

Beleggingsplan 2024

Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten



December 2023

Beleggingsplan – Toelichting op beleid 2024

Inhoudsopgave

Samenvatting beleid en vooruitblik	3
Strategisch beleid	5
Beleggingsbeleid 2024	8
Macro economische ontwikkelingen	11
Portefeuille Analyse	14
Implementatie en managers	25
Bijlage 1: Economische scenario's	30
Bijlage 2: Illiquide stress scenario's	34

Samenvatting beleid en vooruitblik

Dit document vormt het jaarlijks geactualiseerde beleggingsplan van StiPP voor het jaar 2024. In dit document wordt invulling gegeven aan het in het strategisch beleid omschreven beleggingsproces waarbij jaarlijks een beleggingsplan wordt opgesteld.

In dit beleggingsplan wordt de te voeren normportefeuille en het operationele beleggingsbeleid voor het komende jaar nader geconcretiseerd. Hiervoor gelden de kaders en risicogrenzen van het lange termijn strategisch beleggingsbeleid (inclusief investment cases).

In de aanloop naar dit beleggingsplan heeft StiPP een beoordeling gemaakt van de ontwikkelingen op de relevante beleggingsmarkten, de daarmee samenhangende macro economische vooruitzichten, risico- en rendementsverwachtingen, maar ook de relatieve aantrekkelijkheid van de markten in relatie tot de rendementsdoelstellingen die StiPP heeft geformuleerd. Op basis hiervan wordt het strategisch beleid verder geconcretiseerd, waaronder een vertaling naar concrete richtlijnen en operationeel belegbare benchmarks.

Belangrijkste kenmerken en wijzigingen beleggingsbeleid 2024

In 2023 is een nieuwe ALM studie uitgevoerd. De lange termijn horizon van StiPP en de beleggingsbeginselen van het fonds zijn gelijk gebleven.

De ALM studie 2023 had als doel om te onderzoeken of een offensievere life cycle mogelijk is binnen de al (onveranderde) risicobereidheid. Het algemeen bestuur heeft op basis van de ALM studie besloten tot twee belangrijke aanpassingen:

- De allocatie naar zakelijke waarden wordt verhoogd. Voor de jongste leeftijdsgroep betekent dit een allocatie naar zakelijke waarden van 80% (versus 70% voorheen)
- De afbouw van beleggingsrisico door een verlaging van zakelijke waarden start op een lager leeftijd: voorheen omvatte de jongste leeftijdsgroep deelnemers jonger dan 47 jaar, vanaf 2024 omvat de jongste leeftijdsgroep deelnemers jonger dan 52 jaar

Niettemin heeft StiPP besloten bovengenoemde nieuwe life cycle niet in 2024 te implementeren. De juridische, operationele en communicatieve uitdagingen die dit met zich meebrengt stellen hoge eisen aan de voorbereiding, implementatie en nazorg.

De geplande voorbereidingen en werkzaamheden voor het nieuwe pensioencontract als gevolg van de Wet Toekomst Pensioenen, dreigt hiermee te conflicteren en daar zal prioriteit aan moeten worden gegeven. Daarom is de implementatie van nieuwe life cycle uitgesteld tot 2025.

Speerpunten 2024

Vanuit de ambitie om het beleid door te ontwikkelen worden ieder jaar een aantal speerpunten gedefinieerd. StiPP heeft voor 2024 de volgende speerpunten vastgesteld:

Speerpunt	Impact
-----------	--------

Pensioenakkoord (WTP)	StiPP bereid zich voor op de uitvoering van een nieuw contract. Hier zullen ook punten uit voortkomen die betrekking hebben op vermogensbeheer
MVB	Implementatie van de eisen op het gebied van SFDR De eerste rapportage over PAI's. Evaluatie SDG indices aandelen Vervolgonderzoek impact beleggen Heroverweging aansluiting UNPRI Vervolganalyse biodiversiteit
Onroerend goed	Nadere uitwerking diversificatiestrategie
EMD	Implementatie nieuwe fondsen en landenbeleid
Euro bedrijfsobligaties	Implementatie nieuwe ESG benchmark
High yield	Verkenning manager selectie
Aandelen ontwikkeld	Evaluatie investment case en invulling
Geldmarktfondsen	Evaluatie investment case en invulling
Direct-Lending	Evaluatie investment case

Naast deze speerpunten staan voor 2024 ook de gebruikelijke jaarlijkse onderwerpen op de agenda, bijvoorbeeld ten aanzien van verslaggeving en voorbereiding op het jaarlijkse beleggingsplan. Alle onderwerpen zijn onderdeel van de Roadmap 2024. Deze Roadmap wordt door StiPP vastgesteld eind 2023 en vormt de leidraad voor de activiteiten van StiPP ten aanzien van de beleggingen.

Strategisch beleid

Strategisch beleid op hoofdlijnen

Het strategisch beleid is overeenkomstig met het strategisch plan. Het pensioenfonds maakt onderscheid tussen een Deelnemerspool, een Reservepool en een Uitkeringenpool. Dit doet recht aan de van elkaar verschillende doelstellingen van delen van het belegd vermogen. Ieder van deze pools belegt in portefeuilles, die gezamenlijk door de pools worden gebruikt om de uitvoering van de beleggingen zo efficiënt mogelijk te kunnen inregelen. Er worden vier portefeuilles onderscheiden: Vastrentende waarden met middellange duratie (VRW Middellang), Vastrentende waarden met lange duratie (VRW Lang), Zakelijke waarden en de Uitkeringenportefeuille.

Voor iedere pool zijn vaste strategische wegingen naar iedere portefeuille vastgesteld. In de tabellen hieronder zijn deze opgenomen.

In onderstaande tabel is de allocatie voor verschillende leeftijdsgroepen naar 3 deelportefeuilles opgenomen.

Deelnemerspool: weging portefeuilles per leeftijdsgroep								
Leeftijdsgroep	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Zakelijke waarden	70%	64%	58%	47%	37%	27%	17%	7%
VRW Middellang	30%	29%	25%	24%	23%	21%	20%	19%
VRW Lang	0%	7%	17%	29%	40%	52%	63%	74%

Het beleid is hetzelfde voor deelnemers die kiezen voor de optie doorbeleggen, alleen beleggen deze deelnemers vanaf leeftijd 59 tot aan pensioendatum conform leeftijdsgroep 59-60.

Reservepool: weging portefeuilles	
Portefeuille	Reservepool
Zakelijke waarden	30% (van 25% in 2023)
VRW Middellang	35% (van 40% in 2023)
VRW Lang	35% (van 35% in 2023)

De Uitkeringenpool belegt voor 100% in de Uitkeringenportefeuille.

Voor de invulling van ieder van de portefeuilles geldt op zichzelf een beleid, dat verderop in dit plan is opgenomen.

Afdekking renterisico

Voor iedere leeftijdsgroep is gedefinieerd wat de gewenste mate van afdekking van het renterisico van de pensioeninkoop is. Deze is uitgedrukt als een afdekkingsratio: de ratio van de rentegevoeligheid van de portefeuille van een leeftijdsgroep ten opzichte van die van de pensioeninkoop. De pensioeninkoop wordt gerepresenteerd door een verzameling (actuarieel-) representatieve kasstromen die door de actuarieel adviseur van StiPP jaarlijks

worden vastgesteld. Om te sturen op de mate van renteafdekking wordt gebruik gemaakt van twee instrumenten: de normallocatie binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden per leeftijdsgroep, en naar de benchmarkkeuze van de mandaten staatsobligaties binnen die portefeuilles.

Doelstelling renteafdekking per leeftijdsgroep								
Leeftijdsgroep	<47	47-52	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Norm afdekking	16%	23%	31%	43%	54%	66%	77%	88%
Resulterende portefeuille duratie (indicatief)	1.8	2.5	3.4	4.8	6.0	7.2	8.4	9.6

Binnen de Uitkeringenportefeuille wordt het volledige renterisico afgedekt, zodanig dat de dekkingsratio ongevoelig is voor rentebewegingen. Concreet betekent dit dat de rentevoeligheid (op basis van de swapcurve) wordt aangesloten bij die van de verwachte pensioenuitkeringen, verveelvoudigd met de dekkingsratio van de Uitkeringenpool op basis van discontering tegen de swapcurve.

Valuta afdekking

StiPP dekt strategisch 55% van het valutarisico van de drie belangrijkste valuta's (USD, GBP en JPY) binnen de Zakelijke Waarden portefeuille af, en binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden (wanneer relevant) voor 100%. Andere valuta's worden niet afgedekt. Voor de valuta afdekking wordt gebruik gemaakt van valuta termijn affaires ('fx forwards').

Risicomaatstaven

StiPP monitort het risico van de leeftijdsgroepen. Het vermogensrisico wordt uitgedrukt als de standaard deviatie van de beleggingen. Het inkooprisico wordt uitgedrukt als standaarddeviatie van de beleggingen versus de pensioeninkoop.

Aangezien StiPP geen tactisch beleid voert voor de leeftijdsgroepen zal dit risicogebruik als signaleringsniveau worden gehanteerd. Indien het risicogebruik van de Deelnemerspool hoger is dan het signaleringsniveau dan zal de fiduciair beheerder StiPP hierover informeren en een suggestie doen voor een aanpassing. In de beleggingsrichtlijnen zijn de signaleringsniveaus opgenomen.

RISICOGEBRUIK	SIGNALERINGSNIVEAU VERMOGENSRISICO (STANDAARDDEVIATIE)	SIGNALERINGSNIVEAU INKOOPRISICO (tracking error)
Leeftijdsgroep < 47	10,5%	n.v.t.
Leeftijdsgroep 47-51	9,5%	n.v.t.
Leeftijdsgroep 52 – 56	9%	n.v.t.
Leeftijdsgroep 57 – 58	n.v.t.	11%
Leeftijdsgroep 59 – 60	n.v.t.	9,5%
Leeftijdsgroep 61 – 62	n.v.t.	8%
Leeftijdsgroep 63 – 64	n.v.t.	6,5%
Leeftijdsgroep 65 – 66	n.v.t.	5%
Reservepool	7,0%	n.v.t.

Het pensioenfonds hanteert voor de opbouwfase van de regeling de tracking error van de bijbehorende beleggingen versus de uitvoeringsbenchmark als risico maatstaf voor het

uitvoeringsrisico van het vermogensbeheer door de fiduciair. Tot deze risico maatstaf is besloten om het Z-score risico te monitoren en te beperken. Het risicobudget betreft het maximale ex-ante risicoprofiel (het ex-ante beleggingsrisico dat StiPP ten behoeve van het behalen van de doelstelling maximaal wil lopen) van het vermogen ten opzichte van de benchmark. Het maximaal in te zetten uitvoeringsrisico bedraagt 1,6%.

De doelstelling van het beleggingsbeleid van de Uitkeringenpool is om met een laag risico aan de verplichtingen te kunnen voldoen die zijn verbonden aan de ingegane pensioenen. Deze ingegane pensioenen worden vertaald naar verplichtingenkasstromen van het fonds. Om het risico binnen de uitkeringspool te kunnen meten en beheersen heeft StiPP besloten dat de rentegevoeligheid van de Uitkeringenpool moet aansluiten bij dat van de verplichtingenkasstromen, geschaald met de omvang van de Uitkeringenpool. Deze aansluiting wordt beoogd op 100%, met een bandbreedte van 5%. Ook voor verschillende looptijden is beoogd een aansluiting van 100% met 5%-punt bandbreedte om zowel het totale renterisico als het curverisico te beperken.

