



Stichting Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM

**Beleggingsplan 2023
basispensioenregeling**

14 December 2022

Inleiding

Dit beleggingsplan is onderdeel van de beleggingscyclus van het Stichting Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM ('het pensioenfonds'). Het beleggingsplan beschrijft hoe het pensioenfonds het komende beleggingsjaar belegt voor de basispensioenregeling. Het vervangt het beleggingsplan 2022/2023. Nieuw is dat het beleggingsplan voortaan per kalenderjaar loopt, in dit geval van januari 2023 tot en met december 2023 waarbij de herbalancering plaatsvindt in mei 2023¹.

De huidige economische omgeving en uitkomsten van de geschetste (risico-)scenario's geven bij toetsing van de uitgangspunten geen concrete aanleiding om het strategisch beleggingsbeleid van het pensioenfonds aan te passen. Het pensioenfonds accepteert de mogelijke uitkomst ervan omdat het die kan dragen, bovendien vallen de uitkomsten binnen de vastgestelde ondergrenzen dekkingsgraad. Met het 'de-risking' traject wordt de inrichting van portefeuille in 2023 op hoofdcategorieën mogelijk herijkt.

In 2022 is het pensioenfonds gestart met het 'de-risking' traject vanwege opgelopen nominale en reële dekkingsgraden met als doel om het pensioenresultaat van de deelnemers te beschermen. Planning is om dit project in het eerste kwartaal van 2023 af te ronden met mogelijk een verandering van de asset allocatie.

In het beleggingsjaar 2023 zijn de effecten van de hoge inflatie overal voelbaar. Voor het eerst sinds de jaren 70 moet een pensioenfonds zich weer voorbereiden op een periode met aanhoudend hoge inflatie en een lage groei. Door de prijsstijgingen moeten consumenten bezuinigen en zo valt de economische groei flink terug. Echter, door de gunstige arbeidsmarkt blijft een recessie waarschijnlijk beperkt en kortstondig. Overheden nemen maatregelen die deels de inflatie compenseren. Ondanks de hogere rente blijft de inflatie na een beperkte daling hangen rond de 3%. De planning van de beleggingsonderwerpen in het beleggingsjaar 2023 sluit aan bij de meerjarenplanning, zoals deze is vastgesteld door het pensioenfonds. Vanuit het perspectief van het beleggingsbeleid zijn er drie speerpunten van het pensioenfonds in 2023: het de-risking project, het uitwerken van het nieuw pensioenakkoord en het verder ontwikkelen en implementeren van het MVB-beleid

Samenhang met andere documenten

- De beleggingscyclus is vastgelegd in de Beleidskaders van het pensioenfonds.
- Het beleggingsbeleid is beschreven in het document Beleggingsbeleid van het pensioenfonds. Hierin zijn de uitgangspunten van het pensioenfonds zoals de investment beliefs en onderbouwing van het beleid opgenomen.
- Dit Beleggingsplan beschrijft de manier, waarop het pensioenfonds het beleggingsbeleid het komende jaar toepast en passend houdt.
- De mandatering aan de uitvoerder is beschreven in de Beleggingsrichtlijnen. De meest recent getekende versie daarvan is een bijlage van dit beleggingsplan.

Opbouw document

Het beleggingsplan is als volgt opgebouwd:

- Hoofdstuk 1 blikt terug op de ontwikkelingen in 2022 – in de economie, op de financiële markten en bij het pensioenfonds en evaluatie van de beleggingen op hoofdcategorie.
- Hoofdstuk 2 kijkt vooruit naar de economie en markten voor de komende vijf jaar met doorrekening dekkingsgraadprojecties.
- Hoofdstuk 3 bespreekt de planning van het pensioenfonds voor 2023 met als speerpunten het de-risking traject, MVB beleid en het nieuw pensioencontract (NPC)

¹ NB. In de in 2023 geplande herijking herbalanceringsbeleid zal worden besproken om de jaarlijkse herbalancerings vanaf 2024 te vervroegen en meer aan te laten sluiten bij het beleggingsplan (kalenderjaar).

Inhoud

1	Terugblik 2022	4
1.1	Markontwikkelingen	4
1.2	Evaluatie beleggingen op hoofdcategorie	6
1.3	Dekkingsgraadontwikkeling	6
1.4	Behandelde beleggingsonderwerpen en ontwikkelingen beheer	7
2	Vooruitblik economie en markten 2023-2027	8
2.1	Samenvatting en conclusie	8
2.2	De marktomgeving: waar staan we nu en opmaat voor de scenario's	8
2.3	Economische scenario's en vooruitblik 2023-2027	13
2.4	Dekkingsgraadprojecties over een periode van vijf jaar	19
3	Planning 2023 incl. speerpunten: de-risking, MVB en pensioenakkoord	22
3.1	Samenvatting en conclusie	22
3.2	De-risking traject	22
3.3	MVB in 2023	23
3.4	Pensioenakkoord in 2023	25
	Bijlage I: Jaarlijkse toetsen	27
1.	Toets gevoeligheid nominale en reële rente	27
2.	Monitoring (loon)inflatie	28
	Bijlage II: Financiële risico's en hun mitigatie	29
	Bijlage III: Beleid voldoet aan de prudentpersonregel	31
	Bijlage IV: Beleggingsrichtlijnen	34
	Bijlage V: Meerjarenplanning	35
	Bijlage VI: Investment beliefs	36

