de economische omstandigheden wordt het beleggingsbeleid getoetst en eventueel aangepast.

Belangrijk uitgangspunt is dat het fonds voornemens is om op per 1 januari 2028 de rechten in de huidige regeling in te varen in de nieuwe Solidaire Premiereregeling (hierna 'SPR') onder de Wet Toekomst Pensioen (hierna 'WTP'). Dit proces zal governance-capaciteit van het fonds vergen en de beleggingsportefeuille zal bij invaren significant veranderen. Uitgangspunt van eventuele aanpassingen in de huidige portefeuille is dat daarmee de portefeuille geleidelijk in lijn wordt gebracht met de SPR-portefeuille, zonder dat het risico van de huidige portefeuille verhoogd wordt.

Het fonds heeft Van Lanschot Kempen Investment Management N.V. ('VLK') aangesteld als fiduciair manager. VLK heeft het fonds geadviseerd bij het opstellen van het beleggingsbeleid 2026. In een separaat document zijn de beleggingsrichtlijnen voor 2026, die gelden als restricties in het kader van de vermogensbeheeropdracht aan de fiduciair manager, in detail uitgewerkt. Het fonds zal tijdens de periodieke bijeenkomsten met VLK overleggen of het beleggingsbeleid 2026 nog voldoet aan de doelstelling van het fonds, gegeven de actuele marktomstandigheden, als onderdeel van de jaarlijkse beleggingscyclus.

2 Belangrijkste kenmerken beleggingsbeleid 2026

Het fonds heeft besloten om het beleggingsbeleid 2026 beperkt aan te passen. De belangrijkste kenmerken van het strategisch beleid blijven gelijk:

- Handhaven van de rendement/risico verhouding (strategische vereist eigen vermogen);
- De verhouding tussen de matching- en rendementsportefeuille blijft ongewijzigd
- De renteafdekking blijft gelijk, namelijk 85% van de verplichtingen op basis van de swapcurve.

Het strategisch beleid van het pensioenfonds is gebaseerd op de in 2023 uitgevoerde ALM-studie. Conclusie van de ALM-studie was dat deze asset-allocatie het beste paste bij de ambitie en de risicobereidheid van het pensioenfonds.

Het fonds heeft besloten om in de jaarlijkse asset allocatie op een aantal punten af te wijken van het strategisch beleid. De wijzigingen in het beleggingsbeleid 2026 t.o.v. het strategische beleid vinden plaats binnen het hoogrentende deel van de portefeuille:

- De weging van High Yield en bankleningen wordt verkleind, richting de norminvulling onder SPR.
- De allocatie naar Emerging market Debt (EMD) zal voortaan alleen worden ingevuld met EMD Hard Currency (EMD HC). Er zal afscheid genomen worden van de categorie EMD Local Currency (EMD LC). De huidige allocatie naar EMD HC zal iets worden verhoogd, richting de norminvulling onder SPR.
- De vrijgekomen middelen door de verlaging van High Yield, bankleningen en EMD wordt herverdeeld naar de categorie Direct Lending, waarvan de allocatie wordt verhoogd richting de SPR-invulling, en naar liquiditeiten.

Het pensioenfonds heeft tot deze aanpassing besloten omdat hiermee het dekkingsgraadrisico richting invaren licht wordt verlaagd, een belangrijke doelstelling van UWV. Met deze aanpassing wordt de samenstelling van het hoogrentende blok van de portefeuille al behoorlijk in lijn gebracht met de SPR-allocatie. Nadeel van de aanpassing is wel het licht lagere verwachte rendement, maar het pensioenfonds heeft het belang van het verminderen van het dekkingsgraadrisico zwaarder gewogen.

Onderstaande tabellen geven zowel het strategisch beleggingsbeleid als het beleggingsbeleid van 2025 en 2026 weer.

ALLOCATIE NAAR MATCHING- EN RENDEMENTSPORTEFEUILLE

	Strategische beleid	Beleid 2025 (huidig)	Beleid 2026
Matchingportefeuille	27,9%	27,9%	27,9%
Rendementsportefeuille	72,1%	72,1%	72,1%
Totaal	100%	100%	100%

ALLOCATIE BINNEN DE RENDEMENTSPORTEFEUILLE(% VAN DE TOTALE PORTEFEUILLE)

	Strategisch beleid	Beleid 2025 (huidig)	Beleid 2026
Aandelen	21,0%	21,0%	21,0%
Aandelen ontwikkelde landen	18,9%	18,9%	18,9%
Aandelen opkomende landen	2,1%	2,1%	2,1%
Onroerend Goed	10,0%	10,0%	10,0%
Niet-beursgenoteerd OG	10,0%	10,0%	10,0%
Private markets	7,0%	7,0%	7,6%
Direct Lending	3,0%	3,0%	3,6%
Private Equity & Infrastructuur	4,0%	4,0%	4,0%
Vastrentende waarden	20,6%	20,6%	20,6%
IG Euro Bedrijfsobligaties	6,6%	6,6%	6,6%
Hypotheke	14,0%	14,0%	14,0%
Hoogrentend	12,4%	12,4%	8,8%
High Yield (incl. bankleningen)	6,2%	6,2%	5,2%
EMD Hard Currency	3,1%	3,1%	3,6%
EMD Local Currency	3,1%	3,1%	0,0%
Liquiditeiten & valuta-afdek.	1,1%	1,1%	4,1%
Totaal	72,1%	72,1%	72,1%

BEHEERSING RENTE- EN VALUTARISICO

	Strategisch beleid	Beleid 2025	Beleid 2026
Renteafdekking (op swapcurve)	85% van de rentegevoeligheid van de verplichtingen	Gelijk aan strategisch beleid	Gelijk aan strategisch beleid
Valuta-afdekking (USD, JPY, GBP)	50% van de valutaexposure van de portefeuille	Gelijk aan strategisch beleid	Gelijk aan strategisch beleid

Evaluatiecyclus beleggingscategorieën

Het fonds heeft voor elke beleggingscategorie in het strategisch beleggingsbeleid een investment case gemaakt. In een drie-jaars cyclus wordt elke beleggingscategorie uitgebreid geëvalueerd en investment case opnieuw uitgewerkt. De tabel hieronder laat de voltooide investment cases zien en de investment cases die voor 2026 op de planning staan.

INVESTMENT CASE EVALUATIE

Beleggingscategorie	Uitgevoerd/gepland	Toelichting
Aandelen	2024 Q2	Aandelen ontwikkeld en aandelen opkomend samen
Onroerend goed	2025 Q1	
Direct Lending	2024 Q1	
Private Equity	2024 Q3	
Infrastructuur	2024 Q4	
IG Euro bedrijfsobligaties	2025 Q3	
EMD HC & LC	2024 Q3	
Liquiditeiten	2024 Q1	
LDI	2024 Q4	
High Yield & bankleningen	2026	Laatste Investment case is in 2023 uitgevoerd. Gepland voor 2026
Hypotheken	2026	Laatste Investment case is in 2023 uitgevoerd. Gepland voor 2026

3 Verwachtingen voor economie en financiële markten

In dit hoofdstuk wordt het centrale economische scenario voor het komend decennium (2025-2035) beschreven, zoals verwacht door VLK IM, de fiduciair manager van het pensioenfonds.

Centraal scenario komend decennium (2025-2035)

De wereld beweegt in de richting van een **multipolaire wereld**. De tweede ambtstermijn van de Amerikaanse president Trump draagt hier in belangrijke mate aan bij. Invoerheffingen worden op grotere schaal ingezet dan voorheen, wat de reputatie van de VS als betrouwbare partner onder druk zet. De toon tussen de VS en overige westerse landen is verhard en de Trump-regering creëert meer frictie. Dit wordt verder versterkt door het verlaten van internationale conventies, dreigementen om de NAVO te verlaten en politieke druk op de centrale bank, de Fed. De huidige niveaus van invoerheffingen zijn substantieel. Op langere termijn zullen de gevolgen afhangen van de mate waarin de VS hun isolationistische koers doorzet en in hoeverre andere regio's tegenmaatregelen nemen.

De beweging naar een meer multipolaire wereld resulteert in minder multilaterale regels, meer lokale productieketens en nadruk op autonomie voor strategisch belangrijke goederen (energie, technologie, defensie, medicijnen) mede uit geostrategische overwegingen. In het centrale scenario wordt verondersteld dat de VS en de westerse landen met elkaar verbonden blijven. Amerikaanse importheffingen zijn vooral verhoogd ten opzichte van het China-blok, terwijl tegenmaatregelen tegen de VS beperkt zijn gebleven. Uiteindelijk is de VS lid gebleven van de NAVO en de banden in de Azië-Pacific regio zijn versterkt. Een verdere ontkoppeling zou te hoge kosten met zich meebrengen. Westerse landen erkennen het economische en strategische belang van de Amerikaanse afzetmarkt, technologie en defensiesamenwerking. De VS heeft op hun beurt baat bij toegang tot technologie van westerse landen (bijv. ASML en TSMC) en heeft meer invloed op het China-blok samen met bondgenoten. Ondanks de verharde toon functioneren westerse landen en de VS nog als één blok zolang er onderling toegang blijft tot technologie, investeringen en het financiële systeem. Voortdurende spanningen tussen het VS-blok en het China-blok zijn aannemelijk, zeker betreffende strategische goederen.

De **reële economische groeiverwachtingen** voor het komende decennium blijven gematigd vanwege lage groei van het arbeidsaanbod (vergrijzing) en arbeidsproductiviteit. De Amerikaanse economie blijft structureel weerbaar en dynamisch. Factoren die de potentiële groei hebben ondersteund, blijven aanwezig: voorbeelden zijn een flexibele arbeidsmarkt, diepe kapitaalmarkten, innovatieve bedrijven, R&D-investeringen, losse regelgeving en energie-onafhankelijkheid. Ook is de VS het best gepositioneerd om te profiteren van de macro-economische voordelen van Generatieve Kunstmatige Intelligentie (GKI) door de grote tech-sector en voorsprong in kennis van geavanceerde technologie. Er wordt verwacht dat het groeiverschil ten opzichte van andere regio's, zoals geobserveerd de afgelopen jaren toen groei in de VS uitkwam boven het langetermijntrendniveau, wat afneemt. In de VS creëert de Trump-regering beleidsonzekerheid wat druk zet op Amerikaanse instituties en leidt tot minder immigratie. Het begrotingstekort is opgelopen waardoor een verdere fiscale impuls (via een nog groter begrotingstekort) onwaarschijnlijk is. De eurozone kent structurele uitdagingen, de nadruk op autonomie en concurrentiekracht is toegenomen onder invloed van de ontwikkelingen in de VS. De algemene EU-investeringsruimte is beperkt, maar het ruimere Duitse fiscale beleid is positief. De sleutel tot een hoger groeipad is meer EU-integratie. Dit blijft uitdagend gegeven het politieke landschap maar er is inmiddels wel meer urgentie. Met uiteindelijk ook in de eurozone positieve effecten van GKI is de verwachting dat productiviteitsgroei wat aantrekt ten opzichte van het afgelopen decennium.

De **inflatieverwachtingen** voor ontwikkelde landen liggen wat boven de doelstellingen van centrale banken. Hierbij spelen factoren als regionalisering van productieketens, strategische autonomie, energietransitie en hogere defensie-uitgaven een rol. Er wordt verder een wat hogere tienjaarsrente verwacht op lange termijn dan in de verwachtingen van afgelopen jaar. Door dominante overheden met ruime begrotingstekorten en stijgende schuldniveaus en inflatie boven de doelstellingen is het voor centrale banken minder eenvoudig financiële repressie toe te passen.

Voor het **centrale bankbeleid** op langere termijn is de vraag op welk niveau de neutrale rente ligt. Dit is de beleidsrente die de economie noch stimuleert noch afremt. De Fed legt die neutrale rente op 2,5 tot 3%. De ECB zit iets lager met een niveau van 1,75-2,25%. Bij een matig structureel groeipotentieel lijken dit redelijke verwachtingen, tenzij inflatie structureel hoger uitpakt. Per saldo zullen op lange termijn beleidsrentes laag blijven in reële termen (rond 0%).

Bezorgdheid over de **houdbaarheid van staatsschulden** is toegenomen door de combinatie van hoge G7-staatsschulden, primaire begrotingstekorten, hoge beleidsrentes van centrale banken en lagere groeiverwachtingen dan in het verleden. Het risico op wanbetaling door een G7-land is erg klein, maar hoge rentelasten (en risico-opslagen) kunnen wel andere noodzakelijke uitgaven in verdrinking brengen. Sinds de eurocrisis (2011) zijn in de eurozone diverse vangnetten gecreëerd. Het risico op wanbetaling is vooralsnog een staartrisiko.

Gemeten vanaf het begin van het vorige decennium is de **Amerikaanse dollar** versterkt dankzij de sterke economie, robuuste financiële markten en zijn rol als mondiale reservevaluta. Sinds het onvoorspelbare en fiscaal expansieve beleid onder Trump fungeert de dollar echter niet altijd meer als veilige haven. De verwachting is dat de dollar voorlopig zijn status als wereldreservemunt behoudt door de unieke liquiditeit en diepte van de Amerikaanse kapitaalmarkten en het brede gebruik van de dollar bij internationale transacties. Een geleidelijke verzwakking op langere termijn wordt wel voorzien, als gevolg van beleidsonzekerheid, zorgen over de 'rule of law' en de hoge allocatie van buitenlandse beleggers in dollaractiva.

De wereldwijde broeikasgasemissies zijn de afgelopen jaren verder gestegen en de globale temperatuur (het 20-jaars gemiddelde) is +1,2°C hoger dan in de pre-industriële periode. De **hogere fysieke klimaatrisico's worden steeds zichtbaarder** en vertalen zich in meer wereldwijde klimaatschades met negatieve economische gevolgen in alle regio's. Opkomende landen zijn kwetsbaarder en zullen een groter nadelig economisch effect ervaren. De beweging naar een multipolaire wereld en toename van de wens tot strategische autonomie raakt ook aan energiezekerheid en klimaatprotectionisme. Dit remt de transitie, maakt deze minder ordelijk, op de lange termijn duurder en is daarmee negatief voor langetermijngroei. De komende jaren zullen de klimaattransitierisico's eerder wat afnemen. Door afnemend draagvlak voor 'groene' politiek en toenemende maatschappelijke polarisatie zullen overheden een pas op de plaats maken met hun klimaatambities. Klimaatbeleid en kostenverhogingen zullen in mindere mate worden doorgevoerd. Dit leidt tot een langzamere en uiteindelijk chaotischere transitie. Inflatie zal voor alle regio's toenemen als gevolg van de energietransitie, onder meer door investeringen in de transitie en minder aanbod van fossiele energie. Deflatoire technologische ontwikkelingen wegen hier niet tegenop.