Beleggingsbeleid 2024

Het beleggingsbeleid 2024 geeft nadere invulling aan het strategisch beleid en is een resultante van de macro-economische visie (H4), de evaluatie beleggingscategorieën (bijlage 1) en de risicobudgetstudie (H5).

Normportefeuille: invulling portefeuilles

Binnen de portefeuilles wordt belegd in verschillende beleggingscategorieën. In onderstaande tabel zijn de normen voor de invulling van de portefeuilles gedurende 2024 opgenomen, en is een vergelijking met het beleid 2023 opgenomen.

Normallocatie Portefeuilles		
Categorie	Beleid 2023	Beleid 2024
Zakelijke waarden		
Aandelen ontwikkelde markten	56.5%	56.5%
Aandelen wereldwijd	42,5%	42,5%
Aandelen Europa	14%	14%
Aandelen opkomende markten	10%	10%
Beursgenoteerd onroerend goed	0%	0%
Niet-beursgenoteerd onroerend goed	15.5%	15.5%
Hoogrentende landen	10%	10%
Direct-Lending	7%	7%
Liquiditeiten	1%	1%
VRW Middellang		
Staatsobligaties middellang	20%	20%
Bedrijfsobligaties Euro	50%	50%
Woninghypotheken	30%	30%
Liquiditeiten	0%	0%
VRW Lang		
Staatsobligaties langlopend	100%	100%
Uitkeringen		
Staatsobligaties langlopend	100%	100%

Er is gekozen om in het beleggingsbeleid 2024 de normallocaties binnen de verschillende portefeuilles gelijk te houden in vergelijking tot 2023. StIP heeft diverse alternatieven onderzocht, maar geen duidelijke verbeteringen gezien die een aanpassing binnen één of meerdere portefeuilles rechtvaardigen.

Binnen de portefeuille Zakelijke Waarden zijn twee parkeerregels van toepassing. Deze zijn gekoppeld aan de illiquide categorieën niet-beursgenoteerd onroerend goed en direct lending. Deze parkeerregels leiden ertoe dat tijdens de opbouw van de belangen in deze categorieën de nog niet belegde middelen tijdelijk aan een liquide beleggingscategorie worden gealloceerd.

Nog niet gealloceerd vermogen aan direct lending is door StiPP tot nog toe tijdelijk gealloceerd aan aandelen opkomende markten. StiPP heeft besloten na evaluatie deze parkeerregel aan te passen en het nog niet gealloceerde deel van het vermogen aan direct lending tijdelijk te alloceren naar aandelen ontwikkelde markten. Dit sluit beter aan bij de wens om marktneutraal te beleggen en is efficiënter in de uitvoering. Hierdoor blijft de allocatie naar de categorie aandelen voor wat langere tijd relatief hoog. Per 30 september 2023 was de allocatie naar direct lending 2.3%. Dit is 4.7% lager dan de normweging.

StiPP heeft een extra allocatie naar genoteerd onroerend goed ter compensatie voor de allocatie naar niet-genoteerd. In de praktijk bestaan voor niet-genoteerd onroerend normaliter wachtrijen. StiPP is al geruime tijd bezig met het opbouwen van deze positie, per 30-09-2023 bedraagt deze circa 9.8% van de portefeuille Zakelijke Waarden bij een normweging van 15.5%. Het deel van de normweging dat nog niet belegd is, wordt tijdelijk gealloceerd aan genoteerd onroerend goed.

Voor ieder van deze beleggingscategorieën zijn in het nader uitgewerkte strategisch beleid én de beleggingsrichtlijnen bandbreedtes vastgelegd.

Normallocatie per leeftijdsgroep (opbouwfase)

In combinatie met de normallocatie naar portefeuilles per leeftijdsgroep, resulteert dit in de volgende normportefeuilles per leeftijdsgroep:

Resulterende normportefeuille 2024 per leeftijdsgroep*								
Categorie	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Zakelijke waarden								
Aandelen ontwikkelde markten	40%	36%	33%	27%	21%	15%	10%	4%
Aandelen wereldwijd	30%	27%	25%	20%	16%	11%	7%	3%
Aandelen Europa	10%	9%	8%	7%	5%	4%	2%	1%
Aandelen opkomende markten	7%	6%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
Niet-genoteerd onroerend goed	11%	10%	9%	7%	6%	4%	3%	1%
Hoogrentende landen	7%	6%	6%	5%	4%	3%	2%	1%
Direct Lending	5%	4%	4%	3%	3%	2%	1%	0%
Liquiditeiten	1%	1%	1%	0%	0%	0%	0%	0%
VRW Middellang								
Staatsobligaties middellang	6%	6%	5%	5%	5%	4%	4%	4%
Bedrijfsobligaties Euro	15%	15%	13%	12%	12%	11%	10%	10%
Woninghypotheken	9%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%
VRW Lang								
Staatsobligaties langlopend	0%	7%	17%	29%	40%	52%	63%	74%

*: Door afronding tellen de gewichten niet altijd op tot exact 100%.

Herbalanceringsbeleid deelnemers- en Reservepool (opbouwfase)

De allocatie van leeftijdsgroepen aan de beleggingsportefeuilles wordt maandelijks geherbalanceerd naar de norm. Dit betekent dat iedere maand wordt gekeken wat het belegd vermogen is per leeftijdsgroep (op basis van in- en uitstroom van deelnemers en waardeontwikkeling van het belegd vermogen). Dit belegd vermogen wordt conform het beleid verdeeld over de onderliggende beleggingsportefeuilles. Dit betreft een

administratieve herallocatie waardoor transactiekosten zoveel mogelijk kunnen worden beperkt. Voor de allocatie van de Reservepool aan de portefeuilles wordt uitgegaan van dezelfde herbalanceringsfrequentie.

Herbalanceringsbeleid Portefeuilles (opbouwfase)

Binnen de beleggingsportefeuilles worden maandelijks geheralloceerd naar de normallocatie voor die portefeuille. Doordat bij StiPP sprake is van een doorlopend significante instroom kan de herallocatie doorgaans efficiënt plaatsvinden met de nieuwe instroom. Indien er echter grote waardemutaties gedurende maand hebben plaatsgevonden, is het mogelijk dat er transactiekosten worden gemaakt om terug te komen op de norm. Deze transactiekosten zijn afhankelijk van de beleggingscategorie waarin wordt gehandeld en de omvang van de transactie.

Valuta afdekking (opbouwfase)

StiPP dekt binnen de Zakelijke Waarden portefeuille, conform het strategisch beleid, 55% van het valutarisico af van de drie belangrijkste valuta's (USD, GBP en JPY). Binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden dekt StiPP 100% af (wanneer relevant). Als onderdeel van de maandelijks herbalancering wordt de valuta afdekking aangepast naar de exposure na verwerking van de herbalancering. De omvang van de nieuwe valuta-termijnaffaires wordt gelijkgesteld aan de normwegingen. Op kwartaalbasis worden (enkele dagen voor kwartaal ultimo) de openstaande valuta-termijnaffaires doorgerold. Dit houdt in dat de openstaande waarde wordt afgerekend en nieuwe contracten worden gestart. Voor de berekening van het valuta-exposure wordt uitgegaan van de valuta exposure van de benchmarks.

Beleggingsbeleid uitkeringenpool

In de uitkeringenpool – ook wel uitkeringsportefeuille genoemd – wordt belegd in eurostaatsobligaties met een gemiddelde looptijd (duratie) die overeenkomt met de ingegane pensioenen van StiPP. Met deze beleggingsstrategie wordt het renterisico van de pensioenuitkeringen tot een minimum beperkt.

Macro economische ontwikkelingen

De macro-economische ontwikkelingen zoals beschreven in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op de visie van de fiduciair manager. Deze leiden tot rendementsverwachtingen voor de voor StiPP relevante beleggingscategorieën. Deze verwachtingen zijn gebruikt als input in de portefeuille analyse ter voorbereiding van dit beleggingsplan én in aanvulling op de risico-rendementsaannames van StiPP. Deze zijn bepaald door StiPP ten behoeve van de meeste recente ALM-studie in 2023. Deze rendementsverwachtingen van StiPP zijn hieronder weergegeven.

Beleggingscategorieën	Doelrendement StiPP Per 31-8-2023
Vastrentende waarden	
Euro kernlanden staatsobligaties	3.0%
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	4.2%
Staatsobligaties opkomende landen HC	5.7%
Staatsobligaties opkomende landen LC	5.7%
Zakelijke waarden	
Aandelen wereldwijd ontwikkelde markten	6.9%
Aandelen Wereldwijd opkomende markten EM	7.5%
Genoteerd OG Wereld	8.4%
Illiquide categorieën	
Hypotheken	4.5%
Direct lending	6.5%
Niet-genoteerd OG Nederland (woningen)	5.9%

Lange-termijn rendementsverwachtingen (visie VLK IM)

Op basis van de in de bijlage beschreven vooruitblik voor het centrale scenario zijn de huidige marktomstandigheden vertaald naar lange-termijn rendementsverwachtingen voor zowel liquide als illiquide beleggingscategorieën. Dit betreft verwachtingen op een tienjaars horizon. Per saldo is de periode van het extreem ruime monetaire beleid voorlopig afgelopen, met name vanwege structureel hogere inflatie in vergelijking met het afgelopen decennium.

Onze centrale groeiverwachting voor de eurozone is voor de komende 10 jaar als volgt opgebouwd:

- ▶ Groei arbeidsaanbod: -0,25% (met 0,25%-punt verhoogd ten opzichte van vorig jaar)
- ▶ Productiviteitsgroei: 1,25% (met 0,25%-punt verhoogd ten opzichte van vorig jaar)
- ▶ Effecten klimaattransitie: 0,00% (ongewijzigd)
- ▶ Reële potentiële groei: 1,00% (met 0,50%-punt verhoogd ten opzichte van vorig jaar)

► Inflatie: 2,25% (ongewijzigd)

De verwachte lange-termijn nominale groei bedraagt dan 3,25% met een lange-termijn evenwichtsrente van 2,5%. Voor lange looptijden wordt een termijnpremie van 0,5% gehanteerd, waarmee deze verwachte nominale rente op 3,0% ligt.

Verwachte rendementen zijn het afgelopen jaar voor vrijwel alle vastrentende waarden categorieën gestegen. Dit vanwege de gestegen risicovrije renteniveaus, ondanks de gedaalde risico-opslagen.

De onderstaande tabel geeft de (netto nominale jaarlijkse) rendementsverwachtingen voor verschillende liquide beleggingscategorieën weer voor de komende 10 jaar in euro unhedged.¹ Ter vergelijking zijn ook de verwachtingen van vorig jaar vermeld.

