

Beleggingsplan 2025

Stichting Pensioenfonds voor Personeelsdiensten



December 2024

Beleggingsplan 2025

Inhoudsopgave

Samenvatting beleid en vooruitblik	3
Strategisch beleid	5
Beleggingsbeleid 2025	8
Macro economische ontwikkelingen	11
Portefeuille Analyse	14
Implementatie en managers	22
Bijlage 1: Economische scenario's	27
Bijlage 2: Illiquide stress scenario's	31
Bijlage 3 – Eenvoudige deterministische scenario's	33
Bijlage 4 – Korte termijn stress scenarios	36

Samenvatting beleid en vooruitblik

Dit document vormt het jaarlijks geactualiseerde beleggingsplan van StiPP voor het jaar 2025. 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 2025

De lange termijn horizon van StiPP en de beleggingsbeginselen van het fonds zijn gelijk gebleven. StiPP heeft besloten om het beleggingsbeleid 2025 aan te passen ten opzichte van het beleid 2024 op de volgende punten:

Meer offensieve life cycle

In 2023 is een ALM studie uitgevoerd. 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 die 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 2025 omvat de jongste leeftijdsgroep deelnemers jonger dan 52 jaar

StiPP heeft de intentie dit beleggingsplan met ingang van 1 februari 2025 in te laten gaan.

Allocaties binnen portefeuille Zakelijke Waarden

StiPP heeft besloten in de portefeuille Zakelijke Waarden een aantal aanpassingen door te voeren in vergelijking tot het beleggingsbeleid in 2024:

- Binnen de allocatie naar beursgenoteerde aandelen heeft StiPP geen duidelijke visie over de aantrekkelijkheid van aandelen ontwikkelde markten ten opzichte van aandelen opkomende markten. Zowel het verwacht rendement als het risico is voor opkomende markten hoger. StiPP geeft er derhalve de voorkeur aan om conform de markt kapitalisatie de allocatie binnen aandelen te verdelen. Concreet betekent dit een verlaging van de allocatie naar aandelen opkomende markten met 3.5%-punt ten gunste van aandelen ontwikkelde markten (2.5% naar wereldwijd, 1% naar Europa)

- StiPP heeft de valuta-afdekking opnieuw onderzocht. StiPP heeft geen specifieke visie op de ontwikkeling van de valuta en afdekking van de valuta is derhalve gedreven door verlaging van het beleggingsrisico. Op basis van de gedane analyses kiest StiPP ervoor 50% van het risico naar de Amerikaanse dollar af te dekken. Voor het Britse Pond en de Japanse Yen wordt geen valuta-afdekking meer geïmplementeerd gegeven de beperkte omvang van de exposure naar deze valuta in de portefeuille.

Speerpunten 2025

Vanuit de ambitie om het beleid door te ontwikkelen wordt ieder jaar een aantal speerpunten gedefinieerd. StiPP heeft voor 2025 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 zoals hoe de beleggingen voor reserves en voorzieningen in te richten.
MVB	Vervolgonderzoek impactbeleggen Vervolganalyse biodiversiteit
Onroerend goed	Nadere uitwerking diversificatiestrategie
Euro bedrijfsobligaties	Evaluatie investment case en invulling
Aandelen opkomend	Evaluatie investment case en invulling
LDI portefeuille	Verder onderzoek naar mogelijkheden gebruik van een LDI portefeuille voor beheer renterisico

Naast deze speerpunten staan voor 2025 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 2025. Deze Roadmap wordt door StiPP vastgesteld eind 2024 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 de drie strategische deelportefeuilles opgenomen. Tussen haakjes staat vermeld wat de beleidswegingen waren in 2024.

Deelnemerspool 'vast': weging portefeuilles per leeftijdsgroep (keuzes in 2024)								
Leeftijdsgroep	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-PRL*
	(<47)	(47-51)	(52-56)	(57-58)	(59-60)	(61-62)	(63-64)	(65-66)
Zakelijke waarden	80%	73%	66%	54%	42%	31%	19%	8%
	(70%)	(64%)	(58%)	(47%)	(37%)	(27%)	(17%)	(7%)
VRW Middellang	20%	14%	12%	16%	18%	20%	23%	25%
	(30%)	(29%)	(25%)	(24%)	(23%)	(21%)	(20%)	(19%)
VRW Lang	0%	13%	22%	30%	40%	49%	58%	67%
	(0%)	(7%)	(17%)	(29%)	(40%)	(52%)	(63%)	(74%)

*: PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Het beleid voor deelnemers die kiezen voor de optie doorbeleggen is ook gewijzigd, conform de meer offensieve life cycle in 2025, zie onderstaande tabel.

Deelnemerspool 'variabel': weging portefeuilles per leeftijdsgroep (keuzes in 2024)								
Leeftijdsgroep	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-PRL*
	(<47)	(47-51)	(52-56)	(57-58)	(59-60)	(61-62)	(63-64)	(65-66)
Zakelijke waarden	80%	73%	66%	62%	56%	49%	43%	37%
	(70%)	(64%)	(58%)	(47%)	(37%)	(37%)	(37%)	(37%)
VRW Middellang	20%	14%	12%	11%	15%	20%	24%	28%
	(30%)	(29%)	(25%)	(24%)	(23%)	(23%)	(23%)	(23%)
VRW Lang	0%	13%	22%	27%	29%	31%	33%	35%
	(0%)	(7%)	(17%)	(29%)	(40%)	(40%)	(40%)	(40%)

Het beleid van de reservepool is onveranderd ten opzichte van vorig jaar en staat in onderstaande tabel vermeld.

Reservepool: weging portefeuilles (gelijk aan 2024)	
Portefeuille	Reservepool
Zakelijke waarden	30%
VRW Middellang	35%
VRW Lang	35%

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	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
Norm afdekking	10%	22%	31%	42%	54%	65%	77%	88%
Resulterende portefeuille duratie (indicatief)	1,10	2,5	3,6	4,9	6,2	7,5	8,9	10,2

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 50% van het valutarisico van de valuta USD 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 < 52	11%	n.v.t.
Leeftijdsgroep 52 – 54	10%	n.v.t.
Leeftijdsgroep 55 – 56	9,5%	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 – PRL*	n.v.t.	5%
Reservepool	7,0%	n.v.t.

*; PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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 2025

Het beleggingsbeleid 2025 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 strategische beleid en het beleid 2024 opgenomen.

Normallocatie Portefeuilles		
Categorie	Beleid 2024	Beleid 2025
Zakelijke waarden		
Aandelen ontwikkelde markten	56.5%	60%
Aandelen wereldwijd	42.5%	45.0%
Aandelen Europa	14%	15.0%
Aandelen opkomende markten	10%	6.5%
Beursgenoteerd onroerend goed	0%	
Niet-beursgenoteerd onroerend goed	15.5%	15.5%
Hoogrentende landen	10%	10.0%
Direct-Lending	7%	7.0%
Liquiditeiten	1%	1.0%
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 2025 de normallocaties beperkt aan te passen. Binnen de portefeuille Zakelijke Waarden heeft StiPP besloten om de verhouding tussen aandelen ontwikkelde markten en opkomende markten aan te laten sluiten bij de verhouding op basis van marktkapitalisatie. Dit heeft geresulteerd in een verlaging van de allocatie naar aandelen opkomende markten versus 2024 met 3.5%-punt.

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. Binnen de portefeuille vastrentende waarden middellang zal een parkeerregel worden toegepast gekoppeld aan de categorie woninghypotheken. Naar deze categorie zal door de aanpassing van de lifecycle in 2025 een hogere allocatie dan de normallocatie in portefeuille zijn. Dit zal worden gecompenseerd met de allocatie naar staatsobligaties middellang.

Nog niet gealloceerd vermogen aan direct lending wordt door StiPP tijdelijk gealloceerd aan aandelen ontwikkelde markten. Hierdoor blijft de allocatie naar de categorie aandelen voor wat langere tijd relatief hoog. Per 30 september 2024 was de allocatie naar direct lending 3.9%. Dit is 3.1% 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. Verder heeft StiPP onderzocht de mogelijkheden tot diversificatie binnen deze categorie. StiPP verwacht op dit onderwerp in 2025 voortgang te kunnen gaan realiseren . In afwachting hiervan heeft StiPP besloten om geen uitbreidingen in de bestaande beleggingen te doen. Per 30-09-2024 bedraagt circa 8.5% van de portefeuille Zakelijke Waarden niet-genoteerd vastgoed 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 is in het uitgewerkte strategisch beleid een bandbreedte 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	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-PRL* *
Zakelijke waarden								
Aandelen ontwikkelde markten	36,0%	32,9%	29,7%	24,3%	18,9%	14,0%	8,6%	3,6%
Aandelen wereldwijd	12,0%	11,0%	9,9%	8,1%	6,3%	4,7%	2,9%	1,2%
Aandelen Europa	5,2%	4,7%	4,3%	3,5%	2,7%	2,0%	1,2%	0,5%
Aandelen opkomende markten	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Niet-genoteerd onroerend goed	12,4%	11,3%	10,2%	8,4%	6,5%	4,8%	2,9%	1,2%
Hoogrentende landen	8,0%	7,3%	6,6%	5,4%	4,2%	3,1%	1,9%	0,8%
Direct Lending	5,6%	5,1%	4,6%	3,8%	2,9%	2,2%	1,3%	0,6%
Liquiditeiten	0,8%	0,7%	0,7%	0,5%	0,4%	0,3%	0,2%	0,1%
VRW Middellang								
Staatsobligaties middellang	4,0%	2,8%	2,4%	3,2%	3,6%	4,0%	4,6%	5,0%
Bedrijfsobligaties Euro	10,0%	7,0%	6,0%	8,0%	9,0%	10,0%	11,5%	12,5%
Woninghypotheken	6,0%	4,2%	3,6%	4,8%	5,4%	6,0%	6,9%	7,5%
VRW Lang								
Staatsobligaties langlopend	0,0%	13,0%	22,0%	30,0%	40,0%	49,0%	58,0%	67,0%

** : PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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 (netto) premie-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, 50% van het valutarisico af naar de Amerikaanse dollar. Binnen de portefeuilles Vastrentende Waarden dekt StiPP 100% af (wanneer relevant). Als onderdeel van de maandelijkse 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 uitkeringenportefeuille versus de pensioenuitkeringen tot een minimum beperkt.