Naast de energietransitie is ook een **materialentransitie** benodigd. Het huidige lineaire model van productie en consumptie is onhoudbaar en draagt bij aan klimaatverandering, verlies van biodiversiteit, landdegradatie, afhankelijkheid van kritieke grondstoffen, en plasticvervuiling. De materialentransitie richt zich op een circulaire economie.

Alternatieve economische scenario's komend decennium (2025-2035)

Naast het centrale economische scenario zijn de volgende alternatieve scenario's ontwikkeld:

- **Verregaande regionalisering:** de wereldwijde economie wordt verdeeld in afzonderlijke economische en technologische blokken. Dit gaat gepaard met lage economische groei en beperkt hogere inflatie
- **Klimaatdisruptie:** Natuurrampen als gevolg van klimaatveranderingen roepen een sterke beleidsreactie op. Dit scenario gaat gepaard met lagere economische en hoge inflatie
- **Techno-optimisme:** technologische doorbraken leiden tot sterke verhoging van de arbeidsproductiviteit. Dit resulteert in een hogere economische groei. De inflatie blijft beperkt.

Deze economische scenario's worden in meer detail beschreven in bijlage 2.

Economisch scenario voor de korte termijn (2026)

Het invoeren van hoge importheffingen door de VS heeft de onzekerheid voor de economische vooruitzichten verhoogd. Importheffingen hebben een negatief effect op de groei, vooral in de VS (hogere invoerprijzen) maar ook in andere regio's door minder vraag uit de VS. Tot nog toe hebben Amerikaanse bedrijven de meeste kosten van de heffingen geabsorbeerd, maar nu er meer duidelijkheid is over de hoogte van de heffingen zullen bedrijven deze meer gaan doorbelasten aan de Amerikaanse consument. In de VS zal hierdoor ook de inflatie oplopen.

In 2026 wordt een licht economisch herstel verwacht, onder meer vanwege (eerdere) renteverlagingen van centrale banken. Gezonde financiële posities van gezinnen en bedrijven zijn positief. Zwakke overheidsfinanciën bemoeilijken een nieuwe fiscale impuls, op enkele uitzonderingen na zoals Duitsland. In de VS en eurozone wordt in 2026 economische groei rond het langetermijn trendmatige niveau verwacht. In de VS kijkt de Fed uiteindelijk door de periode van tijdelijk hogere inflatie heen en verlaagt de rente vanwege een zwakkere arbeidsmarkt. De ECB heeft al veel renteverlagingen doorgevoerd en heeft hiermee de bodem van de beleidsrente bereikt.

In de VS herstelde de winstgroei in 2024 na twee magere jaren. Ook in de eerste helft van 2025 groeiden de winsten door. De hoge winstmarges en sterke groei bij tech-bedrijven hebben hierbij geholpen. Voor 2026 wordt een winstgroei verwacht die hoger ligt dan het gemiddelde voor een trendmatig groeiende Amerikaanse economie. Dat is ambitieus, maar zolang de winstgroei positief blijft, biedt dit steun aan aandelenmarkten. In Europa zijn bedrijfswinsten de afgelopen drie jaar gestagneerd. Lage economische groei maakte het voor bedrijven moeilijk om hun winsten te laten groeien. Economische groei in de eurozone kan komend jaar naar verwachting wat verbeteren. Eerdere ECB-renteverlagingen, hoge eerdere besparingen bij consumenten en een fiscale impuls vanuit Duitsland bieden tegenwicht aan de Amerikaanse importheffingen. Winstgroei kan daarmee in 2026 ook wat aantrekken, al geldt ook voor Europa dat winstverwachtingen al hooggespannen zijn.

In China was economische groei in de eerste helft van 2025 relatief sterk, mede vanwege stimuleringsmaatregelen die waren aangekondigd in september 2024. Binnenlandse consumptie in China is inmiddels minder sterk dan in de eerste helft van het jaar. Het consumentenvertrouwen blijft laag, mede vanwege voortdurende zwakte in de vastgoedsector. De industrie is in staat geavanceerde goederen te maken, maar winstgevendheid is laag door overcapaciteit. VS-importheffingen zijn hoger voor China en China-gelieerde landen, dan voor westerse landen. De verwachting is dat China wederom moeite zal hebben om de groei-doelstelling van 5% te halen, al kan wat extra steun van de overheid hier nog wel voor zorgen.

Verwachtingen voor economie en markten in centraal scenario

Op basis van de hiervoor beschreven vooruitblik voor 2025-2035 voor het centrale scenario zijn de huidige marktomstandigheden vertaald naar langetermijnverwachtingen voor economie en financiële markten voor zowel liquide als illiquide beleggingscategorieën. Dit betreft verwachtingen op een tienjaarshorizon.

De groeiverwachting in het centrale scenario voor de eurozone is voor de komende tien jaar als volgt opgebouwd:

- Groei arbeidsaanbod: -0,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)
- Groei arbeidsproductiviteit: +1,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)
- Effecten klimaat en energietransitie: -0,10% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)
- Reële potentiële BBP-groei: +0,90% (de som van de drie bovenstaande componenten)
- Inflatie: +2,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)

De verwachte lange-termijn nominale BBP-groei bedraagt daarmee 3,15% met een langetermijnevenwichtsniveau voor de tienjaarsrente van 2,65% (verhoging van 0,25% t.o.v. vorig jaar). Voor lange looptijden (twintig en dertig jaar) wordt een termijnpremie van 0,40-0,55% gehanteerd, waarmee deze verwachte nominale rentes op 3,05-3,20% liggen.

De onderstaande tabel geeft in het centraal scenario de (netto nominale jaarlijkse) rendementsverwachtingen voor verschillende beleggingscategorieën weer voor de komende tien jaar (in euro unhedged)^{1,2}. Ter vergelijking zijn ook de verwachtingen van vorig jaar vermeld. De toelichting op de beleggingscategorieën wordt hierna gegeven in het onderdeel 'Evaluatie beleggingscategorieën'.

RENDEMENTSVERWACHTING LIQUIDE BELEGINGS-CATEGORIEËN

Beleggingscategorie		2024-2034	2025-2035
Vastrentende waarden	Euro liquiditeiten	2,9%	2,3%
	Euro staatsobligaties kernlanden	3,1%	3,2%
	Euro laagrentende bedrijfsobligaties	3,6%	3,4%
	Hoogrentende bedrijfsobligaties Europa	4,7%	4,7%
	Europese Bankleningen	4,2%	3,9%
	Staatsobligaties opkomende landen – HC	5,4%	5,0%
	Staatsobligaties opkomende landen – LC	4,7%	4,4%
Zakelijke waarden	Aandelen wereldwijd ontwikkeld	5,4%	5,2%
	Aandelen wereldwijd opkomend	6,1%	5,4%

Rendementsverwachtingen op jaarbasis uitgedrukt in euro en zonder valuta-afdekking

Ook de langjarige aantrekkelijkheid van de verschillende illiquide beleggingscategorieën wordt beoordeeld op basis van netto nominale jaarlijkse rendementsverwachtingen op een tienjaars

¹ De rendementsverwachtingen zijn weergegeven in euro unhedged met peildatum 31-8-2025. Dit betekent dat er ook valuta-effecten aanwezig zijn van buitenlandse valutablootstellingen naar EUR. Als waarderingsmaatstaf voor toekomstige valutaontwikkelingen wordt de Real Effective Exchange Rate gehanteerd.

² Rendementsverwachtingen zijn gebaseerd op lange-termijn aannames voor het centrale scenario op een tienjaarshorizon. De verwachtingen bevatten geen visie op een kortere cyclushorizon (1 tot 2 jaar). Rendementsverwachtingen zijn illustratief, gebaseerd op aannames en veranderen over tijd. Gerealiseerde rendementen kunnen substantieel afwijken van de verwachte rendementen.

horizon. De onderstaande tabel toont de rendementsverwachtingen van verschillende illiquide beleggingscategorieën voor de periode 2025-2035 en de vergelijking met vorig jaar.³

RENDEMENTSVERWACHTING ILLIQUIDE BELEGGINGSCATEGORIEËN

Beleggingscategorie	2024 - 2034	2025 - 2035
Nederlandse woninghypotheken	4,4%	4,2%
Corporate direct lending Europa	6,1%	5,6%
Niet-beursgenoteerd vastgoed Nederland - woningen	6,4%	6,2%
Niet-beursgenoteerd vastgoed Europa	6,2%	6,0%
Niet-beursgenoteerd vastgoed Azië	5,3%	6,0%
Niet-beursgenoteerd vastgoed VS	6,1%	6,2%
Niet-beursgenoteerde infrastructuur wereldwijd	7,8%	6,8%
Private equity wereldwijd	7,7%	6,3%

Rendementsverwachtingen op jaarbasis uitgedrukt in euro en zonder valuta-afdekking

De toelichting op de verwachtingen voor de verschillende beleggingscategorieën is in meer detail beschreven in bijlage 3.

Toetsing economische verwachtingen

In het kader van de jaarlijkse evaluatie van beleggingscategorieën heeft het fonds de verschillende beleggingscategorieën in de portefeuille geëvalueerd op basis van de actuele marktontwikkelingen en economische vooruitzichten. Daarnaast worden kwantitatieve data en criteria (zoals vastgelegd in de investment cases) getoetst.

In onderstaande tabel zijn de actuele verwachtingen per beleggingscategorie toegevoegd aan de eerdere beoordeling en verwachtingen van het pensioenfonds.

ACTUELE EN EERDERE RENDEMENTSVERWACHTINGEN

Beleggingscategorie	Verwacht rendement ALM (2022) 1-15 jaar	Verwacht rendement (31-8-2025)	Historische volatiliteit
Euro liquiditeiten	1,4%	2,3%	0,5%
Euro laagrentende bedrijfsobligaties	3,7%	3,4%	5%
Hoogrentende bedrijfsobligaties Europa	4,2%	4,2%	
Europese bankleningen	-	5,0%	6%
Staatsobligaties opkomende landen – HC	5,1%	5,0%	9%, lokaal
Staatsobligaties opkomende landen – LC	4,4%	4,4%	8%
Aandelen wereldwijd ontwikkeld	4,6%	5,2%	14%

³ De rendementsverwachtingen zijn weergegeven in euro unhedged met peildatum 31-8-2025. Dit betekent dat er ook valuta-effecten aanwezig zijn (van buitenlandse valutablootstellingen naar EUR). Als voorbeeld: de overwaardering van de USD, ten opzichte van de EUR, is afgelopen jaar wat toegenomen. Dit heeft een negatief effect op het EUR unhedged verwacht rendement van USD-beleggingen van -0,2% (geannualiseerd) ten opzichte van vorig jaar.

Beleggingscategorie	Verwacht rendement ALM (2022) 1-15 jaar	Verwacht rendement (31-8-2025)	Historische volatiliteit
Aandelen wereldwijd opkomend	5,8%	5,4%	14%
Nederlandse woninghypotheken	2,9%	4,2%	
Corporate direct lending Europa	3,0%	5,6%	
Niet-beursgenoteerd vastgoed Nederland - woningen	3,9%	6,2%	10%
Niet-beursgenoteerd vastgoed Europa		6,0%	8%
Niet-beursgenoteerd vastgoed VS		6,2%	9%
Niet-beursgenoteerd vastgoed Azië		6,0%	7%
Niet-beursgenoteerde infrastructuur wereldwijd	5,1%	6,8%	13%
Private equity wereldwijd	7,1%	6,3%	18%, lokaal

Indien de evaluatie hiertoe aanleiding geeft, leidt dit tot een wijzigingsvoorstel voor de portefeuille. Het fonds heeft in 2023 op basis van een ALM studie zijn strategisch beleggingsbeleid bepaald. De uitgangspunten voor de ALM worden nog valide bevonden en daarom relevant voor het jaarlijkse beleggingsplan. De geactualiseerde rendement verwachtingen zijn relevant voor het beleggingsplan voor 2026.

4 Beleggingscategorieën – terugblik en vooruitblik

In dit hoofdstuk wordt voor verschillende beleggingscategorieën teruggekeken op 2025 en worden voorgenomen aanpassingen en initiatieven voor 2026 besproken.

Aandelen ontwikkeld en opkomende landen

SDG-benchmarks

Het pensioenfonds heeft in 2022 besloten om binnen de categorieën aandelen ontwikkeld en aandelen opkomend over te gaan op SDG-benchmarks die door VLK IM in samenwerking met MSCI in 2022 zijn opgezet. Via deze benchmarks wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en SDG 13 (klimaatactie).

In 2023 heeft VLK IM de methodologie en de praktijk van de SDG-benchmarks geëvalueerd en deze met het pensioenfonds besproken. Uit de evaluatie kwam naar voren dat het duurzaamheidsprofiel van de SDG-benchmarks voldoet aan de verwachting: de CO₂-uitstoot van de SDG-benchmarks is sterk lager ten opzichte van de brede benchmark en de positieve bijdrages aan SDG's zijn hoger. Aandachtspunt is de hogere tracking error dan verwacht, evenals de actieve positionering van individuele bedrijven die een grote invloed heeft op de resultaten. Dit heeft geleid tot gerealiseerde rendementen die sterk afwijken van de brede benchmarks.

Als vervolgtraject is in 2024 een aantal verbeteringen aan de SDG-indices onderzocht:

- verbeterde diversificatie en verminderde afhankelijkheid van dominante bedrijven;
- verlaging van actief risico: de tracking error is verlaagd en daarmee het relatief performance risico;
- het geaggregeerde ESG-profiel (zoals ESG-ratings, CO₂-reductie en SDG-bijdragen) is behouden;
- uitbreiding met SDG 8 (*Waardig werk en economische groei*, dit is onderdeel van het MVB-beleid van UWV) en SDG 12 (*Verantwoorde consumptie en productie*).

Deze aanpassingen zijn in het eerste kwartaal van 2025 geïmplementeerd.

Aandelen opkomend - omzetting van een mandaat naar een beleggingsfonds

In 2025 heeft het pensioenfonds besloten het mandaat voor aandelen opkomende markten om te zetten naar een fondsoplossing. Een mandaat vraagt om intensieve governance en operationele capaciteit. Met de huidige capaciteit en (WTP) werkzaamheden van het bestuursbureau zal het naar verwachting moeilijk zijn om deze governance en operationele capaciteit te blijven leveren. De benodigde governance en operationele capaciteit zijn in geval van beleggingen in opkomende landen het grootst, o.a. vanwege de complexiteit om rekeningen in opkomende landen te openen, benodigde belastingdocumentatie en accountantskosten.