1 Terugblik 2022

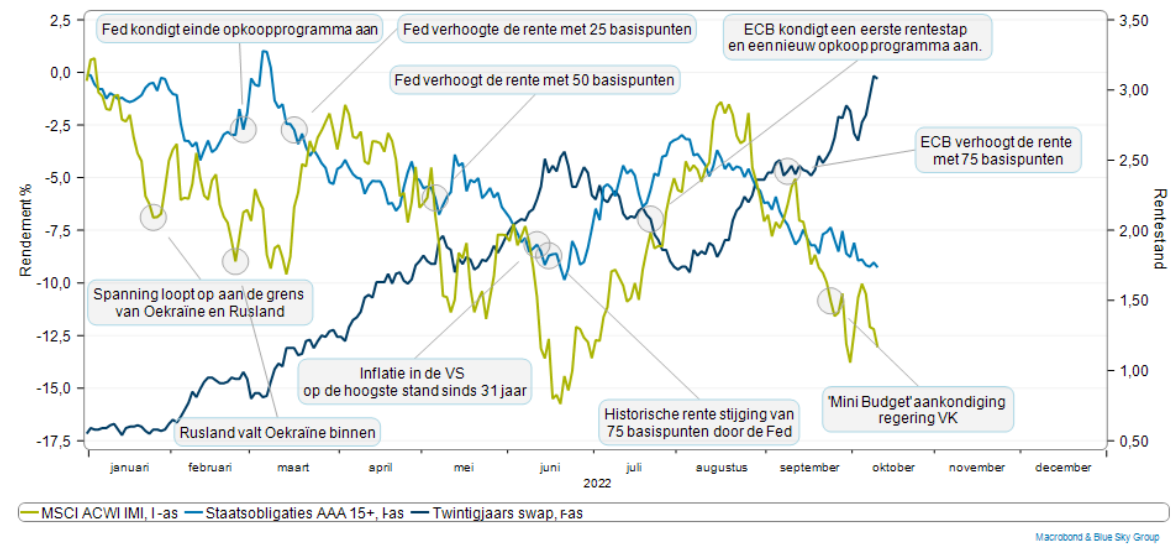
In dit hoofdstuk wordt teruggekeken op de marktontwikkelingen in 2022 en de belangrijkste beleggingsonderwerpen die het pensioenfonds in het afgelopen jaar heeft behandeld.

1.1 Marktontwikkelingen

Na 2 jaar waarin de Coronapandemie het belangrijkste thema was voor beleggers nam de hoge inflatie het stokje in 2022 over. Het was voor iedereen even wennen, een daling van de koopkracht met dubbele cijfers. De oorzaak: oorlog in Oekraïne en toegenomen van consumenten die hun opgepote Lockdownspaargeld uitgeven. Het gevolg: dekkingsgraadstijgingen door hogere rentes en beleggingen die juist sterk dalen.

Figuur 1.1 geeft een overzicht van de belangrijkste gebeurtenissen voor de financiële markten in 2022.

Figuur 1-1: belangrijkste gebeurtenissen in 2022



Het eerste kwartaal: de Oekraïne schok

Het lijkt alweer lang geleden, maar in januari zaten grote delen van de wereld thuis te wachten op het einde van de lockdowns. Toen duidelijk werd dat de Omikron-variant minder ziekmakend was dan eerder verwacht, verzette de financiële markten hun bakens naar de heropening van de economie. Dat resulteerde in direct in grote zorgen over de inflatie, waarvan iedereen vorig jaar nog dacht dat deze tijdelijk zou zijn. De cocktail van goedgevulde consumentenbankrekeningen en grote tekorten aan bijvoorbeeld chips zorgden voor een inflatieniveau dat we in de jaren 70 voor het laatst zagen. Centrale bankiers schrapte het woord 'tijdelijk' resoluut uit de beschouwingen over de hoge inflatie en maakte aanstalten de rente te verhogen.

Toen was daar eind februari de Russische inval in Oekraïne, die markten een flinke tik bezorgde. Weliswaar wakkerde de torenhoge energieprijzen de inflatieverwachtingen verder aan, maar zorgen over oorlog op het Europese continent verslechterde tevens de economische groeiverwachtingen. Zodoende daalden de rentes in een eerste reactie, omdat de markten een pas op de plaats verwachtten van de centrale bankiers. Zowel de Fed als de ECB gaven echter prioriteit aan inflatiebestrijding. De rentemarkten pakten daarna de stijgende trend van eerder in het jaar weer op. Aandelenmarkten herstelden wat omdat er geen aantrekkelijk alternatief voor deze categorie was, waardoor nog een deel van het koersverlies voor even werd goed gemaakt.

Het tweede kwartaal: renteverhogingen zijn terug van weggeweest

De Fed opende de dans en verhoogde de rente in drie stappen. Het begin was bescheiden met een plusje 25 basispunten, daarna volgde een stap van 50 en ten slotte was de eerste verhoging van 75 basispunten een feit. De ECB begon behoedzamer en had tot juni nodig om aan te kondigen dat de eerste renteverhoging sinds 2011 in juli plaats zou vinden. De late reactie van de ECB deed de euro geen goed. Een veel hogere rente in de VS dan in de eurozone maakt het voor investeerders namelijk aantrekkelijker om daar hun geld te stallen. Maar door een sterke dollar importeren we in Europa ook inflatie uit de VS en China.