De huidige invulling resulteert in een zogenaamd staatswapspread risico omdat de verplichtingen gewaardeerd worden op basis van een rentetermijnstructuur van de swaprente, terwijl staatsobligaties gewaardeerd worden op basis van de staatsrentecurve (per definitie). Verschillen in de bewegingen van de curves voor swaprente en staatsrente kan leiden tot rendementsverschillen tussen de waarde van de portefeuille en de waarde van toekomstige uitkeringen. StiPP zal in 2025 verder onderzoeken of door een andere portefeuille-invulling dit risico beperkt kan worden.

Macro economische ontwikkelingen

De macro-economische ontwikkelingen zoals beschreven in dit hoofdstuk zijn gebaseerd op de visie van VLK IM. Deze leiden tot rendementsverwachtingen van VLK IM voor de voor StiPP relevante beleggingscategorieën. Deze verwachtingen zijn gebruikt als input in de portefeuille analyse ter voorbereiding van dit beleggingsplan en vormen een aanvulling op de eigen rendementsdoelstelling van StiPP.

StiPP bepaalt de rendementsdoelstelling voor de verschillende beleggingscategorieën op basis van een spread versus staatsobligaties. Deze actuele rendementsverwachtingen van StiPP zijn hieronder weergegeven.

Beleggingscategorieën	Spread versus staatsobligaties	Doelrendement StiPP Per 31-8-2024
Vastrentende waarden		
Euro kernlanden staatsobligaties*	0%	2.3%
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	1.2%	3.5%
Staatsobligaties opkomende landen HC	2.7%	5.0%
Staatsobligaties opkomende landen LC	2.7%	5.0%
Zakelijke waarden		
Aandelen wereldwijd ontwikkelde markten	3.9%	6.2%
Aandelen wereldwijd opkomende markten	4.5%	6.8%
Genoteerd OG Wereld	5.4%	7.7%
Illiquide categorieën		
Hypotheken	1.5%	3.8%
Direct lending	3.5%	5.8%
Niet-genoteerd OG	2.9%	5.2%

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. Dat betekent niet automatisch dat de situatie blijvend in de andere richting zal veranderen. In een historisch perspectief zal de reële beleidsrente naar verwachting eerder

laag blijven. Dit omdat de neutrale rente¹ op een laag niveau blijft gegeven het vooruitzicht van gematigde potentiële groei in ontwikkelde economieën.

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

- ▶ Groei arbeidsaanbod: -0,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)
- ▶ Productiviteitsgroei: +1,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)
- ▶ Effecten klimaattransitie: -0,10% (met -0,10% verlaagd t.o.v. vorig jaar)
- ▶ Reële potentiële groei: +0,90% (de som van de drie bovenstaande componenten)
- ▶ Inflatie: 2,25% (ongewijzigd t.o.v. vorig jaar)

De verwachte lange-termijn nominale groei bedraagt dan 3,15% met een lange-termijn evenwichtsrente van 2,4%. Voor lange looptijden wordt een termijnpremie van 0,40-0,55% gehanteerd, waarmee deze verwachte nominale rente op 2,8-2,95% liggen.

Verwachte rendementen zijn het afgelopen jaar voor vrijwel alle liquide categorieën gedaald, voornamelijk door een minder gunstige waardering (lagere risicovrije rente en risico-opslag bij obligaties, hogere voorwaartse koers/winst-verhoudingen bij aandelen).

De onderstaande tabel geeft de (netto nominale jaarlijkse) rendementsverwachtingen voor verschillende liquide beleggingscategorieën weer voor de komende 10 jaar in euro unhedged.² 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 31-8-2023	Per 31-8-2024	Per 31-8-2024
	Vastrentende waarden		
Euro kernlanden staatsobligaties	3.3%	3.1%	2.3%
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro)	4.1%	3.6%	3.5%
Staatsobligaties opkomende landen HC	6.5%	5.4%	5.0%
Staatsobligaties opkomende landen LC	4.6%	4.7%	5.0%
Zakelijke waarden			
Aandelen wereldwijd ontwikkelde markten	5.7%	5.4%	6.2%
Aandelen Wereldwijd opkomende markten EM	7.1%	6.1%	6.8%
Genoteerd OG Wereld	6.4%	6.4%	7.7

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

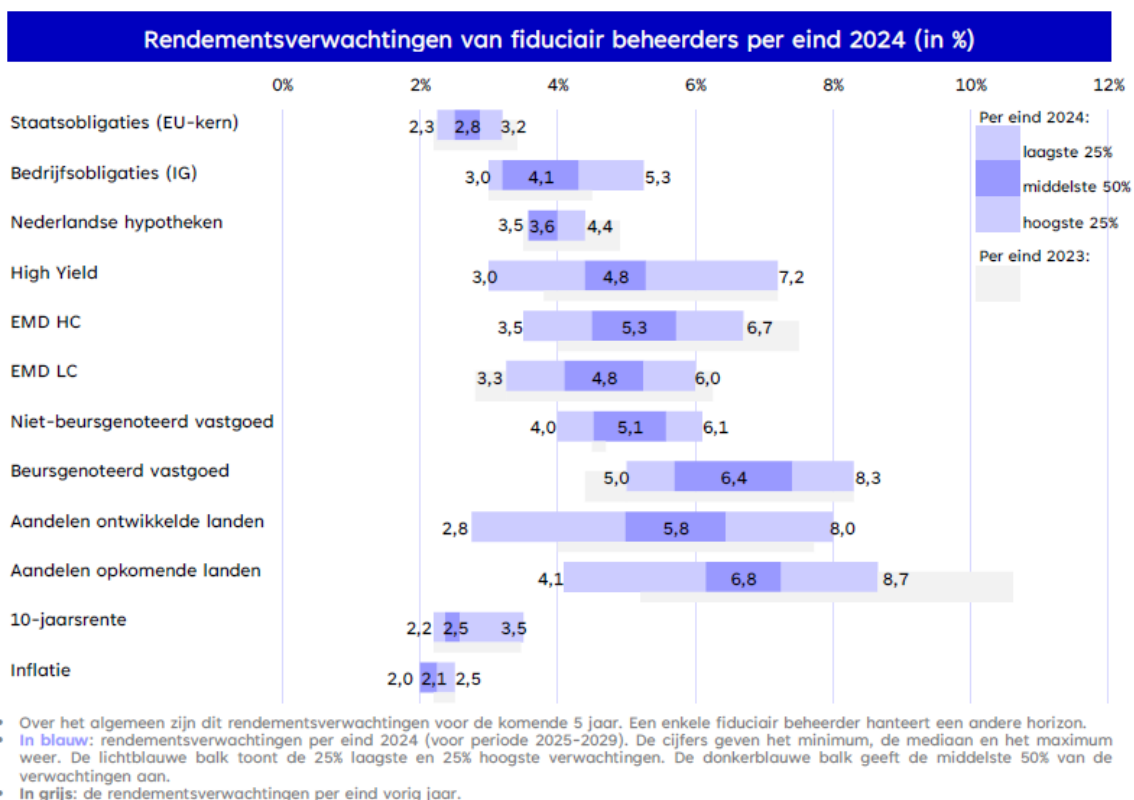
¹ De neutrale rente is de (reële) rente die volledige benutting van het economisch potentieel combineert met een stabiel prijsverloop. Het is het 'scharnierpunt' van het monetaire beleid. Gaat de reële rente hoger dan neutraal, dan is het beleid verkrappend. In het tegenovergestelde geval is het beleid verruimend.

² 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.

