

Beleggingsplan 2022

Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten



December 2021

Beleggingsplan – Toelichting

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	2
1. Samenvatting	3
2. Strategisch beleid 2022 - 2024	5
3. Beleggingsbeleid 2022	8
4. Macro-economische ontwikkelingen	11
5. Portefeuille analyse	14
6. Implementatie en managers	25
Bijlage 1: Economische scenario's	31
Bijlage 2: Roadmap 2022	37

1. Samenvatting

Dit document vormt het jaarlijks geactualiseerde beleggingsplan van StiPP voor het jaar 2022. 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 2022 – 2024 (inclusief investment cases), dat gelijktijdig wordt opgesteld.

In de aanloop naar dit beleggingsplan heeft StiPP een beoordeling gemaakt van 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 2022

In 2021 is een ALM studie uitgevoerd. De doelstelling en lange termijn horizon van StiPP zijn gelijk gebleven. Ook de beleggingsbeginselen van het fonds blijven gelijk. Er zijn wel diverse aanbevelingen naar voren gekomen welke van invloed zijn op het beleggingsbeleid 2022:

- Alternatieve beleggingscategorieën kunnen waarde toevoegen aan de StiPP portefeuille en dan met name de categorie Direct Lending. StiPP heeft dan ook besloten deze categorie toe te zullen voegen aan de portefeuille.
- Er heeft een evaluatie van de valutahedge plaatsgevonden waarin geconcludeerd is dat een optimalisatie kan leiden tot beperkte kostenbesparingen zonder een negatief impact op het risicoprofiel. De valutadekking zal worden verlaagd, van 75% naar 55%.
- Het ESG beleid zal verder worden geïmplementeerd

De ALM geeft geen invulling aan het regiobeleid binnen aandelen ontwikkeld. Op basis van een brede evaluatie van het regiobeleid en stijlvoorkeuren (value) op basis van rendement, risico, kosten, ESG en governance is besloten om de regioverdeling binnen aandelen ontwikkeld aan te passen en de value fondsen te verwijderen.

Speerpunten 2022

Vanuit de ambitie om het beleid door te ontwikkelen worden ieder jaar een aantal speerpunten gedefinieerd. StiPP heeft voor 2022 de volgende speerpunten vastgesteld:

Speerpunt	Impact
Pensioenakkoord	Verder uitwerken vervolgstappen pensioenakkoord (inrichting flexibele pensioenregeling)
MVB	Focus op het verder implementeren van de MVB ambities, door een (meetbare) contributie te leveren aan de gekozen SDG's, het volgen van de CTB benchmark (t.b.v. CO2 reductie) en voldoen aan de eisen op het gebied van SFDR en Taxonomie.
Invulling aandelen ontwikkeld	Selecteren van duurzaam aandelen wereldwijd fonds. Transitieplan opstellen voor de afbouw van de huidige posities in regio- en valuefondsen ten gunste van de nieuwe invulling
Alternatieve beleggingscategorieën	Nader onderzoek naar implementatiemogelijkheden Direct Lending, met uitgangspunt toevoeging van deze categorie in 2022.
Innovatie	Onderzoeken optie toevoegen 'groene' lifecycle. Daarnaast kijken naar mogelijkheden tot optimaliseren van de uitkeringsfase, wellicht doorbeleggen default variant maken.

Planning 2022

In bijlage 4 is een gedetailleerde planning, c.q. 'Roadmap 2022' opgenomen.

2. Strategisch beleid 2022 - 2024

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.

DEELNEMERSPOOL: WEGING PORTEFEUILLES PER LEEFTIJDGROEP								
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%
VRW Middellang	30%
VRW Lang	40%

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 LEEFTIJDGROEP								
Leeftijdsgroep	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Norm afdekking	16%	22%	31%	43%	54%	66%	77%	88%
Resulterende portefeuille duratie bij huidige rente ¹ (indicatief)	2.1	3.1	4.2	5.9	7.4	9.0	10.6	12.1

Binnen de Uitkeringenportefeuille wordt het volledige renterisico afgedekt, zodanig dat de dekkingsratio ongevoelig is voor rentebewegingen. Concreet betekent dit dat de rentegevoeligheid (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 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%	nvt
Leeftijdsgroep 47 – 51	9,5%	nvt
Leeftijdsgroep 52 – 56	9%	nvt
Leeftijdsgroep 57 – 58	nvt	11%
Leeftijdsgroep 59 – 60	nvt	9.5%.
Leeftijdsgroep 61 – 62	nvt	8%.
Leeftijdsgroep 63 – 64	nvt	6.5%
Leeftijdsgroep 65 – 66	nvt	5%
Reservepool	7,0%	nvt

¹ Peildatum 30 september 2021

Het pensioenfonds hanteert de tracking error van de beleggingen versus de uitvoeringsbenchmark als risico maatstaf voor het uitvoeringsrisico van het vermogensbeheer door de fiduciair. Tot deze risicomaatstaf 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%.

Om het risico binnen de uitkeringspool te kunnen meten en beheersen heeft StiPP besloten een signaleringsniveau hierop vast te stellen. De vastgestelde maatstaf is de tracking error van de portefeuille versus de Uitkeringenkasstromen. Bij het raken van dit signaleringsniveau zal StiPP geïnformeerd worden.

Risicogebruik	Signaleringsniveau tracking error
Uitkeringenportefeuille	4%

3. Beleggingsbeleid 2022

Het beleggingsbeleid 2022 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 2022 opgenomen, en is een vergelijking met het strategische beleid en het beleid 2021 opgenomen.

NORMALLOCATIE TEN AANZIEN VAN PORTEFEUILLES			
Categorie	Beleid 2021	Beleid 2022	Strategisch beleid
Zakelijke waarden			
Aandelen ontwikkelde markten	48.5%	48.5%	48.5%
Aandelen opkomende markten	25%	18%	18%
Beursgenoteerd onroerend goed	0%	0%	0%
Niet-beursgenoteerd onroerend goed	15.5%	15.5%	15.5%
Hoogrentende landen	10%	10%	10%
Direct Lending	0%	7%	7
Liquiditeiten	1%	1%	1%
VRW Middellang			
Staatsobligaties middellang	20%	20%	20%
Bedrijfsobligaties Euro	50%	50%	50%
Woninghypotheken	30%	30%	30%
Liquiditeiten	0%	0%	0%
VRW Lang			
Staatsobligaties langlopend	100%	100%	100%

Er is gekozen om in het beleid 2022 de nieuwe categorie 'Direct Lending' toe te voegen binnen de Zakelijke Waarden Portefeuille. Deze toevoeging gaat ten koste van de allocatie naar Aandelen opkomende markten. Het Strategisch beleid volgt uit de recent uitgevoerde ALM-studie. Op jaarbasis wordt er invulling gegeven aan het beleid, in 2022 is deze invulling gelijk aan het strategisch beleid.

In de praktijk bestaan voor niet-genoteerd onroerend goed op dit moment lange wachtrijen. StiPP is al geruime tijd bezig met het opbouwen van deze positie, tot de tijd dat de normweging bereikt is wordt deze categorie tijdelijk ingevuld met genoteerd onroerend goed.

Voor ieder van deze beleggingscategorieën is in het uitgewerkte strategisch beleid een bandbreedte vastgelegd.

Normallocatie per leeftijdsgroep

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

RESULTERENDE NORMPORTEFEUILLE 2022 PER LEEFTIJDGROEP								
Categorie	<47	47-51	52-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Zakelijke waarden								
Aandelen ontwikkelde markten	34%	31%	28%	23%	18%	13%	8%	3%
Aandelen opkomende markten	13%	12%	10%	8%	7%	5%	3%	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%

Merk op dat door afronding de gewichten niet altijd optellen tot 100%.

Regio-allocatie aandelen

Binnen de categorie aandelen maakt StiPP onderscheid naar verschillende regio's. Voorheen maakte StiPP ook onderscheid in stijlen. Echter is in 2021 besloten afscheid te nemen van de allocatie naar waarde-aandelen. Deze transitie zal in 2022 plaatsvinden. In de normportefeuille is derhalve geen allocatie meer opgenomen naar waarde aandelen. In onderstaande tabel zijn de allocaties opgenomen, inclusief een vergelijking met het beleid 2021 en het strategisch beleid.

NORMALLOCATIE TEN AANZIEN VAN REGIO'S EN FACTOREN AANDELEN			
Categorie	Beleid 2021 (%-punt binnen ZKW)	Strategisch beleid (%-punt binnen ZKW)	Beleid 2022 (%-punt binnen ZKW)
Aandelen ontwikkelde markten	48.5%	48.5%	48.5%
Aandelen ontwikkeld wereldwijd			36,5%
Aandelen Europa	12.1%		12%
Aandelen Europa Value	12.1%		
Aandelen Noord Amerika	8.5%		
Aandelen Noord Amerika Value	8.5%		
Aandelen Pacific	7.3%		
Aandelen opkomende markten	25%	25%	18%
Aandelen opkomende landen	25%		18%

Herbalanceringsbeleid deelnemers- en Reservepool

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

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

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 normwelingen. Op kwartaalbasis worden (enkele dagen voor kwartaalultimo) 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 exposures van de benchmarks.

Optimalisatie Uitkeringenpool

StiPP onderzoek gedaan naar het achterblijven van de portefeuillespread van de Uitkeringenpool ten opzichte van de swapcurve (yield gap) en zijn een aantal beleggingoplossingen geëvalueerd. Bij het onderzoek naar de implementatiemogelijkheden heeft StiPP in 2021 geconcludeerd dat dit in elk geval leidt tot extra complexiteit, een opslag in de VEV als ook een verhoging van de kosten. Bovendien heeft StiPP een toereikende vrije reserve om specifieke fondsrisico's mee te dekken. Deze argumenten in acht nemend heeft StiPP besloten de yield gap als een acceptabel en ingecalculiseerd risico te aanvaarden op de balans van StiPP.

4. Macro-economische ontwikkelingen

De macro-economische ontwikkelingen zoals beschreven in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op de visie van KCM.

Het fonds is in principe agnostisch ten aanzien van lange termijn visie op macro economie en lange termijn kapitaalmarktverwachtingen. De beleggingsstrategie wordt namelijk bepaald door de beleggingsovertuigingen van het fonds, de risico-rendement parameters van de ALM studie en de risicohouding van de deelnemers. De betekenis van dit hoofdstuk ligt gelegen in de continue monitoring door het algemeen bestuur van deze uitgangspunten aan de financieel economische actualiteit. Markten worden namelijk voor een belangrijk gedeelte gedreven door verwachtingen en onzekerheid. Het fonds oriënteert zich daarom ook op andere financieel economische bronnen.