Beleggingscategorieën	Gemiddeld verwacht rendement (per jaar, 10-jaar horizon, in euro zonder valuta-afdekking)		Doelrendement StiPP
	Per 31-8-2022	Per 31-8-2023	Per 31-8-2023
Vastrentende waarden			
Euro kernlanden staatsobligaties	1.9%	3.3%	3.0%
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	3.4%	4.1%	4.2%
Staatsobligaties opkomende landen HC	4.8%	6.5%	5.7%
Staatsobligaties opkomende landen LC	5.6%	4.6%	5.7%
Zakelijke waarden			
Aandelen wereldwijd ontwikkelde markten	5.5%	5.7%	6.9%
Aandelen Wereldwijd opkomende markten EM	7.3%	7.1%	7.5%
Genoteerd OG Wereld	3.3%	6.4%	8.4%

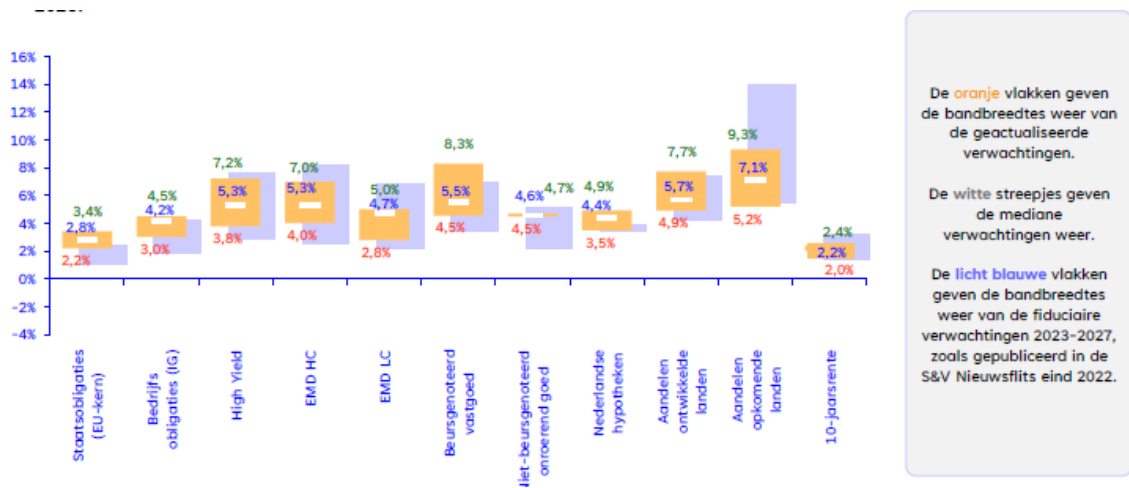
Ook de langjarige aantrekkelijkheid van de verschillende illiquide beleggingscategorieën wordt beoordeeld op basis van gemiddelde rendementsverwachtingen op een 10-jaars horizon, zoals bij de liquide beleggingscategorieën. De onderstaande tabel toont de rendementsverwachtingen van de voor StiPP relevante niet-genoteerde beleggingscategorieën voor de komende 10 jaar en de vergelijking met vorig jaar.

Beleggingscategorieën	Gemiddeld verwacht rendement (per jaar, 10-jaar horizon, in euro zonder valuta-afdekking)		Doelrendement StiPP
	Per 31-8-2022	Per 31-8-2023	Per 31-8-2023
Hypotheken	3.6%	4.9%	4.5%
Direct lending	5.5%	6.8%	6.5%

¹ De rendementsverwachtingen zijn weergegeven in euro unhedged. Dit betekent dat er ook valuta effecten aanwezig zijn (van buitenlandse valuta blootstellingen naar EUR). De overwaardering van de USD, ten opzichte van de EUR, is sterk afgenomen het afgelopen jaar. Dit heeft een positief effect op het euro unhedged verwacht rendement van USD beleggingen van +1,6% (geannualiseerd), wat derhalve leidt tot een positieve delta ten opzichte van vorig jaar voor het verwacht rendement van beleggingscategorieën met veel USD blootstelling.

Niet-genoteerd OG Nederland (woningen)	2.0%	5.1%	5.9%
--	------	------	------

Ter vergelijking zijn in onderstaande grafiek de verwachtingen van andere Nederlandse fiduciaire beheerders weergegeven². Uit dit overzicht is op te maken dat de rendementsdoelstellingen van StiPP binnen de marges vallen van de marktverwachtingen.



² Bron Sprekels

Portefeuille Analyse

Risicobudgetteringsstudie

De jaarlijks uitgevoerde risicobudgetteringsstudie (RBS) onderzoekt wat de gewenste allocatie binnen de portefeuilles naar beleggingscategorieën is, met het strategisch beleggingsbeleid als uitgangspunt. Hierbij worden de invulling en eventuele alternatieven beoordeeld op basis van onder andere risico en rendement.

Om de gewenste invulling op detailniveau per beleggingscategorie vast te stellen kijkt de RBS naar de Zakelijke waarden-portefeuille en de Vastrentende waarden middellang-portefeuille. De Vastrentende waarden lang-portefeuille bestaat volledig uit staatsobligaties met als doel om het renterisico bij inkoop te beperken en wordt derhalve niet aangepast middels deze studie. De invulling (portefeuille) van deze portefeuille is een direct gevolg van de afdekkingsambitie, waar verder middels de RBS niet op kan worden geoptimaliseerd.

Aanpak

Er worden in de RBS diverse mixen beoordeeld op basis van de volgende parameters:

- Verwacht portefeuillerendement
- Standaarddeviatie portefeuille
- Sharpe Ratio
- Impact stressscenario (herfst 2008)

Hierbij wordt gekeken naar de impact van de diverse beleggingsmixen op het niveau van de jongste deelnemers (LG 18+). Deze groep belegt het meest in zakelijke waarden waardoor een wijziging in de invulling van de zakelijke waarden hier het meest significant is. Ook de aanpassingen in de Vastrentende Waarden Middellang portefeuille zijn voor deze leeftijdsgroep het meest significant, zij beleggen van alle leeftijdsgroepen ook het meest in deze portefeuille.

De RBS is uitgevoerd op het moment dat StiPP het voornemen had een nieuwe life cycle te implementeren. In deze life cycle is de allocatie van de jongste deelnemersgroep gelijk aan 80% Zakelijke waarden en 20% Vastrentende Waarden Middellang. De RBS is met deze allocaties doorgerekend. Uiteindelijk heeft StiPP besloten in 2024 vast te houden aan de bestaande life cycle. Dit heeft geen invloed gehad op de relatieve vergelijkingen in de RBS.

Binnen de RBS worden verwachte rendementen per beleggingscategorie gebruikt om te komen tot verwachte portefeuillerendementen. Als basis voor de RBS zijn de rendementsverwachtingen van StiPP gebruikt. Deze zijn gedefinieerd als de risicopremie ten opzichte van staatsobligaties. Deze risicopremies zijn gelijk aan de risicopremies zoals gehanteerd in de ALM studie 2023. Naast deze set wordt tevens een additionele set aan rendementsverwachtingen gebruikt ter toetsing. Deze set is gebaseerd op de actuele visie van de fiduciair manager zoals weergegeven in dit beleggingsplan. Op deze manier kan de robuustheid van de uitkomsten van de RBS voor aannames worden getoetst.

Uitkomsten RBS 2024

In de RBS van 2024 zijn onderstaande onderzoek varianten bekeken:

- *Beweging richting marktkapitalisatieweging in aandelen* door ophoging allocatie wereldwijde aandelen ontwikkelde markten ten koste van aandelen Europa / opkomende markten
- *Diversificatie binnen niet-genoteerd onroerend goed* door opname Europees niet-genoteerd onroerend goed ten koste van Aandelen Europa / genoteerd onroerend goed
- *Verhoging rendementspotentieel* door ophoging allocatie direct lending ten koste van staatsobligaties opkomende markten
- *Verbetering rendement/risicoprofiel* door ophoging allocatie staatsobligaties ten kosten van bedrijfsobligaties/woninghypotheke

Er zijn in totaal 11 mixen beoordeeld in de RBS 2024. Op basis van de gekozen parameters zoals hierboven beschreven waren er voor het merendeel van de mixen geen significante verschillen te zien op het gebied van risico- en rendement in vergelijking met de het beleid 2023. Een uitzondering vormde de mix op basis van de feitelijke wegingen in de uitvoeringsbenchmark per ultimo september 2023, waar ook de parkeerregels in zijn vewerkt.

StiPP heeft op basis van de RBS en risico-afwegingen besloten geen wijzigingen aan te brengen in de normallocatie in 2024 versus 2023. Wel is besloten door StiPP om de parkeerregel voor direct lending aan te passen: als liquide alternatief worden aandelen ontwikkelde markten gebruikt.

Risico- en rendementsverwachtingen portefeuille

De hiervoor beschreven verschillende sets rendementsverwachtingen kunnen worden vertaald naar risico- en rendementsverwachtingen per portefeuille. In de 'Neutrale' set rendementsverwachtingen wordt gewerkt met de methodiek verwacht rendement op staatsobligaties + verwachte risicopremie StiPP zoals gehanteerd in de Investment Cases. In de Actuele visie set worden rendementsverwachtingen gebruikt van de fiduciair manager.

Verwachte portefeuillerendementen (%)	Verwachting 2023 Neutraal	Verwachting 2024 Neutraal	Verwachting 2023 Actuele visie	Verwachting 2024 Actuele visie
Zakelijke waarden	5.3%	6.4%	5.1%	5.7%
Vastrentende waarden middellang	3.2%	3.9%	3.2%	4.1%
Vastrentende waarden lang	1.7%	2.8%	1.6%	3.0%

Uit deze tabel blijkt dat het verwachte rendement op de Zakelijke waarden-portefeuille momenteel boven de rendementsdoelstelling van 4% ligt, die gebaseerd is op premiestaffels.

Het risico van de portefeuilles is gebaseerd op 10-jaars historie aan volatiliteit en correlaties. De risicoverwachtingen zijn weergegeven in onderstaande tabel

Verwacht portefeuillerisico (volatiliteit)	Verwachting 2023	Verwachting 2024
Zakelijke waarden	9,5%	10.3%
Vastrentende waarden middellang	3,6%	3.9%
Vastrentende waarden lang	8,1%	8.7%

In bovenstaande tabel is zichtbaar dat de risico-inschatting op basis van historische volatiliteit voor de alle portefeuilles toenemen op basis van de recente historie. Gegeven de situatie op de financiële markten in recente jaren is dat verklaarbaar.

Risicofactoren

StiPP onderkent diverse risicofactoren, hieronder wordt toegelicht hoe hier mee wordt omgegaan.

Marktrisico

Via de zakelijke waarden in de portefeuille wordt gestreefd naar het behalen van rendement. Hierdoor wordt echter marktrisico in de portefeuille geïntroduceerd. In de ALM is getoetst of dit past bij de risicohouding van StiPP. StiPP beperkt afwijkingen van dit marktrisico door grenzen te stellen aan het risico per leeftijdsgroep en per beleggingscategorie bandbreedtes te benoemen.

Concentratierisico

StiPP monitort het concentratierisico op kwartaalbasis. StiPP hanteert hiervoor een signaleringsniveau van 3% van het totale vermogen binnen de Zakelijke waarden portefeuille per individuele onderneming. Per eind Q3 2023 was de grootste allocatie binnen de zakelijke waarden portefeuille naar Alphabet (2.7% van de Zakelijke Waarden portefeuille).

Naast bovenstaand belegt StiPP binnen de portefeuilles Vastrentende waarden Lang, Vastrentende Waarden Middellang en de Uitkeringenpool in staatsobligaties van een beperkt aantal Europese kernlanden. Dit is een bewuste keuze van het pensioenfonds en wordt gezien de hoge kredietwaardigheid van deze landen als acceptabel beoordeeld.