De gekozen fondsoplossing van Northern Trust sluit nauw aan bij het bestaande mandaat: het beleggingsfonds wordt beheerd op basis van dezelfde MVB-benchmark en de kosten zijn vergelijkbaar. De overstap heeft de complexiteit en bijbehorende risico's verlaagd, zonder in te leveren op duurzaamheid.

De transitie is per eind september 2025 uitgevoerd.

Investment Grade Bedrijfsobligaties

In april 2024 heeft het pensioenfonds de invulling van de categorie investment grade bedrijfsobligaties geëvalueerd. De review heeft de positieve opinie op de huidige manager Blackrock bevestigd. Ook in 2025 is BlackRock in staat geweest om de huidige index nauwkeurig te volgen. op het gebied van duurzaamheid voldoet het mandaat aan de ambities van UWV.

Hypotheke

Eind 2023 heeft het pensioenfonds besloten om de allocatie naar Nederlandse woninghypotheken in de portefeuille te vergroten, van 9% naar 14%, ten koste van de allocatie naar de matchingportefeuille.

Hierbij is besloten om de allocatie naar woninghypotheken via een beleggingsfonds van DMFCO in te vullen. De voorkeur ging uit naar een beleggingsfonds boven een mandaat, vanwege de bredere verwachte spreiding, de lagere complexiteit en lagere benodigde governance, en vanwege de lagere verwachte kosten door poolingvoordeel. DMFCO heeft hiervoor een nieuw gemeenschappelijk fonds opgezet dat ook toegankelijk is voor andere typen institutionele klanten, zoals verzekeraars. Per begin 2025 was de gehele nieuwe allocatie naar hypotheke geïnvesteed in dit beleggingsfonds, waarmee de gewenste totale allocatie naar hypotheke van het pensioenfonds is gerealiseerd. In de loop van 2024 en 2025 zijn ook andere beleggers toegetreden tot het beleggingsfonds van DMFCO.

Emerging Market Debt

In 2025 heeft UWV de mandaten voor staatsobligaties opkomende landen (EMD) geëvalueerd. De huidige manager LGIM werd overwegend positief beoordeeld: het mandaat sluit goed aan bij de duurzaamheidsambities van UWV, de index wordt nauwkeurig gevolgd en de kosten zijn scherp.

In de evaluatie scoorde een andere beheerder iets beter op het gebied van organisatie en operationele dienstverlening. Vanwege de kosten van een overstap naar een andere manager heeft het pensioenfonds echter besloten om niet van manager te wisselen.

Het pensioenfonds belegt momenteel binnen de categorie EMD in twee sub-mandaten, voor EMD Hard Currency en EMD Local Currency. Het pensioenfonds heeft besloten om vanaf 2026 de belegging binnen EMD te beperken tot EMD Hard Currency, dit wordt in het volgende hoofdstuk toegelicht. Deze aanpassing zal in het eerste kwartaal van 2026 worden doorgevoerd.

In 2026 zal het landenbeleid van pensioenfonds UWV, dat in 2022 is vastgesteld en dat geïntegreerd is binnen het mandaat, worden geëvalueerd.

Europees High Yield en Bankleningen

UWV belegt via een gecombineerd mandaat dat beheerd wordt door Capital Four in de beleggingscategorieën Europees High Yield en Bankleningen.

Per eind 2024 heeft het pensioenfonds een evaluatie uitgevoerd van de beheerder van het mandaat, Capital Four. Uitkomst van deze evaluatie was dat Capital Four als de beste beheerder wordt beschouwd binnen de groep van managers die Europees high yield en Europese leveraged loans kunnen beheren binnen een gecombineerde oplossing.

Capital Four heeft aangegeven het huidige beleggingsmandaat te kunnen omzetten naar een beleggingsfonds met vergelijkbare doorlopende kosten. De transactiekosten van deze draai zouden beperkt zijn. Een dergelijke omzetting zou goed kunnen passen binnen het bredere streven om de operationele complexiteit van het pensioenfonds te verminderen. In 2026 zal het pensioenfonds evalueren of deze omzetting gewenst is.

LDI

Het LDI-mandaat van UWV wordt sinds eind 2018 passief beheerd door Cardano. Dit LDI mandaat wordt beheerd ten opzichte van een verplichtingenbenchmark waarbij integraal rekening wordt gehouden met het vermogen in Nederlandse hypotheek en Europese bedrijfsobligaties.

In de praktijk hebben de meeste Nederlandse pensioenfondsen ervoor gekozen om collateral management (onderpand uitwisseling) integraal te regelen binnen de LDI-oplossing. In 2018 heeft pensioenfonds UWV er echter voor gekozen om collateral management door de custodian te laten uitvoeren. De reden hiervoor was dat de portefeuille, naast het LDI- en FX-mandaat, meerdere mandaten bevatte waarbinnen derivaten door de beheerder konden worden ingezet. De LDI-manager had geen rechtstreeks overzicht over de derivaten in deze mandaten, terwijl de custodian dit overzicht wel had. Daarmee was de custodian de logische partij om het collateral management uit te voeren.

De afgelopen jaren is de inrichting van de mandaten van het pensioenfonds vereenvoudigd, als onderdeel van de doelstelling van PF UWV om de complexiteit te verminderen. Derivaten waarvoor uitwisseling van onderpand benodigd is worden nu alleen nog door de LDI-beheerder uitgevoerd. Op basis van een in 2025 uitgevoerde evaluatie heeft pensioenfonds UWV er voor gekozen om het collateral management over te dragen van de custodian naar de LDI-manager. Deze overdracht heeft in oktober 2025 plaatsgevonden. De gekozen inrichting is operationeel efficiënter, tegen lagere kosten.

Vastgoed

Gedurende 2025 heeft een manager evaluatie plaatsgevonden van de manager van het vastgoedmandaat Townsend. Hier kwam naar voren dat Townsend een kwalitatief sterke partij is met voldoende kennis en middelen om het UWV-mandaat te beheren. De portefeuille is goed gespreid, met een bewuste focus op Europa en Nederland, en de operationele en governance-processen zijn op orde. De recente overname van Townsend door Riverside is als positief beoordeeld, met meer focus, betere alignment en geen negatieve impact op de operationele processen. De dienstverlening blijft van goede kwaliteit en de kosten zijn laag.

Uit de evaluatie kwam naar voren dat de rendementsdoelstelling (4% p.j.) van de huidige beheerder aan de lage kant is voor het type mandaat en dat een hogere doelstelling beter zou aansluiten bij de strategie. Het pensioenfonds heeft in 2025 besloten om de rendementsdoelstelling van de beheerder te verhogen naar 6%.

Pensioenfonds UWV heeft het voornemen om de ESG-beoordeling van het vastgoedmandaat te verfijnen, door naast een beoordeling op basis van GRESB-maatstaven andere beoordelingscriteria te gebruiken. Het eventueel gebruik maken van door Townsend ontwikkelde sustainability scores is hierbij een mogelijk alternatief. Dit zal in 2026 worden uitgewerkt.

Private Markets

Eind 2023 is Partners Group als manager van het private markets mandaat, het private equity en infrastructuur mandaat geëvalueerd. Het direct lending gedeelte van het mandaat is hierbij niet meegenomen. Uit de review kwam naar voren dat Partners Group nog steeds een geschikte manager is om het private equity en infrastructuur mandaat te managen, vanwege de sterke performance, goede investeringskennis en een sterke portefeuille. Mogelijke verbeteringen werden gevonden op de volgende onderwerpen:

- Verdere integratie van ESG in het investeringsproces
- Het uitbreiden van de duurzaamheidsrapportage naar indirecte investeringen
- Het verminderen van co-investeringen binnen het mandaat.

In 2024 is door het pensioenfonds besloten om de commitmentstrategie van het private equity & infrastructuur mandaat aan te passen. Met de aanpassing is deel van de investeringscapaciteit van 2027 tot en met 2030 naar voren wordt gehaald, zodat de beschikbare investeringscapaciteit gelijkmatiger wordt verdeeld.

Reductie van complexiteit

Voor pensioenfonds UWV zijn het reduceren van complexiteit en een adequate en efficiënte bezetting van het bestuursbureau belangrijke uitgangspunten. Eén van de mogelijke manieren om complexiteitsreductie te realiseren is het omzetten, binnen de liquide beleggingscategorieën, van de huidige mandaatstructuur naar beleggingsfondsen. Dit is in 2025 verder onderzocht, als onderdeel van een breder project om de operationele efficiëntie te verbeteren. In 2026 zal hier verder gevolg aan worden gegeven.

5 Beleggingsbeleid 2026

Het fonds hanteert de doelstelling van het fonds en het risicoprofiel conform het langjarig strategisch beleggingsbeleid als uitgangspunt voor het jaarlijkse beleggingsbeleid. In het vierde kwartaal wordt dit beleggingsbeleid voor het daaropvolgende jaar getoetst, eventueel aangepast en vastgesteld op basis van de financiële positie, actuele thema's, de evaluatie van verschillende beleggingscategorieën en van de economische omstandigheden. Dit betekent dat het jaarlijkse beleggingsbeleid op onderdelen kan afwijken van het strategisch beleggingsbeleid.

Eventuele aanpassingen aan het strategisch beleggingsbeleid moeten bijdragen aan het verminderen van risico binnen de rendementsportefeuille in aanloop naar het invaren in de SPR per (naar verwachting) 1 januari 2028. Uitgangspunt van eventuele aanpassingen is dat de huidige portefeuille geleidelijk meer in lijn wordt gebracht met de SPR-portefeuille, waarbij onnodige toekomstige correcties zoveel mogelijk worden vermeden. Eventuele aanpassingen moeten binnen de Vereist Eigen Vermogen bandbreedtes van het pensioenfonds passen.

In dit hoofdstuk worden de belangrijkste aanpassingen in het beleggingsbeleid 2026 weergegeven en de gevolgen voor de rendementsverwachting en diverse risicomaatstaven.

Beleidswijzigingen

De beleidsallocatie voor 2026 en de verschillen met het Strategisch Beleid en de beleidsallocatie van 2025 zijn weergegeven in de samenvatting op bladzijde 4.

Ten opzichte van het strategisch beleid en ten opzichte van het beleid 2025 worden in 2026 de volgende wijzigingen aangebracht:

Rendementsportefeuille

De rendementsportefeuille is momenteel opgebouwd uit drie blokken:

- **Equity:** de categorieën aandelen, niet-genoteerd vastgoed, private equity en infrastructuur. Dit is circa 49% van de rendementsportefeuille;
- **Hoogrentend:** de categorieën High Yield en bankleningen, EMD en direct lending. Dit is circa 21% van de rendementsportefeuille, en;
- **Laagrentend:** IG euro bedrijfsobligaties, hypotheke en liquiditeiten. Dit is circa 30% van de rendementsportefeuille.

In de beoogde SPR-portefeuille zal de allocatie naar het *equity*-blok stijgen, ten koste van de hoogrentende en laagrentende blokken. Binnen het hoogrentende blok wordt in de beoogde SPR portefeuille een gelijke weging aangehouden voor High Yield & Senior Bankleningen, EMD en Direct Lending, elk met 5% van de rendementsportefeuille. Dit betekent binnen de beoogde SPR-portefeuille allocatie naar High Yield & Senior Bankleningen en EMD zal afnemen, terwijl de allocatie naar Direct Lending zal toenemen. Onder FtK kan de portefeuille al in lijn worden gebracht met de beoogde SPR portefeuille door vooral binnen de bouwblokken allocaties aan te passen, zonder grote wijzigingen aan te brengen tussen de bouwblokken.

ALLOCATIE RENDEMENTSPORTEFEUILLE, ALS % VAN DE RENDEMENTSPORTEFEUILLE

Beleggingscategorie	Strategisch beleid	Beleid 2026	Beoogde SPR portefeuille
Aandelen ontwikkelde landen	26,2%	26,2%	40,1%
Aandelen opkomende landen	2,9%	2,9%	4,5%
Niet-beursgenoteerd OG	13,9%	13,9%	13,9%
Private Equity & Infrastructuur	5,5%	5,5%	5,5%
High Yield (incl. bankleningen)	8,6%	7,2%	5,0%
EMD Hard Currency	4,3%	5,0%	2,5%
EMD Local Currency	4,3%	0,0%	2,5%
Direct Lending	4,2%	5,0%	5,0%
IG Euro Bedrijfsobligaties	9,2%	9,2%	7,0%
Hypotheken	19,4%	19,4%	14,0%
Liquiditeiten	1,5%	5,7%	
Bouwblokken			
Equity	48,5%	48,5%	64,0%
Hoogrentend	21,4%	17,2%	15,0%
Laagrentend	30,1%	34,3%	21,0%

Om de portefeuille meer in lijn te brengen met de beoogde SPR-portefeuille, binnen de grenzen van het FtK en met inachtneming van de hierboven beschreven economische verwachtingen, zullen de volgende stappen worden gezet:

- De weging van High Yield en bankleningen wordt verkleind naar een allocatie die meer in lijn is met de beoogde portefeuille onder SPR.
- De totale EMD allocatie wordt verlaagd naar 5%, de norm voor EMD onder SPR, en volledig ingevuld met EMD Hard Currency. Er wordt afscheid genomen van EMD Local Currency vanwege:
 - o Negatievere vooruitzichten dan andere categorieën en verhoogde volatiliteit, ook in de alternatieve scenario's
 - o Hogere operationele complexiteit en governance-last van het onderhouden van een mandaat binnen deze categorie, vanwege lokale valuta, regelgeving en administratieve eisen.
- De vrijgekomen middelen door de verlaging van High Yield en bankleningen en EMD worden deels herverdeeld naar Direct Lending (de alloactie wordt verhoogd naar de SPR-norm) en deels naar liquiditeiten. Direct Lending heeft een gunstigere rendementsverwachting en risicorendementsprofiel en een lagere volatiliteit dan andere hoogrentende categorieën. Hoewel een hogere allocatie naar het equity bouwblok zou passen in het kader van SPR, is dit binnen het huidige beleid niet mogelijk vanwege de VEV-grenzen.

Renteafdekking en matchingportefeuille

Er zullen geen wijzigingen in de renteafdekking en de samenstelling van de matchingportefeuille plaatsvinden.