Langetermijn rendementsverwachtingen KCM

Op basis van de hieronder beschreven vooruitblik voor het centrale scenario zijn de huidige beurswaarderingen vertaald naar rendementsverwachtingen voor de lange termijn. Een belangrijke aanname hierbij is dat de waarderingen op de lange termijn terugkeren naar hun trendmatige waarde (mean reversion). Naast de liquide en illiquide beleggingscategorieën geldt dit ook voor de rentecurve. Net als vorig jaren houdt KCM in de verwachting expliciet rekening met financiële repressie: het door centrale banken laag houden van de rente en financieringskosten. Het zeer ruime beleid van centrale banken zal komend jaar iets worden afgebouwd, maar per saldo resulteert nog steeds een situatie van financiële repressie. De nieuwe doelstellingen van de centrale banken betekenen bovendien dat een tijdelijk (al dan niet fors) hogere inflatie dan 2% niet als een probleem wordt gezien. Dit geeft ruimte voor een nog langduriger ruim monetair beleid. KCM gaat er daarom van uit dat de rente de komende jaren beneden de nominale groei blijft.

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

- ▶ Groei arbeidsaanbod: -0,50%(ongewijzigd)
- ▶ Productiviteitsgroei: 1,00% (ongewijzigd)
- ▶ Effecten klimaattransitie: 0,25% (ongewijzigd)
- ▶ Reële potentiële groei: 0,75% (ongewijzigd)
- ▶ Inflatie: 1,75% (met 0,25% verhoogd ten opzichte van vorig jaar)

De verwachte lange termijn nominale groei bedraagt dan 2,5% met een lange termijn evenwichtsrente van 1,5%. Voor lange looptijden wordt een termijnpremie van 0,5% gehanteerd, waarmee deze verwachte nominale rente op 2,0% ligt. Naar verwachting zal het geruime tijd duren voordat dit renteniveau wordt bereikt.

De sinds de coronapandemie wereldwijd (vooral in de VS) gedaalde rente en de verwachting voor een langer laag blijvende rente rechtvaardigen voor de meeste zakelijke waarden een hoger waarderingniveau dan in het verleden. Risicopremies dienen immers ten opzichte van een lagere risicovrije rente beschouwd te worden. Voor een aantal beleggingscategorieën hebben markten die hogere waarderingen de afgelopen jaren al ingeprijsd.

In de onderstaande tabel worden de rendementsverwachtingen van verschillende beleggingscategorieën weergegeven voor de komende tien jaar. Ter vergelijking zijn ook de verwachtingen van vorig jaar weergegeven.

	Beleggingscategorieën	Verwacht rendement (in euro, zonder valuta-afdekking)		Doelrendement StiPP ⁴
		'21 – '30 ²	'22 – '31 ³	
Vastrentende waarden	Duitse staatsobligaties	-0.5%	-0.6%	
	Vastrentende waarden bedrijfsobligaties	0.5%	0.6%	1.1%
	Hoogrentende bedrijven (wereldwijd)	2.0%	2.2%	2.9%
	Staatsobligaties opkomende landen HC	2.5%	2.5%	2.9%
	Staatsobligaties opkomende landen LC	5.0%	4.3%	2.9%
Zakelijke waarden	Aandelen Europa	6.0%	4.6%	3.3%
	Aandelen Pacific	6.0%	3.7%	3.3%
	Aandelen Amerika	4.0%	2.4%	3.3%
	Aandelen Wereldwijd EM	9.0%	5.7%	3.9%
	Genoteerd OG Wereld	4.5%	3.0%	4.1%

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 periode 2022-2031 en de vergelijking met vorig jaar.

Beleggingscategorieën	Verwacht rendement (in euro, zonder valuta-afdekking)		Doelrendement StiPP ⁴
	'21 – '30 ⁵	'22 – '31 ⁶	
Niet-genoteerd OG Nederland	2.5%-4.5%	2.5%-4.5%	2.7%
Nederlandse hypotheek	0.5%-2.5%	0.5%-2.5%	1.8%
Direct Lending (Europa)	4,5%-6,5%	4,0%-6,0%	3.4%

Samengevat zijn de lange termijn rendementsverwachtingen wat afgenomen in vergelijking met vorig jaar.

² Verwachting 2021 – 2030 per 30 september 2020

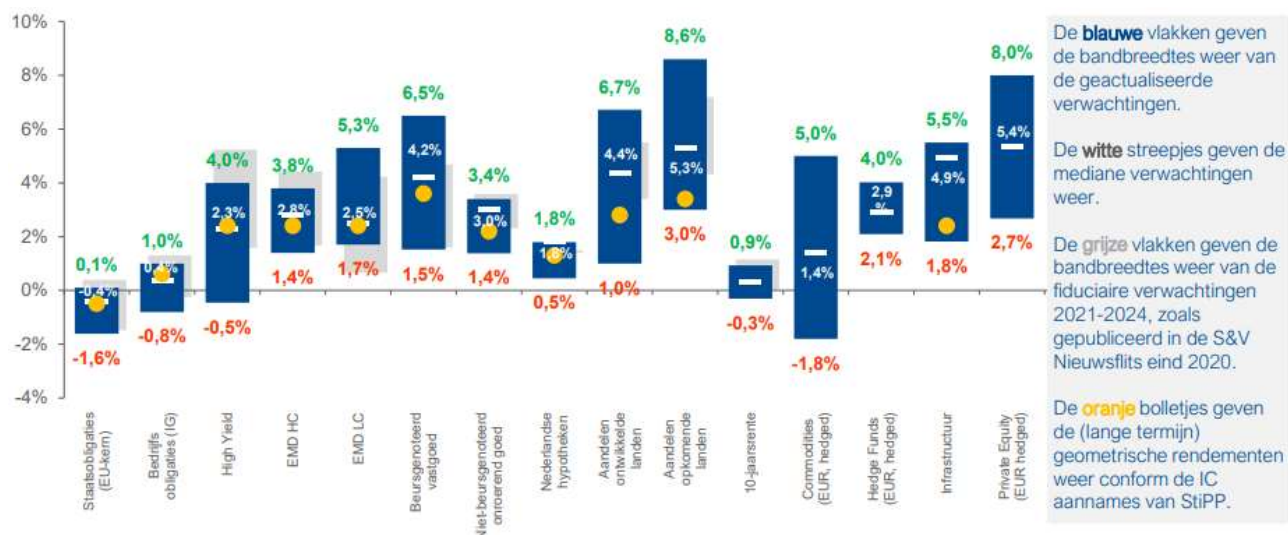
³ Verwachting 2022 – 2031 per 30 augustus 2021

⁴ Rendementsdoelstellingen (spread boven staat), gebaseerd op verwachte rendementen uit de ALM 2021 minus het verwachte rendement op staatsobligaties uit de ALM 2021 (0.1%).

⁵ Verwachting 2021 – 2030 per 30 september 2020

⁶ Verwachting 2022 – 2031 per 31 augustus 2021

Ter vergelijking zijn in onderstaande grafiek de verwachtingen van andere Nederlandse fiduciaire beheerders weergegeven⁷. Uit dit overzicht is op te maken dat de rendementsdoelstellingen van StiPP grotendeels in lijn zijn met de fiduciaire marktverwachtingen. Op te merken valt dat de doelstellingen voor aandelen relatief laag zijn. Af te leiden valt dat de rendementsverwachtingen van KCM vallen binnen de range aan marktverwachtingen.



⁷ Bron Sprenkels & Verschuren

5. 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 21+). Deze groep belegt het meest in zakelijke waarden, namelijk 70%, 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 (30%).

Binnen de RBS worden verwachte rendementen per beleggingscategorie gebruikt om te komen tot verwachte portefeuillerendementen. Als basis voor de RBS zijn rendementsverwachtingen uit de ALM studie 2021 gebruikt. Naast deze set wordt tevens een additionele set aan rendementsverwachtingen gebruikt ter toetsing. Deze set is gebaseerd op de huidige actuele visie zoals hierboven weergegeven. Op deze manier kan de robuustheid van de uitkomsten van de RBS voor aannames worden getoetst.

Uitkomsten RBS 2022

In de RBS van 2022 zijn, op hoofdlijnen, de volgende onderzoeksvarianten bekeken.

- Een allocatie naar de categorie Direct Lending
- Een allocatie naar de categorie Wereldwijd High Yield
- Een aanpassing in de verhouding tussen Europa en US binnen de categorie Aandelen Ontwikkelde landen (richting marktgewogen)
- Een ophoging van de allocatie naar Emerging Market Debt
- Een ophoging van de allocatie naar hypotheek in de VRW Middellang Portefeuille

Er zijn in totaal 7 mixen beoordeeld in de RBS 2022. 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. Er waren wel drie onderzoeksvarianten waarbij het verwachte rendement vrijwel gelijk bleef aan die van de huidige mix, maar met een wat lager risico (gemeten als standaarddeviatie van de portefeuille). Dit betroffen de mixen waarbij een allocatie gemaakt werd naar Direct Lending dan wel Wereldwijd High Yield. De categorie Direct Lending is door StiPP de afgelopen 2 jaar nauwkeurig bekeken, onder andere op basis van educatiesessies, het vaststellen van een Investment case en een eerste verkenning naar implementatiemogelijkheden. StiPP geeft dan ook de voorkeur aan het toevoegen van de categorie Direct Lending boven High Yield. Deze nieuwe allocatie gaat ten koste van de huidige allocatie naar aandelen opkomende markten.

Risico- en rendementsverwachtingen portefeuille

De hiervoor beschreven verschillende sets rendementsverwachtingen kunnen worden vertaald naar risico- en rendementsverwachtingen per portefeuille. In 2020 is er voor de RBS studie gebruik gemaakt van een 'neutrale' set aan rendementsverwachtingen, die was gebaseerd op een gelijke Sharpe-ratio methodiek. Dit jaar wordt er gebruik gemaakt van de rendementsverwachtingen uit de ALM studie. De tabel hieronder toont aan dat de rendementsverwachtingen ten opzichte van vorig jaar wat gedaald zijn. In de Actuele visie set worden rendementsverwachtingen gebruikt van de fiduciair manager. De verwachtingen laten hier wat meer uitslagen zien van jaar op jaar. Met name de verwachtingen binnen Zakelijke Waarden zijn fors gedaald.