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 31-8-2023	Per 31-8-2024	Per 31-8-2024
	Hypotheke	4.9%	4.4%
Direct lending	6.8%	5.7%	5.8%
Niet-genoteerd OG	5.1%	6.4%	5.2%

Ter vergelijking zijn in onderstaande grafiek de verwachtingen van andere Nederlandse fiduciaire beheerders weergegeven³. Uit dit overzicht is op te maken dat de meeste rendementsdoelstellingen van StiPP binnen de marges vallen van de marktverwachtingen



Naast het centrale scenario zijn door VLK IM ook een aantal alternatieve scenario's gedefinieerd: 'verregaande regionalisering', 'klimaat disruptie' en 'techno-optimisme'. Deze scenario's zijn in bijlage 1 nader omschreven.

³ Bron Sprenkels

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 <52 jaar+). Deze groep belegt het meest in zakelijke waarden, namelijk 80%, 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 (20%).

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 2025

In de RBS van 2025 zijn onderstaande varianten bekeken:

- Strategische allocaties 2024 (1)
- Normallocaties 2024 (2)

- *Diversificatie binnen niet-genoteerd onroerend goed* door opname Europees niet-genoteerd onroerend goed ten koste van Aandelen Wereld (3) / Aandelen Europa (4) / Aandelen Opkomend (5) en NG-NL Woningen (6).
- *Verbetering rendement/risicoprofiel* door ophoging allocatie Aandelen wereld ten kosten van Aandelen opkomend (7)
- *Optimaliseren volatiliteit door aanpassing valuta-afdekking naar 25% voor de Amerikaanse dollar, Britse pond en Japanse yen.*(8)
- *Minder complexiteit door aanpassing valuta-afdekking naar enkel 50% voor de Amerikaanse dollar* (9).

Er zijn in totaal 9 mixen beoordeeld in de RBS 2025. Op basis van de gekozen parameters zoals hierboven beschreven waren beperkte verschillen te zien op het gebied van risico- en rendement in vergelijking met de het beleid 2024.

StiPP heeft op basis van de RBS en risico-afwegingen besloten om de verhouding tussen aandelen ontwikkelde markten en aandelen opkomende markten in lijn te brengen met de marktkapitalisatie van beide universa.

Aanvullend heeft StiPP nader onderzoek gedaan naar de invulling van de verschillende portefeuilles met euro staatsobligaties. Veranderingen van de euro staatswapspread, het renteverskil tussen euro staatsobligaties en de euro swaprente bij gelijke looptijd, hebben een negatieve invloed gehad op de dekkingsgraad van de uitkeringenpool en het inkooprisico in de opbouwfase gehad. Een andere invulling is onderzocht. StiPP heeft besloten geen aanpassingen te doen in deze portefeuilles.

Risico- en rendementsverwachtingen portefeuilles

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. Deze worden vergeleken met de verwachtingen op basis van de marktverwachtingen van de fiduciair manager.

Verwachte portefeuillerendementen (%)	Verwachting 2024 Neutraal	Verwachting 2025 Neutraal	Verwachting 2024 fiduciair	Verwachting 2025 fiduciair
Zakelijke waarden	6.4%	5.8%	5.7%	5.6%
Vastrentende waarden middellang	3.9%	3.4%	4.1%	3.8%
Vastrentende waarden lang	2.8%	2.5%	3.0%	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.

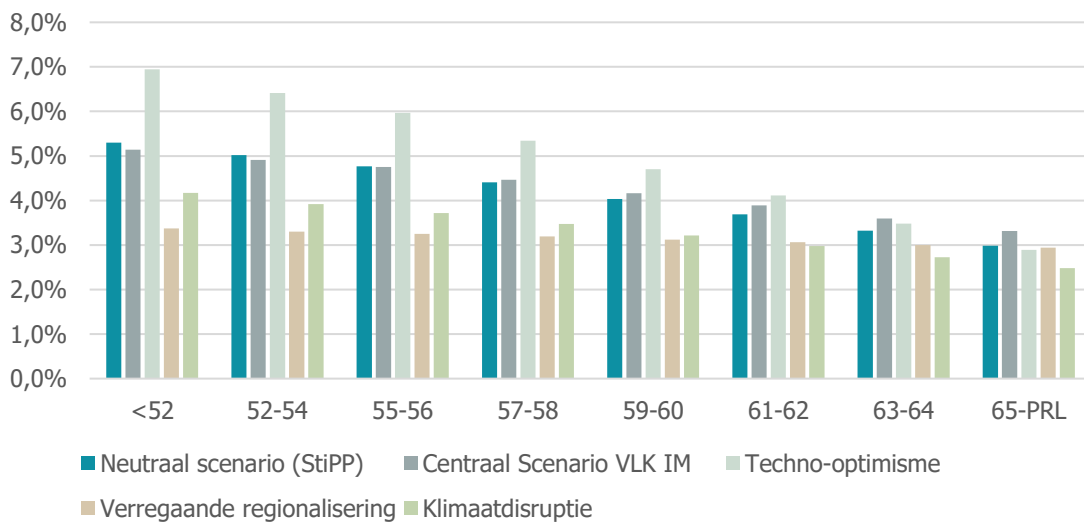
Het risico van de portefeuilles is gebaseerd op 10-jaars historie aan volatiliteit en correlaties. De risicoverwachtingen zijn weergegeven in onderstaande tabel.

Verwacht portefeuillerisico (volatiliteit)	Verwachting 2024	Verwachting 2025
Zakelijke waarden	10.3%	10.6%
Vastrentende waarden middellang	3.9%	5.0%
Vastrentende waarden lang	8.7%	9.9%

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.

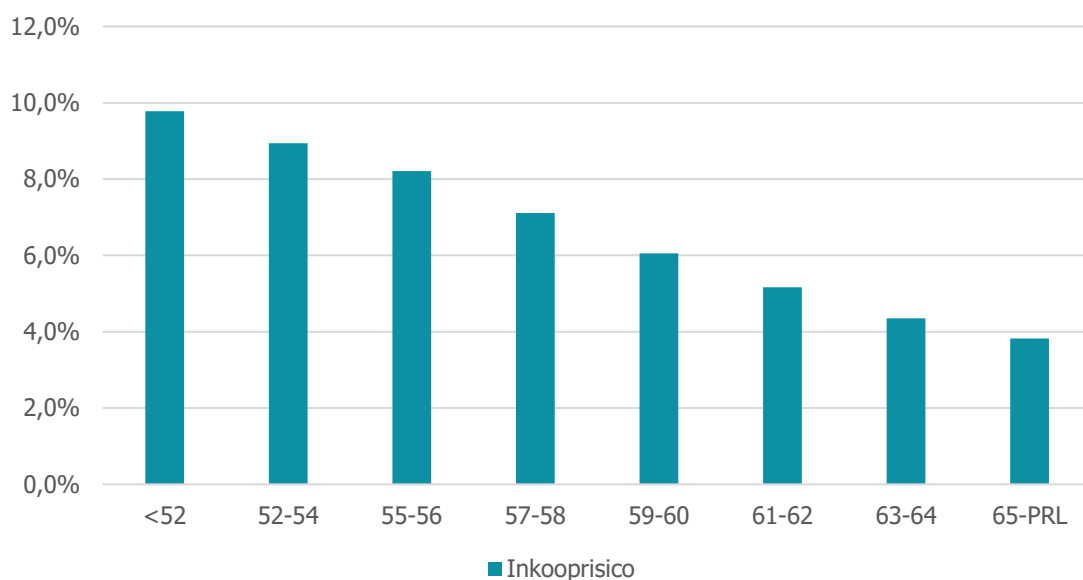
Resultaten leeftijdsgroepen

De resultaten voor de verschillende portefeuilles kunnen worden vertaald naar resultaten voor de verschillende leeftijdsgroepen. Onderstaande grafiek laat het verwachte rendement voor de verschillende leeftijdsgroepen zijn op basis van de verwachtingen in het neutraal scenario op basis van de doelrendementen van StiPP en de verwachtingen van VLK IM in verschillende economische scenario's. De verschillen tussen het neutrale scenario en het centrale scenario van VLK IM zijn relatief beperkt. De beleggingsresultaten zijn in geval van het techno-optimisme scenario duidelijk beter. In geval van het scenario van verregaande regionalisering of klimaatdisruptie zijn de resultaten duidelijk minder goed.



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Onderstaande grafiek laat het inkooprisico zien van de verschillende leeftijdsgroepen. Conform verwachting neemt dit risico af voor oudere leeftijdsgroepen.



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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 1.5% van het totale vermogen binnen de Zakelijke waarden portefeuille per individuele onderneming. Per eind Q3 2024 was het grootste belang binnen de zakelijke waarden portefeuille naar Microsoft (aandelenbelang 1.23% van de totale portefeuille, belang in bedrijfsobligaties < 0.05% van de totale 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

StiPP dekt 50% van het valutarisico af. Alleen voor de meest materiële vreemde valuta aanwezig in de portefeuille, de Amerikaanse dollar, wordt 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 beleggingen in vastrentende waarden loopt StiPP kredietrisico. Voor dit kredietrisico verwacht StiPP een vergoeding in de vorm van rendement. In de Investment Case van

vastrentende categorieën beschrijft StiPP kwalitatief het kredietrisico. De vergoeding voor het kredietrisico is onderdeel van het doelrendement in de vorm van de spread boven staatsobligaties. Het kredietrisico is derhalve een gewenst risico in de portefeuille.