BEHEERSING RENTE- EN VALUTARISICO

	Strategisch beleid	Beleid 2025	Beleid 2026
Renteafdekking (op swapcurve)	85% van de rentegevoeligheid van de verplichtingen	Gelijk aan strategisch beleid	Gelijk aan strategisch beleid
Valuta-afdekking (USD, JPY, GBP)	50% van de valutaexposure van de portefeuille	Gelijk aan strategisch beleid	Gelijk aan strategisch beleid

Regio-allocaties rendementsportefeuille t.o.v. strategisch beleid

In 2022 heeft Pensioenfonds UWV een analyse uitgevoerd van de regio-verdeling binnen aandelen ontwikkeld. Op basis hiervan is vanaf begin 2023 een regioallocatie geïmplementeerd die gebaseerd is op basis van een marktwaarde-gewogen wereldwijde verdeling. Per eind september 2025 is de onderliggende verdeling hiervan 18% Europa, 73% Noord-Amerika en 8% Pacific. De keuze voor de marktgewogen regioallocatie kent nog steeds de zelfde voor- en nadelen als toen het besluit initiëel is genomen.

Hieronder staan de belangrijkste argumenten voor en tegen een marktgewogen regioverdeling weergegeven.

Mogelijke argumenten voor een marktgewogen regioverdeling:

- Homogeniteit: de correlatie tussen regio's is vaak hoog
- Risico: indien wordt besloten om een hogere allocatie op te nemen naar een specifieke regio, kan ook een afwijkende sector-verdeling resulteren, waarmee het rendement kan tegenvallen.
- Een afwijking van de MSCI Wereld leidt waarschijnlijk tot een hogere allocatie naar Europa, terwijl er specifieke aandachtspunten t.a.v. Europa zijn:
 - Europa kent structureel lage economische groei. Door demografische trends, waaronder de krimp in de Europese bevolking, neemt het arbeidsaanbod af. Ook de vergrijzing zal leiden tot minder belastinginkomsten en hogere uitgaven in de aankomende jaren.
 - Om de economische welvaart te verhogen zal de arbeidsproductiviteit omhoog moeten, maar deze staat onder druk, ook vergeleken met de VS. De Europese markt is relatief gefragmenteerd (veel kleine bedrijven en minder middelen om te investeren in onderzoek en ontwikkeling).

Argumenten tegen een marktgewogen aanpak:

- In de ontwikkelde markten index zijn de VS zeer dominant, dit resulteert in een relatief hoog concentratierisico naar de VS, en onderliggend naar de 'Magnificent 7'.
 - o Opgemerkt dient te worden dat veel bedrijven in de ontwikkelde markten index wereldwijd opereren, met een hoofdkantoor in de VS; vanuit dat oogpunt gezien is het concentratierisico naar de VS minder groot
- De MSCI wereld is geen goede weergave van de economische activiteit in de wereld. Een BBP-gewogen regioverdeling zou een alternatief startpunt voor een regioverdeling kunnen zijn.
- Pensioenfonds UWV (de deelnemers) is gevoelig voor Europese economisch ontwikkeling en de verplichtingen zijn gevoelig voor de Europese marktrente.
- De wereldwijde index is voor circa 90% in niet-Euro valuta genoteerd, terwijl het pensioenfonds Euro-verplichtingen heeft. Door de allocatie naar Europa te verhogen kan het valutarisico worden

verminderd. Valuta-hedging is uiteraard een andere manier om dit (grotendeels) te bereiken. Het fonds dekt het USD-risico voor 50% af.

- Waarderingsverschillen kunnen aanleiding zijn om de allocatie naar regio's aan te passen.

Ondanks het concentratierisico naar de Magnificent 7 heeft het fonds besloten om vast te houden aan de keuze voor een marktwaarde-gewogen allocatie:

- Een marktwaarde-gewogen allocatie is het logische startpunt voor een passieve langetermijn belegger
- Vanwege de specifieke aandachtspunten t.a.v. Europa is er geen overtuigende reden om een overweging van Europa t.o.v. een marktwaarde gewogen allocatie te hanteren.
- De hoge allocatie naar de technologie sector en de Magnificent 7 (23% van de wereldwijde index) vormt een concentratierisico, maar het actief onderwegen van de Verenigde Staten introduceert weer een actief risico, door het actief uitsluiten van ondernemingen met een hoge winstgevendheid en concrete innovatie
- De door Trump in april ontketende importtarievenoorlog betekent niet meteen dat de lange termijn gunstige factoren voor de VS teniet worden gedaan. De onbesuisde maatregelen van Trump raken de Amerikaanse economie, mede vanwege de schaal waarop deze worden toegepast. Maar veel grote Amerikaanse ondernemingen opereren wereldwijd en daarnaast zijn ook juist de meer open economieën van Europa, Pacific en opkomende markten gebaat bij wereldhandel en afhankelijk van uitvoer. Een draai van de VS naar Europa lost het probleem daarmee niet op.

Valuta-afdekkingsbeleid

Het fonds dekt de valuta-exposure naar de belangrijkste vreemde valuta gedeeltelijk af. Het valuta-afdekkingsbeleid als onderdeel van het strategisch beleggingsbeleid is hierbij het uitgangspunt.

Het fonds zal zijn valuta-afdekking ongewijzigd houden zoals weergegeven in onderstaande tabel.

VALUTA-AFDEKKINGSBELEID

Valuta	Normweging	Strategisch Beleid	Afwijking t.o.v. strategisch beleid (bandbreedte)
US Dollar	50%	50%	3% (47-53)
Britse Pond	50%	50%	3% (47-53)
Japanse Yen	50%	50%	3% (47-53)

Uitzondering zijn de categorieën private equity, infrastructuur en direct lending, waarbinnen 80% van het valutarisico wordt afgedekt binnen een bandbreedte van 75% tot 100%. Binnen deze categorieën wordt het valutarisico afgedekt door de manager van het mandaat. Het valutarisico (USD, GBP en JPY) binnen de overige beleggingscategorieën wordt afgedekt op basis van het normpercentage van 50%.

Renteafdekking totale portefeuille

De renteafdekking van de totale portefeuille wordt ingevuld conform het strategisch beleid. De LDI-manager zorgt ervoor dat de totale renteafdekking binnen de afgesproken bandbreedtes rondom de norm blijft. Als de renteafdekking door marktbewegingen buiten de bandbreedtes komt, zal de LDI-

manager de renteafdekking bijsturen richting de norm. De LDI-manager wordt gemonitord door de fiduciair manager.

Curvebeleid

Rentesturing vindt niet alleen plaats op totaalniveau (geaggregeerd over alle looptijden), maar ook voor specifieke looptijdsegmenten. Hierbij wordt gebruik gemaakt van het begrip Key-Rate-Duration (KRD). Hierbij wordt een beperkt aantal looptijdsegmenten gedefinieerd, waarbij de rentegevoeligheid voor elk looptijdsegment apart gemeten wordt en dus ook apart gestuurd kan worden. Het fonds definieert de volgende KRD's: 2, 5, 10, 20, 30 en 50 jaar. Op deze manier kan ook de impact van niet-parallelle rentecurve-veranderingen inzichtelijk gemaakt en beheerst worden.

Per looptijd zijn bandbreedtes rondom de norm-renteafdekking afgesproken. Als de renteafdekking op een looptijd door marktbevingen buiten de bandbreedtes komt, zal de LDI-manager de renteafdekking bijsturen richting de norm voor de betreffende looptijd.

Staat-swap beleid

Het fonds heeft als strategische weging een bijdrage van staatsobligaties aan de renteafdekking van 30%-punt vastgesteld. In het jaarbeleid wordt het strategisch beleid gevolgd.

Parkeerregels

Het beleggingsplan 2025 volgt het vastgestelde strategisch beleid.

Daarnaast worden in 2025 parkeerregels gehanteerd voor illiquide beleggingen waarvan de beoogde allocatie nog niet volledig belegd kan worden (Direct Lending), of voor categorieën waarvoor de huidige allocatie groter is dan de norm (niet-genoteerd vastgoed en Private Equity & Infrastructuur).

Illiquide categorie	Liquide parkeerregel
Niet-genoteerd onroerend goed	Aandelen ontwikkelde landen
Private Equity & Infrastructuur	Aandelen ontwikkelde landen
Direct Lending	Investment Grade bedrijfsobligaties (EUR)
Hypotheke	Liquiditeiten (geldmarktfondsen)

Benchmarks

Het fonds is van mening dat de benchmarkkeuze een belangrijk uitgangspunt is voor de implementatie van de portefeuille en de evaluatie van de uitvoering. Per beleggingscategorie wordt daarom vastgelegd welke benchmark het fonds als uitgangspunt hanteert. Deze benchmarks zijn in de mandaatrichtlijnen voor de fiduciair manager vastgelegd.

Binnen het beleggingsplan worden implementatiekeuzes gemaakt waardoor kan worden afgeweken van de beleidsbenchmark. In de praktijk kan dit betekenen dat, via de uitvoeringsbenchmark, een beheerder een afwijkende benchmark als referentie kan meekrijgen. De benchmarks die het pensioenfonds hanteert voor de diverse beleggingscategorieën staan weergegeven in onderstaande tabel.

Voor de meeste categorieën geldt dat dezelfde benchmark wordt gehanteerd in de beleidsbenchmark en de uitvoeringsbenchmark (het jaarlijkse beleggingsplan). Uitzonderingen hierop zijn de (illiquide) categorieën niet-genoteerd onroerend goed, private equity & infrastructuur en Direct Lending.

- Als beleidsbenchmark voor niet-genoteerd vastgoed geldt een samengestelde benchmark die gebaseerd is op marktindices van MSCI (IPD). De benchmark wordt samengesteld op basis van de strategische regio- en sectorverdeling binnen de vastgoedportefeuille zoals hieronder weergegeven. Deze regio- en sectorverdeling (zie onderstaande tabel) is begin 2022 op basis van een evaluatie aangepast. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.

Sectoren	Norm
Woningen	32,5%
Winkels	15%
Logistiek	32,5%
Kantoren	20%
Regio's	Norm
Nederland	27,5%
Europa	42,5%
Noord-Amerika	20%
Azië Pacific	10%

- Voor Direct Lending/private debt wordt de Leveraged Loans index als beleidsbenchmark gebruikt. Vanwege de lage frequentie van updates en vertraging in gegevensaanlevering zijn voorgenoemde benchmarks niet geschikt voor opname in de uitvoeringsbenchmark. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.
- Als strategische benchmark van Private Equity & Infrastructuur wordt een vast rendement van 6% als benchmark gehanteerd. Als uitvoeringsbenchmark wordt het feitelijke portefeuillerendement gehanteerd.

In de laatste kolom van de tabel wordt per beleggingscategorie de gekozen beheerstijl weergegeven. Het fonds hanteert als uitgangspunt dat er passief belegd wordt, tenzij er overtuigende redenen zijn om actief te beleggen. In de matchingportefeuille staat beheersing van het renterisico centraal, waardoor het oormerk actief of passief beheer minder van toepassing is. De keuze voor actief versus passief richt zich met name op de liquide beleggingscategorieën in de rendementsportefeuille. Binnen deze beleggingscategorieën wordt alleen de categorie High Yield actief ingevuld; voor alle andere beleggingscategorieën heeft het fonds gekozen voor een passieve invulling.

Het pensioenfonds hanteert de volgende benchmarks voor de diverse categorieën:

BENCHMARKS VOOR DE VERSCHILLENDE BELEGGINGSCATEGORIEËN

Categorie	Beleidsbenchmark	Uitvoeringsbenchmark	Beheerstijl
Aandelen ontwikkeld			
Wereldwijd ontwikkeld	MSCI World Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief
Opkomende markten	MSCI EM Select ESG Leaders Low Carbon Impact G Series Index (TR Net EUR)	Idem	Passief

Niet genoteerd OG

Categorie	Beleidsbenchmark	Uitvoeringsbenchmark	Beheerstijl
Niet genoteerd OG	Samengestelde MSCI IPD benchmark o.b.v. strategische regio- en sectorverdeling	Portefeuillierendement	N.v.t.
Alternatieve beleggingen			
Direct Lending	CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans, 100% Hedged to EUR	Portefeuillierendement	N.v.t.
Private Equity & Infra.	6% (absoluut rendement)	Portefeuillierendement	N.v.t.
Vastrentend			
IG Bedrijfsobligaties (EUR)	Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI Index	Idem	Passief
Hypotheken	ICE BofAML Neth. Governm. Index +1%	Idem	N.v.t.
Hoogrentend			
High Yield Europa (incl. Lev. Loans)	65% ICE BofA Merrill Lynch European Currency High Yield Constrained Index (HPC0), 35% CS Institutional Western European Leveraged Loan Index, All-Denominated Loans	Idem	Actief
EMD Hard Currency	J.P.Morgan ESG EMBIG Diversified UWV Custom Exclusion Index	Idem	Passief
Liquiditeiten (incl. valuta-afdekking)	Euro short-term rate (€STR)	Idem	Actief

Binnen het niet-genoteerd onroerend goed mandaat is besloten om de rendementsbenchmark die wordt meegegeven aan de beheerder van het vastgoedmandaat te verhogen van 4% naar 6% per jaar, dit betekent een risicopremie van circa 3% ten opzichte van de huidige renteniveaus.

Redenen voor deze aanpassing van de managerbenchmark voor het vastgoedmandaat zijn:

- De rendementsverwachtingen voor de regio's waarin het pensioenfonds belegt liggen rond de 6%.
- Het mandaat voor niet-genoteerd vastgoed, beheerd door Townsend, kende in het verleden een hogere rendementsbenchmark (8% in 2016), die in 2021 is verlaagd naar 4%. Deze verlaging was onderdeel van een strategische verschuiving: minder nadruk op tactische investeringen, meer focus op strategische positionering. Deze rendementsbenchmark was afgestemd op de destijds zeer lage renteniveaus van lager dan 1%.

Dit betreft de benchmark in de opdracht die aan de beheerder van het vastgoedmandaat wordt meegegeven. Deze wijkt af van de door pensioenfonds UWV gehanteerde beleidsbenchmark en uitvoeringsbenchmark voor vastgoed, en is daarmee niet zichtbaar in de bovenstaande tabel. Voor alle liquide mandaten in de portefeuille geldt dat de benchmark die aan de beheerders van de mandaten wordt meegegeven gelijk is aan de in de tabel getoonde beleids- en uitvoeringsbenchmark.

ESG benchmarks

De liquide beleggingen worden voor een groot deel passief beheerd tegen een duurzame index of benchmark. In de loop van 2020 is het passieve beheer van deze liquide mandaten omgezet naar duurzame indices. Deze duurzame indices wijken op een aantal onderdelen van de brede marktindex zonder duurzaamheidscriteria af, waarbij controversiële bedrijven worden vermeden en binnen sectoren de meest duurzame ondernemingen worden geselecteerd. Op middellange termijn (5 jaar) en langer beoogt het pensioenfonds ten minste een gelijkwaardig rendement aan de brede markt te behalen. In de tabel hierboven staat weergegeven welke indices daadwerkelijk worden gebruikt.