Verwachte portefeuillerendementen (%)	Verwachting 2021 Neutraal	Verwachting 2022	Verwachting 2021 Actuele visie	Verwachting 2022 Actuele visie
Zakelijke waarden	3.2%	2.4%	5,2%	3.6%
Vastrentende waarden middellang	0.3%	0.6%	0,6%	0.6%
Vastrentende waarden lang	-0.5%	0.0%	-1,2%	-0.3%

Uit deze tabel blijkt dat het verwachte rendement op de Zakelijke waarden-portefeuille momenteel onder de rendementsdoelstelling van 4% ligt, welke 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 2021	Verwachting 2022
Zakelijke waarden	9,7%	9,0%
Vastrentende waarden middellang	3,1%	3,0%
Vastrentende waarden lang	9,1%	9,0%

In bovenstaande tabel is zichtbaar dat het verwachte risico in termen van volatiliteit wat afneemt ten opzichte van de verwachting in 2021, met name in de Zakelijke Waarden portefeuille. De overige twee portefeuilles laten nagenoeg gelijke risicocijfers zien. Dit heeft te maken met het enerzijds wegvallen van wat minder volatiele data in eerdere jaren, gecombineerd met een wat minder volatiel jaar nadat de beurzen weer zo goed als waren hersteld van de eerste schok na Covid-19.

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 deze passen 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 1.5% van het totale vermogen binnen de Zakelijke waarden portefeuille per individuele onderneming. Per eind Q3 2021 betrof de grootste onderneming binnen de zakelijke waarden portefeuille betreft 1.3% van het totale vermogen naar Taiwan Semiconductor.

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 ('staatswapspread') 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

bepikt 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 2022 zal de volgende illiquide beleggingen in portefeuille als doelweging* hebben.

OVERZICHT ILLIQUIDE BELEGGINGEN					
Categorie	portefeuille	allocatie 2021 (tov totaal)	allocatie 2022 (tov totaal)	Vershil	
Hypotheke	VRW Middellang	8.3%	8.3%	0.0%	
Niet-genoteerd onroerend goed	Zakelijke Waarden	8.7%	8.7%	0.0%	
Direct Lending	Zakelijke Waarden		3.9%	3.9%	
	Totaal	17.0%	20.9%		

** De werkelijke invulling hangt enigszins af van de inschrijfperiode, marktfluctuaties etc. In praktijk is hypotheke ongeveer conform norm belegd. Voor niet-genoteerd onroerend goed is een inschrijving gedaan bij zowel Bouwinvest als Amvest, wij verwachten dat deze de komende 1,5 jaar zal worden ingevuld, zodat de portefeuille meer in lijn met de doelweging is.*

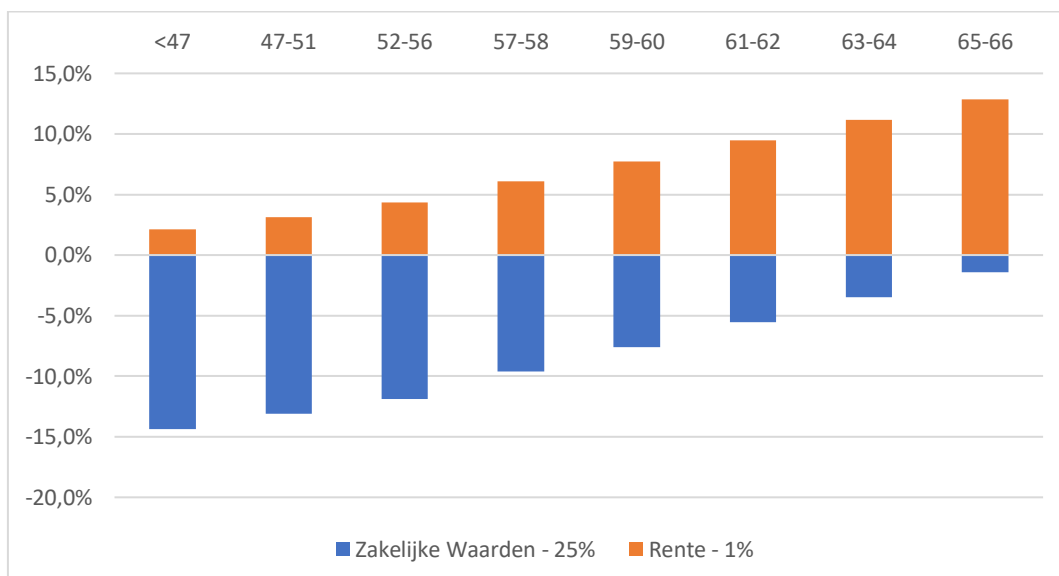
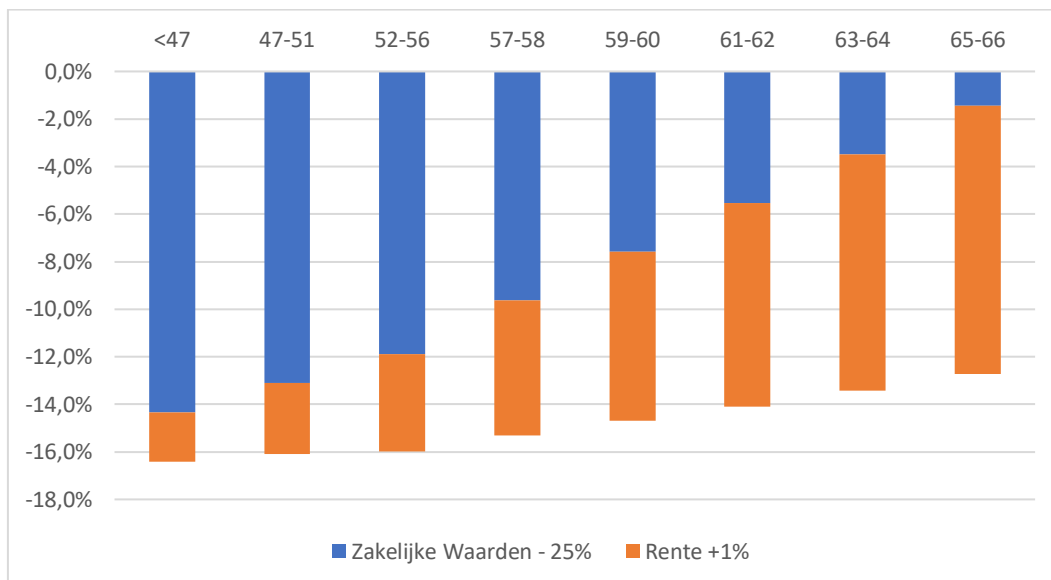
In bijlage 2 wordt de impact van een aantal scenario's voor rente, aandelen en spread op de allocatie naar illiquide beleggingen getoond.

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

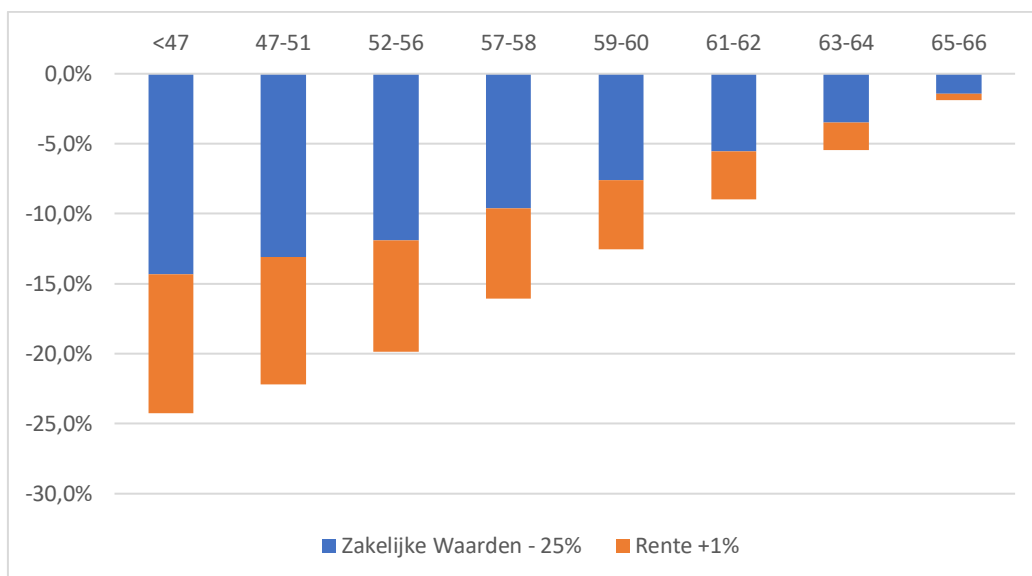
In onderstaande figuren staat voor het beleggingsbeleid 2021 de impact weergegeven indien de rente met 1% (parallele schok) stijgt en zakelijke waarden met 25% afnemen en wanneer de rente met 1% (parallele schok) daalt en zakelijke waarden met 25% afnemen.

Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van het kapitaal



Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van de inkoop

Stressscenario's kunnen naast een impact op het kapitaal van de deelnemer ook worden weergegeven voor de pensioeninkoop. Het belangrijkste verschil tussen deze scenario's is de ontwikkeling van de rente; voor de inkoop is het niet-afgedekte renterisico bij een rentedaling relevant. Dit wordt weergegeven in onderstaande grafiek:

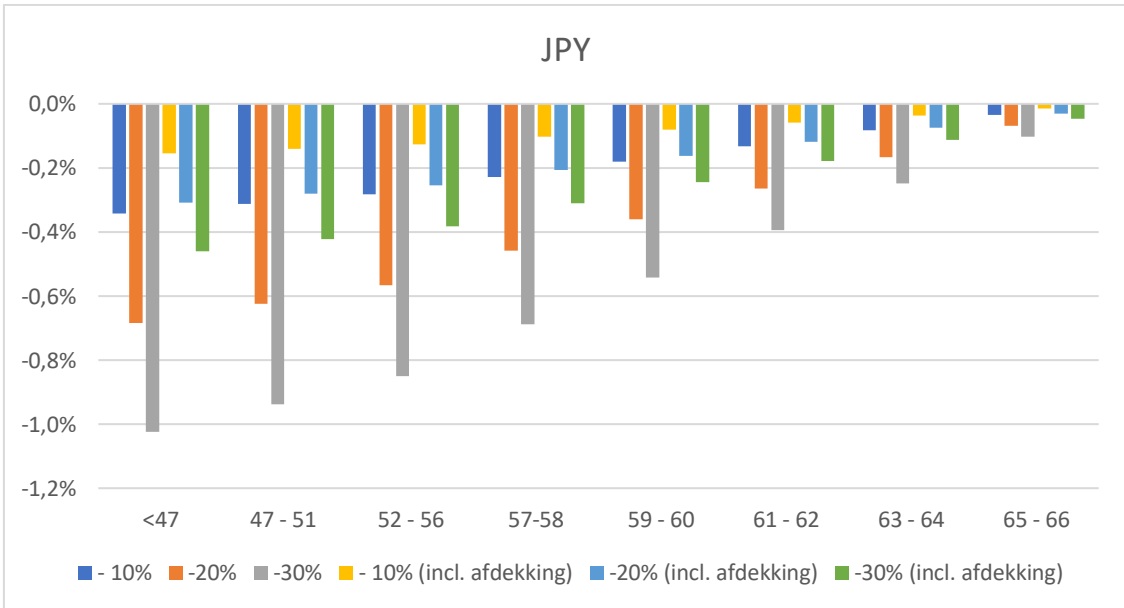
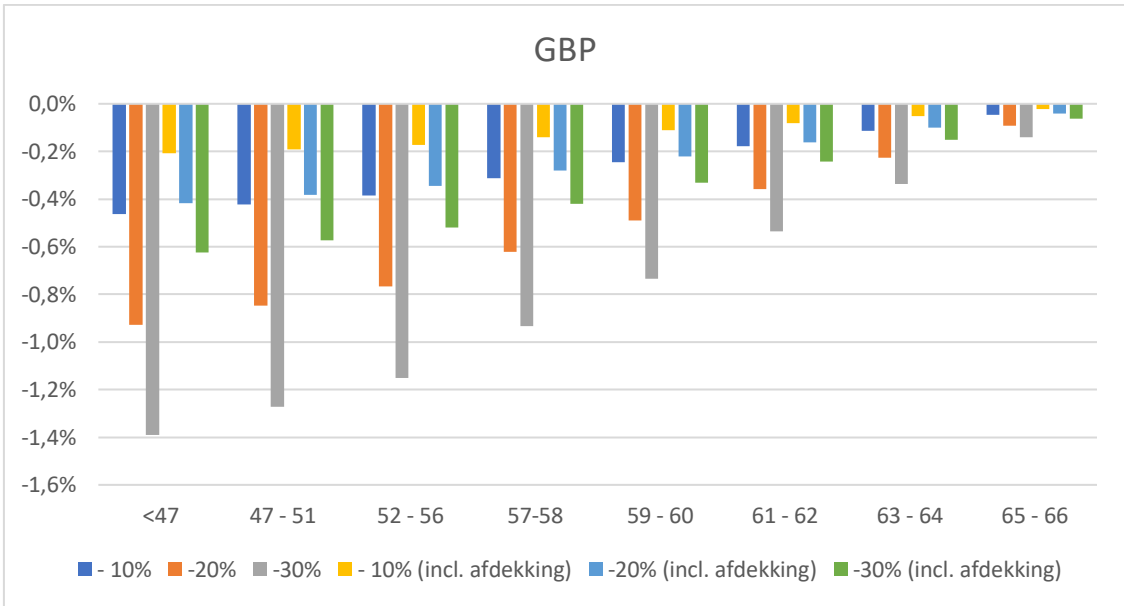
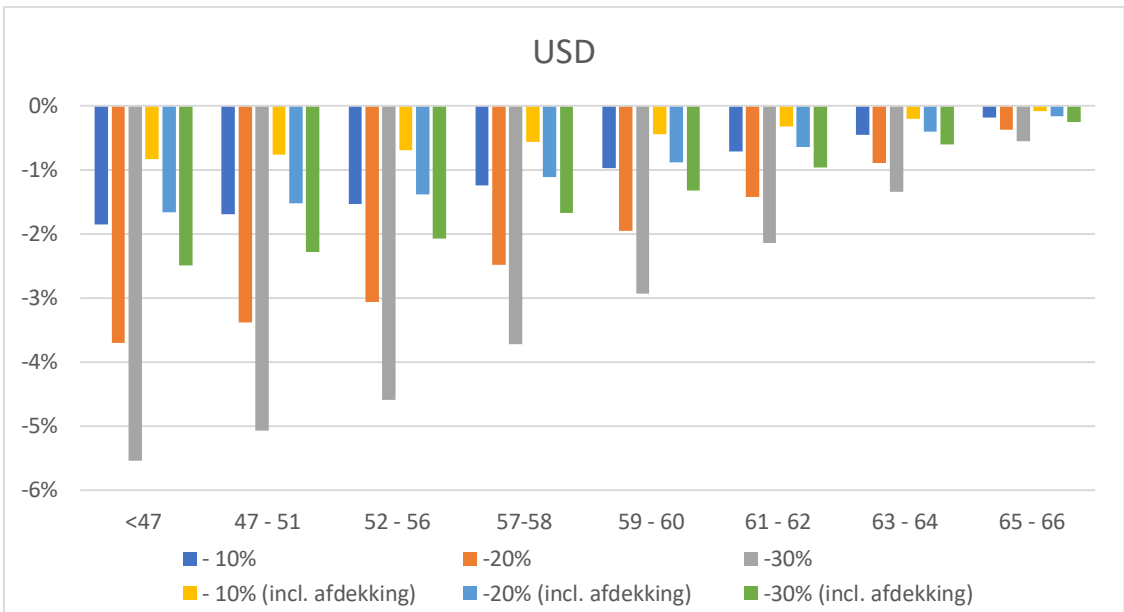


Uit bovenstaand blijkt dat de jongste leeftijdsgroep (<47) het grootste inkooprisico heeft. Dit is conform verwachting gezien de doelstelling van de leeftijdsgroep om positief rendement te behalen op het vermogen. Voor de oudste leeftijdsgroep (65-66) resteert in het weergegeven scenario een waardedaling van de pensioeninkoop van 1,9%. Dit risico is opgebouwd uit een waardedaling van aandelen en een klein deel 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 valuta (USD, GBP, JPY) in de portefeuille in waarde dalen. In onderstaande grafieken wordt getoond wat er gebeurt met het kapitaal van de leeftijdsgroepen bij valutaschokken van 10%, 20% en 30%. Hierbij is uitgegaan de beleggingen luidend 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 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.



Overige 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:

- **Resistente Coronavariant:** wanneer er ondanks de ontwikkeling van vaccins een variant ontstaat die resistent is tegen de huidige vaccins. Een grootschalige golf van besmettingen zet wederom het zorgsysteem onder druk. Overheden reageren met nieuwe lockdowns en het sluiten van grenzen. Dalingen op aandelen beurzen zijn vergelijkbaar met de eerste coronagolf in maart 2020. De angst voor faillissementen neemt sterk toe omdat men betwijfelt of overheden nieuwe grootschalige steunpakketten kunnen bekostigen. Opkoopprogramma's worden verlengd en uitgebreid maar het monetair beleid heeft zijn grenzen bereikt.
- **Technologie oorlog VS-China:** de VS leggen Westerse bedrijven steeds meer beperkingen op in de financiële en handelsrelaties met China. Initieel zal de groei nog niet al te veel geraakt worden en zal inflatie stijgen. Financiële markten zullen zich zorgen maken over lange termijn negatieve uitwerking.
- **Abrupte klimaatmaatregelen:** Politici implementeren diverse maatregelen waardoor de prijs van emissierechten met \$ 100 stijgt. De hogere emissieprijs zorgt voor een stijging van de inflatie op de korte termijn. De olieprijs komt onder druk, sommige sectoren (zoals de staalsector) worden hard geraakt. Als gevolg hiervan stijgt de nominale rente, maar daalt de reële rente.
- **Hardnekkige inflatie:** inflatie blijft hoog en Fed moet reageren met snelle afbouw van haar steunaankopen en eerder de rente verhogen dan markten verwachten. Hogere inflatieverwachtingen leiden tot hogere kapitaalmarktrente in de VS en in beperktere mate in Duitsland. Op aandelenmarkten komen waarderingen onder druk te staan. De schade blijft beperkt door voortgaande winstgroei.

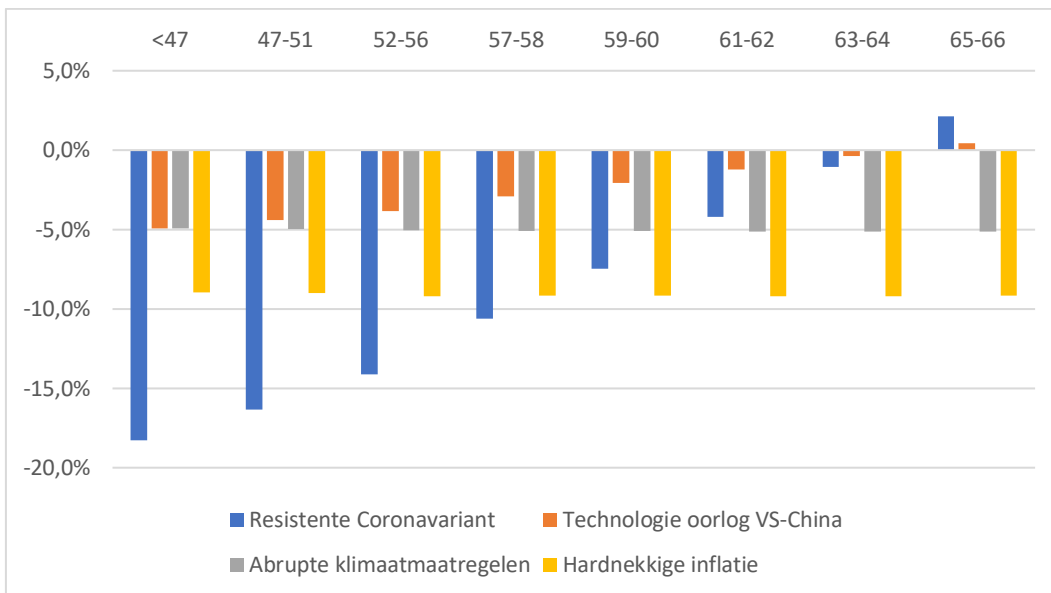
Impact overige stress scenario's op beleggingscategorieën

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

Categorie	Resistente Coronavariant	Technologie oorlog VS-China	Abrupte klimaatmaatregelen	Hardnekkige inflatie
Duitse staatsobligaties 10jr. (rente verandering)	-40bps	-10bps	+40bps	+75bps
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties	+200bps	+50bps	+50bps	+50bps
Aandelen Europa	-30%	-5%	-5%	-10%
Aandelen Amerika	-25%	-10%	-10%	-15%
Aandelen Wereldwijd EM	-35%	-10%	-5%	-15%