Een specifieke vorm van kredietrisico is het risico van Euro staatsobligaties versus de swaprente. Door veranderingen in de kredietopslag op Euro staatsobligaties boven de swaprente ('staat-swapspreed') kan de waardeontwikkeling van staatsobligaties in de Uitkeringenpool afwijken van de waardeontwikkeling van de bijbehorende pensioenverplichtingen (gewaardeerd tegen de swaprente). Om de kosten en complexiteit te beperken heeft het pensioenfonds tot op heden besloten geen swaps op te nemen. StiPP overweegt dit in de nabije toekomst wel te doen, onder andere vanwege de wijze waarop in een Flexibele Premiereregeling met het risico van bewegingen in de staatswapspreed moet worden omgegaan.

Tegenpartijrisico

StiPP heeft VLK IM 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 2025 zal de volgende illiquide beleggingen in portefeuille als doelwegin hebben.

Allocatie illiquide beleggingen per leeftijdsgroep*								
Categorie	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-PRL*
Niet-genoteerd onroerend goed	12%	11%	10%	8%	7%	5%	3%	1%
Direct Lending	6%	5%	5%	4%	3%	2%	1%	1%
Woninghypotheken	6%	4%	4%	5%	5%	6%	7%	8%
Totaal (normweging)	24.0%	20.6%	18.5%	16.8%	14.9%	13.0%	11.2%	9.3%
Maximum	30%	27.5%	25%	22.5%	20%	17.5%	15%	12.5%

*: PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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 in dit document in de sectie over strategisch beleid. 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

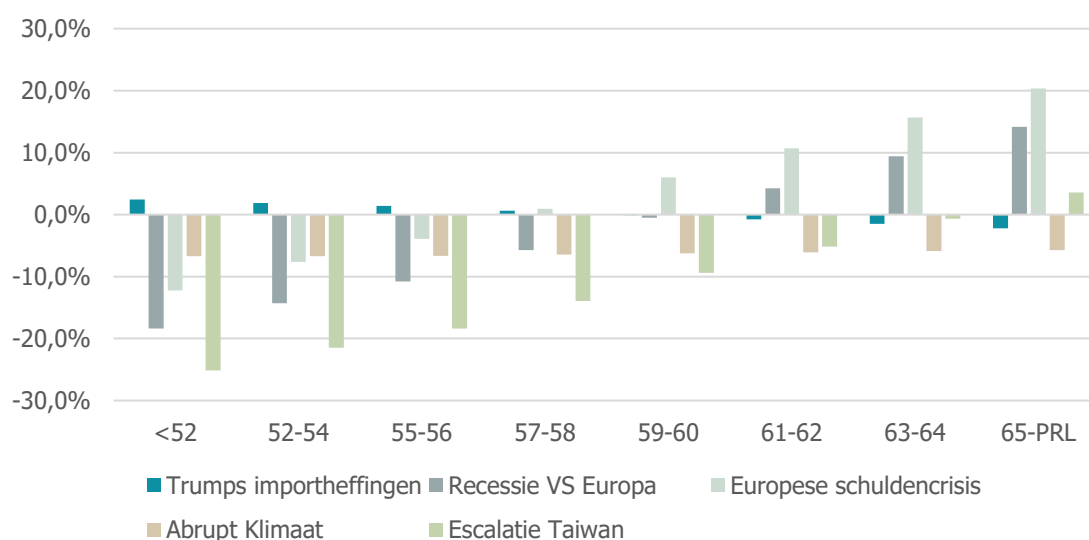
Korte termijn stress-scenario's

De impact van een aantal korte termijn stress scenario's is door StiPP geanalyseerd. Hierbij wordt de (mogelijke) impact op de financiële positie ingeschat. De gehanteerde korte termijn economische stress-scenario's zijn

- Trump's importheffingen
- Recessie VS-Europa
- Europese schuldencrisis
- Abrupte klimaatmaatregelen
- Escalatie rondom Taiwan

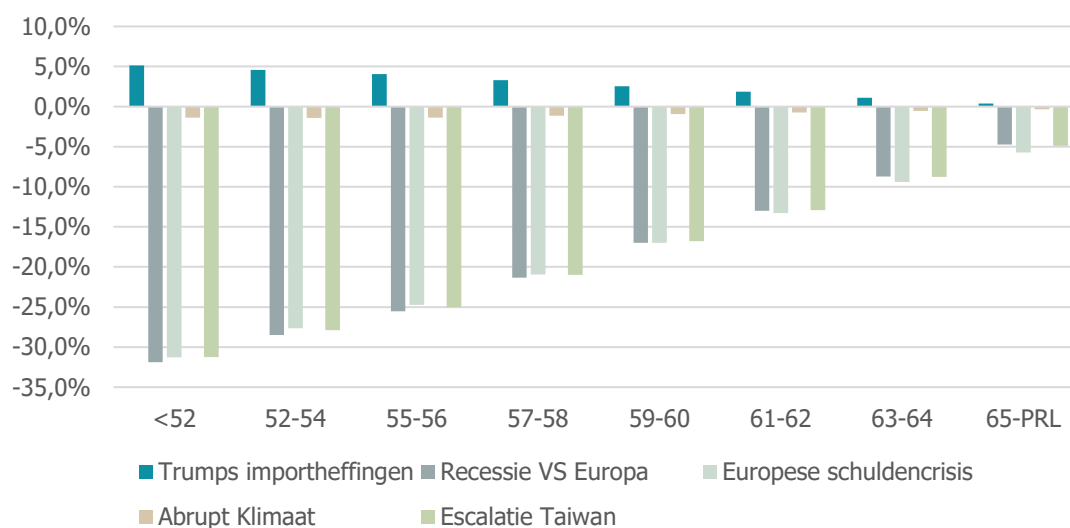
Deze stress scenario's zijn in bijlage 4 in detail beschreven.

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 abrupte klimaatmaatregelen vanwege de stijging van zowel de rente als de kredietopslag ('spread') in dat scenario.



*: PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

In termen van de pensioeninkoop hebben de scenario's recessie VS-Europa, Europese schuldencrisis en 'escalatie Taiwan' de meest negatieve impact. Dit negatieve effect wordt veroorzaakt door de combinatie van dalende rente, dalende aandelenbeurzen en stijgende kredietopslagen. De scenario's 'Trump's importheffingen en 'abrupte klimaatmaatregelen' 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.



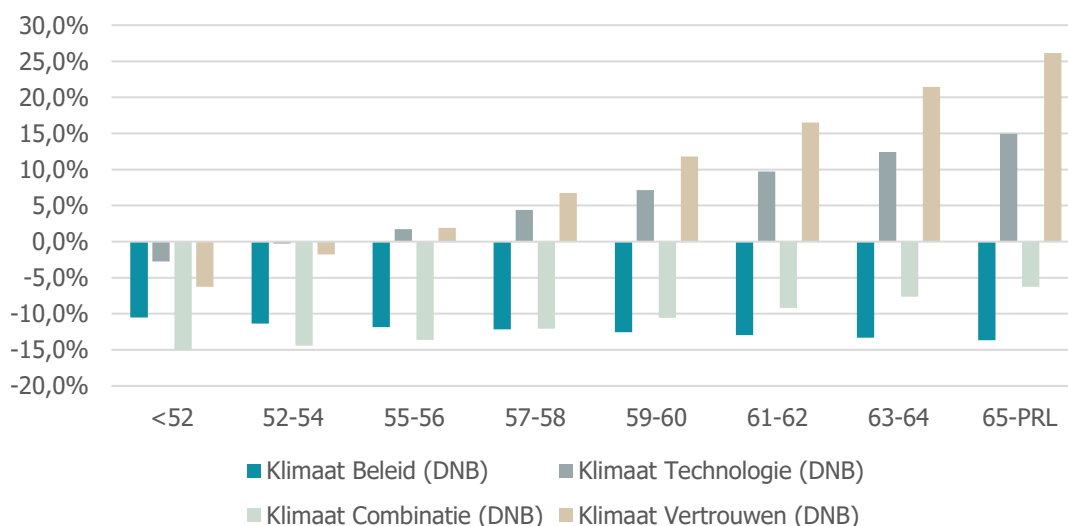
*: PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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.