In bijlage 3 wordt voor de categorieën aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend, investment grade bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt getoond hoe deze duurzame benchmarks vanaf 2020 hebben gepresteerd ten opzichte van de brede marktindices zonder duurzaamheidscriteria. Ook worden de feitelijke rendementen van de mandaten ten opzichte van de duurzame benchmarks getoond. Eventuele verschillen tussen deze rendementen worden voor een belangrijk deel verklaard door het uitsluitingsbeleid van UWV. Dit beleid ging tot maart 2023 op een aantal vlakken verder dan de uitsluitingen die zijn toegepast binnen de benchmark, zoals het uitsluiten van olie- en gasbedrijven en kolencentrales. Vanaf maart 2023 worden binnen aandelen ontwikkeld, aandelen opkomend en investment grade credits verdergaande SDG-benchmarks toegepast, waardoor de impact van het uitsluitingsbeleid minder groot is geworden.

In onderstaande tabel worden de belangrijkste uitkomsten van de analyse uit bijlage 3 samengevat:

Mandaten							Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG t.o.v. algemene benchmark
Beleggings-categorie en beheerder	ESG benchmark	Algemene benchmark	Start mandaat	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark		
Aandelen ontwikkeld - UBS	MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders Low Carbon Impact	MSCI Developed	Mar-20	12,9%	12,9%	12,1%	0,0%	0,8%
Aandelen opkomend - Northern Trust	MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders Low Carbon Impact	MSCI Emerging markets	Jun-20	3,3%	3,3%	5,9%	0,0%	-2,6%
Investment grade credits - BlackRock	Bloomberg MSCI Sustainable, Bloomberg MSCI Sustainable SRI	Bloomberg MSCI	Oct-20	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%	-0,1%
Emerging Market Debt HC - LGIM	JPM ESG customized	J.P. Morgan EMBI	Apr-20	3,1%	2,9%	3,2%	0,2%	-0,2%
Emerging Market Debt LC - LGIM	JPM EM ESG customized	J.P. Morgan GBI-EM	Apr-20	3,5%	3,8%	1,9%	-0,3%	1,8%

De tabel laat zien dat het ESG-beleid in termen van de gekozen ESG benchmark en het uitsluitingsbeleid voor de categorieën aandelen ontwikkeld en Emerging Market Debt LC positief heeft uitgepakt, neutraal is geweest voor investment grade bedrijfsobligaties en Emerging Market Debt HC

en negatief voor aandelen opkomende landen. De in beschouwing genomen periode bedraagt circa 5 jaar.

Rekening houdend met de omvang van de allocaties naar de verschillende categorieën is de totale impact over deze periode positief geweest. Op basis van de strategische gewichten van de geanalyseerde categorieën kan geconstateerd worden dat de ESG-benchmarks een positieve additionele bijdrage hebben geleverd aan het rendement van de totale portefeuille, t.o.v. de brede benchmarks, van naar schatting 0,1%-punt op jaarbasis.

6 Rendements- en risicoanalyses

Rendementsverwachting

De lange termijn rendementsverwachting op basis van de normwelingen van het beleid 2026 wijkt slechts beperkt af van de rendementsverwachting van het strategisch beleid en het beleid 2025. De rendementsverwachtingen zijn weergegeven in onderstaande tabel. In deze cijfers is ook de gewijzigde rentevisie meegenomen (gematigde verwachte stijging).

RENDEMENTSVERWACHTING

	Strategisch Beleid	Beleid 2026
Portefeuille	5,0%	4,9%
Verplichtingen	2,1%	2,1%
Rendement boven verplichtingen	2,9%	2,8%

Risicomaatstaven

Bij vaststelling van het jaarlijkse beleggingsbeleid dient te worden vastgesteld dat het risicoprofiel van dit beleid past bij het strategisch beleggingsbeleid en de uitgangspunten van het fonds. Om dit te beoordelen en om het risico te kunnen monitoren hanteert het fonds diverse risicomaatstaven.

Deze maatstaven zijn:

- De toetsing aan de strategisch Vereiste Dekkingsgraad (VDG);
- De volatiliteit en Value-at-Risk van de dekkingsgraad;
- Het risicobudget van de beleggingen versus het strategisch beleid;
- Liquiditeitsrisico;
- Gevoeligheidsanalyses en
- Stress-scenario's (langetermijnscenario's, kortetermijnrisico's, klimaatscenario's)

De normering en beschrijving van de eerste drie maatstaven zijn opgenomen in het strategisch beleggingsbeleid. De overige maatstaven zijn onderstaand voorzien van een nadere toelichting.

Deze maatstaven zijn complementair aan de haalbaarheidstoets waarin periodiek wordt getoetst of het strategisch beleggingsbeleid past bij de langetermijnrisicohouding. Deze toets wordt onafhankelijk van de fiduciair manager uitgevoerd. De grenzen van het verwacht pensioenresultaat (inclusief het slechtweerscenario) zijn vastgelegd in de ABTN en in het strategisch beleggingsbeleid.

Het fonds is zich er van bewust dat een aantal risicomaatstaven gebaseerd is op historische volatiliteit en correlaties en daardoor beperkingen kent. Daarom is het van belang om ook gevoeligheidsanalyses en deterministische stress-scenario's in de beoordeling te betrekken.

Vereiste Dekkingsgraad (VDG)

De strategische VDG is in het strategische beleggingsbeleid op basis van gegevens per 1 januari 2024 vastgesteld op 116,6%. Hierbij is een bandbreedte gedefinieerd van 111,6% tot 121,6%. Op basis van actuele marktgegevens per ultimo september 2025, in het bijzonder de rentetermijnstructuur, is de strategische VDG naar verwachting gelijk aan circa 119,8%.

De belangrijkste redenen om een bandbreedte rondom de VDG te voeren zijn:

- Het begrenzen van het afwijkingen in het jaarlijks beleggingsbeleid ten opzichte van het strategisch beleid
- Het begrenzen van afwijkingen van de normwegingen als gevolg van marktontwikkelingen gedurende het jaar

De VDG bandbreedte is uitsluitend bedoeld voor marktfluctuaties, tijdelijke allocaties (parkeerregels) en bijvoorbeeld de (structurele) daadwerkelijke allocatie naar staatsobligaties. De ontwikkeling van de VDG hangt nauw samen met de ontwikkeling van de rentecurve en de zakelijke waarden in de portefeuille. De onderstaande tabel laat zien dat de verwachte VDG van het beleggingsbeleid 2026 in lijn ligt met de (bandbreedte voor de) strategische VDG. De norm en de bandbreedte rondom de VDG zal jaarlijks als onderdeel van het opstellen van het nieuwe herstelplan worden herijkt aan de rentecurve.

VEREISTE DEKKINGSGRAAD (VDG)

Vereiste Dekkingsgraad	VDG (spilwaarde)	Portefeuille VDG minimum	Portefeuille VDG maximum
Strategische VDG	116,4%	111,6%	121,6%
Beleid 2025 <i>Per 30 september 2025</i>	115,3%		
Beleid 2026 <i>Per 30 september 2025</i>	114,8%		

Risicobudget van de beleggingen versus de verplichtingen

Voor doorlopende monitoring van beleggingsrisico hanteert het fonds als risicomaatstaf de (ex-ante) tracking error van beleggingen versus verplichtingen (op basis van de swapcurve op een 1-jaars horizon, gebaseerd op 1 jaar historie met maandfrequentie). De maatstaf is een proxy voor dekkingsgraadvolatiliteit.

Dit risicobudget wordt jaarlijks bepaald op basis van het strategisch beleggingsbeleid en dient als aanvullende beheersing van beleggingsrisico, naast de begrenzingen op allocaties naar beleggingscategorieën. Een eventuele overschrijding van het risicobudget heeft een signaalfunctie en geeft aanleiding voor het fonds om te evalueren of de portefeuille in overeenstemming is met het strategisch beleggingsbeleid en de uitgangspunten.

TRACKING ERROR – MAATSTAF VAN VERWACHTE DEKKINGSGRAADVOLATILITEIT (IN %) (SWAPCURVE)

	Verwacht risico	Risicobudget (minimum)	Risicobudget (maximum)
Strategisch beleid	4,5%	3,0%	6,0%
Beleid 2026	4,5%	3,0%	6,0%

De ontwikkeling van de rentecurve en de allocatie naar zakelijke waarden hebben de dominante invloed op het risicogebied. Een rentedalings (eventueel in combinatie met dynamisch afdekkingsbeleid) kan resulteren in een overschrijding van het risicobudget (door hogere volatiliteit van de verplichtingen). Dit kan op gespannen voet staan met de VDG-bandbreedte, waarvoor de rentedalings juist in een onderschrijding kan resulteren. Na signalering en evaluatie van de overschrijding van het risicobudget kan tot herijking van de bandbreedte worden besloten.

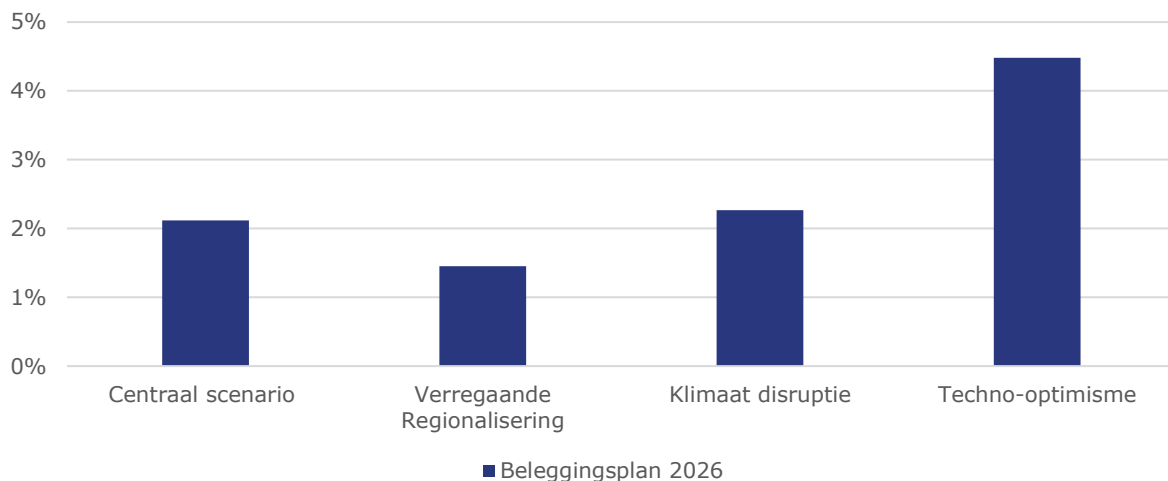
Stress-scenario's

Het fonds heeft de impact van verschillende alternatieve lange termijn scenario's geanalyseerd. Daarnaast heeft het fonds de impact van korte termijn economische stressscenario's en van de klimaatscenario's van DNB bekeken.

Het fonds heeft de volgende alternatieve scenario's voor de lange termijn vastgesteld, zoals beschreven in Bijlage 2: Beschrijving overige economische scenario's:

- Verregaande regionalisering
- Klimaatdisruptie
- Techno-optimisme

De verwachte dekkingsgraadrendementen binnen deze alternatieve scenario's zijn weergegeven in onderstaande grafiek:



In het *Verregaande regionalisering* scenario ligt het verwachte dekkingsgraadrendement een stuk lager ten opzichte van het basisscenario, door een verwachte daling van de rente en een sterk negatieve impact op zakelijke waarden. Binnen het *Klimaatdisruptie* scenario dalen zakelijke waarden ook, maar is er ook sprake van een naar verwachting stijgende rente, waardoor de impact op het dekkingsgraadrendement minder groot is. Binnen het *Techno-optimisme* scenario stijgt de rente en stijgen zakelijke waarden, met een sterk positieve impact op het verwachte dekkingsgraadrendement.

Korte termijn deterministische stress-scenario's

Het fonds heeft daarnaast gekeken naar de impact op de dekkingsgraad vanuit diverse *korte termijn* deterministische stress-scenario's. Deze scenario's zijn te onderscheiden in twee categorieën: algemene korte termijn economische stress scenario's en de klimaatscenario's van DNB.

De volgende korte termijn economische stress-scenario's zijn vastgesteld en nader beschreven in Bijlage 2: Beschrijving overige economische scenario's:

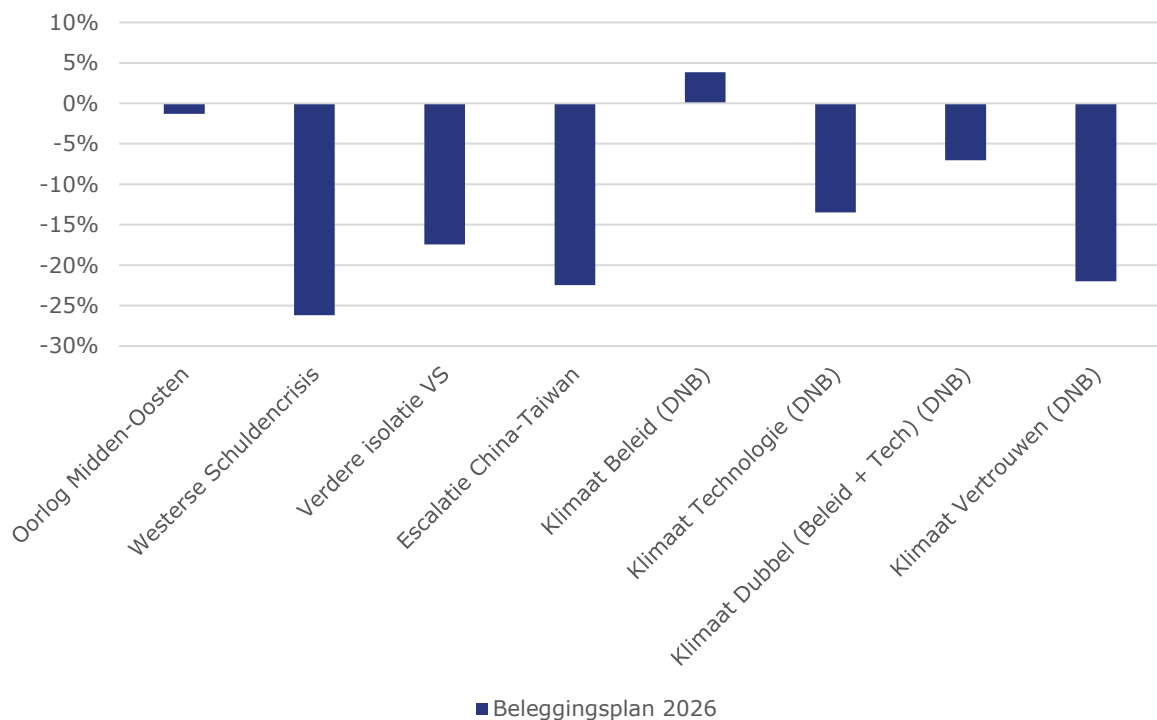
- Oorlog in het Midden-Oosten
- Westerse schuldencrisis
- Verder isolatie VS
- Escalatie China-Taiwan

De resultaten voor deze korte termijn risicoscenario's zijn weergegeven in onderstaande grafiek.