Valutarisico

Strategisch dekt StiPP 55% van het valutarisico af. Alleen de belangrijkste valuta's aanwezig in de portefeuille, de Amerikaanse dollar, het Britse pond en de Japanse Yen, worden afgedekt. Overige vreemde valuta's worden niet afgedekt in verband met de beperkte exposure en/of de kosten van afdekken van deze valuta's.

Kredietrisico

Door veranderingen in de kredietopslag op staatsobligaties boven de swaprente ('staatswapsread') kan de waardeontwikkeling van staatsobligaties afwijken van de waardeontwikkeling van de verplichtingen (gewaardeerd tegen de swaprente). Om de kosten en complexiteit te beperken heeft het pensioenfonds besloten geen swaps op te nemen. Er is doorgerekend dat een toename van de staat-swap spread een acceptabele impact heeft op de korte termijn waardeontwikkeling van de Uitkeringenpool.

Tegenpartijrisico

StiPP heeft KCM aangesteld om het risico op tegenpartijen te monitoren en waar mogelijk te beperken. StiPP heeft de richtlijnen waaraan tegenpartijen moeten voldoen vastgelegd in

haar strategisch beleid. Er wordt onderpand uitgewisseld ter beperking van het tegenpartijrisico op de valuta-termijnaffaires.

Liquiditeitsrisico

Een groot deel van de beleggingen is dagelijks verhandelbaar en daarmee zeer liquide. Tevens belegt StiPP niet met leverage (geleend geld) waardoor eventuele bijstortingsverplichtingen beperkt zijn tot de valuta termijn contracten. Uit analyses hierop is gebleken dat StiPP dit liquiditeitsrisico kan dragen omdat voldoende liquiditeit en staatsobligaties beschikbaar zijn in de beleggingsportefeuille om aan de onderpandsverplichtingen te voldoen. Op maandbasis bij de herbalancering wordt indien nodig middelen vrijgemaakt ten behoeve van de valuta-termijnaffaires.

Het resterende liquiditeitsrisico komt voort uit minder frequent verhandelbare beleggingen, die daarmee de mogelijkheid tot bijsturen beperken. De beleggingsmix voor 2024 zal de volgende illiquide beleggingen in portefeuille als doelweging hebben.

Allocatie illiquide beleggingen per leeftijdsgroep*								
Categorie	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Niet-genoteerd onroerend goed	11%	10%	9%	7%	6%	4%	3%	1%
Direct Lending	5%	4%	4%	3%	3%	2%	1%	0%
Woninghypotheken	9%	9%	8%	7%	7%	6%	6%	6%
Totaal (normweging)	25%	23%	21%	18%	15%	12%	10%	7%
Maximum	30%	27.5%	25%	22.5%	20%	17.5%	15%	12.5%

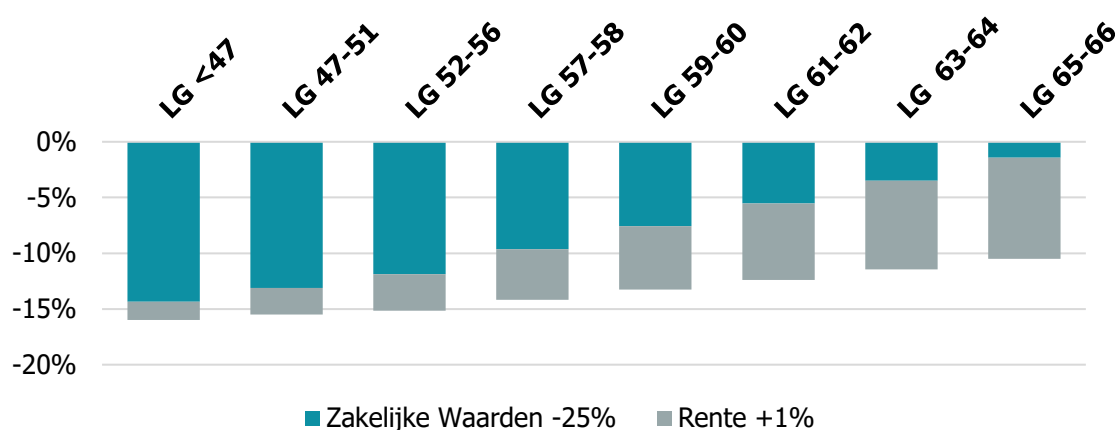
In bijlage 2 wordt de impact van een aantal scenario's voor rente, aandelen en spread op de allocatie naar illiquide beleggingen getoond.

Stressscenario's

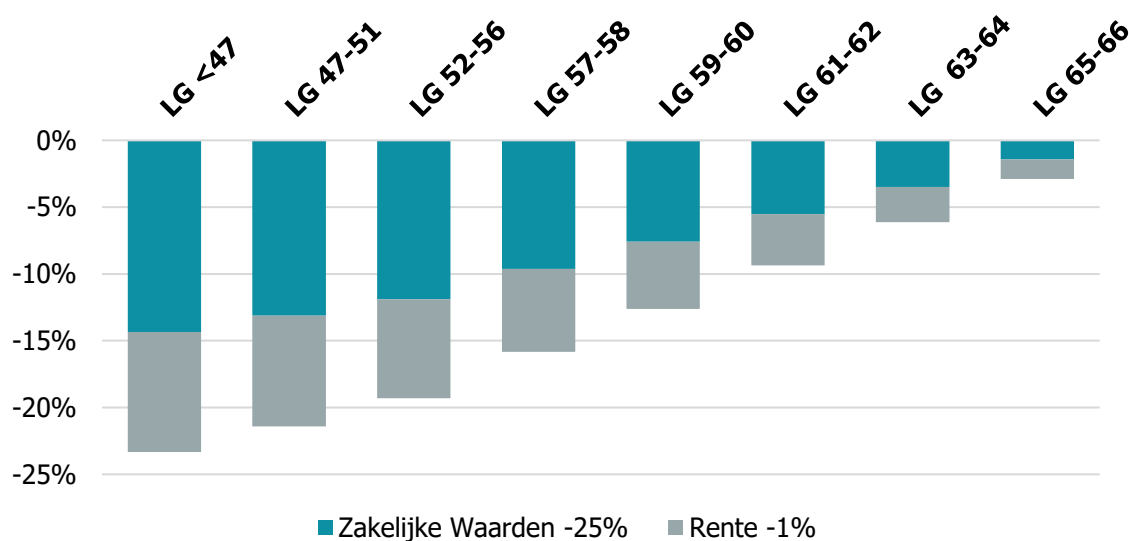
Stress scenario's geven meer inzicht in de korte termijn risico's dan risico's op basis van historische data. Daarom heeft StiPP gekeken naar wat er in verschillende scenario's gebeurt met het kapitaal en de impact op de pensioeninkoop. De uitkomsten van deze scenario's zet StiPP af tegen de gehanteerde signaleringsniveaus op het gebied van vermogens- en inkooprisico, zoals per leeftijdsgroep gedefinieerd zijn en vastgelegd op pagina 5 van dit document. De doorgerekende scenario's laten zien dat de mogelijkheid bestaat dat deze signaleringsniveaus overschreden worden. StiPP is zich hiervan bewust en zal juist door het gebruik van signaleringsniveaus hier tijdig op gewezen worden waarna er eventuele verdere actie ondernomen kan worden

In onderstaande figuren staat voor het beleggingsbeleid 2024 de impact op het kapitaal weergegeven indien de rente met 1% (parallele schok) stijgt en zakelijke waarden met 25% afnemen en op de pensioeninkoop met het kapitaal wanneer de rente met 1% (parallele schok) daalt en zakelijke waarden met 25% afnemen.

Impact deterministisch stressscenario op de waarde van het kapitaal



Impact deterministisch stressscenario op de impact op de pensioeninkoop



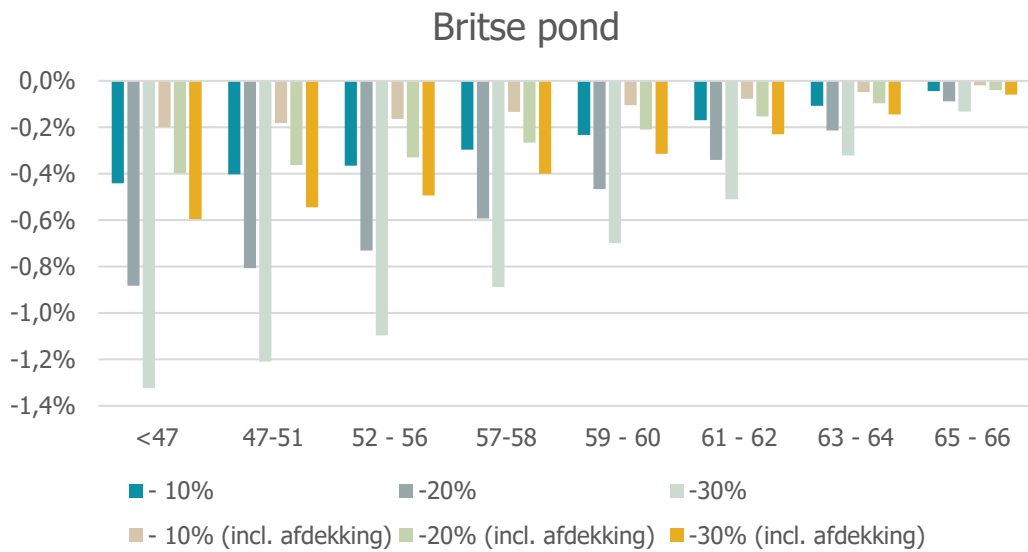
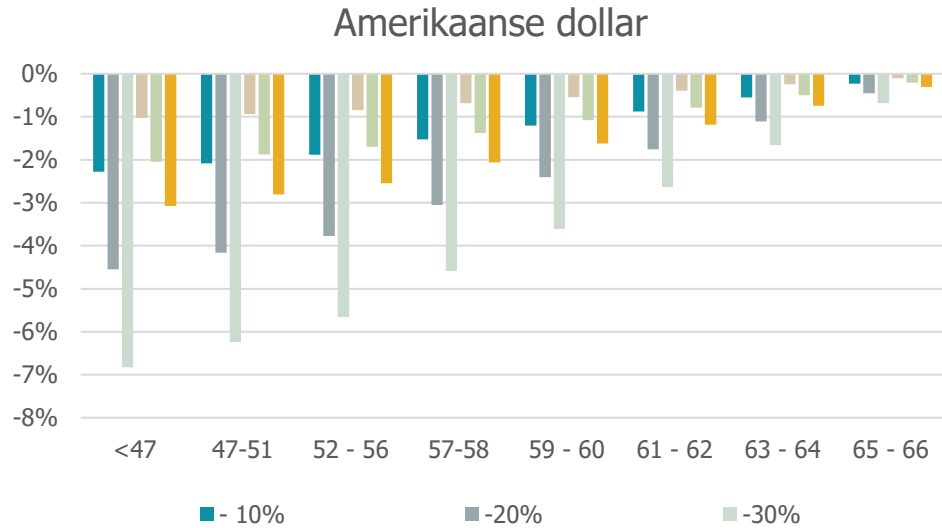
Uit bovenstaande grafiek blijkt dat de jongste leeftijdsgroep (<47) het grootste inkooprisico heeft. Dit is conform verwachting gezien de doelstelling van de leeftijdsgroep om positief rendement te behalen op het vermogen. Voor de oudste leeftijdsgroep (65-66) resteert in het weergegeven scenario een waardedaling van de pensioeninkoop van 3,7%. Dit risico is opgebouwd uit een waardedaling van zakelijke waarden en een klein openstaand renterisico.