Door de grote geopolitieke onzekerheid, persistente inflatie en hogere rente namen in het tweede kwartaal de zorgen over een recessie toe. De hogere rente maakt het duurder om geld te lenen en dat zie je in de vastgoedmarkten al snel terug. Er zijn minder hypotheekaanvragen en de stijging van de huizenprijzen neemt af. Toch bleek de economie best robuust, vooral gestut door de sterke arbeidsmarkt die extreem krap blijft. Consumenten maken zich daardoor minder zorgen over hun baan en blijven geld uitgeven.

Het derde kwartaal: stijgende rentes en financiële stabiliteit

Alsof twee hoofdpijndossiers (inflatie en recessiezorgen) nog niet genoeg waren, ontstonden er in het derde kwartaal vraagtekens over de financiële stabiliteit. De Europese Centrale Bank kondigde een nieuw opkoopprogramma aan, nog voor ze goed en wel was begonnen met echte renteverhogingen, om te voorkomen dat Zuid-Europese landen door de rentestijgingen in de problemen zouden komen. De Bank of England moest, na een ondoordachte en ongedekte belastingverlaging voor de rijken van de regering Truss, plots ingrijpen om de dysfunctionele Britse obligatiemarkt te stutten. Ten slotte zagen we stress rondom Credit Suisse toen de credit spread in korte tijd flink steeg. De directie werd gedwongen om klanten en beleggers te verzekeren dat de liquiditeits- en kapitaalpositie toch echt goed in orde was. Het zijn allemaal tekenen van stress die voorlopig nog niet zullen verdwijnen. Een grote crisis zoals in 2008 is evenwel onwaarschijnlijk, omdat banken tegenwoordig aanzienlijk meer kapitaal aanhouden.

Zoals het belastingplan van de Britse regering heeft laten zien, nam het risico op ongelukken in het derde kwartaal toe. Als beleidsmakers fouten maken, dan kunnen de gevolgen zich als een olievlek verspreiden. Overheden moeten de balans vinden tussen koopkrachtbehoud voor burgers en solide financiën. Centrale banken moeten er voor waken dat het evenwicht tussen inflatiebestrijding, economische groei en financiële stabiliteit bewaard blijft. Dat is makkelijker gezegd dan gedaan.

Het vierde kwartaal: met vallen en opstaan

Inflatie, recessiezorgen en financiële stabiliteit bleven markten in hun greep houden. Toch blijken de marktmechanismen wel te werken. Liz Truss trad af en vestigde een record als kortst zittende Britse premier. De belastingplannen werden ingetrokken en rust op markten herstelde een beetje. Toch bleven de trends in stand die we het hele jaar al zagen. Rentes staan veel hoger dan begin 2022 terwijl aandelen juist lager noteren. Langzaam maar zeker zien we ook tekenen dat illiquide categorieën als private equity wat onder druk komen. Waar publieke markten altijd direct reageren op nieuws is het gebruikelijk dat illiquide markten met een vertraging en minder heftig reageren.

Het ziet ernaar uit dat inflatie nog wel even bij ons zal blijven. De ECB loopt achter op de Fed met haar rentebeleid en heeft nog wel wat verhogingen te gaan. De Fed heeft ook aangekondigd dat de renteverhogingen zullen vertragen bij signalen dat de inflatie gaat dalen. Wanneer we dat punt bereiken zullen aandelenmarkten vermoedelijk opveren. Tot die tijd is het afwachten of we de bodem al hebben bereikt.

.....

1.2 Evaluatie beleggingen op hoofdcategorie

De evaluatie van de hoofdcategorieën vormt onderdeel van de jaarlijkse beleidscyclus. Het doel van deze evaluatie is om inzicht te geven in het resultaat van de strategische ALM beslissing, het allocatiebesluit op hoofdcategorieniveau.

Het pensioenfonds heeft de resultaten in de CBV besproken en een vijftal constatering gemaakt:

1. Het rendement van de hoofdcategorieën aandelen en vastgoed was over de afgelopen 10 jaar significant hoger dan het gemiddelde van de ALM scenario's
2. Het rendement op de hoofdcategorie vastrentende waarden (return-portefeuille) was hoger dan in de ALM studie
3. Het risico van de hoofdcategorie vastgoed en aandelen was lager dan in de ALM studie
4. Het rendement op de categorie vastgoed is op enig moment buiten het 95-percentiel getreden en het rendement op de categorie vastrentende waarden is op enig moment buiten het 5-percentiel getreden.
5. In de evaluatie is ook geanalyseerd wat de daadwerkelijke rendementen hebben laten zien ten opzichte van de geprojecteerde ALM scenario's (ALM 2021). Hieruit is geconstateerd dat het rendement van de categorieën vastrentende waarden en vastgoed op enig moment buiten het 95-percentiel zijn getreden.

Het verruimend beleid van de centrale banken is de afgelopen jaren van grote invloed geweest. De zoektocht naar rendement in de zeer lage renteomgeving zorgde ervoor dat rendementen voor aandelen, vastrentende waarden en vastgoed hoger uitvielen dan het gemiddelde van de ALM scenario's (ALM 2021). Wanneer er namelijk stress ontstond op de markt schoten centrale banken te hulp waardoor de volatiliteit werd gedrukt en lager uitkwam dan gemiddeld in ALM. Deze constatering heeft niet geleid tot aanpassing van het (strategisch) beleid. Was de afwijking t.o.v. ALM scenario's (nog) groter geweest dan had dat reden kunnen zijn om de geplande ALM naar voren te halen.