Het fonds gebruikt de klimaatscenario's die DNB heeft geleverd om een beeld te krijgen van de impact van verschillende uitwerkingen van klimaatverandering en de manier waarop de maatschappij daarmee omgaat in kaart te brengen.

- **Abrupte beleidswijzigingen:** wat leidt tot een sterke verhoging van prijs van CO2-uitstoot;
- **Technologieschok:** een onverwachte doorbraak verdubbelt het aandeel van hernieuwbare energie binnen 5 jaar;
- **Combinatie van bovenstaande;** beide scenario's versterken elkaar;
- **Vertrouwenscrisis:** er is onzekerheid ten aanzien van overheidsbeleid dat het vertrouwen van consumenten, producenten en beleggers ondergraaft.

De verwachte impact op de dekkinggraad (in %-punten) van het beleggingsbeleid 2026 onder deze stress-scenario's is in onderstaande figuur weergegeven. Voor de realisatie van een dergelijk stress-scenario dient er rekening gehouden te worden met een tijdshorizon van 1 tot 2 jaar.



De figuur laat zien dat de impact van een aantal stress-scenario's, zoals een Westerse schuldencrisis of een escalatie rondom Taiwan, sterk negatief kan zijn. De scenario's met de meest negatieve impact worden doorgaans gekenmerkt door een sterk dalende rente en sterk dalende aandelenmarkten. Omdat het fonds het renterisico met 85% heeft afgedekt komen de getoonde schokken voornamelijk uit sterk dalende aandelenmarkten.

UWV onderzoekt momenteel (najaar 2025) of er mogelijkheden zijn om het dekkinggraadirisico voorafgaand aan het invaren in het nieuwe pensioenstelsel te beperken door aanpassingen in de rendementsportefeuille, bijvoorbeeld door het gebruik van aandelenopties om het neerwaarts aandelenrisico te mitigeren.

Bijlage 1: Bestuurlijk traject bij de totstandkoming van het nieuwe beleggingsbeleid

Voorafgaand aan het opstellen van het beleggingsbeleid 2026 heeft het fonds diverse alternatieven bekeken. Bij de beoordeling hiervan is onder meer gekeken naar de risico- en rendements- en overige karakteristieken van de betreffende alternatieve portefeuilles als geheel en van de beleggingscategorieën binnen deze portefeuilles, naar de afwijking ten opzichte van het strategische beleggingsbeleid en naar de economische omgeving. Als uitgangspunt voor de keuze is de passendheid bij de doelstelling en risicohouding van het fonds gehanteerd. De verschillende alternatieven die het fonds heeft geanalyseerd weken slecht in beperkte mate af van het strategisch beleggingsbeleid.

Deze varianten zijn besproken in de CB-vergadering van 15 oktober 2025.

Bijlage 2: Beschrijving overige economische scenario's

Alternatieve economische scenario's (10-jaars horizon)

De beleidsonzekerheid is verder toegenomen, met name door het 'America First'-beleid in het tweede ambtstermijn van president Trump in de VS. Dit heeft invloed op langetermijntrends als de beweging in de richting van een multipolaire wereld met minder multilaterale regels, regionalisering van productieketens, autonomie voor strategische goederen en de energietransitie. Daarnaast speelt de opkomst van Generatieve Kunstmatige Intelligentie. Het centrale scenario wordt derhalve omgeven door meer onzekerheid.

Het gebruik van lange-termijn alternatieve scenario's kan in dit geval uitkomst bieden om de robuustheid van beleggingsportefeuilles te toetsen in verschillende macro-economische omgevingen. Deze scenario's zijn weliswaar niet de meest waarschijnlijke inschatting van de toekomst, maar behoren wel tot plausibele alternatieve ontwikkelingen. Daarom wordt er voor deze alternatieve scenario's aangesloten bij enkele bepalende trends, die geleidelijk steeds meer invloed krijgen op de economische ontwikkeling en financiële markten: de multipolaire wereld, toenemende klimaatschade, en technologische ontwikkeling. Deze trends zijn in zekere mate ook verwerkt in het centrale scenario, met name in de verwachte productiviteitsgroei en inflatie. Een sterkere realisatie van deze trends kan grote gevolgen hebben voor economische en financiële ontwikkelingen. Dit komt tot uiting in de volgende drie alternatieve scenario's.

Verregaande regionalisering

- Verschillende rapporten (o.a. McKinsey, IMF, WEF) tonen aan dat ondernemingen hun aanvoerketens bewust regionaliseren en diversifiëren met een toenemende trend tot friendshoring (groter accent op ketens binnen eenzelfde geopolitiek blok). Dit past in het centrale scenario, maar 'escaleert' verder in dit alternatieve scenario. Blijven aanvoerketens in het centrale scenario nog grotendeels geglobaliseerd, dan ontstaan in dit alternatieve scenario scherper afgebakende blokken. Naast de VS versus China komen in dit scenario ook Europa, samen met overige westerse bondgenoten, scherper tegenover de VS te staan.
- Verregaande regionalisering impliceert onder andere het grootschalig inzetten van economische instrumenten als geopolitiek 'wapen' (bv. grondstoffen en technologie) en hoge importheffingen voor internationale handel tussen de verschillende blokken. Geopolitieke spanningen lopen verder op. Ook op binnenlands vlak verergert de politieke polarisatie.
- (Geo)politieke invloed op economische beslissingen gaat ten koste van de efficiëntie. Dit leidt tot minder reële groei, hogere kosten, druk op winstmarges en hogere inflatie. Open economieën zijn kwetsbaarder, net als regio's met een beperkte thuismarkt of minder financiële middelen. Voor aandelen of bedrijfsobligaties van mindere kwaliteit is dit niet een geschikte omgeving. Hoogwaardig overheidspapier is in trek, ondanks toegenomen inflatie.

Klimaat disruptie

- Klimaatrampen nemen in dit scenario fors toe wat leidt tot een omslag in het politieke momentum. Overheden investeren massaal in mitigatie, adaptatie en de energietransitie. Het maatschappelijke en politieke besef dat deze investeringen evenzeer de strategische autonomie ondersteunen, is een bijkomende stimulans om ze te realiseren.
- Klimaatvluchtelingen, ongelijke kwetsbaarheid ten aanzien van klimaat, en verschillen in financiële capaciteit om de gevolgen van klimaatverandering te beheersen, dragen bij aan binnenlandse en internationale politieke spanningen.

- Investeringskosten en schaarste aan grondstoffen leiden tot hogere inflatie en stijgende rentetarieven. Financiële markten eisen bovendien hogere risicopremies voor landen en sectoren die kwetsbaarder zijn voor de gevolgen van klimaatveranderingen. Geografisch betreft dit met name opkomende markten. Bedrijven moeten hun bedrijfsmodellen herzien en investeren in klimaatbestendige oplossingen.
- Het economische patroon is grillig als gevolg van frequente natuurrampen en inflatieschokken. Dit drukt op aandelenrendementen en risicovollere bedrijfsobligaties.

Techno-optimisme

- Technologische (r)evoluties kennen in dit scenario een brede verspreiding en stuwen de productiviteit structureel omhoog. Een welkome ontwikkeling gezien de vergrijzing. Afnemende investeringskosten borgen de aanhoudende verspreiding van de technologische innovaties. Denk hierbij als illustratie aan DeepSeek, dat met een fractie van de investering een sterk presterend LLM (*Large Language Model*) aflevert.
- Hogere productiviteit leidt tot hogere lonen en ondersteunen de vraag. Banen zijn daardoor ook ruimschoots beschikbaar. De inflatoire druk blijft echter onder controle dankzij de toegenomen efficiëntie. Daardoor hoeven centrale banken niet op de rem te trappen ondanks de sterkere economische groei.
- Geopolitieke fragmentering blijkt de technologische innovaties niet in de weg te staan, integendeel. De pogingen om bepaalde landen de toegang tot hoogwaardige technologie te beletten, leidt tot creatieve oplossingen die de innovatiegolf juist versnellen.
- Dit scenario leunt het sterkst aan bij een 'goudlokjes-omgeving'. Aandelen en risicovollere bedrijfsobligaties profiteren. Risicovrije renteniveaus zijn hoger wegens de hogere groei.
- Naast artificiële intelligentie zijn er in dit scenario eveneens technologische ontwikkelingen die een steun in de rug zijn voor het realiseren van de energietransitie en klimaatadaptatie.

Korte termijn risicoscenario's

Oorlog Midden-Oosten

- De luchtaanvallen van Israël en de VS op Iran in juni 2025 waren vooral gericht op Iraanse nucleaire installaties, luchtafweer en raketlanceerinstallaties. Olie-infrastructuur is buiten schot gebleven. In dit scenario, als blijkt dat de capaciteit van Iran om een atoomwapen te produceren niet wezenlijk is aangetast, wordt Iran door hernieuwde luchtaanvallen verder in het nauw gedreven. Iran besluit om de Straat van Hormuz te blokkeren. Door deze straat passeert 20% van de wereldwijde olieproductie en 30% van de wereldwijde LNG-export. De blokkade leidt daarmee tot onrust op energiemarkten wereldwijd.
- Israël en de VS intensiveren in eerste instantie hun luchtaanvallen op Iran, om handhaving van de blokkade onmogelijk te maken. De VS zendt ook marineschepen naar het gebied. Strengere sancties op Iraanse olie-export volgen, met een krappere aanbod tot gevolg.
- Vooral op wereldwijde energiemarkten zijn heftige prijsbewegingen te zien. De olieprijs stijgt naar 100 dollar per vat door (het risico) op langdurig lager aanbod. Ook gasprijzen stijgen sterk. Hogere energieprijzen zorgen voor een stijging van de inflatie op korte termijn. De koopkracht van consumenten neemt af en bedrijfsinvesteringen worden uit- of afgesteld, dit raakt economische groei.
- Vanwege oplopende inflatie lopen rentes op staatsobligaties op. Korte rentes stijgen sterker dan lange rentes. Het negatieve effect op de groei dempt de stijging van lange rentes. Door lagere groei en krappere financieringscondities lopen risico-opslagen op bedrijfsobligaties en staatsobligaties uit opkomende markten op.

- Hogere rentes en dalende winstverwachtingen zetten neerwaartse druk op aandelen. Opkomende markten zijn het meest gevoelig voor wereldwijde groei, hebben meer blootstelling naar (energie-intensieve) industrie en dalen daardoor meer.

Westerse schuldencrisis

- Tijdens de coronapandemie lieten overheden fiscale tekorten flink oplopen om de acute negatieve impact op de economie te temperen. Sindsdien zijn fiscale tekorten hoog gebleven, vooral in de VS, het VK en Frankrijk. Italië en Japan hebben door een zeer hoge staatsschuld al jaren een kwetsbare fiscale positie. De opkomst van populistische partijen heeft het aanpakken van begrotingstekorten moeilijker gemaakt. Obligatiemarkten hebben al een aantal waarschuwingssignalen gegeven. In het najaar van 2022 liep de rente in het VK sterk op toen de regering-Truss een begroting met ongedekte belastingverlagingen aankondigde. In Frankrijk stegen rentes toen president Macron in 2024 vervroegde parlementsverkiezingen aankondigde. In de VS boden staatsobligaties geen veilige haven toen Trump eerder dit jaar hoge invoerheffingen en een zeer ruim fiscaal beleid aankondigde.
- In dit scenario gaan we ervan uit dat een politieke- of marktontwikkeling aanleiding geeft tot grote onrust op obligatiemarkten. Bijvoorbeeld begrotingsonderhandelingen in Frankrijk die mislukken of dat een veiling van Amerikaanse staatsobligaties te weinig vraag oplevert na verdere begrotingszorgen.
- Staatsobligatierentes van landen met een zwakkere fiscale positie lopen snel op. Obligaties in de VS bieden geen veilige haven. De ECB geeft aan dat het Transmission Protection Instrument (TPI) niet zomaar voor alle landen zal worden ingezet.
- Er is sprake van een grote schokgolf in de economie en op financiële markten:
 - Een faillissement van één of enkele westerse landen lijkt onafwendbaar. Er wordt gespeculeerd dat een aantal euro-landen de muntunie zal verlaten.
 - Risico-opslagen van euro-landen met een zwakkere fiscale positie, zoals Frankrijk en Italië, lopen sterk uit. Goud stijgt sterk in waarde.
 - Er ontstaan grote zorgen omtrent de financiële posities van banken.
 - De economie heeft te kampen met sterke vraaguitval. Het gevolg is een wereldwijde recessie.
 - Door de sterk verminderde vraag dalen prijzen, met deflatie tot gevolg.

Verder isolatie VS

- Het tweede ambtstermijn van Trump heeft wereldwijd impact, zeker op geopolitiek en de economie. Het protectionistische beleid leidt tot duurdere invoer in de VS. De reputatie van de VS als betrouwbare partner lijdt onder heffingen, het verlaten van conventies, het dreigen van het verlaten van de NAVO en wispelturig beleid.
- De voornaamste onrust ontstond in april toen Trump hoge invoerheffingen aankondigde, die hij na onrust op financiële markten deels en tijdelijk terugtrok. Na nieuwe dreigementen en handelsakkoorden op hoofdlijnen met een aantal landen staat (voorlopig) per eind augustus de gemiddelde invoerheffing in de VS op 18%. Dat is hoger dan verwacht, en een enorme stijging van de 2,5%, begin 2025.
- In dit scenario gaan we ervan uit dat de VS haar drang naar isolationisme verder doorvoert. Het zet handelspartners verder onder druk met invoerheffingen, ook bevriende landen, en voert nu ook voor een deel heffingen op kapitaal (dividend) in. De aankondiging van additionele heffingen door de VS, deels op basis van (geo)-politieke redenen, leidt tot tegenmaatregelen van landen wereldwijd. De EU laat haar terughoudendheid los en richt zich op de grotere Amerikaanse tech-bedrijven, wat weer leidt tot tegenreacties vanuit de VS. Het investerings- en vestigings-klimaat in de VS staat onder druk door nu ook heffingen op kapitaal in te voeren.