Valuta stress scenario's

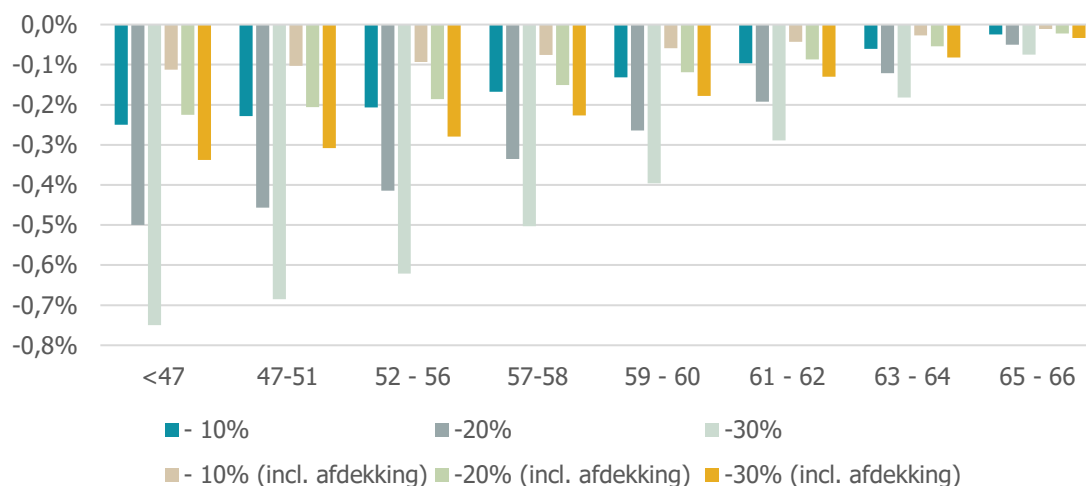
Naast scenario's gericht op een schok op aandelen- en rentemarkten, kijkt StiPP ook naar scenario's waarbij de belangrijkste vreemde valuta (USD, GBP, JPY) in de portefeuille in waarde dalen versus de euro. In onderstaande grafieken wordt getoond wat er gebeurt met de waarde van het kapitaal van de leeftijdsgroepen bij valutaschokken van 10%, 20% en 30%. Hierbij is uitgegaan de beleggingen genoteerd in deze valuta met deze schokken dalen. Er is geen rekening gehouden met het effect van de schokken op het rendement in lokale valuta (bijv. in geval van daling van de USD zal dit voor exporterende Amerikaanse bedrijven positief zijn – een deel van de valutadaling wordt dan door winststijging gecompenseerd).

De scenario's worden toegepast op een fictieve portefeuille zonder valuta-afdekking en op de feitelijke portefeuilles waarin StiPP 55% van het valutarisico naar genoemde valuta afdekt.

De grafieken geven duidelijk de demping van de valuta-afdekking weer. Ook tonen de grafieken dat StiPP de grootste exposure heeft naar de USD en daarmee tevens het meeste risico loopt wanneer er zich hier een waardedaling voordoet.



Japanse yen



Stress-scenario's

Naast de eenvoudige deterministische scenario's, die ook terugkomen in de maandelijkse rapportages, is ook de impact van een aantal stress scenario's geanalyseerd. Hierbij wordt de (mogelijke) impact op de financiële positie ingeschat in onderstaande scenario's:

De algemene korte termijn economische stress-scenario's zijn als volgt beschreven:

Hardnekkige loon-prijsspiraal: De inflatieniveaus zijn momenteel historisch hoog. Maar financiële markten prijzen voornamelijk hoge inflatie voor de korte termijn in. In dit scenario vertalen de krappe arbeidsmarkten en hardnekkige inflatie zich in een nieuwe periode van sterk oplopende loongroei. Hogere arbeidskosten leiden tot hogere outputprijzen, de klassieke loon/prijs-spiraal. Door stijgende rentes komen de waarderingniveaus van allerlei beleggingscategorieën opnieuw onder druk te staan. Ook neemt de recessie-angst verder toe door de monetaire verkrapping.

Krediet-/liquiditeitscrisis: Verkrappend monetair beleid gaat vaak gepaard met problemen op financiële markten. Denk bijvoorbeeld aan de Azië crisis in 1997, de dot.com bubbel in 2000 of de financiële crisis in 2008. Niet dat deze crises geheel door monetaire verkrapping veroorzaakt werden, maar toch hebben deze gebeurtenissen gemeen dat ze werden voorafgegaan door een periode met ruim monetair beleid, gevolgd door renteverhogingen. Dit kan leiden tot grote onrust op financiële markten. Aandelenprijzen kelderen, risico-opslagen op bedrijfsobligaties en op obligaties uit opkomende markten lopen sterk uit. Markten lopen vast door grote verkoopdruk en een gebrek aan vertrouwen.

Italiaanse schuldencrisis: De nieuwe centrum-rechtse regering van Giorgia Meloni bestaat uit partijen die historisch gezien zeer eurosceptisch waren. In dit scenario, nadat een groot deel van de te ontvangen miljarden uit het EU Coronaherstelfonds overgemaakt zijn, brokkelt de Italiaanse steun voor de Europese Unie alsnog af. Tezamen met vertragende groei in de eurozone en de gevolgen van kwantitatieve verkrapping door de ECB beginnen financiële markten te twijfelen aan de houdbaarheid van Italiaanse schulden. De risico-opslag van Italië, maar ook andere Zuid-Europese landen, loopt snel en sterk op. Er is sprake van een grote schokgolf in de economie en op financiële markten, ook buiten de eurozone.

Recessie Chinese economie: Het heropeningseffect van de Chinese economie, na de strenge Covid maatregelen, lijkt van korte duur geweest. Chinese huishoudens zijn minder gesteund in vergelijking met westerse landen en het consumentenvertrouwen is geraakt door problemen in de vastgoedsector. Naast de structurele uitdagingen voor China omtrent vergrijzing, hoge schuldenniveaus en trends naar een multipolaire wereld, verergert de huidige economische situatie van China snel in dit scenario. De veilige havens zijn in trek wat, samen met lage inflatie en lagere reële groei, leidt tot sterkere valuta en lagere renteniveaus in ontwikkelde markten.

Escalatie rond 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 moeten steunen met militaire middelen zodat het eiland zichzelf kan verdedigen in geval van een aanval. De wet schrijft geen militaire interventie van de VS voor. In dit scenario verklaart Taiwan zich na nieuwe verkiezingen officieel onafhankelijk van China. Dit lokt een reactie van China uit. China neemt een aantal eilanden in de Straat van Taiwan in, blokkeert zeeroutes van/naar Taiwan en dreigt met een inval. Als gevolg hiervan ontstaan grote tekorten van elektronica, auto’s, maar ook in allerlei andere industriële sectoren. Door de aanbodschok stijgen prijzen sterk met fors lagere koopkracht tot gevolg. Er ontstaat grote onzekerheid. Ondanks de hoge inflatie reageren centrale banken met renteverlagingen en extra liquiditeit, om het functioneren van markten te ondersteunen. Er ontstaat een diepe economische recessie en de werkloosheid loopt snel op.

Abrupte klimaatmaatregelen: Klimaatverandering veroorzaakt, sneller, vaker en op grotere schaal dan gedacht, natuurrampen met forse schade wereldwijd. Dit leidt tot een omslag in het politieke momentum en overheden besluiten daarom versneld te gaan investeren in de energietransitie met als doel om de doelen van Parijs alsnog te halen. Daarbovenop wordt – gecoördineerd – besloten de prijs van CO₂-emissierechten te verhogen met \$100. Ook worden CO₂-grensheffingen ingevoerd. Er worden hersteloperaties opgezet om de schade aan infrastructuur en leefomgeving te herstellen. Daarnaast worden omvangrijke investeringsplannen voor de energietransitie geïmplementeerd. De hogere emissieprijs zorgt voor een stijging van de inflatie op de korte termijn. Als gevolg hiervan stijgt de nominale rente. Energie-intensieve sectoren en regio’s (zoals de staalsector en opkomende markten) worden relatief hard geraakt, over het algemeen geldt dat bedrijven te maken krijgen met (verder) oplopende energiekosten. Met name voor regio’s of ondernemingen, die kwetsbaarder zijn voor de gevolgen van de energietransitie en klimaatverandering, wordt een hogere risicopremie geëist. De grote investeringen in de energietransitie en de herstelplannen voor infrastructuur leiden tot toenemende vraag naar grondstoffen, zoals industriële metalen en energie op korte termijn, hetgeen hogere grondstofprijzen veroorzaakt.

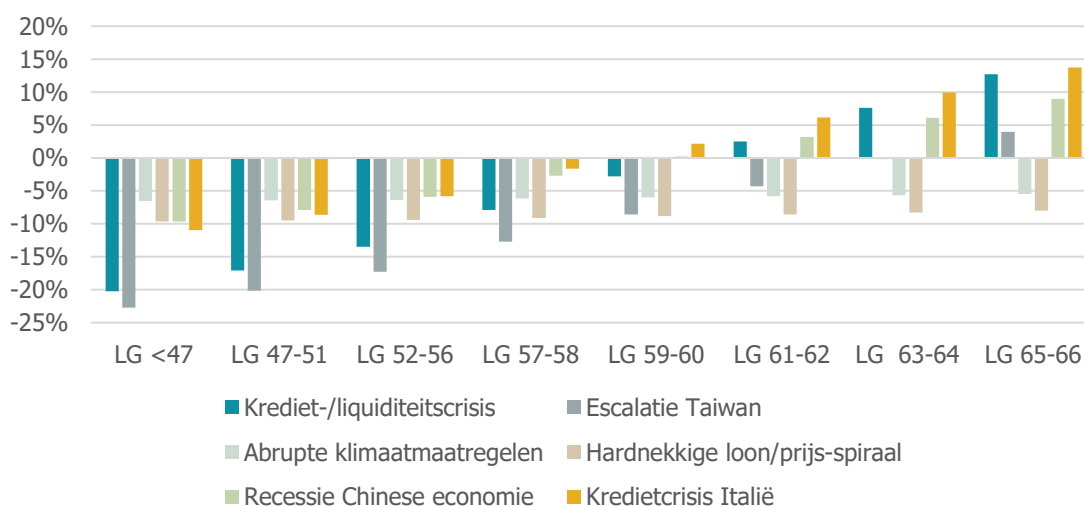
Impact overige stress scenario's op beleggingscategorieën

Onderstaande tabel geeft weer wat de geschatte korte termijn impact is van de stress-scenario's op de beleggingscategorieën.