1.3 Dekkingsgraadontwikkeling

Aan het begin van het jaar stond de dekkingsgraad van het pensioenfonds op 141,1%. In het basisscenario werd een positief beeld geschetst waarin de rente oploopt, obligaties een negatief rendement en zakelijke waarden een positief rendement zouden laten zien. In het positieve scenario zou de 20-jaars swaprente sterker oplopen. In dit scenario werd geprognostiseerd dat de dekkingsgraad zou oplopen tot 144,5%. Eind oktober 2022 stond de nominale dekkingsgraad op 173,1% (en de reële dekkingsgraad steeg tot 105,4%). Zakelijke waarden hebben slechter gepresteerd dan geschetst en de 20-jaars swaprente is sterker opgelopen dan aanvankelijk gedacht.

1.4 Behandelde beleggingsonderwerpen en ontwikkelingen beheer

Het pensioenfonds heeft in 2022 diverse beleggingsonderwerpen behandeld. Ook hebben er wijzigingen in het beleid plaatsgevonden. Alle aangekondigde onderwerpen van het vorige beleggingsplan zijn behandeld en/of verder opgepakt. Zo is er een investment case goedgekeurd door het bestuur, tegenpartij- en liquiditeitsbeleid aangescherpt en ALM-light afgerond. Het de-risking traject heeft vanaf de zomer veel aandacht gekregen en zal in 2023 worden afgerond. MVB onderwerpen zijn meermaals geagendeerd. Het beleid is aangescherpt en de aandelenportefeuille mid- en largecap is omgezet naar een maatwerk klimaatbenchmark. Hieronder staat een overzicht van de belangrijkste onderwerpen en ontwikkelingen van het vorige beleggingsjaar.

Tabel 1.1: overzicht belangrijkste behandelde onderwerpen in 2022

Beleggingsonderwerpen 2022	jan	feb	mrt	april	mei	juni	juli	aug	sep	okt	nov	dec
Jaarplanning / Meerjarenplanning												
Investment case private equity												
Investment case aandelen												
Beleidskaders, beleggingsbeleid en beleggingsrichtlijnen												
Herijking nettoregeling plus implementatie												
Tegenpartijbeleid												
Liquiditeitsbeleid												
Beleidscyclus												
Nieuw pensioencontract												
Beleggingsplan												
Valuta-afdekkingsbeleid												
ALM-light, renteophoging												
Ophoging renteswaps via central clearing												
De-risking traject												
Onderwerpen MVB												
ESG - maatschappelijk verantwoord beleggen												
Uitsluitingen- en landenbeleid												
ESG klimaatbenchmark wereldwijde large & mid cap aandelen												

2 Vooruitblik economie en markten 2023-2027

In dit hoofdstuk wordt eerst stilgestaan bij de economische omstandigheden (stand begin Q4 2022), die hebben geleid tot het centrale scenario (marktverwachting') omringd met de risicoscenario's voor de komende vijf jaar. Daarbij worden potentiële meevallers en risico's behandeld ten opzichte van het basisscenario. Vervolgens geeft paragraaf 3.3 inzicht in de impact van het basisscenario en alternatieve scenario's op de dekkinggraad.

2.1 Samenvatting en conclusie

Voor het eerst sinds de jaren 70 moeten pensioenfondsen zich weer voorbereiden op een periode met aanhoudend hoge inflatie en een lage groei. Door de prijsstijgingen moeten consumenten bezuinigen en zo valt de economische groei flink terug. Echter door de gunstige arbeidsmarkt blijft een recessie waarschijnlijk beperkt en kortstondig. Overheden nemen maatregelen die deels de inflatie compenseren. Ondanks de hogere rente blijft de inflatie na een beperkte daling hangen rond de 3%. Het pensioenfonds neemt het scenario 'marktverwachting' als basisuitgangspunt. Het pensioenfonds heeft immers geen specifieke verwachtingen ten aanzien van scenario's, anders dan wat door de markt wordt ingeprijsd. Wel maakt het pensioenfonds gebruik van een aantal risicoscenario's. Het alternatieve 'nieuwflatie' scenario is conservatiever voor wat betreft verwachte rendementen, dan wat in de markt wordt ingeprijsd. Het voornamelijk verschil zit in de aanname dat inflatie langer en hoger aanhoudt wat impact geeft op margedruk van bedrijven met lagere verwachte rendementen als gevolg, dan wat is ingeprijsd in de markt. De andere risicoscenario's zijn hoekpunten van omgevingen die in extreme ook een (kleine) kans hebben. Het pensioenfonds accepteert de mogelijke uitkomst ervan omdat het die kan dragen. Bovendien vallen de uitkomsten van de scenario's binnen de vastgestelde ondergrenzen² van nominaal 80% en reëel 60% dekkinggraad. Er is geen beleggingsaanpassing mogelijk die voor elk scenario gunstig(er) uitpakt ten opzichte van de huidige situatie.

Het geschetste beeld in het basisscenario resulteert in drie opvallende aandachtspunten voor de beleggingsportefeuille:

- **Aandachtspunt 1:** zijn er in de beleggingsportefeuille voldoende reële beleggingen? Omdat de hoge inflatie in het basisscenario aanhoudt zijn reële beleggingen aantrekkelijker dan gewone financiële beleggingen.
- **Aandachtspunt 2:** zijn er in de portefeuille voldoende niet-gecorrleerde beleggingen? In het basisscenario zien we bij een oplopende rente de obligatiekoersen dalen terwijl de aandelenkoersen onder druk staan vanwege de recessiezorgen. Obligaties functioneren niet meer als sterke 'schokdempers'. Een portefeuille met een focus op reële beleggingen in de verhouding "40/30/30" is dan aantrekkelijker dan een traditionele "60/40" portefeuille.
- **Aandachtspunt 3:** hoe verhouden de basis- en risicoscenario's zich in het 'de-risking' traject?