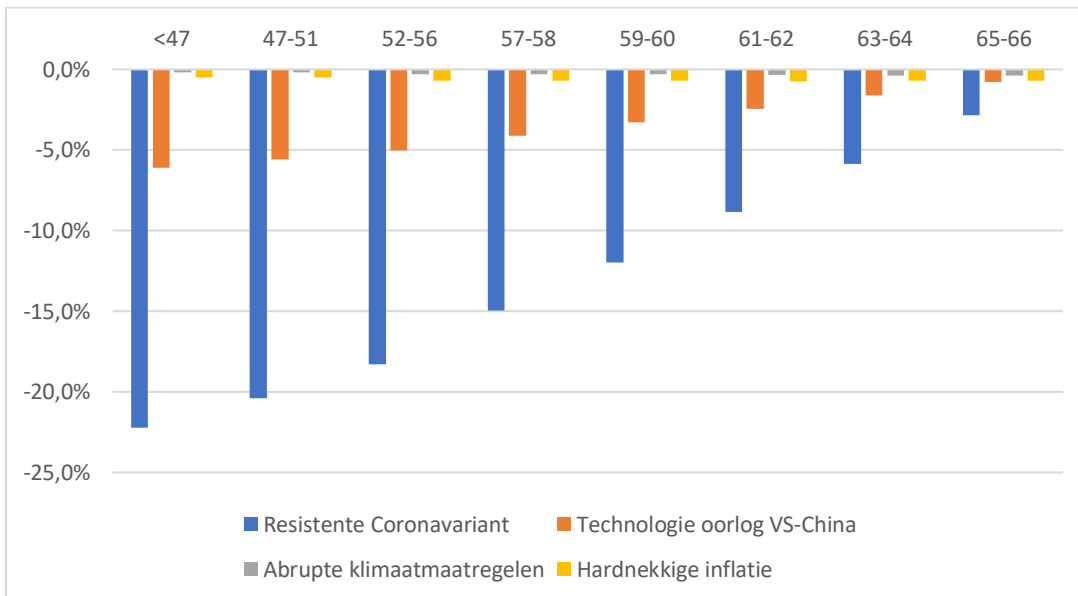
Impact stress scenario's op vermogen per leeftijdsgroep

Onderstaande grafiek laat zien dat het scenario 'Resistente coronavariant' 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 'Hardnekkige inflatie' scenario.



Impact stress scenario's op inkoop per leeftijdsgroep

In termen van de pensioeninkoop heeft de het scenario 'Resistente Coronavariant' de meeste negatieve impact. Dit is met name relevant voor de oudste leeftijdsgroep. Het negatieve effect wordt in dit geval veroorzaakt door gedaalde rentes, gezien het effect op de absolute portefeuille in termen van kapitaal positief is zoals in de grafiek hierboven getoond wordt. De dalende rentes zorgen ervoor dat de pensioeninkoop duurder wordt. Dit effect is in dit scenario groter dan het positieve effect op de kapitaalmarkten.



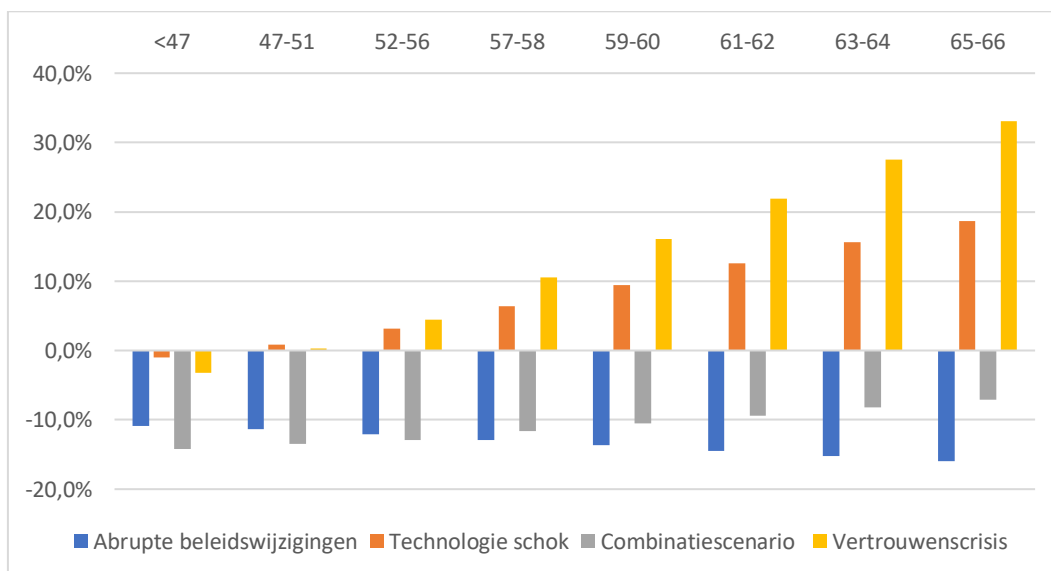
Klimaatscenario's

StiPP 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
- **Technologie schok:** een onverwachte doorbraak verdubbelt het aandeel van hernieuwbare energie binnen vijf jaar
- **Combinatie** van bovenstaande twee scenario's
- **Vertrouwenscrisis:** er is onzekerheid ten aanzien van overheidsbeleid dat het vertrouwen van consumenten, producenten en belegger ondermijnt

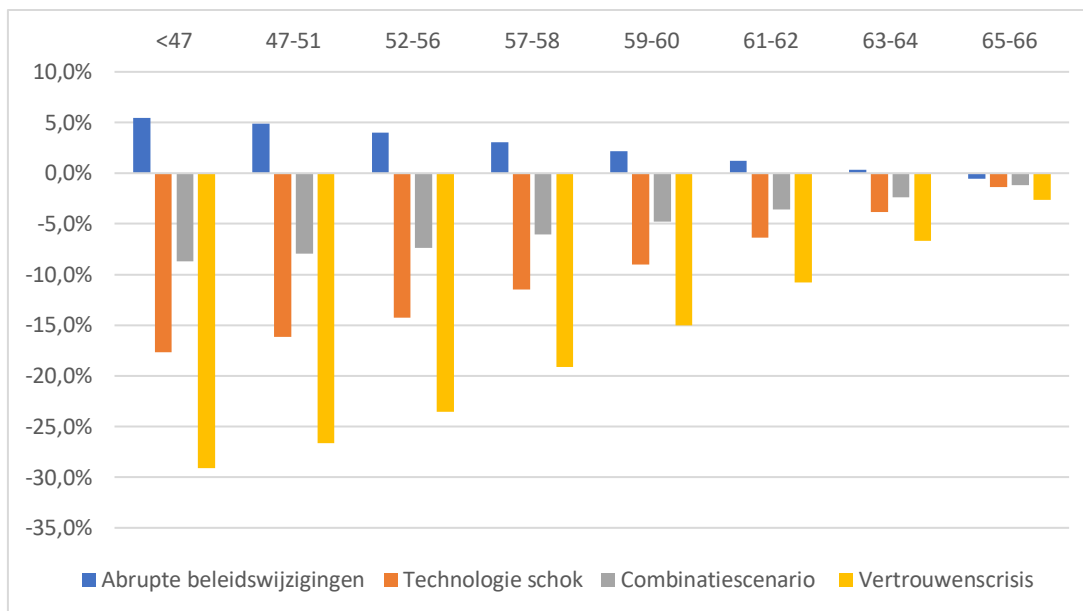
Impact deterministisch stressscenario ten aanzien van het kapitaal

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 ten aanzien van de inkoop

Uit onderstaande grafiek blijkt dat het scenario 'Vertrouwenscrisis' veruit het meest negatief is op het gebied van inkooprisico. Naar verwachting heeft 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 2,6%. Dit wordt veroorzaakt door een negatieve renteschok van ruim 2%.



6. 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 normwelingen van het beleggingsbeleid 2022 ziet de portefeuillestructuur over de actieve en passieve beleggingen in de liquide categorieën van de portefeuilles er als volgt uit:

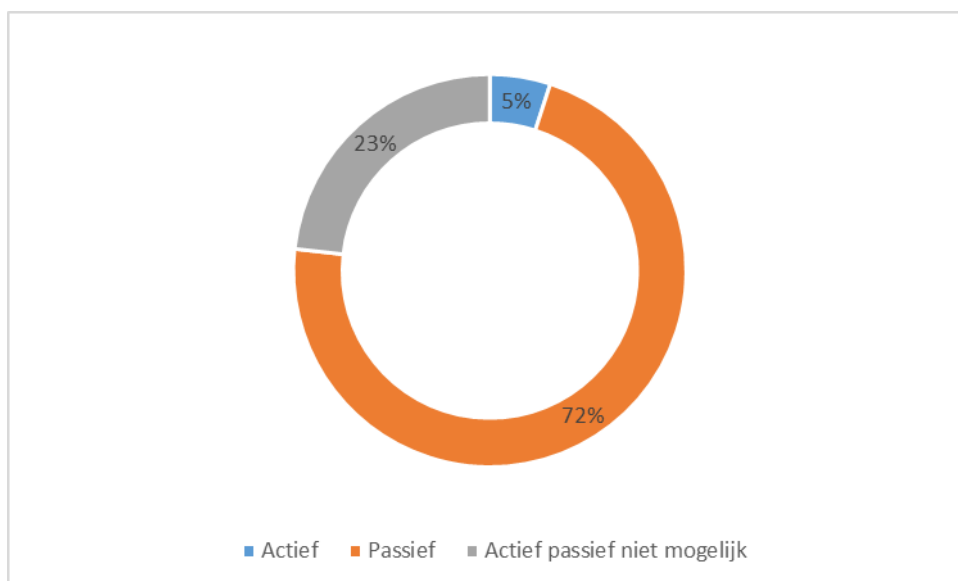
Categorie	Beleggingsfonds	Beleggingsstijl	Tracking error	
			Max StiPP	Beleggingsfonds
Aandelen ontwikkeld Azie/Pacific	Northern Trust Pacific Custom ESG Fund	Index	0.5%	~0%
Aandelen ontwikkeld Wereld	Northern Trust World SDG Select Fund ⁸	Index	0.5%	~0%
Aandelen Europa	Northern Trust Europe Custom ESG Fund	Index	0.5%	~0%
	Northern Trust Europe Value ESG Fund	Actief	3.0%	< 2,5%
	Northern Trust Europe SDG Select Fund	Index	0.5%	~0%
Aandelen VS	Northern Trust North America Custom ESG Fund	Index	0.5%	~0%
	Northern Trust US Value ESG Fund	Actief	3.0%	< 2,5%
Aandelen opkomend wereld	Northern Trust EM Custom ESG Fund	Index	0.5%	~0%
	Northern Trust EM ESG Leaders Fund	Index	0.5%	~0%
Niet genoteerd OG	Achmea Dutch Office Fund (in opheffing)	Actief ⁹	Nvt	Nvt
	Altera Woningen Fonds	Actief ⁹	Nvt	Nvt
	Amvest Residential Core Fund ¹⁰	Actief ⁹	Nvt	Nvt
	Bouwinvest	Actief	Nvt	Nvt
Vastrentend hoogrentende landen	Legal & General ESG EM Bond (HC) Index Fund	Index	1%	~0%
	Legal & General ESG EM Bond (LC) Index Fund	Index	1%	~0%
Vastrentend bedrijfsobligaties	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	Actief	1%	0,3%
	iShares ESG Scr. EUR Corp Bond Index Fund	Index	1%	~0%
Vastrentend hypotheek	AeAM Dutch Mortgage Fund	Actief ⁹	Nvt	Nvt
	ASR NHG Fonds	Actief ⁹	Nvt	Nvt
	ASR Non-NHG Fonds	Actief ⁹	Nvt	Nvt
Vastrentend staatsobligaties	Vastrentend staatsobligaties mandaat	Passief	1%	~0%
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	Passief	1%	~0%
Liquiditeiten	Blackrock LEAF	Actief ⁹		< 1%

⁸ Opname in de portefeuille onder voorbehoud van goedkeuring door het Uitvoerend Bestuur in Q1 2022

⁹ Voor deze beleggingscategorieën zijn geen geschikte marktbenchmarks beschikbaar, of kan de index niet makkelijk worden gevolgd door de aard van de onderliggende beleggingen. Er is daarom geen andere keuze mogelijk dan actief beheer.