	Loon-prijsspiraal	Krediet/liquiditeitscrisis	Schuldencrisis Italië	Recessie China	Escalatie Taiwan	Klimaatmaatregelen
Duitse staatsobligaties 10jr. (rente verandering)	+75bps	-150bps	-150bps	-100bps	-75bps	+50bps
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	+50bps	+300bps	+250bps	+75bps	+275bps	+50bps
Aandelen Europa	-10%	-40%	-35%	-20%	-40%	-5%
Aandelen Amerika	-15%	-35%	-15%	-15%	-35%	-10%
Aandelen opkomende	-15%	-40%	-20%	-40%	-50%	-15%

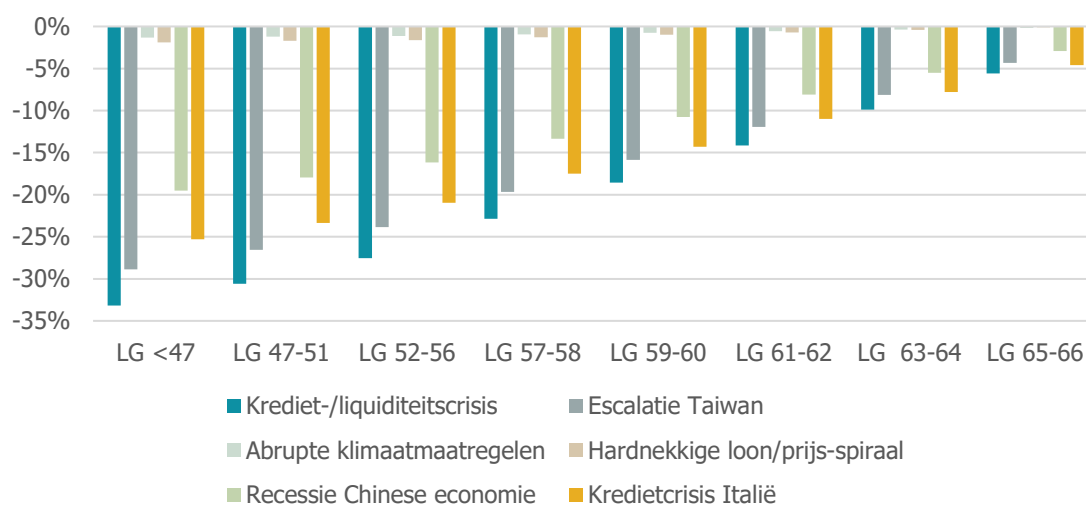
Impact stress scenario's op vermogen per leeftijdsgroep

Onderstaande grafiek laat zien dat het scenario 'Escalatie Taiwan' de grootste negatieve impact heeft op het kapitaal van de jongste leeftijdsgroepen. Dit heeft met name te maken met een forse negatieve aandelenschok in dit scenario. De oudste leeftijdsgroepen hebben daarentegen het meest last van het scenario 'Hardnekkige loon/prijs-spiraal' vanwege de stijging van zowel de rente als de kredietopslag ('spread') in dat scenario.



Impact stress scenario's op inkoop per leeftijdsgroep

In termen van de pensioeninkoop hebben de scenario's 'krediet-/liquiditeitscrisis', 'escalatie Taiwan' en 'kredietcrisis Italië' de meest negatieve impact. Dit negatieve effect wordt veroorzaakt door de relatief grote daling van de aandelenmarkten. De scenario's 'abrupte klimaatmaatregelen' en 'hardnekkig loon/prijsspiraal' hebben beperkte invloed op de pensioeninkoop. De verklaring hiervoor is dat aandelencorrecties in deze scenario's relatief mild zijn en dat door de rentestijging zowel het vermogen als de kostprijs van pensioen dalen.



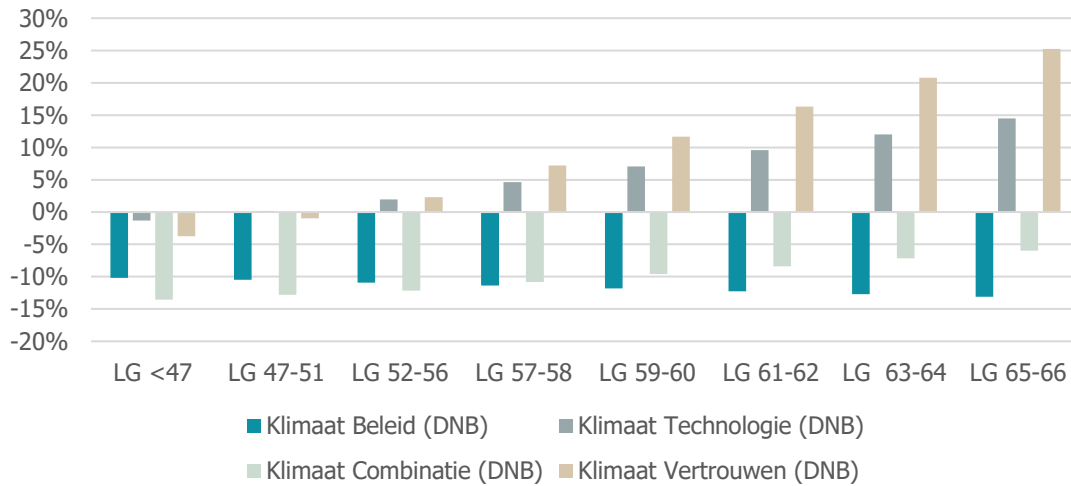
Klimaatscenario's

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.

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

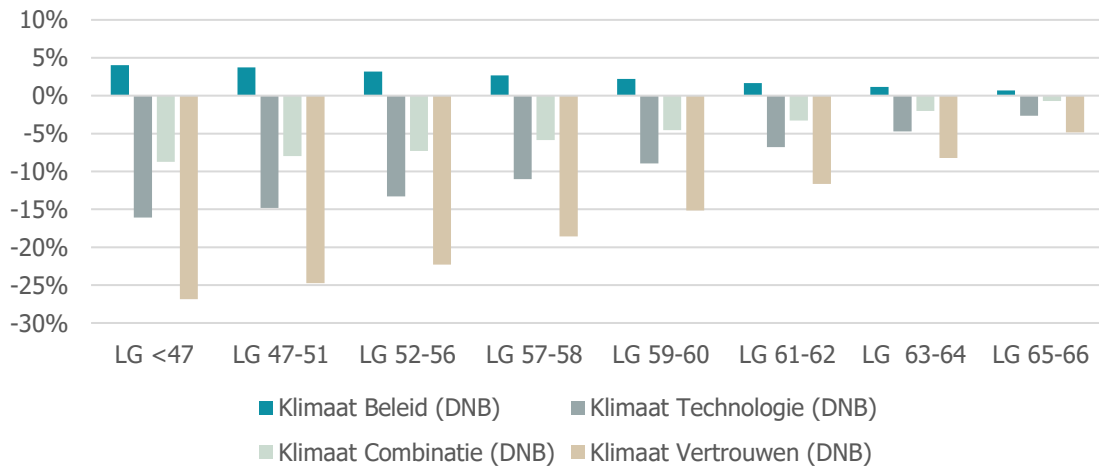
Impact deterministisch stressscenario op het kapitaal

Onderstaande grafiek laat zien de scenario's 'Beleidswijzigingen' en het 'Combinatiescenario' elkaar op nauwe voet volgen wat betreft negatieve impact op met name de jongere leeftijdsgroepen. De oudere leeftijdsgroepen worden duidelijk het meest geraakt door het scenario 'Beleidswijzigingen'. De reden dat het combinatiescenario minder negatieve impact veroorzaakt heeft te maken met de renteschok in beide scenario's. De rente in het combinatiescenario stijgt per saldo minder hard en zorgt daardoor voor een minder negatief effect op de langlopende vastrentende waarden waarin de oudste leeftijdsgroepen beleggen. Zowel het scenario 'technologie schok' en 'vertrouwenscrisis' komen op het gebied van kapitaal positief uit voor de oudere leeftijdsgroepen. Dit heeft wederom te maken met flink dalende rentes in deze scenario's, welke door de steeds hogere duratie in deze leeftijdsgroepen de beperktere negatieve schok op aandelen overtreffen.



Impact deterministisch stressscenario op de inkoop

Uit onderstaande grafiek blijkt dat het scenario 'Vertrouwenscrisis' veruit het meest negatief is op het gebied van inkooprisico. Naar verwachting materialiseert voor de jongste leeftijdsgroep (<47) het grootste inkooprisico gezien de doelstelling van deze leeftijdsgroep om positief rendement te behalen op het vermogen. Voor de oudste leeftijdsgroep (65-66) resteert in het weergegeven scenario een waardedaling van de pensioeninkoop van -5,0%. Dit wordt veroorzaakt door een grote negatieve renteschok



Implementatie en managers

Voor de selectie van managers hanteert StiPP de investment beliefs en investment cases als kaderstelling voor de implementatie.

Op basis van de normwegingen van het beleggingsbeleid 2024 ziet de portefeuillestructuur over de actieve en passieve beleggingen in de liquide categorieën van de portefeuilles er als volgt uit:

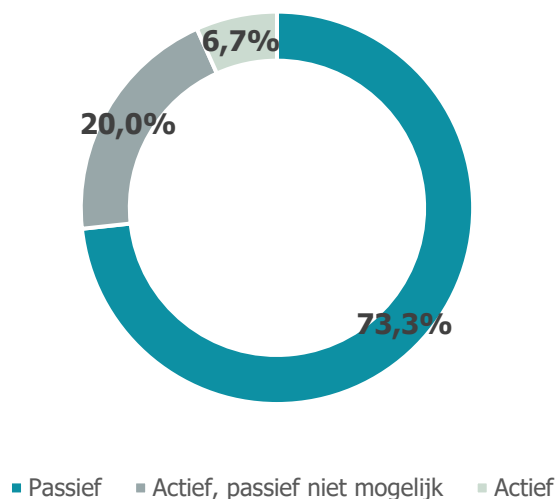
Categorie	Beleggingsfonds	Beleggingsstijl	Tracking error		Sluit aan bij MVB beleid StiPP
			Max StiPP	Beleggingfonds	
Aandelen ontwikkeld Wereld	Northern Trust Leaders World SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	✓
Aandelen Europa	Northern Trust Europe SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	✓
Aandelen opkomend wereld	Northern Trust Emerging market ESG leaders Fund	Index	0.5%	~0%	✓
	Northern Trust Emerging Markets SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	✓
Niet genoteerd OG	Altera Woningen Fonds	Actief	Nvt	Nvt	✓
	Amvest Residential Core Fund	Actief	Nvt	Nvt	✓
	Bouwinvest3	Actief	Nvt	Nvt	✓
Genoteerd onroerend goed	Northern Trust Developed Real Estate Index Fund	Index		~0%	X Een alternatief fonds is geselecteerd. StiPP zorgt voor kostenefficiënte transitie
	Northern Trust Developed Real Estate ESG Climate Index Fund	Index		~0%	✓, is het alternatief
Vastrentend hoogrentende landen	L&G ESG Emerging Markets Bond (HC) Index Fund	Index	1%	~0%	X Sluit niet aan op het nieuwe landenbeleid van StiPP. StiPP zorgt voor kostenefficiënte transitie naar alternatief
	L&G ESG Emerging Markets Bond (LC) Index Fund	Index	1%	~0%	X Sluit niet aan op het nieuwe landenbeleid van StiPP. StiPP zorgt voor kostenefficiënte transitie naar alternatief
	State Street Emerging Markets ESG Screened Local Currency Bond Index Fund	Index		~0%	✓, is het alternatief
	State Street Emerging Markets ESG Screened Hard Currency Bond Index Fund	Index		~0%	✓, is het alternatief
Vastrentend bedrijfsobligaties	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	Actief	1%	0,3%	✓
	iShares ESG Screened EUR Corp Bond Index Fund	Index ⁴	1%	~0%	✓
Direct lending	European Direct Lending Pool	Actief	Nvt	Nvt	✓
Vastrentend hypotheke	AeAM Dutch Mortgage Fund	Actief	Nvt	Nvt	✓
	ASR NHG Fonds	Actief	Nvt	Nvt	✓
	ASR Non-NHG Fonds	Actief	Nvt	Nvt	✓
Vastrentend staatsobligaties	Vastrentend staatsobligaties mandaat	Passief	1%	~0%	✓
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	Passief	1%	~0%	✓
	Vastrentend uitkeringenmandaat	Passief	NR	NR	✓

³ StiPP heeft een commitment naar dit fonds afgegeven. Per eind september 2023 heeft nog geen afroep van kapitaal door dit fonds plaatsgevonden.