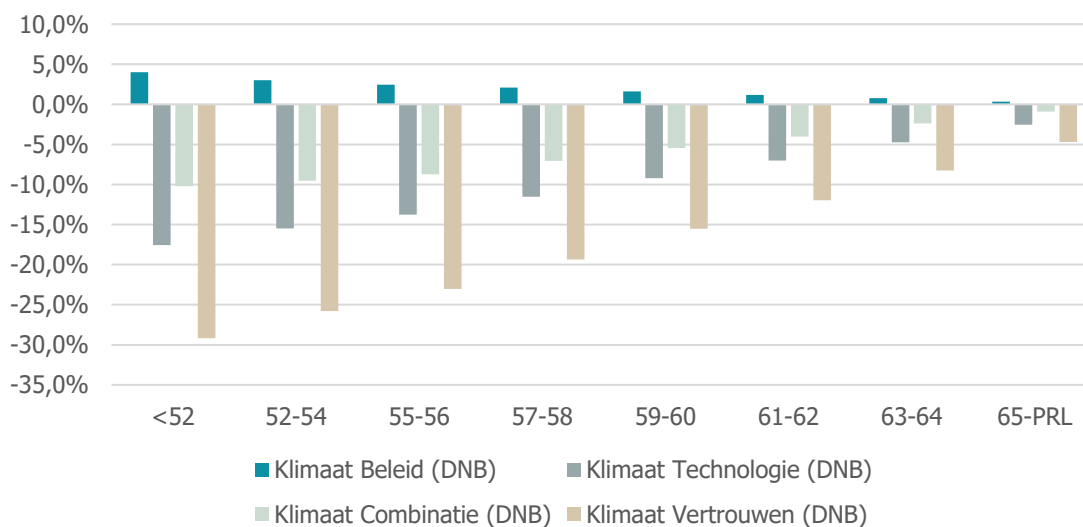
- x Abrupte beleidswijzigingen: wat leidt tot een sterke verhoging van prijs van CO₂-uitstoot.
- x Technologie schok: een onverwachte doorbraak verdubbelt het aandeel van hernieuwbare energie binnen 5 jaar.
- x Combinatie van bovenstaande; beide scenario's versterken elkaar.
- x Vertrouwenscrisis: er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

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.



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

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 (<52) 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 -6,0%. Dit wordt veroorzaakt door een grote negatieve renteschok



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

In bijlage 3 worden verder nog deterministische scenario's voor schokken van rente en aandelenmarkten en valutaschokken weergegeven. Deze scenario's komen ook terug in de maandelijkse rapportage van de fiduciair manager.

Implementatie en managers

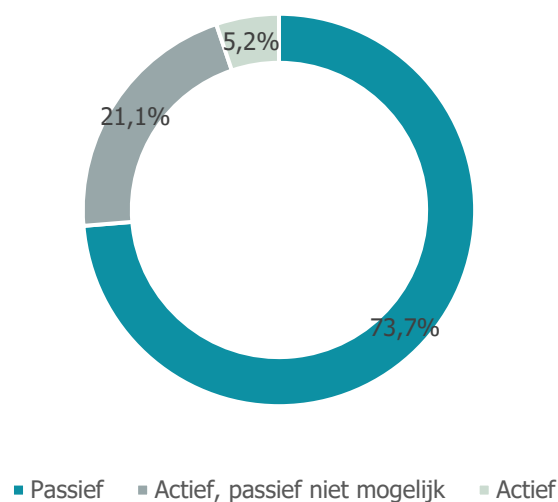
Voor de selectie van managers hanteert StiPP de investment beliefs en investment cases als kaderstelling voor de implementatie.

Op basis van de normwegingen van het beleggingsbeleid 2025 ziet de portefeuillestructuur over de actieve en passieve beleggingen in de liquide categorieën van de portefeuilles er bij aanvang van dit beleggingsplan als volgt uit:

Categorie	Beleggingsfonds	Beleggingsstijl	Tracking error		Sluit aan bij MVB beleid StiPP
			Max StiPP	Beleggingsfonds	
Aandelen ontwikkeld Wereld	Northern Trust Leaders World SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	V
Aandelen Europa	Northern Trust Europe SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	V
Aandelen opkomend wereld	Northern Trust Emerging market ESG leaders Fund	Index	0.5%	~0%	V
	Northern Trust Emerging Markets SDG Screened Low Carbon Index Fund	Index	0.5%	~0%	V
Niet genoteerd OG	Altera Woningen Fonds	Actief	Nvt	Nvt	V
	Amvest Residential Core Fund	Actief	Nvt	Nvt	V
	Bouwinvest	Actief	Nvt	Nvt	V
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%	V, is het alternatief
Vastrentend hoogrentende landen	State Street Emerging Markets ESG Screened Local Currency Bond Index Fund	Index		~0%	V, is het alternatief
	State Street Emerging Markets ESG Screened Hard Currency Bond Index Fund	Index		~0%	V, is het alternatief
Vastrentend bedrijfsobligaties	Kempen (Lux) Euro Sustainable Credit Fund	Actief	1%	0,3%	V
	iShares ESG Screened EUR Corp Bond Index Fund	Index	1%	~0%	V
Direct lending	European Direct Lending Pool	Actief	Nvt	Nvt	V
Vastrentend hypotheke	AeAM Dutch Mortgage Fund	Actief	Nvt	Nvt	V
	AeAM Dutch Mortgage Fund 3 NHG com	Actief	Nvt	Nvt	V
	AeAM Dutch Mortgage Fund 3 non-NHG com	Actief	Nvt	Nvt	V
	DMFCO Dutch Mortgage Fund 2024	Actief	Nvt	Nvt	V
Vastrentend staatsobligaties	Vastrentend staatsobligaties mandaat	Passief	1%	~0%	V
	Vastrentend staatsobligaties langlopend mandaat	Passief	1%	~0%	V
	Vastrentend uitkeringenmandaat	Passief	NR	NR	V
Liquiditeiten	Blackrock ICS Euro Liquid Environmentally Aware Fund	Actief		< 1%	V

Indien daar aanleiding toe is, zal StiPP gedurende 2025 de samenstelling van de portefeuille wijzigen. Mogelijke aanleiding kan zijn de periodieke evaluatie van beleggingscategorieën zoals in de Raadmap vastgelegd of aanpassingen in het beleid van de beleggingsfondsen die bij opstellen van dit beleggingsplan nog niet bekend zijn.

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 2025. De beheerkosten zullen licht stijgen ten opzichte van het beleid 2024 door met name de kosten van diversificatie van de vastgoedportefeuille en de aanpassing van de portefeuille naar de nieuwe life cycle.

Onderstaande kosten zijn gebaseerd op de normwegingen in het beleid. Afhankelijk van de commitments naar illiquide categorieën volledig afgeroepen worden is het mogelijk dat de beheerkosten in realiteit wat lager zullen uitvallen in 2025. Dit betreft de categorieën niet-genoteerd onroerend en direct lending.

	Jaarverslag 2023	Prognose 2024	Beleid 2025
Beheerkosten	0.13%	0.15%	0.17%
Kosten aanpassen life cycle			0.01%
Transactiekosten	0.07%	0.07%	0.09%
Totaal kosten beleggingen	0.20%	0.22%	0.27%
Fiduciair	0.07%	0.05%	0.05%
Custodian	0.01%	0.01%	0.01%
Overig (oa adviseur)	0.01%	0.00%	0.00%
Totaal kosten vermogensbeheer	0.29%	0.29%	0.33%

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 implementeert.. 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 2025 toegepast over de periode januari 2021 tot en met december 2025. 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:

$$\frac{z_{2021} + z_{2022} + z_{2023} + z_{2024} + z_{2025}}{\sqrt{5}}$$

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:

Naam: Lodewijk van Pol, Uitvoerend bestuurder
Datum:

Bijlage 1: Economische scenario's

Centraal scenario komend decennium (2025-2035) – visie fiduciair manager

De **reële groeiverwachtingen** blijven gematigd voor het komende decennium vanwege lage groei van het arbeidsaanbod en arbeidsproductiviteit. De groei van de arbeidsproductiviteit zit al decennia in een dalende trend, ondanks toenemende automatisering en robotisering. Dit is het gevolg van het grotere aandeel van de dienstensector in ontwikkelde landen (moeilijker om productiviteitsverbeteringen door te voeren) en het bereiken van een opleidingsplafond. De adoptie van Generatieve Kunstmatige Intelligentie (GKI) biedt enige steun aan toekomstige arbeidsproductiviteit, met name vanaf de tweede helft van de tienjaarshorizon, en dan met name in de VS en het VK. Deze regio's ervaren eerder voordeel in de arbeidsproductiviteit vanwege de grote dienstensectoren, flexibele arbeidsmarkt, en minder strenge regulering. Daarbij is in de VS de ICT-sector groot met hogere (overheids)investeringen. Overige regio's ondervinden ook voordeel, maar dit zal op grote schaal wat langer op zich laten wachten met name in opkomende landen. Gezien de vergrijzingstrend en lage structurele groeivoorzichten in veel ontwikkelde landen en lange-termijn trends die veelal inflatoir zijn, is de steun voor productiviteit en de mogelijk deflatoire impact van GKI zeer welkom.

Inflatieverwachtingen blijven op lange termijn in ontwikkelde landen iets boven de doelstellingen van centrale banken. Inflatie wordt gesteund door verschillende structurele trends zoals regionalisering van productieketens, hogere overheidsbestedingen (bijvoorbeeld defensie-uitgaven), uitgaven aan en gevolgen van de energietransitie, en opwaartse druk op lonen door de krappe arbeidsmarkt (vanwege onder andere vergrijzing en een kortere werkweek). Deze trends wijzen op een structureel hogere (kern)inflatie in vergelijking met pre-covid niveaus.