¹⁰ Deze positie betreft per eind september 2021 nog een commitment en geen daadwerkelijke allocatie

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. Het pensioenfonds heeft een tracking error begrenzing van 1,6% opgenomen.



Kosten

Onderstaande tabel toont de verwachte beleggingskosten voor 2022. De beheerkosten zullen naar verwachting wat stijgen ten opzichte van het beleid 2021, in verband met de toevoeging van de categorie Direct Lending. De stijging van de beheerskosten wordt enigszins gedempt door de geplande afbouw van de Value allocatie, deze fondsen kennen relatief hoge beheerskosten.

Onderstaande kostenschattingen zijn gebaseerd op de normwegingen in het beleid 2022. Aangezien de commitments naar illiquide categorieën gedeeltelijk en geleidelijk afgeroepen worden is het waarschijnlijk dat de beheerkosten in realiteit wat lager zullen uitvallen in 2022. Dit betreft de categorieën niet-genoteerd onroerend als ook Direct Lending.

	Beleid 2021	Beleid 2022
Beheerkosten	0.18%	0.20%
Transactiekosten	0.07%	0.07%
Totaal kosten beleggingen	0.25%	0.27%
Fiduciair	0.09%	0.08%
Custodian	0.01%	0.01%
Overig (oa adviseur)	0.01%	0.01%
Totaal kosten vermogensbeheer	0.36%	0.37%
Transitiekosten		0.01% - 0.03% ¹¹

¹¹ Kosten in bps op totaalvermogen van StiPP. Kosten zijn van toepassing op transitie binnen ZKW portefeuille binnen aandelen ontwikkelde landen en afhankelijk van transitiemogelijkheden die managers bieden.

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 deze veranderingen wordt een afweging gemaakt tussen rendementspotentieel, risico, MVB en kosten.

In 2020 is het MVB beleid van StiPP nader aangescherpt en geconcretiseerd. Het beleid van StiPP omvat onder meer de lange termijn doelstelling van een klimaat neutrale portefeuille in 2050, meer nadruk op 'best in class' beleggen, SDG doelstellingen, alsmede de allocatie van green bonds in vastrentende waarden. 2021 stond vervolgens in het teken van onderzoek naar de implementatiemogelijkheden om de MVB ambities van het fonds te verwezenlijken. Er is gekeken naar de maatwerk fondsen voor aandelen ontwikkelde markten met meer focus op SDG impact. Een eerste switch naar dit fonds binnen Europese aandelen is gerealiseerd. Ook is de positie in 'ESG leaders' binnen aandelen opkomende markten verder uitgebouwd. Komend jaar wenst StiPP de positie naar SDG fondsen verder uit te breiden. Ook zal er aandacht besteed worden aan hoe het fonds de implementatie van de CTB benchmark vorm wil geven, om zodoende de CO2 reductie van de portefeuille te verlagen.

Een van de maatstaven die momenteel gehanteerd wordt in de portefeuille is de Global Compact van de Verenigde Naties. StiPP streeft ernaar het aantal bedrijven die in strijd handelen met de Global Compact ('Fail') te beperken. Per eind september 2021 werd er niet meer belegd in bedrijven met een 'Fail' status. Daarnaast wordt het aantal beleggingen met een MSCI ESG 'CCC' rating beperkt. Deze beleggingen bedroegen per eind september 2021 circa 0.3% van het totaal belegd vermogen.

In onderstaande tabel wordt weergegeven of de huidige portefeuille invulling aansluit bij het MVB beleid van StiPP. Hierin wordt onderscheid gemaakt tussen het oude MVB beleid en het nieuwe MVB beleid, met daarin verdergaande ambities.

Categorie	Manager invulling per 30-09-2021	Aansluiting bij MVB-beleid (voor herijking)	Aansluiting bij MVB-beleid (na herijking)
Aandelen ontwikkeld Azië/Pacific	Northern Trust Pacific Custom ESG Fund	✓	X Geen best in class beleid, beperkte Co2 reductie, geen overweging SDG's.
Aandelen Europa	Northern Trust Europe Sustainable Select SDG Index Fund	✓	✓
	Northern Trust Europe Value ESG Fund	✓	X Idem
Aandelen VS	Northern Trust North America Custom ESG Fund	✓	X Idem
	Northern Trust US Value ESG Fund	✓	X Idem
Aandelen opkomend wereld	Northern Trust Emerging Markets Custom ESG Fund	✓	X Idem
	Northern Trust Emerging Markets ESG Leaders Fund	✓	✓

Beursgenoteerd OG Wereld	Northern Trust Developed Real Estate Index Fund ¹²	V	? Nog te evalueren
Vastrentend hoogrentende landen	Legal & General ESG Emerging Market Bond (HC) Index Fund	V	V (onder voorbehoud nieuw landenbeleid)
	Legal & General ESG Emerging Market Bond (LC) Index Fund	V	V (onder voorbehoud nieuw landenbeleid)
Vastrentend bedrijfsobligaties	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	V	V
	iShares ESG Scr. EUR Corp Bond Index Fund	V	X Idem
Vastrentend staatsobligaties	Vastrentend staatsobligaties mandaat	V	V
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	V	V
Liquiditeiten	Blackrock ICS Euro Liquidity Environmental friendly Fund	V	V

Benchmarkkeuze

De portefeuille kent twee verschillende types benchmarks. De Uitvoeringsbenchmark representeert het beleggingsbeleid van StiPP en geeft Kempen richting bij het invullen van een betreffende beleggingscategorie. De Uitvoeringsbenchmark zit op (beleggings-)categorieniveau en is vastgelegd in de Investment Cases van StiPP. Daarnaast wordt er gebruik gemaakt van een mandaatbenchmark, deze zit op beleggingsfonds- of mandaatniveau. Aan de hand van de mandaatbenchmark kan gemeten worden hoe de beheerder van een specifiek beleggingsfonds of mandaat presteert.

De mandaat benchmark is bij voorkeur gelijk aan de Uitvoeringsbenchmark, maar dit is niet altijd het geval. In onderstaande tabel is de mandaatbenchmark enkel weergegeven als deze afwijkt van de Uitvoeringsbenchmark.

Categorie	Uitvoeringsbenchmark	Manager invulling	Mandaatbenchmark indien afwijkend
Aandelen Europa	MSCI Europe	NT Europe Europe Sustainable Select SDG Index Fund	MSCI Europe SDG Index
		NT Europe Value Fund	MSCI Europe Custom ESG
Aandelen VS	MSCI North America	NT North America Custom ESG Fund	MSCI North America Custom ESG
		NT North America Value Fund	
Aandelen opkomend wereld	MSCI Emerging Index USD	NT Emerging Markets Custom ESG Fund	MSCI Emerging Markets Custom ESG Index
		NT Emerging Markets ESG Leaders Fund	MSCI Emerging Markets ESG Leaders Index
Niet genoteerd OG	Portefeuille-rendement	Achmea Dutch Office Fund	
		Altera Woningen Fonds	
		Amvest Dutch Residential Fund	

¹² Betreft een tijdelijke positie in verband met de wachttijd op de categorie niet-genoteerd OG

Vastrentend hoogrentende landen	50% JPM EMBI Global Diversified USD	Legal & General Emerging Market Bond (HC) ESG Index Fund	JPM ESG EMBI Global Diversified USD
	50% JPM GBI-EM Global Diversified USD	Legal & General Emerging Market Bond (LC) ESG Index Fund	JPM ESG GBI-EM Global Diversified USD
Vastrentend bedrijfsobligaties	Iboxx Corporate	Kempen (Lux) Euro Credit Sustainable Fund	
		iShares EUR IG Corp ESG Screened Bond Index Fund	Barclays Capital Euro- Aggregate Corporate Bond Index
Vastrentend hypotheek	Portefeuillerendement	Achmea Zakelijke Hypotheken fonds	
		AeAM Dutch Mortgage Fund	
		ASR NHG Fonds	
		ASR Non-NHG Fonds	
Vastrentend staatsobligaties	BofA ML AT FI DE NL FR Government Bond Index	Vastrentend staatsobligaties mandaat middellang	
	40% BofA ML 15+ AAA- AA Euro Government Bond 60% BofA ML AT FI DE NL FR Government Bond	Vastrentend staatsobligaties mandaat langlopend	
Liquiditeiten	Eonia Net Total Return Index	Blackrock ICS Euro Liquidity Environmental friendly Fund	7-daags LIBID

Z-score Performance toets

De performance toets, zoals vastgesteld door het Ministerie van Sociale Zaken en Werkgelegenheid wordt eind 2022 toegepast over de periode januari 2018 tot en met december 2022. 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:

$$\frac{z_{2018} + z_{2019} + z_{2020} + z_{2021} + z_{2022}}{\sqrt{5}}$$

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. De z-score over het jaar 2022 zal uiterlijk per 1 april 2022 beschikbaar zijn.