2.2 De marktomgeving: waar staan we nu en opmaat voor de scenario's

2.2.1 Macro-economie: krachtig herstel van direct na Corona ligt achter ons en de meest recente ramingen wijzen op een groeivertraging

Centrale bankiers strijden tegen inflatie

In 2021 is de wereldeconomie flink hersteld van de coronacrisis met financiële steun van overheden en centrale banken. Eind 2021 zagen we al dat inflatie uit grondstoffen en energie flink

² Vastgesteld op 5 oktober 2021 binnen het ALM-traject.

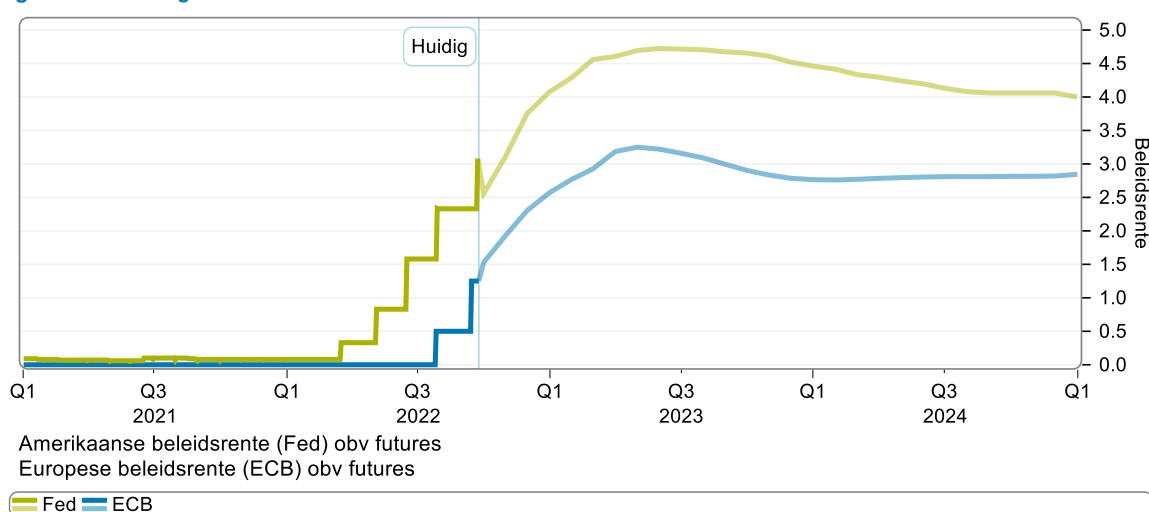
.....

toenam. In de tweede helft van 2022 werd de inflatie alleen maar heviger en kwam er inflatiedruk uit tweede en derde orde effecten. Ondernemers verhoogden hun prijzen en werknemers eisten hogere lonen. Lange tijd hielden centrale banken de financiële markten voor dat inflatie tijdelijk zou zijn. Gedurende 2022 draaide dat, centrale banken gaven aan dat de hoge inflatie langer dan verwacht zou aanhouden. Dat moest stevig worden bestreden. Centrale banken voegden daarop de daad bij het woord en verhoogden de beleidsrente, zelfs met stappen van 75 basispunten.

Hoge inflatie en recessiezorgen zijn een slechte combinatie voor aandelenmarkten

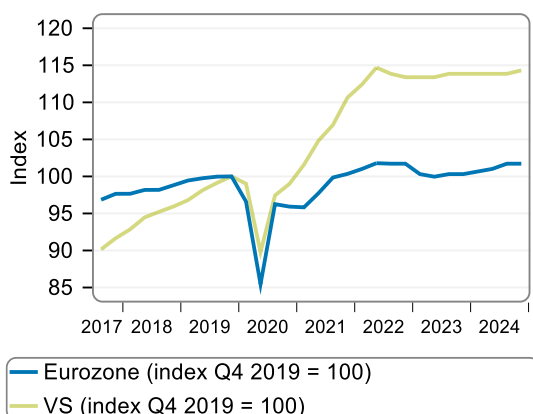
In korte tijd zijn beleidsrentes in een aantal stappen verhoogd en worden er door de financiële markten nog meer ingeprijsd. De markt verwacht dat de piek in de rente op ruim 4,5% in Amerika ligt en op 3% in Europa. Daarna zullen waarschijnlijk renteverlagingen nodig zijn, omdat de hoge rentes de economie een recessie in hebben geduwd. Hogere rentes drukken op termijn namelijk de economische groei.