De periode van de 'nul-beleidsrente' ligt daarmee ook achter ons. Voor **centrale bank beleid** op langere termijn is de vraag op welk niveau de neutrale rente ligt. Dit is de beleidsrente die de economie noch stimuleert, noch afremt. De Fed legt die neutrale rente op 2,5%. De ECB zit iets lager met een niveau van 2-2,5%. Ervan uitgaand dat het structurele groeipotentieel gematigd blijft, lijken dit redelijke schattingen. Anderzijds, als de inflatie structureel hoger komt te liggen, zouden dit eerder ondergrenzen kunnen zijn. Per saldo zullen beleidsrentes nominaal de pre-covid periode overtreffen, maar laag blijven in reële termen (rond 0,0%). De Amerikaanse **tienjaarsrente** bevindt zich momenteel iets boven het evenwichtsniveau. Hierbij uitgaande van het evenwicht op basis van structurele nominale groei, waarbij centrale banken de renteniveaus nog wat drukken middels financiële repressie. Dit om de druk van schuldenlasten op overheden in enige mate te verlichten. In de Eurozone (Duitsland) ligt het evenwichtsniveau rond huidige renteniveaus. Het minder dynamische groeipotentieel van de Europese economie houdt de rente onder neerwaartse druk via lagere nominale groei. Alsnog, samen met de wat hogere lange-termijn inflatie, wordt een evenwichtsniveau verwacht voor de tienjaarsrente die hoger ligt dan de periode na de financiële crisis 2008-2009.

De wereldwijde broeikasgasemissies zijn de afgelopen jaren verder gestegen en de globale temperatuur is +1,1°C hoger dan in de pre-industriële periode. Om de klimaatdoelstellingen

van Parijs te halen, zijn forse investeringen nodig in de energietransitie. Zowel qua productie van duurzame energie (een verdrievoudiging van de capaciteit tegen 2030), als qua distributie (een verdubbeling van de investeringen) en ook het CO₂-neutraal maken van gebouwen, transport en industrie. 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. De algehele impact van klimaatverandering en de energietransitie op BBP-groei wordt nu ook negatief verondersteld voor ontwikkelde landen op een tienjaarshorizon. De hogere **fysieke klimaatrisico's worden steeds zichtbaarder** met onder andere meer overstromingen, droogte en hitte, met negatieve gevolgen voor economische groei in alle regio's. De **energietransitie verloopt naar verwachting langzamer door verminderd politiek draagvlak**, en daardoor uiteindelijk ook chaotischer, wat leidt tot een negatievere impact op de economie. Voor opkomende landen is de impact van klimaatverandering en de energietransitie negatiever door de 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. Inflatie zal voor alle regio's toenemen als gevolg van de energietransitie: dit wordt gedreven door (overheids)investeringen in de transitie, minder aanbod van fossiele energie, schaarste van materialen benodigd voor de transitie, en CO₂-beprijzing. Deflatoire technologische ontwikkelingen wegen hier niet tegenop.

Naast de energietransitie is ook een **voedseltransitie** benodigd. Onze voedselproductie- en consumptiewijzen zijn de grootste veroorzaker van het verlies van biodiversiteit en de op één-na-grootste veroorzaker van klimaatverandering (na fossiele brandstoffen). Deze voedseltransitie heeft bijgevolg een klimaatambitie, maar tevens een gezondheidsambitie en een politiek-maatschappelijk belang (voedselzekerheid bij een groeiende bevolking en stijgende welvaart). De voedseltransitie heeft ook een inflatoir karakter.

Op **geopolitiek** vlak polariseert de wereldeconomie verder richting enkele machtscentra: een blok landen gelieerd aan de Verenigde Staten, een blok landen gelieerd aan China en een blok van niet-verbonden landen met India als informele aanvoerder. Dit leidt tot een multipolaire wereld met minder multilaterale regels, meer lokale productieketens en minder uitwisseling van technologie, grondstoffen en investeringen. Europa zit hierbij in een delicate positie. Ideologisch aanleunend bij de VS, economisch nauwe banden hebbend met China. Europa zal daarom eerder een beleid van 'de-risking' in plaats van 'de-coupling' voeren richting China. In een ruimere context heeft Europa nood aan meer autonomie qua defensie, kritische grondstoffen en energie, en een meer dynamische economie, zodat het zijn geopolitieke plaats in een gepolariseerde wereld in stand kan houden. Hiervoor is echter politieke wil tot meer EU-eeuwording nodig. Wat niet evident is. In een meer gefragmenteerde wereld worden economische instrumenten als geopolitiek wapen gebruikt. De robuustheid van productieketens wordt belangrijker dan de efficiëntie van die ketens. Deze ontwikkelingen maken de wereldeconomie minder (kosten)efficiënt, wat leidt tot lagere productiviteitsgroei en hogere inflatie.

Korte-termijn verwachting (2025)

Economieën hebben veerkracht getoond gedurende de inflatiegolf en het restrictieve monetaire beleid van de afgelopen jaren. Ruim fiscaal beleid heeft hierbij geholpen. De verwachting is dat de beleidsmix in de loop van 2024 en 2025 zal wijzigen. Het fiscaal beleid van overheden wordt minder ruim, maar het monetaire beleid wordt minder restrictief. Zonder grote onevenwichtigheden als overinvesteringen of excessieve schuldenlasten in private sectoren, wordt voorzien dat economische groei tendeert naar het trendmatige

niveau van rond de 2% in de VS. Na een jaar stagnatie in de eurozone kan de groei rond 1,5% uitkomen, iets boven het potentiële niveau. Geleidelijk dalende inflatie richting 2% biedt centrale banken de mogelijkheid rentes te verlagen.

Aanhoudende nominale groei heeft begin 2024 tot verbetering in de winstgroei geleid, vooral in de VS. De verwachtingen voor de winstgroei in 2024 en 2025 hebben meebewogen met de verlaagde winstgroei in 2023. Daarmee zijn de verwachtingen voor 2024 en 2025 realistischer geworden. In de VS wordt wel meer winstgroei verwacht dan in de eurozone, mede door de hoge winstmarges bij de grote techbedrijven. Wellicht zullen winstverwachtingen te ambitieus blijken, maar zolang de winstgroei positief blijft, zal dit steun bieden aan aandelenmarkten.

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 te veel onproductieve investeringen en schulden heeft opgeleverd) als het afschrijven van de hoge schulden. Daarmee is de verwachting dat de economie moeite zal hebben om het 5%-groei-doel van de overheid te halen.

Alternatieve scenario's

De oorlog in Oekraïne, gevolgen van het fiscale en monetaire beleid sinds de covidpandemie, 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. Zoals bijvoorbeeld de zeer snel gestegen en hoge inflatie, een zeer snelle draai van extreem ruim naar krap monetair beleid, hoge schulden, geopolitieke instabiliteit en de energietransitie. 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 wordt er voor deze alternatieve scenario's aangesloten bij enkele bepalende trends, die geleidelijk steeds meer invloed krijgen op de economische ontwikkeling en financiële markten: de multipolaire wereld, de groeiende focus op klimaatverandering, en technologische ontwikkeling. Deze trends zijn in zekere mate ook verwerkt in het centrale scenario, met name in de verwachte productiviteitsgroei en inflatie. Een sterkere realisatie van deze trends kan grote gevolgen hebben voor economische en financiële ontwikkelingen. Dit komt tot uiting in de volgende drie alternatieve scenario's.

Verregaande regionalisering

- 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 op bevriende landen gericht), dan ontstaan in dit alternatieve scenario scherper afgebakende blokken. Populistisch nationalisme viert hoogtij. De geopolitieke spanningen lopen verder op.
- 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 verder 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 thuishmarkt 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, klimaatgerelateerde 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 ván en adaptatie áán 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.

Techno-optimisme

- Generatieve Kunstmatige Intelligentie heeft het potentieel de arbeidsproductiviteit een *boost* te geven. In dit scenario wordt ervan uitgegaan dat de technologie tot volle wasdom komt, regelgeving de grootste risico's mitigeert maar grootschalige adoptie niet in de wegstaat, en dat bestaande digitale infrastructuur en -kennis zorgen voor een snelle realisatie. De productiviteitsgroei komt hoger te liggen, een welkome ontwikkeling gezien de vergrijzing en terugtrekkende globalisatie.
- 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.
- De hogere productiviteit leidt tot hogere lonen. De inflatoire druk blijft echter onder controle dankzij de toegenomen efficiëntie. Daardoor hoeven centrale banken niet op de rem te trappen ondanks de sterkere economische groei.
- De gezonde economische groei zorgt ervoor dat zij die hun baan verliezen na de invoering van nieuwe technologie, snel kunnen herintreden in de arbeidsmarkt. Dit voorkomt dat populistische politieke sentimenten voet aan de grond krijgen.
- Dit scenario leunt het sterkst aan bij een 'goudlokjes-omgeving'. Aandelen en risicovollere bedrijfsobligaties profiteren. Risicovrije renteniveaus zijn hoger wegens de hogere 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 <52. 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)	<52	52-54	55-56	57-58	59-60	61-62	63-64	65-66
0	0	0	24,0%	20,6%	18,5%	17,0%	14,9%	13,0%	11,2%	9,3%
-25%	+100bps	0	27,8%	24,0%	21,4%	19,2%	16,8%	14,4%	12,2%	10,0%
-25%	+100bps	+100bps	27,7%	23,9%	21,3%	19,1%	16,5%	14,1%	11,8%	9,5%
-40%	+400bp	+100bps	31,1%	28,4%	26,3%	23,9%	21,1%	18,3%	15,3%	12,2%