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: E.H.W. Bosman
Rol: Voorzitter
Datum: 17 december 2021

Naam: Lodewijk van Pol
Rol: Uitvoerend bestuurder
Datum: 17 december 2021

Bijlage 1: Economische scenario's

Centraal scenario komend decennium

Geleidelijk lijken de economische ontwikkelingen weer in een iets rustiger vaarwater te komen. Sinds de vaccinatiecampagnes en de heropening van de economieën zien we in de VS en Europa zeer sterke groeicijfers. De Amerikaanse economie is inmiddels weer groter dan voor de coronapandemie en ook in Europa is de schade weer vrijwel ingehaald. De ongekende fiscale stimulering komt geleidelijk tot een einde en ook centrale banken zijn bezig met de vraag hoe, en wanneer, ze de monetaire stimuleringsmaatregelen gaan afbouwen. We zien dat de COVID-19 pandemie enkele al langer bestaande trends heeft versterkt en versneld, zoals het toenemende belang van digitalisering en automatisering, geleidelijke de-globalisering en een groeiende focus op klimaatontwikkelingen.

Ten opzichte van de periode voor corona zijn de schuldenniveaus van overheden sterk toegenomen. KCM denkt nog steeds dat deze schulden de komende jaren houdbaar zijn. Het afgelopen jaar hebben de grote centrale banken alle hun beleidskader en -doelstellingen geëvalueerd. Zo is de Amerikaanse Fed van een doelstelling van 2% inflatie naar *gemiddeld* 2% inflatie gegaan. De ECB heeft de doelstelling van 'inflatie onder maar dichtbij 2%' veranderd in een symmetrische doelstelling van 2% inflatie. In beide gevallen lijken de wijzigingen wellicht beperkt, maar is duidelijk dat centrale banken tijdelijk hogere inflatie zullen toestaan. De beleidsaanpassingen hebben één ding gemeen: ze leiden allemaal tot een soepeler monetair beleid, hetgeen zich zal vertalen in beleidsrentes die nog langer laag blijven. KCM gaat er daarom van uit dat de rente de komende jaren beneden de nominale groei blijft. Niet alleen in de eurozone en in Japan, maar KCM denkt dat dit een wereldwijd fenomeen zal blijven.

De gevolgen voor inflatie zijn momenteel onzeker. De kwantitatieve verruiming in Japan heeft geleerd dat de toename van de geldhoeveelheid geen drijvende kracht richting inflatie hoeft te zijn. Momenteel zien we hoge inflatiecijfers, als gevolg van de heropening van de economie. KCM is van mening dat de huidige hogere inflatiedruk grotendeels tijdelijk zal zijn. Zo zijn veel deflationaire trends, die het afgelopen decennium een neerwaarts effect op inflatie gehad hebben, niet verdwenen. Wel hebben we onze lange termijn verwachting voor inflatie iets verhoogd. KCM verwacht een piek in de eurozone headline inflatie in het vierde kwartaal van 2021 (rond 3%) en een sterke terugval van het cijfer in 2022 tot onder de ECB doelstelling van 2%. Maar in de VS geven zowel bedrijven als werknemers aan dat de arbeidsmarkt krappere aan het worden is. Ook hier spelen tijdelijke effecten mogelijk een rol, zo is de beroepsbevolking in de VS nog altijd fors kleiner dan voor corona. Maar het gevaar van een loon-prijsspiraal in de VS blijft aanwezig. Voor de eurozone verwacht KCM dit niet.

Bovenstaande ontwikkelingen hebben allerlei gevolgen voor investeerders. De lage rentes betekenen dat de 'search for yield' in alle hevigheid doorgaat. Er ontstaat meer aandacht voor internationale harmonisatie van belastingtarieven en voor oneerlijke concurrentie. Dat kan winstmarges van bedrijven onder druk zetten. Klimaatontwikkelingen en -regelgeving beïnvloeden de beleggingsmarkten en economieën in steeds grotere mate. De bestedingseffecten van de energietransitie, van vergroening en investeringen in infrastructuur kunnen een positief effect op de economische groei hebben. De 26e VN klimaatconferentie in november in Glasgow zal cruciaal zijn om de eerder geformuleerde klimaatdoelstellingen alsnog te behalen.

Wereldwijd zien een sterke groei in het aantal beprijzingsmechanismes van CO₂-emissies. En de impact van fysieke klimaatrisico's is op wereldwijde schaal nog beperkt, maar neemt onmiskenbaar toe.

Terugblik en korte termijn verwachting

Sinds november 2020 hebben financiële markten sterk geprofiteerd van bemoedigende berichtgeving omtrent de effectiviteit van de coronavaccins. Hoewel de vaccinatiecampagnes in eerste instantie wat lastig uit de startblokken kwamen in de eurozone, is de vaccinatiegraad inmiddels hoger dan in de VS. De besmettelijkere deltavariant is over de gehele wereld de dominante variant geworden. Ondanks een lagere effectiviteit van vaccins (in het voorkomen van besmettingen) voor de deltavariant, laten onderzoeksresultaten tot nog toe zien dat de vaccins goed werken ten aanzien van het voorkomen van ziekenhuisopnames en ernstigere ziektebeelden. Met booster shots zullen overheden de komende periode proberen om nieuwe lockdowns te voorkomen.

Inmiddels is duidelijk dat de Amerikaanse economische groei in het tweede kwartaal van 2021 gepiekt heeft en geleidelijk weer afneemt. In de eurozone zal de piek in het derde of vierde kwartaal van 2021 liggen. Ook voor volgend jaar verwachten we nog bovengemiddelde groei door ruim begrotingsbeleid en het inhalen van achterstallige vraag. Geleidelijk zal de groei echter richting trendniveaus bewegen. In beide regio's is de omvang van de beroepsbevolking nog kleiner dan voor corona, zodat werkloosheidspercentages de ruimte op de arbeidsmarkt enigszins onderschatten.

Begin 2021 liepen renteniveaus behoorlijk op in reactie op de groeiende inflatieonzekerheid. Maar centrale banken hebben de afgelopen tijd een duidelijke boodschap afgegeven: de inflatie die we nu zien is tijdelijk. In de VS valt dat nog te bezien, maar feit is dat de Fed markten gerust heeft gesteld met een duidelijke communicatiestrategie. Ook de aankondiging van 'tapering', ofwel de afbouw van het opkoopprogramma, heeft niet tot hogere rentes of paniek op de financiële markten geleid. Renteverhogingen door de Fed worden niet voor 2023 verwacht. Voor de ECB is het makkelijker. De economie is nog lang niet hersteld van de coronapandemie en de inflatiedruk is een stuk lager. Alle reden dus voor voortdurend lage rentes. Het pandemie-opkoopprogramma van obligaties (PEPP) zal volgend jaar door de ECB worden afgebouwd. Daarvoor zal echter al gesproken worden over eventuele overgangsprogramma's of het uitbreiden van het reguliere opkoopprogramma (APP). KCM verwacht geen sterk oplopende rentes door de afbouw van monetaire stimuleringsmaatregelen. Wel kan er enige korte termijn volatiliteit in rentes en credit spreads ontstaan.

Alternatieve scenario's

De financiële crisis, vergrijzing, klimaatontwikkelingen en COVID-19 hebben tot ongekende omstandigheden op de financiële markten geleid. We hebben te maken met negatieve rentes, enorme opkoopprogramma's, hoge schulden, politieke instabiliteit en de klimaattransitie. Om deze reden wordt naast het centrale scenario ook gekeken 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 sluit KCM voor deze alternatieve scenario's aan bij enkele bepalende trends die

geleidelijk steeds meer invloed krijgen op de economische ontwikkeling en financiële markten: de-globalisering, technologische ontwikkeling en een groeiende invloed van overheden.

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.

Dominante overheid

De coronacrisis, en eerder al de kredietcrisis, hebben tot een fors grotere rol voor de overheid geleid. In dit scenario leidt de toegenomen rol van overheden tot beduidend hogere inflatiecijfers. De trends van vrije handel, deregulering en steeds lagere belastingen komen tot een einde. De overheid zal ingrijpen om monopolie posities te beëindigen en het sociale vangnet te garanderen voor werknemers die niet langer over de juiste vaardigheden beschikken. Er zal meer aandacht voor klimaattransitie zijn. Begrotingstekorten en overheidsschulden blijven hoog en in stijgende lijn. Niet om te investeren in productiviteitsgroei op lange termijn, maar vooral politiek populistisch geïnspireerd op de korte termijn. Met lagere inkomensbelastingen voor lagere- en middeninkomens, hogere sociale uitkeringen en hogere bedrijfsbelasting.

Minder onafhankelijke centrale banken blijven (noodgedwongen) het ruime begrotingsbeleid faciliteren. Hogere bedrijfsbelastingen en meer regulering ontmoedigen de investeringen, zodat hardnekkige onevenwichtigheden ontstaan tussen vraag en aanbod. Toenemende vraag, wegens ruim fiscaal en sociaal beleid, weinig aanbod wegens teruggeschroefde investeringen. De reële groei is matig. Er zijn geen impulsen om de productiviteit te stimuleren. Inflatie daarentegen blijft op een hoog niveau. Voor financiële markten betekent dit lage reële rendementen en vastrentende markten staan onder druk.

De-globalisering

De intrede van Biden in het Witte Huis heeft geen ontspanning gebracht in de relaties met China. Amerikaanse investeerders krijgen zelfs steeds meer beperkingen opgelegd om te investeren in Chinese bedrijven. Andersom legt China ondernemingen restricties op voor noteringen op buitenlandse financiële markten. Dit zijn nieuwe 'episodes' in de gespannen relatie en elementen van de-globalisering. Deze voegen zich bij reeds langer bestaande elementen, zoals de Brexit of de potentiële tendens om internationale productieketens in kritische sectoren te ontmantelen en terug te brengen naar de eigen regio.

In dit scenario wordt een intensivering van de beweging naar de-globalisering verondersteld. De gevolgen voor de wereldeconomie zijn negatief, op zowel de korte als de lange termijn, door een daling van specialisering, innovatie, productiviteit en potentiële economische groei. Op de korte termijn leidt dit tot prijsstijgingen, maar op de lange termijn leidt de lagere groei tot grotere overcapaciteit in de economie, lagere loongroei, lagere grondstofprijzen en resulteert per saldo een lagere inflatie. Voor financiële markten geldt dat dit scenario negatief is voor aandelenmarkten. Voor vastrentende markten geldt dat er veel vraag zal zijn naar de meest kredietwaardige obligaties, met een negatief effect voor risicovollere categorieën zoals high yield obligaties. Ook vastgoed en grondstoffen worden negatief beïnvloed.