⁴ Vanaf het eerste kwartaal 2024 zal het fonds overstappen op een ESG 'best in class' benchmark met stringenter uitsluitingsbeleid.

Liquiditeiten	Blackrock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund	Actief		< 1%	V
---------------	--	--------	--	------	---

In onderstaande grafiek is de verdeling actief beheer versus passief beheer van de beoogde invulling als percentage van het totale vermogen weergegeven. De illiquide beleggingscategorieën vallen hierbij de categorie actief maar leveren geen uitvoeringsrisico voor de Z-score. Derhalve is het uitvoeringsrisico relatief beperkt.



Kosten

Onderstaande tabel toont de verwachte beleggingskosten voor 2024. De beheerkosten in 2024 worden geschat op 0,29%.

Onderstaande kosten zijn gebaseerd op de normwelingen in het beleid 2024 en verwachte groei van het gemiddeld belegd vermogen door premie-inkomsten. . Afhankelijk van of de commitments naar illiquide categorieën volledig afgeroepen worden is het mogelijk dat de beheerkosten in realiteit wat lager zullen uitvallen in 2024. Dit betreft de categorieën niet-genoteerd onroerend en direct lending.

	Jaarverslag 2022	Prognose 2023	Prognose 2024
Beheerkosten	0,11%	0,15%	0,13%
Transactiekosten	0,06%	0,04%	0,09%
Totaal kosten beleggingen	0,17%	0,19%	0,22%
Fiduciair	0,08%	0,07%	0,06%
Custodian	0,01%	0,01%	0,01%
Overig (oa adviseur)	0,01%	0,01%	0,00%
Totaal kosten vermogensbeheer	0,27%	0,28%	0,29%
Transitiekosten			TBD

Verantwoord beleggen

StiPP streeft ernaar om op verantwoorde wijze te beleggen en heeft daarom een eigen MVB-beleid vastgesteld (in een separaat document) en de fiduciair manager gevraagd om hier

uitvoering aan te geven. Bij het doorvoeren van enige veranderingen wordt een afweging gemaakt tussen rendementspotentieel, risico, MVB en kosten.

Het beleid van StiPP omvat onder meer de lange termijn doelstelling van een klimaat neutrale portefeuille in 2050, nadruk op 'best in class' beleggen, SDG doelstellingen, alsmede de allocatie van green bonds in vastrentende waarden. In 2023 is onder andere het landenbeleid geëvalueerd en StiPP heeft besloten tot een aanpassing van dit beleid. Tevens is een manager geselecteerd die voor staatsobligaties in opkomende markten via een passieve implementatie dit beleid kan implementeren. In de loop van 2024 zal de transitie naar deze nieuwe fondsen worden geïmplementeerd waarbij zo veel als mogelijk transactiekosten worden beperkt. . Verder is voor de categorie beursgenoteerd onroerend goed, die als parkeerfunctie fungeert voor niet-genoteerd onroerend goed, een manager geselecteerd die een index met ESG-integratie volgt.

Benchmarkkeuze

StiPP hanteert twee verschillende types benchmarks. De uitvoeringsbenchmark representeert het beleggingsbeleid van StiPP en geeft de fiduciair manager richting bij het invullen van een betreffende beleggingscategorie. De uitvoeringsbenchmark is gedefinieerd op (beleggings-)categorieniveau en de voorkeur is vastgelegd in de investment cases als onderdeel van het strategisch beleggingsbeleid van StiPP. In een beperkt aantal gevallen zijn de uitvoeringsbenchmark en de voorkeur uit de investment case niet aan elkaar gelijk vanwege operationele uitvoerbaarheid en/of kosten. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van een managerbenchmark. Deze is specifiek gekoppeld aan het beleggingsfonds- of mandaat. Deze benchmark is relevant om te meten hoe de beheerder van een specifiek beleggingsfonds of mandaat presteert. De mandaatbenchmark is bij voorkeur gelijk aan de uitvoeringsbenchmark.

Z-score Performance toets

De performance toets, zoals vastgesteld door het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid wordt eind 2024 toegepast over de periode januari 2020 tot en met december 2024. Indien over genoemde periode de performancetoets lager uitkomt dan de waarde -1,28 heeft een werkgever de mogelijkheid een verzoek tot vrijstelling van verplichte deelname aan het pensioenfonds in te dienen. De formule die hierbij wordt gehanteerd luidt als volgt:

$$\frac{z_{2020} + z_{2021} + z_{2022} + z_{2023} + z_{2024}}{\sqrt{5}}$$

De z-score maakt deel uit van de performance toets. Deze score wordt grotendeels bepaald door het verschil tussen het werkelijk behaalde rendement en het rendement van de normportefeuille. Daarmee is het een indicator voor de mate van out- of underperformance op de beleggingen. Waarbij een correctie wordt gemaakt voor beleggingskosten en het beleggingsrisico gedurende een jaar.

Z-score benchmark

Voor de berekening van de normportefeuille is een totale samengestelde benchmark bepaald (de Z-score benchmark). De benchmark worden bepaald op basis van de onderliggende beleggingsportefeuilles. Hiertoe worden de benchmark maandelijks

herwogen op basis van de werkelijke weging van de portefeuilles om te komen tot één totale benchmark.

De benchmark van de beleggingen Uitkeringspool is gelijk gesteld aan het portefeuillerendement aangezien er geen marktconforme benchmark beschikbaar is, geen actief beleid wordt gevoerd en is gekozen voor een strikt debiteurenbeleid (invulling met staatsobligaties). Derhalve zal de Uitkeringspool niet worden meegenomen in de Z-score berekening.

Aldus getekend,
Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten

Naam: Erwin Bosman, Voorzitter
Datum: 15 december 2023

Naam: Lodewijk van Pol, Uitvoerend bestuurder
Datum: 15 december 2023

Bijlage 1: Economische scenario's

Centraal scenario komend decennium – visie fiduciair manager

De **macro economische** situatie is momenteel uitdagend. De inflatie in de Europese Unie ('EU') en de Verenigde Staten ('VS') is nog steeds te hoog, economische groei in de EU en VS valt terug na een sterk herstel uit de coronacrisis; economisch herstel van China hapert; de relatie tussen de VS en China is verder verslechterd, met verdere polarisatie tot gevolg; de oorlog tussen Oekraïne en Rusland woekert voort; en *global warming* bereikt een (voorlopige) piek: de zomer van 2023 was de warmste ooit gemeten. Te midden van deze uitdagingen is de opkomst van generatieve kunstmatige intelligentie (GKI) een mogelijk lichtpuntje voor de wereldeconomie. GKI is een vorm van kunstmatige intelligentie waarmee iemand automatisch teksten, afbeeldingen, audio en andere content kan genereren.

De volgende thema's zullen op de langere termijn leiden tot een **prominentere rol van de overheid**: geopolitieke polarisatie en versnippering, de energietransitie, lessen uit de pandemie over de kwetsbaarheid van aanvoerketens en geopolitieke verschuivingen. Overheden zullen niet alleen bestaande uitgaven verhogen (bijvoorbeeld voor compensaties), maar ook meer investeren om de strategische doelstellingen op het gebied van klimaat, energie en technologische onafhankelijkheid te bereiken. Ook defensie zal weer aan belang winnen.

Voor de langere termijn wordt uitgegaan van een hoger **inflatieniveau** dan tijdens de afgelopen decennia, en de verwachting is dat kerninflatie de komende jaren boven de doelstelling van centrale banken blijft liggen. Hoge overheidsbestedingen, uitgaven aan de energietransitie, enige mate van de-globalisering, meer defensie-uitgaven, en opwaartse druk op lonen vanwege de krappe arbeidsmarkt (door vergrijzing) zijn allemaal langere-termijn trends die dit ondersteunen. Deflatoire krachten op kortere termijn zijn de verder dalende energieprijzen, herstel van productieketens, en de impact van verkrappend monetair beleid op de economie. Op langere termijn wellicht de opkomst van generatieve kunstmatige intelligentie.

Onze **reële groeiverwachtingen** blijven laag voor komend decennia, vanwege lage groei van zowel de beroepsbevolking als de arbeidsproductiviteit. De groei van de arbeidsproductiviteit zit al decennia in een dalende trend, ondanks toenemende automatisering en robotisering. Wellicht kan generatieve kunstmatige intelligentie hier verandering in brengen. Bij eerdere grote innovaties (introductie computers, elektriciteit) duurde het echter wel een decennium voordat deze breed werden geïmplementeerd en de arbeidsproductiviteit significant werd gestimuleerd. Gezien de vergrijzingstrend en lage structurele groeivoorzichten in veel ontwikkelde landen en lange-termijn trends die veelal inflatoir zijn, zou de deflatoire impact van GKI zeer welkom zijn. Op dit moment is er echter nog veel onbekend over GKI en is er daarom ook enige maatschappelijke weerstand.

Overheidsinvesteringen in de energietransitie hebben ondanks de bestedingsimpuls geen positieve impact op reële groei vanwege initieel een lagere productiviteit en een opwaartse impact op inflatie. Voor opkomende markten is de impact van de energietransitie en klimaatverandering negatief op reële groei vanwege grotere afhankelijkheid van fossiele

brandstoffen, CO₂-intensievere industrieën en grotere kwetsbaarheid ten aanzien van temperatuurstijgingen en de gevolgen daarvan op het klimaat en de economie.

Centrale banken zullen een krappere monetaire beleid blijven voeren vergeleken met het voorgaande decennium, vanwege de structureel hogere inflatie. Daarbij zullen ze moeten balanceren om economische groei op peil te houden, en in mindere mate om hoge schuldenniveaus van overheden betaalbaar te houden en duurzaamheidsinvesteringen financieel te houden. Deze omgeving kent het risico dat centrale banken zodanig zullen (moeten) verkrappen (om inflatie te bestrijden) dat de economie in een recessie belandt.

Op **geopolitiek** vlak polariseert de wereldeconomie gestaag verder richting drie machtscentra: een blok landen gelieerd aan de VS (zoals de EU, Japan, Taiwan, Zuid-Korea, Australië) dat samen 60-70% van wereldwijd BBP beslaat en een voorsprong heeft in de productie van hoogwaardige technologie (zoals microchips); Een ander blok landen is gelieerd aan China (zoals Rusland en veel Afrikaanse landen): deze landen zijn wereldwijd de dominante producent van zeldzame mineralen die benodigd zijn voor de productie van hoogwaardige technologie en realisatie van de energietransitie. Ten derde is er nog een blok van 'niet verbonden' landen (ook wel als 'Global South' aangeduid) onder informele aanvoering van India. Deze machtsblokken leiden tot een multipolaire wereld met nieuwe, divergente regels, meer lokale productieketens en minder wederzijdse uitwisseling van technologie, grondstoffen en investeringen. Voor het blok landen gelieerd aan de VS is de uitkomst van de Amerikaanse presidentsverkiezingen in 2024 en het verloop van de oorlog in Oekraïne van cruciaal belang, terwijl voor het blok gelieerd aan China de verdere uitrol van de Nieuwe Zijderoutes essentieel is om meer (economische, maar ook politieke) invloed te krijgen in de wereld.