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)	direct lending (ZKW)	woninghypotheken (VRML)

			(5.5%-25.5%)	(0%-17%)	(20%-40%)
0	0	0	15.5%	7.0%	30.0%
-25%	+100bps	0	18,7%	8,5%	29,8%
-25%	+100bps	+100bps	18,9%	8,5%	28,6%
-40%	+400bp	+100bps	22,1%	10,0%	27,3%

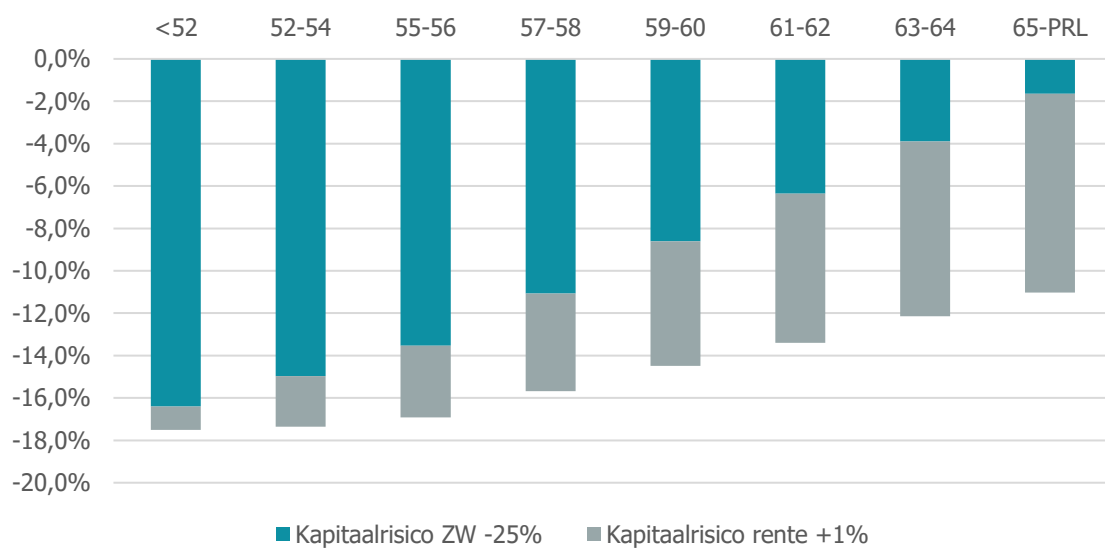
Uit deze cijfers blijkt dat overschrijdingen van de huidige bandbreedtes bij marktschokken niet direct zullen optreden. Hierbij dient wel de kanttekening gemaakt te worden dat grote marktschokken waarschijnlijk een herbalancering tussen de portefeuilles in de life cycle noodzakelijk zal maken. Deze zal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

Bijlage 3 – Eenvoudige deterministische scenario's

Deterministische stress scenario's voor aandelen en rente

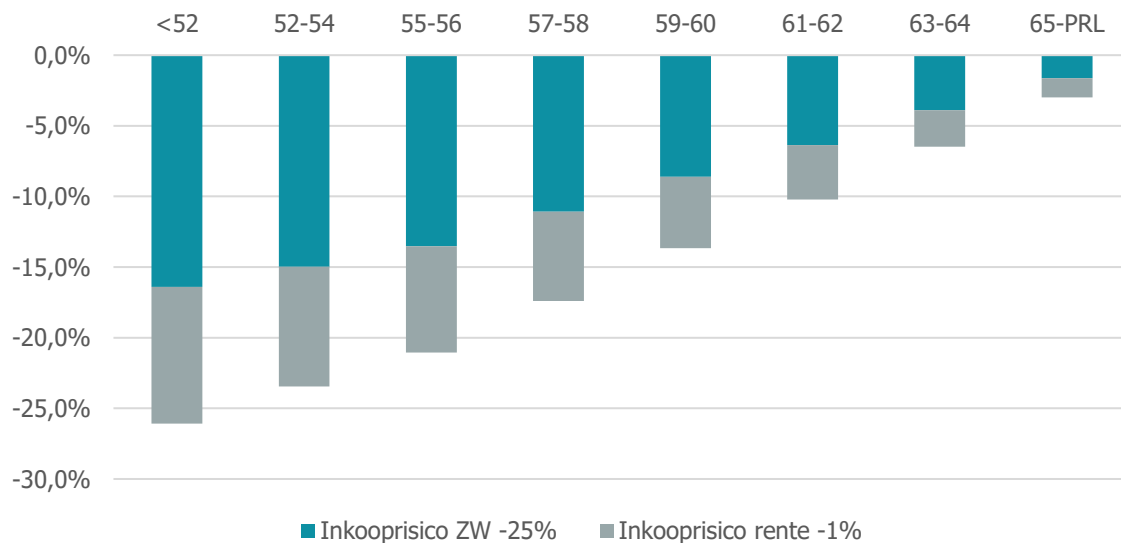
In onderstaande figuren staat voor het beleggingsbeleid 2025 de impact op het kapitaal weergegeven indien de rente met 1% (parallele schok) stijgt en zakelijke waarden met 25% afnemen en op de pensioeninkoop met het kapitaal wanneer de rente met 1% (parallele schok) daalt en zakelijke waarden met 25% afnemen.

Impact deterministisch stressscenario op de waarde van het kapitaal



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Impact deterministisch stressscenario op de impact op de pensioeninkoop



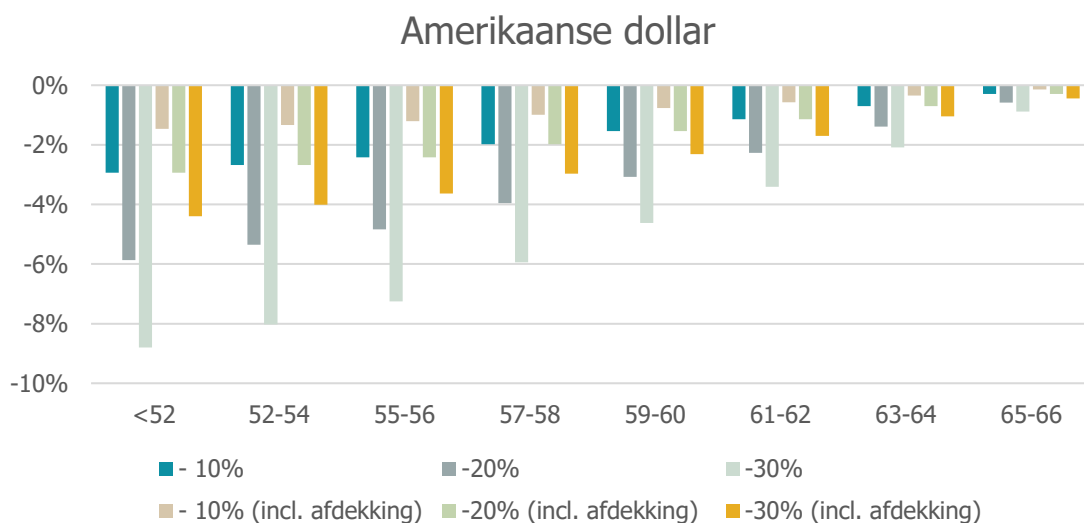
PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Uit bovenstaande grafiek blijkt dat de jongste leeftijdsgroep (<52) 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 3,4%. Dit risico is opgebouwd uit een waardedaling van zakelijke waarden en een klein openstaand renterisico.