Techno-optimisme

De coronacrisis, met bijhorende tendensen van 'work from home' en 'online shopping', heeft een versnelling veroorzaakt van de impact van technologie op het dagelijks leven. De blijvende impact op onze arbeidsproductiviteit is vooralsnog onduidelijk. Maar in dit scenario wordt verondersteld dat technologische ontwikkelingen en hun structurele doorbraak de productiviteit een structurele 'boost' zullen geven. Die kan ook komen van robotisering/automatisering bij sectoren die hun

productie terughalen naar het eigen land of regio ('reshoring'). Het resultaat is degelijke reële groei.

Niet iedereen zal de competenties hebben om de technologische ontwikkelingen te volgen. Zodat de economische ongelijkheid zal toenemen naarmate het tekort aan werknemers met de juiste technologische vaardigheden toeneemt. De totale economische koek zal echter snel genoeg groeien om iedereen te laten profiteren. Het monetaire beleid kan hierbij normaliseren zonder restrictief te worden vanwege de laag blijvende inflatie.

Voor financiële markten geldt dat dit scenario positief is voor aandelenmarkten en bedrijfsobligaties als gevolg van groeiende bedrijfswinsten. Rendementen op staatsobligaties staan onder druk vanwege de stijgende risicovrije rente. Financiële assets zullen beter presteren dan reële assets. Voor vastgoed is dit een neutraal tot licht negatief scenario.

Bijlage 2: Stress scenario's illiquide beleggingen

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.
- aandelenschokken hebben alleen impact hebben op 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.

	Huidige mix				Toevoeging Direct Lending t.k.v. EME			
Schok aandelen	0%	-25%	-25%	-40%	0%	-25%	-25%	-40%
Schok spread (bps)	0	100	100	400	0	100	100	400
Schok rente (bps)	0	0	100	100	0	0	100	100
Allocatie illiquide								
LG<47	19,9%	22,9%	22,9%	25,6%	24,8%	28,2%	28,2%	31,3%
47-51	18,6%	21,2%	21,4%	23,7%	23,1%	26,0%	26,3%	28,9%
52-56	16,5%	18,5%	19,0%	20,8%	20,6%	22,8%	23,5%	25,5%
57-58	14,5%	15,9%	16,5%	17,8%	17,8%	19,4%	20,2%	21,6%
59-60	12,6%	13,6%	14,3%	15,2%	15,2%	16,3%	17,2%	18,2%
61-62	10,5%	11,1%	11,8%	12,4%	12,4%	13,0%	13,9%	14,5%
63-64	8,6%	8,9%	9,6%	9,9%	9,8%	10,1%	11,0%	11,3%
65-66	6,8%	6,9%	7,5%	7,6%	7,3%	7,4%	8,0%	8,1%

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.

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.

	Huidige mix				Toevoeging Direct Lending t.k.v. EME			
	0%	-25%	-25%	-40%	0%	-25%	-25%	-40%
Schok aandelen	0%	-25%	-25%	-40%	0%	-25%	-25%	-40%
Schok spread (bps)	0	100	100	400	0	100	100	400
Schok rente (bps)	0	0	100	100	0	0	100	100
% Indirect Vastgoed bandbreedte 5.5% – 25.5%	15,5%	19,1%	19,1%	22,6%	15,5%	18,7%	18,7%	21,7%
% Direct Lending – bandbreedte 0% - 17%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	7,0%	8,4%	8,4%	9,8%
% Hypotheken bandbreedte 20 - 40%	30,0%	30,2%	30,4%	30,9%	30,0%	30,2%	30,4%	30,9%

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 portefeuilles 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 komen¹³.

¹³ Een voorbeeld in het meest extreme scenario: bij de huidige verdeling over deelportefeuilles zou een herallocatie uit vastrentend middellang nodig zijn naar zakelijke waarden. Bij financiering uit staatsobligaties, de meest liquide categorie binnen vastrentend middellang, kan de bandbreedte voor deze allocatie genaderd worden.

Bijlage 3: Roadmap 2022

Roadmap = strategische kalender belcie StiPP 2022			AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	Q VB	UB-IO VB	AB
	O/B	Voorbereiding	jan	10-Feb	14-Feb	mrt	4-Apr	apr	19-May	13-Jun	jun	18-Aug	5-Sep	sept	10-Oct	nov	7-Nov	9-Nov	5-Dec	dec
1. Nieuw pensioenakkoord																				
a. P.M.	O	n.t.b.																		
2. Deelnemersonderzoek																				
a. P.M.	O	n.t.b.																		
3. Groene lifecycle																				
a. Inventariseren wensen/mogelijkheden	O	S&V											X							
a. Implementatie mogelijkheden	O	KCM													X					
4. MVB wet en regelgeving																				
a.1. SFDR: Implementatie RTS level 2	O	KCM			X															
a.2. Taxonomie verordening	O	KCM			X															
....	O	UB																		
5. Direct Lending																				
a. Nader onderzoek naar mogelijkheden	O	KCM			X															
b. Manager selectie	O	KCM					X													
c. Transitieplan	O	KCM								X										
6. Algemene reserve																				
a. Evaluatie doelstelling algemene reserve	O	S&V											X							
b. evt vervolgstappen																				
7. SDG select																				
a. Manager selectie	O	KCM			X															
b. Transitieplan (incl afbouw huidige value fondsen)	O	KCM			X															
8. Transitie afbouw value fondsen																				
a. Transitieplan	O	KCM			X															
b. evt vervolgstappen	O	KCM					X													

Roadmap = strategische kalender belcie StiPP 2022			AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	Q VB	UB-IO VB	AB
	O/B	Voorbereiding	jan	10-Feb	14-Feb	mrt	4-Apr	apr	19-May	13-Jun	jun	18-Aug	5-Sep	sept	10-Oct	nov	7-Nov	9-Nov	5-Dec	dec
9. Evaluatie regio allocatie aandelen ontwikkeld																				
a. Inzicht voor- en nadelen	O	S&V					X													
b. evt vervolgstappen	O	KCM					X			X										
10. Evaluatie uitvoering																				
a. Evaluatie strategie	O	S&V							X											
b. Evaluatie uitvoering vermogensbeheer	O	S&V							X											
11. Evaluatie ICs en managers																				
a.1. Evaluatie IC aandelen opkomend	O	S&V			X															
a.2. Diepgaande manager evaluatie aandelen opkomend	O	KCM					X													
a.3. Onepagers managers aandelen opkomend	O	S&V					X													
b.1. Evaluatie IC EMD	O	S&V					X													
b.2. Diepgaande manager evaluatie EMD	O	KCM								X										
b.3. Onepagers managers EMD	O	S&V								X										
c.1. Evaluatie IC bedrijfsobligaties	O	S&V											X							
c.2. Diepgaande manager evaluatie bedrijfsobligaties	O	KCM													X					
c.3. Onepagers managers bedrijfsobligaties	O	S&V													X					
c.4. Eventuele vervolgstappen uit managerevaluatie bedrijfsobligaties (nieuwe selectie?)	O	KCM															X			
12. Evaluatie dienstverlening																				
a. Evaluatie KCM	O	UB											X							
b. Evaluatie Kasbank	O	UB								X										
c. Evaluatie S&V	O	UB													X					
d. Samenvatting evaluaties externe partijen in bestuur	B	UB														X				
13. Beleggingsplan 2023																				
a. Macro-economische omstandigheden / vooruitblik beleggingscategorieën	O	KCM													X					
b. Vaststellen uitgangspunten risicobudgetstudie	B	S&V													X					
c. Bespreken uitkomsten risicobudgetstudie	O	KCM															X			
d. Concept beleggingsplan 2023	O	KCM															extra	X		
e. Definitief beleggingsplan 2023 in bestuur	B	UB																		X

Roadmap = strategische kalender belcie StiPP 2022			AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	Q VB	UB-IO VB	AB
	O/B	Voorbereiding	jan	10-Feb	14-Feb	mrt	4-Apr	apr	19-May	13-Jun	jun	18-Aug	5-Sep	sept	10-Oct	nov	7-Nov	9-Nov	5-Dec	dec
14. Beleggingsmix reservepool																				
a. jaarlijkse toets beleggingsmix reservepool	B	S&V													X					
15. Beleidsdocumenten																				
a. Jaarlijkse update strategisch beleggingsbeleid	B	UB																	X	
b. Jaarlijkse update ABTN	B	UB															X			
16. Jaarwerk																				
a. Certificering z-score en performance toets	O	KCM					X													
b. Beleggingsparagraaf bestuursverslag 2022	O	UB			X															
c. DNB staat kosten vermogensbeheer	B	PGGM					X													
d. Evaluatie opmerkingen accountant en certificeerder	O	UB											X							
e. Vastlegging richting bestuur	B	UB												X						
17. Rapportages																				
a. Manager jaarverslag	O	KCM							X											
b. Securities lending jaarverslag 2021	O	KCM										X								
c. Rapportage kosten vermogensbeheer 2021	O	KCM							X											
d. Q4 - voorbereiding in kwartaaloverleg	O	KCM		X																
e. Q4 in bestuur	B	KCM				X														
f. Q1 - voorbereiding in kwartaaloverleg	O	KCM							X											
g. Q1 in bestuur	B	KCM									X									
h. Q2 - voorbereiding in kwartaaloverleg	O	KCM										X								
i. Q2 in bestuur	B	KCM											X							
j. Q3 - voorbereiding in kwartaaloverleg	O	KCM																X		
k. Q3 in bestuur	B	KCM																		X

Roadmap = strategische kalender belcie StiPP 2022			AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	Q VB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	AB	UB-IO VB	Q VB	UB-IO VB	AB
	O/B	Voorbereiding	jan	10-Feb	14-Feb	mrt	4-Apr	apr	19-May	13-Jun	jun	18-Aug	5-Sep	sept	10-Oct	nov	7-Nov	9-Nov	5-Dec	dec
18. MVB.																				
a. Evaluatie uitvoering huidig beleid	O	KCM								X										
b.i. Implementatie - EM transitieplan naar leaders	O	KCM			X															
b.ii. Implementatie - Update green bonds	O	KCM					X													
b.iii. Implementatie - CO2 doelstelling	O	KCM			X															
b.iv Implementatie - Climate Transition Benchmark	O	KCM								X										
b.v Implementatie - arbeidsrechten schending: eerste onderzoek	O	KCM															X			
b.v Implementatie - arbeidsrechten schending: evt vervolg	B	KCM																	X	
d. ESG jaarverslag	O	KCM								X										
19. Overig																				
a. Jaarlijks inzicht reconciliatieverschillen CACEIS/KCM	O	S&V					X													
b.1. Voorstel Roadmap 2023	O	S&V															X			
b.2 Roadmap 2023 in bestuur	B	S&V																		X
c. Voortgang Demo RAM Proces										X										
			6	7	16	7	17	6	11	15	7	8	11	8	13	7	12	8	8	9