Figuur 2-1: raming beleidsrente



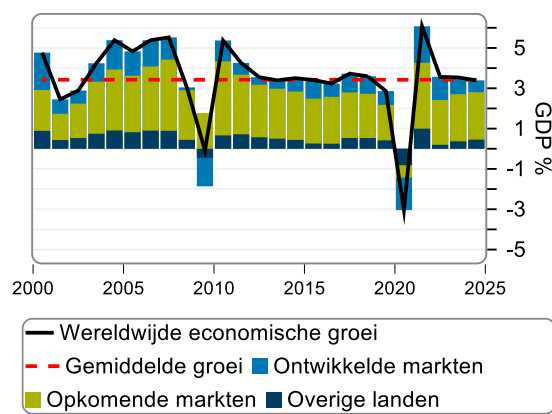
Het IMF raamt de wereldwijde economische groei voor 2023 op 2,7%. Dit is lager dan de groei over 2021. Hierbij kan worden opgemerkt dat de Verenigde Staten nog wel net boven haar lange termijn groeipad bevindt, maar Europa inmiddels op of eronder. Opkomende landen laten hogere groeipercentages zien dan ontwikkeld.

Figuur 2-2: economisch groeipad Eurozone en VS



Macrobond & Blue Sky Group

Figuur 2-3: economische groei wereldwijd

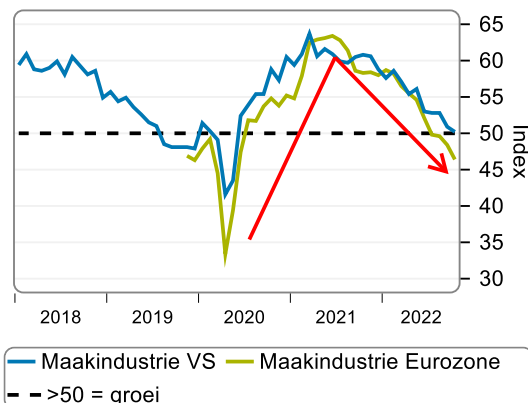


Macrobond & Blue Sky Group

Dalend sentiment onder inkoopmanagers en consumentenvertrouwen

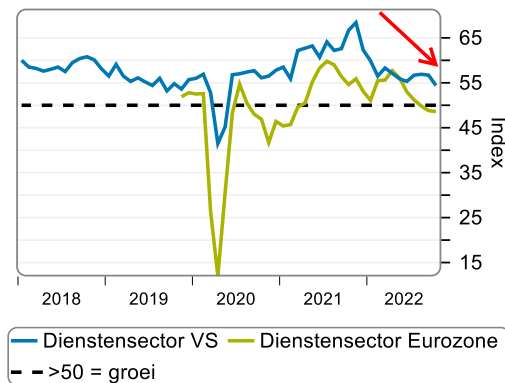
Door de hoge inflatie krijgen bedrijven te maken met oplopende energie-, loon- en andere productiekosten voor hun eindproduct. Die kunnen ze niet altijd doorbelasten aan de consument door middel van hogere verkoopprijzen, waardoor de marges en winsten onder druk komen te staan. Consumenten moeten door de hoge inflatie een groter deel van hun inkomen uitgeven aan energie en boodschappen wat ten koste gaat aan andere uitgaven.

Figuur 2-4: inkoopmanagers maakindustrie



Macrobond & Blue Sky Group

Figuur 2-5: inkoopmanagers dienstensector



Macrobond & Blue Sky Group

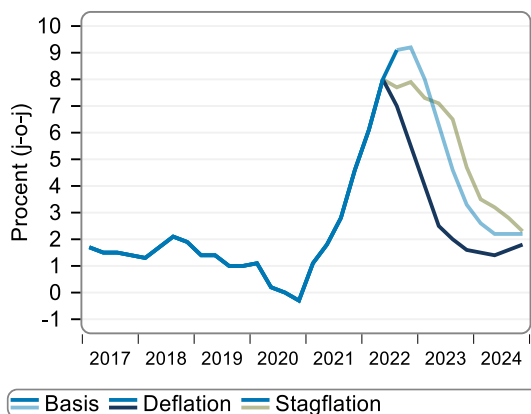
Het gevolg is dat naast herwaarderings-effecten door de hoge rente, de tegenvallende bedrijfswinsten vanwege afnemende economische groei zorgen voor lagere aandelenkoersen.

2.2.2 Belangrijkste zorg is de aanhoudende inflatie die afneemt, maar op een hoger niveau aanhoudt dan afgelopen jaren

De piek-inflatie hebben we mogelijk in het 4^{de} kwartaal gezien

De inflatie wordt jaar-op-jaar berekend. Omdat we van het lage niveau van 2021 en daarvoor komen, stuwde de plotselinge stijging van de energieprijzen het inflatiecijfer. Bij gelijkblijvende (energie)prijzen neemt de inflatie dan vanzelf af. De ECB projecteerde in september van dit jaar een drietal scenario's (Figuur 2-6) waarin te zien is dat de inflatie eind 2024 weer terug is geveerd richting 2%. In de marktverwachtingen (Figuur 2-7) is te zien dat wordt verwacht dat inflatie de komende jaren hoger rond 2,5% aanhoudt.