- In de VS loopt inflatie op waardoor ook korte rentes stijgen. Aantasting van de koopkracht van consumenten en onzekerheid voor bedrijven leiden tot een recessie. Staatsobligaties in de VS reageren niet als de hiervoor gebruikelijke 'veilige haven' waardoor ook lange rentes stijgen. In Europa belandt de economie eveneens in een recessie, maar hier ontstaat geen inflatieprobleem: de korte en lange rentes dalen.
- Amerikaanse aandelen dalen het hardst. Vanwege afnemende groei, hogere rentes, hoge waarderingen, maar ook de zorgen om het investeringsklimaat. Amerikaanse tech-bedrijven kampen met hogere EU-belastingen op digitale diensten.

Escalatie China-Taiwan

- De Chinese president Xi Jinping heeft meerdere malen gezegd dat een 'hereniging' met Taiwan moet en zal gebeuren.
- De Amerikaanse wet schrijft voor dat de VS Taiwan moet steunen met militaire middelen zodat het eiland zichzelf kan verdedigen in het geval van een aanval. De wet schrijft geen militaire interventie voor van de VS.
- In dit scenario verklaart Taiwan zich officieel onafhankelijk van China. Dit lokt een reactie van China uit, die hiermee ook inspeelt op de meer teruggetrokken houding van de VS op het wereldtoneel. China neemt een aantal eilanden in de Straat van Taiwan in, blokkeert zeeroutes van/naar Taiwan en dreigt met een inval. De VS, AUKUS-pact partners (het VK en Australië), de EU en Japan reageren met grootschalige levering van wapens aan Taiwan.
- Westerse mogendheden stellen op grote schaal sancties en handelsembargo's in tegen China. Taiwans halfgeleiderindustrie raakt volledig ontregeld. Dit heeft door het grote marktaandeel enorme gevolgen voor wereldwijde productieketens in allerlei industrieën. China stopt de export van (onder andere) zeldzame metalen.
- Als gevolg hiervan ontstaan grote tekorten van elektronica, auto's, maar ook in allerlei andere industriële sectoren. Door de aanbodschock stijgen prijzen sterk met fors lagere koopkracht tot gevolg. Er ontstaat grote onzekerheid.
- Vanwege hoge inflatie zijn centrale banken beperkt in de mogelijkheid rentes te verlagen. Door de aard van de schok (vastlopende productieketens) is monetaire stimulering ook minder effectief.
- Er ontstaat een diepe economische recessie en de werkloosheid loopt snel op.
- Grondstoffen laten een negatief rendement zien. Door de lagere economische activiteit dalen uiteindelijk prijzen voor energie en basismetalen.

Bijlage 3: Evaluatie beleggingscategorieën

Renteafdekking

Bij de bepaling van de renteafdekking in de ALM studie en de uitvoering van dit beleid hanteert het fonds geen rentevisie.

Het fonds neemt voor de renteafdekking de kasstromen gewaardeerd tegen de swapcurve als uitgangspunt. Het fonds heeft in 2024 besloten om de renteafdekking te verhogen naar 85%, dit is begin 2025 geeffectueerd.

Spreiding over staatsobligaties en swaps, als instrumenten waarmee de renteafdekking wordt vormgegeven, blijft wenselijk ter spreiding van tegenpartijrisico en kredietrisico. De rentevergoeding van staatsleningen is het afgelopen jaar aantrekkelijker geworden ten opzichte van de swaprente, en historisch gezien gunstig gewaardeerd. Het vertrekpunt voor de renteafdekking in 2026 onveranderd en is 70% renteswaps (basis voor de disconteringscurve voor de verplichtingen) en 30% staatsobligaties.

Het verschil in renteniveaus tussen landen komt met name door verschillen in kredietkwaliteit en liquiditeit. Daarom blijft het wenselijk alleen staatsobligaties van een hoge kredietkwaliteit en met voldoende liquiditeit te gebruiken bij de renteafdekking, die ook een hoge samenhang hebben met de euro swaprente. Evenwichtige spreiding over landen blijft daarbij belangrijk. Nederlandse en Duitse staatsobligaties staan nog steeds centraal in de renteafdekking vanwege de hoge kredietwaardigheid en liquiditeit. Duitsland en Nederland bieden uitstekende kredietkwaliteit maar handelen relatief duur. Om de negatieve impact van negatieve swapsreads op de langere termijn te beperken en diversificatie te vergroten, alloceert het fonds ook naar Frankrijk, België, Oostenrijk, Finland, , EU-obligaties en supranationale instellingen.

De ingeprijsde inflatie voor de tienjaars EU-inflatieswap en Duitse inflatie-gerelateerde obligatie schommelde afgelopen maanden rond de 2,0%. Naar verwachting daalt de inflatie in 2026 tijdelijk onder de 2%-doelstelling van de ECB. Lagere energieprijzen en afnemende loongroei helpen hierbij. Op de middellange/lange termijn wordt verwacht dat de inflatie weer wat opveert door de grootschalige extra uitgaven van Europese landen, in het bijzonder in Duitsland, in combinatie met de wens om voor deze uitgaven vooral een beroep te doen op Europese bedrijven. De verwachting is dat de inflatie door structurele factoren op een hoger niveau blijft dan voor de covidpandemie het geval was. Naast overheidsuitgaven zijn regionalisering van productieketens en een vergrijzende, en dus krappere, arbeidsmarkt stuwende factoren voor inflatie. Bij de huidige ingeprijsde inflatieniveaus zijn inflatie-obligaties redelijk gunstig gewaardeerd ten opzichte van nominale obligaties.

Rendementsportefeuille

Vastrentende waarden

Rentevergoedingen op vastrentende waarden blijven relatief gunstig door de hoge risicovrije rentes.

Binnen euro investment-grade vastrentende beleggingen geldt, afhankelijk van illiquideitsruimte, nog steeds een lichte voorkeur voor **Nederlandse woninghypotheken**. De risico-opslag op Nederlandse NHG en non-NHG woninghypotheken is momenteel ± 130 en ± 150 basispunten boven de tienjaars euro swaprente. De risico-opslagen dalen al jaren en liggen onder het langjarig gemiddelde (van 160 en 200 bps). Door de sterk gestegen huizenprijzen hebben veel

woningeigenaren overwaarde opgebouwd. Het langjarig wanbetalingsrisico en kredietverliezen (inclusief fraude) zijn minimaal, en werkloosheid is structureel laag door vergrijzing. Het structurele woningtekort, mede vanwege een groeiende bevolking, ondersteunt huizenprijzen. Nederlandse woninghypotheken zijn nog steeds van toegevoegde waarde en redelijk gewaardeerd voor het beperkte kredietrisico. De risico-opslag is vooral een illiquiditeitspremie: de beleggingscategorie is vrij illiquide, zeker sinds hypotheekrentes zijn opgelopen en hypotheeknemers veel gebruik maken van de verhuisoctie.

De risico-opslag voor **laagrentende bedrijfsobligaties in euro's** is de afgelopen twaalf maanden verder gedaald. Beleggers krijgen momenteel een risico-opslag van 0,8%-punt boven de Duitse staatsrente met dezelfde looptijd. Dit is het laagste niveau van de afgelopen jaren en ruim onder het gemiddelde van de afgelopen tien jaar (1,2%) en twintig jaar (1,35%). Bedrijven staan er over het algemeen goed voor. Daarnaast zijn een bescheiden economische groei en eerdere ECB-renteverlagingen gunstig voor bedrijfsobligaties. Bedrijfsobligaties van solide kwaliteit in euro's zijn bij huidige economische vooruitzichten en risico-opslagen nog altijd van toegevoegde waarde in een gespreide obligatieportefeuille. Risico-opslagen kunnen immers lang krap blijven.

De risico-opslag op **euro hoogrentende bedrijfsobligaties** ligt met 285 basispunten ruim onder het tienjaarsgemiddelde (395 basispunten). De rentevergoeding ligt rond 5,5%. De gemiddelde kredietkwaliteit is relatief wat sterker dan voor USD hoogrentende bedrijfsobligaties, met een hoger gewicht naar leningen met een kredietwaardigheid van 'BB'. De kredietwaardigheid heeft de afgelopen twintig jaar een verbetering doorgemaakt naar de huidige gemiddelde kredietrating van 'BB3'. Bescheiden economische groei en gemiddelde inflatie is een gunstige omgeving voor deze categorie. Enkele sectoren worden geraakt door importheffingen. Het lange-termijn wanbetalingspercentage, inclusief gedwongen schuldsaneringen, ligt rond 3,0% en het herstelpercentage rond 40%. De visie op deze categorie is neutraal. Enerzijds zijn de huidige risico-opslagen relatief laag, ook na correctie voor de verbeterde kredietkwaliteit. Anderzijds zijn er beperkte zorgen over de fundamentele ontwikkelingen van bedrijven in het centrale scenario.

De risico-opslag op **Europese senior ('first lien') bankleningen** is momenteel 485 basispunten, licht onder het tienjaarsgemiddelde (509 basispunten). De rentevergoeding ligt op 7,0%. De gemiddelde kredietrating is 'B+'. Bescheiden economische groei en gemiddelde inflatie is voor deze categorie een gunstige omgeving. Het huidige wanbetalingspercentage (3,9% inclusief gedwongen herstructureringen) ligt boven het langjarig gemiddelde (3,0%), bij een gemiddeld herstelpercentage van 55%. Sinds twee jaar is er een toename in gedwongen schulderstructureringen veroorzaakt door zwakke kredietdocumentatie, hoge schuldkosten en naderende vervaldatum van leningen. Deze gaan buiten de rechtbank om en zijn bedoeld om liquiditeitsproblemen op te lossen of een faillissement te vermijden. Dit kan leiden tot ongelijke uitkomsten voor beleggers in dezelfde lening. De visie op deze categorie is terughoudend: de rentevergoeding is relatief hoog, maar de risico-opslag ligt onder het gemiddelde, terwijl het wanbetalingsrisico boven het langjarig gemiddelde ligt.

De risico-opslag op **Europese senior corporate direct lending ('first lien')** is momenteel rond 680 basispunten. Dit ligt ruim onder het achtjarig gemiddelde van 760 basispunten, mede vanwege toegenomen concurrentie tussen leninggevers. De rentevergoeding ligt rond 9,6%. Bescheiden economische groei en gemiddelde inflatie is een gunstige omgeving voor deze categorie. Afhankelijk van het bedrijfsmodel kunnen bedrijven geraakt worden door importheffingen. De gemiddelde kredietrating wordt momenteel geschat op 'B-'. Deze categorie heeft een beperkte historie qua wanbetalingsdata en heeft geen officiële kredietratings. Het lange-termijn wanbetalingspercentage ligt rond 4,0% en het herstelpercentage rond 65%. Leninggevers hebben soms meer gerichte convenanten en werken nauw samen met bedrijven waardoor ze problemen snel(ler) kunnen signaleren. De visie op deze categorie is constructief. De huidige risico-opslagen zijn laag versus gerelateerde categorieën (compensatie voor hoger illiquiditeits- en kredietrisico) en de eigen historie,

maar de rentevergoeding van 9,6% is relatief gunstig met vooralsnog beperkte zorgen over de fundamentele ontwikkelingen van bedrijven.

De risico-opslag voor **staatsobligaties opkomende landen in harde valuta** is het afgelopen jaar met bijna 1%-punt gedaald naar 3,0%. Dit niveau ligt ruim onder het tienjaarsgemiddelde van 3,8%. De waardering is vanuit dit oogpunt matig, maar ten opzichte van hoog- en laagrentende bedrijfsobligaties is de risico-opslag nog relatief gunstig. Dit geldt zeker gezien de EMD HC kredietrating (IG: 50%, HY: 50%). Met 7,3% is de rentevergoeding hoog, vooral dankzij de sinds 2022 opgelopen staatsrentes in de VS. Dit percentage ligt boven het langjarig gemiddelde van 6,5%. De economische groei in opkomende landen is relatief solide, maar opkomende landen zijn open economieën waardoor Amerikaanse importheffingen druk zetten op de industrie en uitvoer. Landen zullen op zoek gaan naar andere handelsroutes en afzetmarkten. De financieringscondities zijn voldoende ruim: de hogere VS staatsrente is negatief, maar de lagere US dollar is positief. Dat laatste, samen met inflatie die verder onder controle komt in opkomende landen, geeft ruimte voor renteverlagingen. Dit geeft steun aan **staatsobligaties opkomende landen uitgegeven in lokale valuta**. De rentevergoeding van 5,9% (-0,4% ten opzichte van vorig jaar) is echter aan de lage kant ten opzichte van rentes in ontwikkelde landen.

Aandelen

Aandelen hebben de afgelopen twaalf maanden, tot eind augustus, een sterk rendement laten zien. De wereldwijde index voor ontwikkelde en opkomende markten tezamen staat (in lokale valuta) op 16% winst. Door depreciatie van de US dollar en andere buitenlandse valuta versus de euro is het rendement in euro's circa 10%. Economische groei, lagere inflatie, (vooruitzichten op) renteverlagingen van centrale banken en degelijke bedrijfscijfers in de VS, zijn positief geweest voor aandelen. Over het algemeen zijn aandelenindices harder gestegen dan de verwachte winsten, waarmee waarderingen zijn opgelopen. Dat drukt rendementsverwachtingen op lange termijn. Dit wordt echter grotendeels gecompenseerd door wat hogere nominale groei verwachtingen in de Pacific en een lichte verhoging van de structurele winstmarges in Europa en Pacific nu deze al geruime tijd een stijgende trend hebben laten zien. Dat laatste geldt ook voor de aannames voor aandeleninkoop. De economie in de VS blijft naar verwachting structureel weerbaar en de tech-sector opereert met hoge winstmarges, maar hoge waarderingen in de VS leiden tot een wat lager verwacht rendement versus Europa en Pacific. Per saldo wordt op lange termijn voor aandelen **ontwikkelde markten** een vergelijkbaar rendement als vorig jaar verwacht. Dit leidt op een lange-termijn horizon tot een neutrale visie op aandelen.

De waardering voor **aandelen opkomende markten** is het afgelopen jaar opgelopen. De waardering is neutraal. Er worden echter niet betere rendementen versus ontwikkelde markten verwacht. Hoge nominale economische groei zou een voordeel moeten zijn, maar door hoge aandelenuitgiftes blijft winstgroei achter in opkomende markten.