Valuta stress scenario's

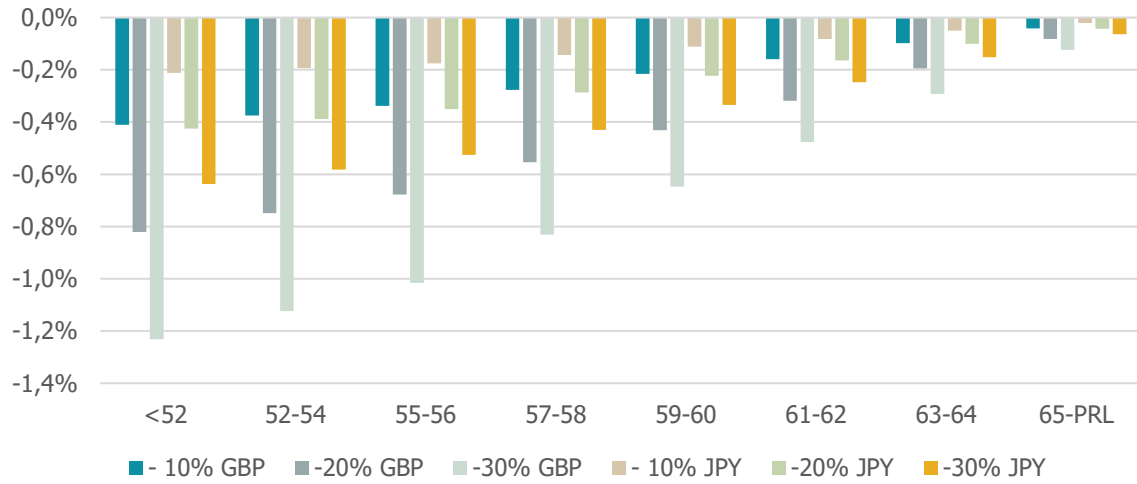
Naast scenario's gericht op een schok op aandelen- en rentemarkten, kijkt StiPP ook naar scenario's waarbij de belangrijkste vreemde valuta (USD, GBP, JPY) in de portefeuille in waarde dalen versus de euro. In onderstaande grafieken wordt getoond wat er gebeurt met de waarde van het kapitaal van de leeftijdsgroepen 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 portefeuilles waarin StiPP 25% van het valutarisico naar de Amerikaanse dollar. De grafiek voor de Amerikaanse dollar geeft duidelijk de demping van de valuta-afdekking weer. Ook tonen de grafieken dat StiPP verreweg de grootste exposure heeft naar de USD en daarmee tevens het meeste risico loopt wanneer er zich hier een waardedaling voordoet.



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Britse Pond en Japanse Yen



PRL staat voor pensioenrichtleeftijd

Bijlage 4 – Korte termijn stress scenarios

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

- x **Trump's importheffingen:** In november heeft Donald Trump de verkiezingen gewonnen. In aanloop naar de verkiezingen in november 2016, toen Trump werd gekozen als president, was een kleine correctie op aandelenmarkten te zien, maar gedurende de rest van het jaar en in 2017 steeg de S&P500 met bijna 30%, ondanks een zich ontwikkelende handelsoorlog met China. In een tweede termijn verwachten we dat Trump agressiever en effectiever in zijn beleid zal zijn. De Republikeinse partij is verder naar rechts opgeschoven en beter voorbereid op een machtsovername. In dit scenario gaan we uit van brede invoering van invoertarieven van 10%. Verder verwachten we verlaging van de vennootschaps- en inkomstenbelasting. In dit scenario verwachten we invoertarieven en belastingverlaging, wat op korte termijn positief is voor het Amerikaanse bedrijfsleven en daarmee voor Amerikaanse aandelen. De euforie zal echter worden getemperd door de inflatoire gevolgen van het beleid. In een economie die niet ver van haar capaciteitsgrenzen af zit, zal fiscale stimulering en hogere invoerprijzen leiden tot hogere inflatie. De Fed zal stoppen met het verlagen van de rente, en mogelijk weer het pad omhoog inzetten, lange rentes zullen stijgen. De dollar zal appreciëren. Voor aandelen buiten de VS is dit scenario negatief, voor opkomende markten iets meer dan voor Europa, aangezien China harder wordt geraakt. Voordeel voor de rest van de wereld is dat het inflatoire effect uitblijft.
- x **Recessie VS-Europa:** de wereldeconomie heeft de inflatiegolf en de monetaire verkrapping van 2022 en 2023 goed doorstaan. Ondanks de hoogste inflatie en meest agressieve renteverhogingen in decennia, is de economie van de VS blijven groeien. De economie van de eurozone, extra getroffen door hogere energieprijzen, stagneerde in 2023, maar heeft een recessie tot nu toe vermeden. Een belangrijke reden voor deze positieve ontwikkelingen is de sterke fiscale stimulering die in de VS en in Europa is doorgevoerd. In 2025 zal de beleidsmix veranderen, met krappere fiscaal beleid en ruimer monetair beleid. In dit scenario gaan we er vanuit dat centrale banken rentes te lang te hoog hebben gehouden. De geleidelijke afkoeling van de arbeidsmarkt in de VS zal versnellen wanneer consumenten hun besparingen hebben opgesoupeerd en de hand op de knip houden. Dat zet in de VS een recessie in gang. Europa, waar de groei toch al matig is, zal volgen. Ook in China, waar autoriteiten al moeite hebben om de gevolgen van de vastgoedcrisis te beperken, zal de groei verder dalen. De gevolgen hiervan zijn onder andere recessies gedreven door centrale banken. Deze zijn over het algemeen van de mildere soort. In dit scenario gaan we hier ook van uit, aangezien we geen grote onevenwichtigheden zien in de grote economieën van de wereld. Desalniettemin zien we in dit scenario op financiële markten de traditionele patronen van een recessie. Centrale banken verlagen rentes, waarmee ook lange rentes dalen. Rentecurves versteilen in dit proces. Op kredietmarkten lopen risico-opslagen uit. Ondanks de renteverlagingen gaan aandelenmarkten onderuit. Het negatieve effect van dalende bedrijfswinsten weegt zwaarder dan het positieve effect van dalende rentes. Grondstoffen volgen aandelen omlaag, vanwege sterk terugvallende vraag.
- x **Europese schuldencrisis:** het uitroepen van vervroegde parlementsverkiezingen in Frankrijk leidde tot een sterke stijging van de risico-opslag op Franse staatsleningen. Het liet maar weer eens zien dat markten zich snel zorgen kunnen maken over de houdbaarheid

van staatschulden in de eurozone. Niet alleen in Frankrijk, maar ook in een reeks andere Europese landen hebben populistische, euro-sceptische partijen een opmars gemaakt bij recente verkiezingen. Dit op een moment dat begrotingstekorten hoog zijn, veelal boven de norm van 3%, en staatsschulden oplopen. In dit scenario gaan we ervan uit dat Europese regeringen hun begrotingen om politieke of economische redenen niet op orde krijgen. Er ontstaat onenigheid tussen individuele landen en de Europese Commissie, wat de politieke besluitvorming in Europa geen goed doet. Financiële markten beginnen te twijfelen aan de houdbaarheid van staatsschulden. Bovendien wordt duidelijk dat staatsobligaties van sommige landen niet langer kwalificeren voor het 'anti-fragmentatie' instrument TPI (Transmission Protection Instrument) van de ECB vanwege de omvang en de onderliggende oorzaak van het begrotingstekort. Als gevolg hiervan lopen de risico-opslagen op euro staatsschulden snel op. Hiernaast geeft de ECB aan dat het TPI niet zonder meer voor alle landen zal worden ingezet. Er is sprake van een grote schokgolf in de economie en op financiële markten:

- Een faillissement van één of enkele landen lijkt onafwendbaar. Er wordt gespeculeerd dat landen de muntunie zullen verlaten.
- Er ontstaan grote zorgen omtrent de financiële positie van banken.
- De economie heeft te kampen met sterke vraaguitval. Het gevolg is een stevige recessie in de eurozone.
- Door de sterk verminderde vraag dalen prijzen, met deflatie tot gevolg. Maar ook buiten de eurozone wordt de economische schok gevoeld.

x **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 en schaarste van grondstoffen, zoals industriële metalen en energie op korte termijn, hetgeen hogere grondstofprijzen veroorzaakt.

x **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 het geval van een aanval. De wet schrijft geen militaire interventie voor van de VS. In dit scenario verklaart Taiwan zich officieel onafhankelijk van China. Dit lokt een reactie van China uit. China neemt een aantal eilanden in de Straat van Taiwan in, blokkeert zeeroutes van/naar Taiwan en dreigt met een inval. De VS, AUKUS-pact partners (het VK en Australië) en Japan reageren met grootschalige levering van wapens aan Taiwan. Als gevolg hiervan stellen Westerse mogendheden op grote schaal sancties en handelsembargo's in

tegen China. Taiwans halfgeleiderindustrie raakt volledig ontregeld. Dit heeft door het grote marktaandeel enorme gevolgen voor wereldwijde productieketens in allerlei industrieën. China stopt de export van (onder andere) zeldzame metalen. Hierdoor ontstaan grote tekorten van elektronica, auto's, maar ook in allerlei andere industriële sectoren. Door de aanbodschock stijgen prijzen sterk met fors lagere koopkracht tot gevolg. Er ontstaat grote onzekerheid. Vanwege hoge inflatie zijn centrale banken enigszins beperkt in de mogelijkheid rentes te verlagen. Door de aard van de schok (vastlopende productieketens) is monetaire stimulering ook minder effectief. Er ontstaat een diepe economische recessie en de werkloosheid loopt snel op.

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

	Trump's importheffin gen	Recessie VS- Europe	Europese schuldencrisi cs	Abrupte klimaat- maatregelen	Escalatie Taiwan
Duitse staatsobligaties 10jr. (rente verandering)	+25 bps	-150 bps	-300 bps	+50 bps	-75 bps
Vastrentende waarden bedrijfsobligaties (euro) – spreads	+25 bps	+125 bps	+250 bps	+50 bps	+275 bps
Aandelen Europa	-5%	-30%	-35%	-5%	-40%
Aandelen Amerika	+10%	-30%	-15%	-10%	-35%
Aandelen opkomende	-10%	-35%	-20%	-15%	-50%