Figuur 2-6: inflatieverwachting, HICP, eurozone



ECB & Blue Sky Group

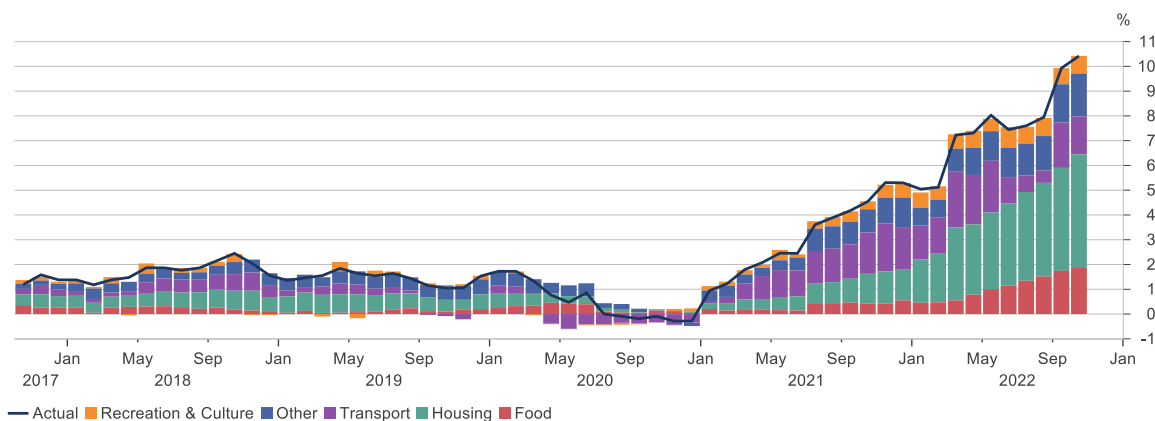
Figuur 2-7: CPI verwachtingen (break-even-inflatie)



Tweede en derde orde effecten houden het inflatiecijfer hoog

De hoge energieprijzen hebben inmiddels weerslag op bijvoorbeeld transport en woonkosten. In 2022 zijn dit de sectoren waar de inflatie vandaan komt. In de eurozone en Verenigde Staten zien we een vergelijkbaar beeld. Druk vanuit looninflatie zien we vanaf de tweede helft 2022 ook in de Verenigde Staten, maar dat is in de Europese cijfers nog maar beperkt te zien.

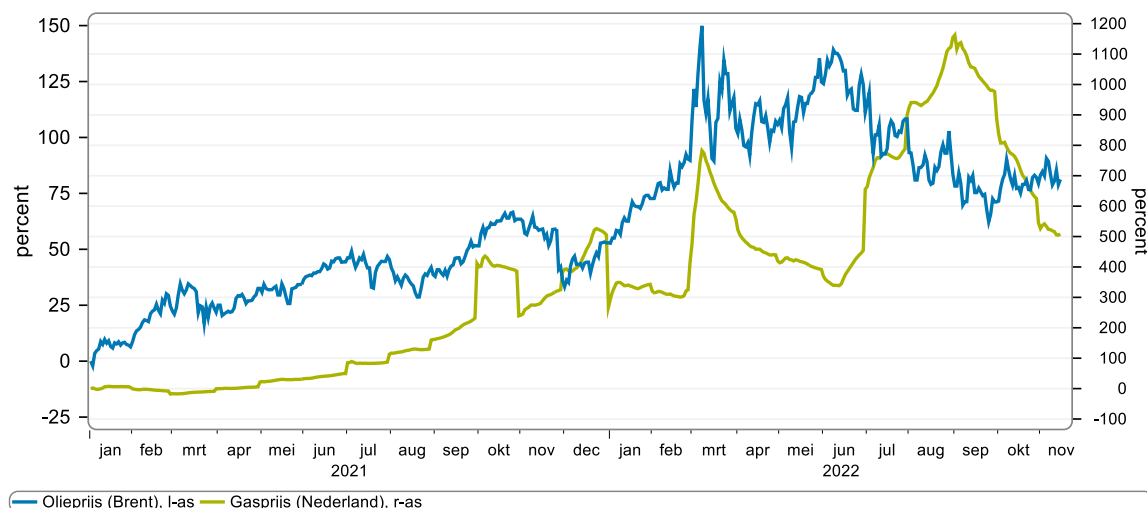
Figuur 2-8: Duitsland: geschatte bijdrage aan inflatie



Hoge energieprijzen versnellen tevens de energietransitie

De energieprijzen blijven een belangrijke drijfveer van inflatie, maar de hoge energieprijzen zijn tevens reden om de energietransitie te versnellen met extra investeringen. Dit is positief voor de economische groei, maar door de bestaande tekorten aan personeel en grondstoffen geeft het ook meer inflatiedruk.

Figuur 2-9: Energieprijzen sinds 2021



2.2.3 Bedrijvigheid en waardering van aandelen

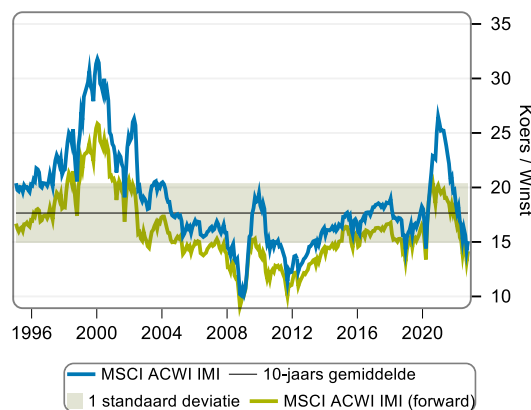
Bescheiden winstgroei verwacht in 2023

Voor 2023 verwachten analisten een bescheidener winstgroei dan in 2022. De economische groei staat onder druk vanwege de stijging van financieringskosten. Daarnaast zorgt inflatie voor aanhoudende druk op de productiekosten en de krappe arbeidsmarkt voor stijgende lonen. Nijlffecten van de coronacrisis zorgen nog steeds voor logistieke aanvoerproblemen en de verdere déglobalisering zorgt voor hogere handelsbarrières. Beiden zijn kostenverhogend.