Vastgoed

Sinds juni 2024 heeft **niet-beursgenoteerd vastgoed** haar herstel ingezet (in totaal rendement), na twee negatieve jaren in reactie op de rentestijgingen in 2022. Transactievolumes zijn nog gematigd, op het sterke vierde kwartaal van 2024 na, door de hogere renteniveaus en verhoogde economische-/beleidonzekerheid sinds 'Liberation Day' (april 2025). Als het aantal transacties normaliseert, komt er meer duidelijkheid over de waarde van de vastgoedobjecten. Wereldwijd ligt leegstand rond het lange-termijn gemiddelde (kantoren hoger, winkels lager). In Europa, met over het algemeen strengere (bouw)regelgeving, is leegstand lager dan in de VS en dit leidt daar ook tot hogere huurgroei. Vooruitkijkend zal het nieuwe aanbod sterk afnemen in Europa en de VS, net als in Azië-Pacific, gedreven door hoge rente- en bouwkosten. Dit biedt, samen met economische groei

en inflatie, ruimte voor huurgroei op de middellange termijn. Het herstel zal naar verwachting doorzetten, gedreven door huurinkomsten en toekomstige huurgroei. De waardering is nog hoog, huurinkomsten versus renteniveaus, en dat wordt gecombineerd met solide huurgroeivoorzichten. Er is een neutrale visie op niet-beursgenoteerd vastgoed.

Alternatieve categorieën

De vooruitzichten voor **niet-beursgenoteerde infrastructuur** zijn positief. Sectoren zoals hernieuwbare energie, digitale infrastructuur en transport zullen naar verwachting sterke interesse blijven genereren, gedreven door lange-termijn trends zoals de energietransitie, het belang van energiezekerheid, AI-investeringen en digitalisering. De wereldwijde vraag naar elektriciteit zal naar verwachting verdubbelen tegen 2050, leidend tot meer vraag naar en investeringen in infrastructuur. Toenemend gebruik van kunstmatige intelligentie voedt de noodzaak voor meer datacenters en elektriciteitscentrales. Het elektriciteitsnetwerk dient te worden gemoderniseerd en uitgebreid. Geopolitieke instabiliteit versterkt de focus op energiezekerheid en infrastructuur. Bij infrastructuurinvesteringen dient de mate van (over)capaciteit, regelgeving en afzetprijzekerheid meegewogen te worden. Dit geldt met name voor deelmarkten binnen hernieuwbare energie. Waarderingen voor de categorie zijn relatief neutraal versus de lange-termijn historie (16,2x EV/EBITDA) en wat hoger dan vorig jaar. Transactievolumes namen vorig jaar af mede gedreven door geopolitieke- en beleidsonzekerheid en renteniveaus die sinds 2022 hoger liggen. Op een tienjaarshorizon vanaf huidige niveaus wordt beperkt potentieel voor rentedalingen verwacht, maar wel dat transactievolumes zullen stabiliseren dankzij structurele trends en investeringsbehoeften. Fysieke klimaatrisico's en substantiële renteniveaus wegen op de categorie. Daartegenover staan inflatiebestendigheid, minder cyclisch en de rugwind van lange-termijn trends zoals ontwikkeling van infrastructuur ten ondersteuning van de duurzaamheidsambities. De visie op deze beleggingscategorie blijft positief.

De wereldwijde **Private equity ('PE')** sector is veerkrachtig in het licht van de huidige macro-economische en geopolitieke onzekerheid, maar staat voor uitdagingen op het gebied van liquiditeit, fondsenwerving en waardecreatie. De sector kampt met aanhoudende krapte in liquiditeit doordat PE-managers moeite hebben om oudere fondsen af te wikkelen via fusies en overnames of beursgangen. Hierdoor worden portefeuillebedrijven langer aangehouden. Omdat klanten toch liquiditeit eisen, zoeken PE-partijen in toenemende mate andere liquiditeitsoplossingen en nieuwe afzetkanalen. De verwachting is dat zodra de macro-economische onzekerheid afneemt, de 'exit'-activiteit weer zal verbeteren. Fondsenwerving lijdt onder de krappe liquiditeit. De grotere PE-partijen met sterke track records zijn dominant. Daarmee is het voor de meeste PE-managers lastig geworden om kapitaal op te halen voor nieuwe fondsen. Jarenlang hadden waarderingen van portefeuillebedrijven sterke rugwind dankzij het gebruik van vreemd vermogen en dalende financieringskosten. Nu rentes hoger staan, moet toegevoegde waarde voortaan veel meer uit operationele veranderingen komen. Digitalisering en efficiëntere processen zijn belangrijke pijlers om marges te verhogen. Slechts 10% van de bedrijven wereldwijd zijn beursgenoteerd, waardoor private equity diversificatiepotentieel biedt. Rendementsverschillen tussen PE-managers zijn groot: de verwachting is dat de beste managers relatief aantrekkelijke rendementen blijven genereren. Voor de gehele sector wordt er enige voorzichtigheid betracht met deze categorie in het licht van de moeilijke 'exit'-omgeving en hogere rentes dan voorheen.

Bijlage 4: ESG benchmark beoordeling

ESG benchmarks – aandelen ontwikkeld

Aandelen ontwikkeld - UBS					
Mandaatperiode: vanaf maart 2020					
ESG benchmark: MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders Low Carbon Impact (vanaf maart 2023)	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Algemene benchmark: MSCI Developed Markets					
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	12.9%	12.9%	12.1%	0.0%	0.8%
2025, t/m juni	-3.9%	-4.1%	-3.4%	0.2%	-0.6%
2024	28.2%	27.6%	26.6%	0.6%	1.0%
2023	27.1%	26.2%	20.3%	0.8%	5.9%
2022	-14.1%	-12.9%	-11.3%	-1.2%	-1.6%
2021	29.1%	29.2%	26.9%	-0.1%	2.3%
2020, vanaf maart (start mandaat)	9.8%	9.9%	10.9%	-0.1%	-1.0%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	15.6%	15.5%	15.0%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.4%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	2.2%				

Vanaf maart 2020 werd het aandelen ontwikkeld mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders indices. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten tot en met eind juni 2025 is het rendement van de ESG-benchmarks 0.8% (op jaarbasis) hoger geweest dan het rendement van de brede benchmark, waarbij er van jaar op jaar wel verschillen zijn ontstaan. Over deze periode is de impact van de uitsluitingslijst van UWV neutraal geweest. In de begin periode van het mandaat had de uitsluitingenlijst vooral negatieve impact, die met name ontstaan in 2022, vanwege de uitsluiting van de olie- en gassector die in 2022 goed gerendeerd heeft. Vanaf 2023 heeft de uitsluitingenlijst juist een positieve impact gehad.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 2,2% redelijk beperkt gebleven. De volatiliteit van beide indices is vergelijkbaar.

ESG benchmarks – aandelen opkomend

Aandelen opkomend - Northern Trust					
Mandaatperiode: vanaf juni 2020					
ESG benchmark: MSCI ESG Leaders, MSCI Select ESG Leaders Low Carbon Impact (vanaf maart 2023)	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Algemene benchmark: MSCI EM					
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	3.3%	3.3%	5.9%	0.0%	-2.6%
2025, t/m juni	4.2%	3.9%	1.7%	0.3%	2.2%
2024	10.6%	11.0%	14.7%	-0.3%	-3.7%
2023	-0.8%	-0.9%	6.1%	0.1%	-7.0%
2022	-17.1%	-17.7%	-14.9%	0.6%	-2.9%
2021	4.7%	5.4%	4.9%	-0.6%	0.5%
2020, vanaf juni (start mandaat)	18.8%	18.9%	20.4%	0.0%	-1.5%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	14.2%	14.3%	12.4%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.5%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	4.7%				

Vanaf juni 2020 werd het aandelen opkomend mandaat beheerd op basis van de MSCI ESG Leaders index. Per maart 2023 is dit omgezet naar een verdergaande SDG-benchmark. Via deze benchmark wordt, naast een best-in-class aanpak, een significante additionele CO₂-reductie gerealiseerd en wordt gestuurd op SDG 3 (gezondheidszorg) en SDG 7 (duurzame en betaalbare energie) en 13 (klimaatactie).

Gemeten vanaf juni 2020, de startdatum van het mandaat van Northern Trust, is het rendement van de ESG-benchmark 2.6% op jaarbasis achtergebleven bij de brede benchmark. De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is neutraal geweest. In 2022 hebben waarde-aandelen binnen opkomende landen beter gepresteerd hebben dan groei-aandelen; door te beleggen op basis van de SDG-benchmarks is in 2022 echter een lagere allocatie naar waarde-aandelen ontstaan. In 2023 en 2024 heeft de SDG-benchmark slechter gepresteerd dan de brede benchmark vanwege een overweging van Chinese bedrijven met een positieve SDG-tilt, die in deze periode slecht hebben gepresteerd.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is hoog geweest, met een waarde van 4,7%. Dit illustreert dat er significante verschillen in rendement kunnen ontstaan binnen aandelen opkomende landen door het toepassen van ESG-factoren. Ook is de volatiliteit van de ESG-benchmark hoger dan die van de algemene benchmark.

ESG benchmarks – investment grade bedrijfsobligaties

Investment grade credits - BlackRock					
Mandaatperiode: vanaf oktober 2020					
ESG benchmark: Bloomberg MSCI Sustainable, Bloomberg MSCI Sustainable SRI (vanaf maart 2023)	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG t.o.v. algemene benchmark
Algemene benchmark: Bloomberg MSCI					
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	0.0%	0.1%	0.1%	0.0%	-0.1%
2025, t/m juni	1.8%	1.8%	1.8%	0.0%	0.0%
2024	4.7%	4.7%	4.7%	0.0%	-0.1%
2023	8.0%	8.0%	8.2%	0.0%	-0.2%
2022	-13.6%	-13.5%	-13.6%	-0.1%	0.1%
2021	-1.1%	-1.0%	-1.0%	-0.1%	-0.1%
2020, vanaf oktober (start mandaat)	1.9%	1.9%	2.0%	0.0%	-0.1%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	5.3%	5.4%	5.4%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.1%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	0.1%				

Binnen het mandaat van investment grade bedrijfsobligaties is de financiële impact van het toepassen van de ESG-benchmarks en de uitsluitingenlijst zeer gering geweest. Gemeten vanaf oktober 2020, de start van het beheer op basis van ESG-benchmarks, zijn de rendementen van de ESG-benchmark en de algemene benchmark vrijwel gelijk (-0,1% verschil op jaarbasis). De impact van het toepassen van de uitsluitingslijst is ook zeer gering.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 0,1% zeer laag geweest. De volatiliteit van beide benchmarks is zeer vergelijkbaar.

ESG benchmarks – emerging market debt, hard currency

Emerging Market Debt HC - LGIM					
Mandaatperiode: vanaf april 2020				Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
ESG benchmark: JPM EMBI ESG customized	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark		
Algemene benchmark: J.P. Morgan EMBI					
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	3.1%	2.9%	3.2%	0.2%	-0.2%
2025, t/m juni	-6.9%	-6.9%	-6.8%	0.0%	-0.1%
2024	13.6%	13.4%	13.7%	0.3%	-0.3%
2023	6.7%	6.8%	7.3%	-0.1%	-0.5%
2022	-10.1%	-11.0%	-12.4%	1.0%	1.4%
2021	5.3%	5.3%	5.7%	0.0%	-0.4%
2020, vanaf april (start mandaat)	7.3%	7.4%	9.0%	-0.2%	-1.5%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	7.6%	7.7%	7.7%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.4%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	1.3%				

Sinds april 2020 worden de emerging market debt mandaten (hard currency en local currency) beheerd op basis van ESG-benchmarks. Halverwege 2021 zijn deze benchmarks verder aangescherpt, door landen uit te sluiten die het slechtst scoren op het thema arbeid. Vanaf juli 2022 worden ook landen waarin sprake is van ernstige schendingen op het vlak van governance uitgesloten.

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt hard currency mandaat licht negatief geweest (-0,2% op jaarbasis). Het rendement van het mandaat was gemiddeld hoger (+0,2% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard. Het negatieve rendement over 2023 en 2024 tot met juni wordt vooral verklaard door de uitsluitingen die gedaan worden op basis van het landenbeleid.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 1,3% redelijk beperkt. De volatiliteit van de ESG benchmark was licht lager dan de algemene benchmark.

ESG benchmarks – emerging market debt, local currency

Emerging Market Debt LC - LGIM					
Mandaatperiode: vanaf april 2020					
ESG benchmark: JPM GBI-EM ESG customized	Mandaat	ESG benchmark	Algemene benchmark	Relatief Mandaat t.o.v. ESG benchmark	Relatief ESG BM t.o.v. algemene benchmark
Algemene benchmark: J.P. Morgan GBI-EM					
Rendementen					
Mandaatperiode, op jaarbasis	3.5%	3.8%	1.9%	-0.3%	1.8%
2025, t/m juni	0.4%	0.6%	-1.0%	-0.1%	1.5%
2024	2.8%	3.0%	4.1%	-0.2%	-1.1%
2023	9.1%	9.0%	8.9%	0.1%	0.1%
2022	1.1%	1.3%	-5.9%	-0.2%	7.2%
2021	-1.9%	-1.5%	-1.8%	-0.4%	0.3%
2020, vanaf april (start mandaat)	8.6%	9.1%	8.6%	-0.4%	0.4%
Risico's (mandaatperiode, op jaarbasis)					
Standaard deviatie	5.7%	5.7%	6.0%		
Tracking Error: mandaat vs. ESG BM	0.3%				
Tracking Error: ESG BM vs. algemene BM	2.5%				

Over de periode vanaf april 2020 is de relatieve impact van het toepassen van de ESG-benchmark binnen het emerging market debt local currency mandaat sterk positief geweest (+1,8% op jaarbasis). Dit is met name veroorzaakt doordat in de op maat gemaakte ESG-benchmark voor UWV Rusland was uitgesloten bij het uitbreken van de oorlog in Oekraïne in februari 2022. Het rendement van het mandaat was gemiddeld lager (-0,3% op jaarbasis) ten opzichte van de benchmark, wat voor een deel door de uitsluitingslijst van UWV wordt verklaard.

Het relatieve risico (Tracking Error) van de ESG-benchmark ten opzichte van de algemene benchmark is met een waarde van 2,5% hoog geweest, wat voor een groot deel is veroorzaakt door het uitsluiten van Rusland in de ESG-benchmark van UWV. De volatiliteit was daarentegen licht lager ten opzichte van de algemene benchmark.