Korte termijn verwachting

De belangrijkste reden voor de wereldwijde economische vertraging is het verkrappende monetaire beleid van de voornaamste centrale banken wereldwijd. Met sterk oplopende inflatie in 2022 hebben centrale banken rentes agressief verhoogd en een begin gemaakt met het afbouwen van hun balansen. De gevolgen daarvan worden intussen zichtbaar in een dalende geldhoeveelheid in omloop, krappere bancaire kredietverlening en dalingen van huizenprijzen. In het verleden duurde het 12 tot 18 maanden voordat de impact van renteverhogingen volledig doorwerkte in de economie, waardoor de verwachting is dat een deel van de impact nog zichtbaar wordt in de tweede helft van 2023. Vooral in de VS zijn de economische gevolgen gemaskeerd doordat consumenten het afgelopen jaar hun opgebouwde spaargeld hebben aangewend om te blijven consumeren, en de arbeidsmarkt sterk bleef. Vooruitkijkend zullen dit soort positieve impulsen verzwakken, terwijl het negatieve effect van verkrappend monetaire beleid haar hoogtepunt nog niet heeft bereikt. Centrale banken staan nu voor een dilemma: moeten ze de rente verhogen om de inflatie te beteugelen, of moeten ze de rente laag houden om de economie te stimuleren?

Voorlopende indicatoren wijzen op stagnatie of recessie in de VS en in de EU. Dat is dan ook de verwachting voor de tweede helft van het jaar en begin 2024, met dalende inflatie en licht oplopende werkloosheid als gevolg. Positief van dalende inflatie is dat de daarmee de druk op de koopkracht van de consument afneemt. Als door de economische vertraging ook de onderliggende inflatiedruk afneemt, kunnen centrale banken in de loop van 2024 eventueel rentes verlagen om het economisch herstel te stimuleren.

De Chinese economie, lange tijd een groeimotor voor de wereldeconomie, zucht onder de hoge schulden en een laag consumentenvertrouwen. De overheid (inclusief de centrale bank) is terughoudend met zowel het grootscheeps stimuleren van de economie (omdat dit in het verleden teveel onproductieve investeringen en schulden heeft opgeleverd) als het afschrijven van de hoge schulden. De verwachting is daarom dat de economie moeite zal hebben om het 5% groei-doel van de overheid te halen.

Alternatieve scenario's

De oorlog in Oekraïne, de gevolgen van het fiscale en monetaire beleid tijdens de Covid-pandemie, de technologie-oorlog tussen de VS en China, klimaatontwikkelingen en de opkomst van generatieve kunstmatige intelligentie leiden alles tezamen tot uitdagende omstandigheden op financiële markten. We hebben te maken gehad met zeer snel gestegen en hoge inflatie, een zeer snelle draai van extreem ruim naar krap monetair beleid, hoge schulden, geopolitieke instabiliteit en de klimaattransitie. Vanwege de verschillende trends en thema's die financiële markten drijven, is het van belang om naast het centrale scenario ook te kijken naar de impact van verschillende alternatieve lange-termijn scenario's. Deze scenario's zijn weliswaar niet de meest waarschijnlijke inschatting van de toekomst, maar behoren wel tot plausibele alternatieve ontwikkelingen. Daarom sluiten de alternatieve scenario's aan bij enkele bepalende trends die geleidelijk steeds meer invloed krijgen op de economische ontwikkeling en financiële markten: de multipolaire wereld, technologische ontwikkeling en de groeiende focus op klimaatverandering. 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 echter grote gevolgen hebben voor economische en financiële ontwikkelingen. Dit komt tot uiting in de volgende drie alternatieve scenario's.

Verregaande regionalisering

- De grotere rol van de overheid, die in het centraal scenario is opgenomen, impliceert bijna automatisch een stuk 'terugtrekking achter de eigen muren'. Dit scenario van 'verregaande regionalisering' drijft die beweging extremer door. Blijven aanvoerketens in het centrale scenario nog grotendeels geglobaliseerd (zij het wat meer friend-shoring gericht), dan ontstaan in dit alternatieve scenario scherper afgebakende blokken. Populistisch nationalisme viert hoogtij.
- De meest voor de hand liggende regionalisering is die tussen een Amerikaans en een Chinees blok. Wat zowel de internationale handel als de economische groei in het algemeen onder druk zet. Onder meer door minder mondiale concurrentie of minder vlotte verspreiding van innovaties. Technologie en grondstoffen zijn een economisch en politiek wapen. Dit stuwt de inflatie op.
- Niet iedere regio is even gevoelig voor de fall out van een doorgedreven regionalisering. Open economieën zijn kwetsbaarder. Hetzelfde geldt voor landen/regio's met een beperkte thuismarkt of minder financiële middelen.
- Voor aandelen is dit een moeilijke omgeving (minder groei). Bij obligaties is er vooral vraag naar kwaliteitspapier. Zowel van overheden als van bedrijven.

Klimaat disruptie

- In dit scenario speelt disruptieve, klimaat gerelateerde schade een sleutelrol. Een serie natuurrampen met forse schade wereldwijd leidt tot een omslag in het politieke momentum om verdere klimaatverandering nu echt te beperken. Hierdoor krijgen investeringen en maatregelen voor mitigatie van en adaptatie aan de klimaatverandering een versnelling op korte termijn.

- Er zijn grootscheepse investeringen in de infrastructuur voor duurzame energie en klimaatadaptatie. Overheden zetten zich ook in voor een snellere invoering van cross-border CO₂-heffingen en duurdere uitstootrechten. Allemaal elementen die de inflatie opdrijven.
- Niet enkel die hogere inflatie verklaart de hogere rente in dit scenario. Met name voor regio's of ondernemingen, die kwetsbaarder zijn voor de gevolgen van klimaatverandering, wordt een hogere risicopremie geëist. Dit weegt op aandelenrendementen en risicovollere bedrijfsobligaties. Het patroon van de economische cyclus wordt minder voorspelbaar en is volatieler mede vanwege de hoge inflatie in dit scenario.

Techno-optimisme

- 2023 kan als het jaar van artificiële intelligentie bestempeld worden. Of in ieder geval als het jaar van de verhoogde aandacht ervoor. Met name nadat het brede publiek, via ChatGPT, kennismakte met generatieve kunstmatige intelligentie. Generatieve kunstmatige intelligentie staat hiermee symbool voor een scenario waarin technologie de economische groei aanjaagt via toegenomen productiviteit.
- Een concrete voorbeeld-applicatie als ChatGPT maakt ook duidelijk dat nieuwe technologie verliezers oplevert. Omdat de technologie hun economische rol overneemt of omdat de vereiste persoonlijke competenties veranderen. Toch zorgt de sterke economische groei in dit scenario ervoor dat ook de achterblijvers voldoende profiteren.
- 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.
- Oververhitting van de economie wordt voorkomen door toegenomen efficiëntie, zowel bij bedrijven als bij het verbruik van grondstoffen. Centrale banken kunnen hun beleid normaliseren, zonder restrictief te hoeven zijn vanwege de laag blijvende inflatie.
- Dit scenario leunt het sterkst aan bij een 'goudlokjes-omgeving'. Aandelen en risicovollere bedrijfsobligaties profiteren. Risicovrije renteniveaus zijn hoger wegens de hogere reële groei.

Bijlage 2: Illiquide stress scenario's

Bij de huidige allocatie naar de portefeuilles Zakelijke Waarden, Vastrentend Middellang en Vastrentend Lang is de grootste allocatie naar illiquide beleggingen voor leeftijdsgroep <47. Onderstaand geeft StiPP bij een aantal scenario's voor rente, aandelen en spread de impact op de allocatie naar illiquide beleggingen. Hierbij zijn de volgende uitgangspunten gehanteerd:

- De portefeuille is conform de strategische allocaties, dus in het bijzonder met de gewenste allocatie naar indirect onroerend goed en direct lending.
- aandelenschokken hebben alleen impact hebben op beursgenoteerde aandelen (dus niet op onroerend goed)
- renteverandering heeft impact heeft op de categorieën die bijdragen aan de renteafdekking (dus niet op EMD).
- Een spreadverandering werkt volledig door op EMD en voor 50% op bedrijfsobligaties, gegeven de hogere kredietwaardigheid van de laatste categorie.
- De impact van marktschokken op illiquide beleggingen beperkt zich derhalve tot die van renteverandering op woninghypotheken. Het lijkt logisch dat een impact van marktschokken, zij het met enige vertraging toch ook in illiquide beleggingen waarneembaar zal zijn.

Marktschokken			Allocatie illiquide per leeftijdsgroep (op basis van normwegingen)							
aandelen	Rente	spread)	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
0	0	0	24,8%	23,1%	20,6%	17,8%	15,2%	12,4%	9,8%	7,3%
-25%	+100bps	0	28,0%	26,0%	23,1%	19,8%	16,8%	13,5%	10,6%	7,7%
-25%	+100bps	+100bps	27,7%	25,7%	22,8%	19,4%	16,4%	13,1%	10,2%	7,3%
-40%	+400bp	+100bps	30,2%	28,5%	26,0%	22,7%	19,6%	16,0%	12,5%	8,7%

De volgende conclusies zijn te trekken:

- Forse dalingen van risicodragende liquide categorieën zijn nodig om de allocatie naar illiquide materieel te laten stijgen.
- De impact van een rentestijging op de totale illiquide allocatie is beperkt. Wel verandert in een dergelijk scenario de mix: minder hypotheken, meer onroerend goed en direct lending.
- De impact is het meest dominant voor de jongste leeftijdsgroep. Deze heeft de grootste allocatie naar illiquide beleggingen. Voor ouderen hebben marktschokken juist minder impact op dit punt.

Een andere manier om naar de impact te kijken is in hoeverre de huidige strategische bandbreedtes voor de beleggingscategorieën worden geraakt of benaderd. Deze limieten zijn geformuleerd per deelportefeuille zakelijke waarden respectievelijk vastrentend middellang.

Marktschokken			Beleggingscategorie (allocatie binnen portefeuille) (strategische bandbreedte)		
aandelen	Rente	spread)	onroerend goed (ZKW) (5.5%-25.5%)	direct lending (ZKW) (0%-17%)	woninghypotheken (VRML) (20%-40%)
0	0	0	15.5%	7.0%	30.0%
-25%	+100bps	0	18.7%	8.5%	29.6%
-25%	+100bps	+100bps	18.9%	8.5%	28.3%
-40%	+400bp	+100bps	22.0%	9.9%	26.4%

Uit deze cijfers blijkt dat overschrijdingen van de huidige bandbreedtes bij marktschokken niet direct zullen optreden. Hierbij dient wel de kanttekening gemaakt te worden dat grote marktschokken waarschijnlijk een herbalancering tussen de portefeuilles in de life cycle noodzakelijk zal maken. Deze zal waarschijnlijk gefinancierd worden uit de liquide categorieën met als gevolg dat mogelijk allocaties naar liquide en/of illiquide beleggingen buiten de bandbreedtes zullen komen.