Koers-winstverhouding aandelen daalt

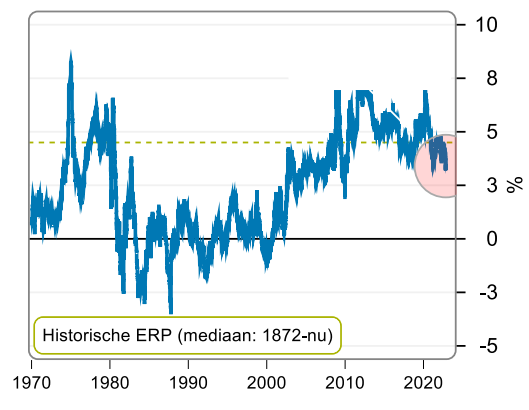
Dankzij de gedaalde aandelenkoersen zijn aandelenwaarderingen t.o.v. eind 2021 gedaald. De koers/winstverhouding voor de brede wereldwijde aandelenindex ligt rond de 15 en ligt daarmee aan de onderkant van de bandbreedte van 1 standaarddeviatie rond het 10-jaars gemiddelde (Figuur 2-10). Rekening houdend met dalende winstgroei zal de koers/winstverhouding voor 2023 nog iets verder dalen. Aandelen zijn daarmee enigszins goedkoop te noemen. De huidige aandelenrisicopremie³ is het afgelopen jaar gedaald en licht onder de langetermijnmediaan, vanwege de hogere rente.

Figuur 2-10: Koers / winst niveau



Macrobond & Blue Sky Group

Figuur 2-11: Aandelenrisicopremie S&P500



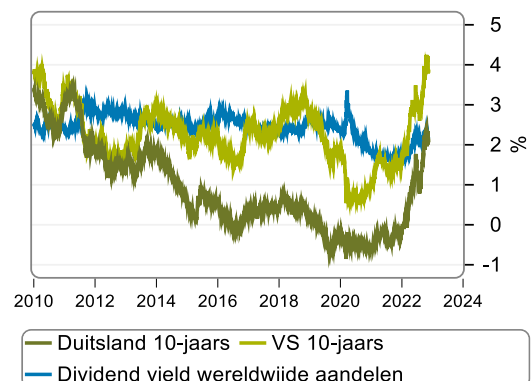
Macrobond & Blue Sky Group

(Staats)obligaties als alternatief voor aandelen

Als anticipatie op hogere rentes zijn obligatiekoersen in 2022 flink gedaald.

Omdat yields van staatsobligaties zijn opgelopen zijn deze als belegging een stuk interessanter geworden ten opzichte van aandelen dan een paar jaar geleden. In de grafiek is te zien dat de dividend yield op wereldwijde aandelen ongeveer 2% bedraagt en dat dit ongeveer gelijk is aan de yield van een veilige Duitse staatsobligatie. Hierbij is dan nog geen rekening gehouden met groeivoorzichten en inflatie.

Figuur 2-12: dividendrendement en 10-jaars rente



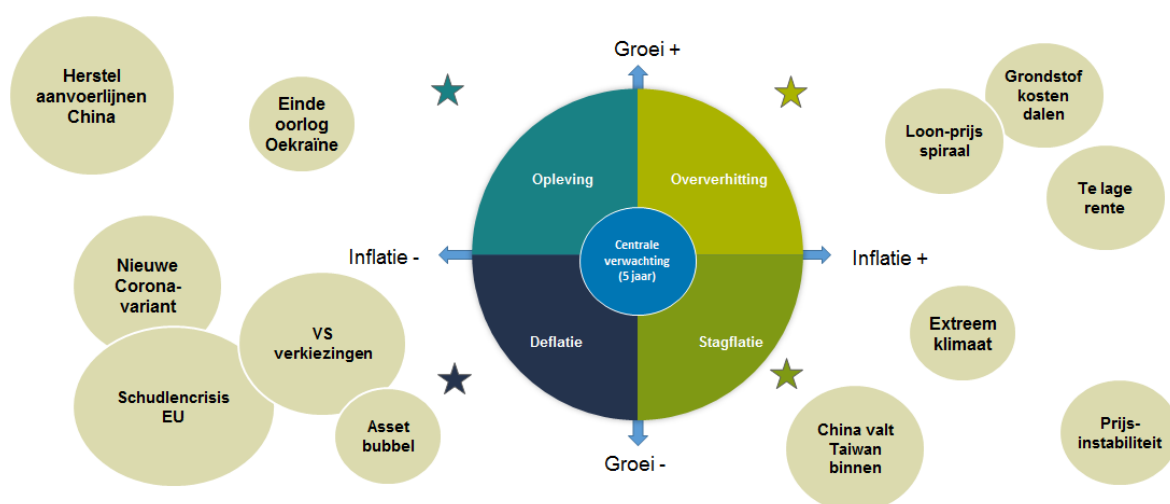
³ De aandelenrisicopremie is berekend voor de S&P500 vanwege lange beschikbare tijdsreeks. Voor andere ontwikkelde regio's zien we een vergelijkbaar beeld.

2.3 Economische scenario's en vooruitblik 2023-2027

2.3.1 Actuele ontwikkelingen van invloed op de centrale verwachting

Met de drieslag inflatie, inflatie en nog eens inflatie hebben we het karakter van de huidige economische omgeving wel zo'n beetje samengevat. Gedreven door tal van actuele ontwikkelingen kan de economie zich in verschillende richtingen ontwikkelen. Elke mogelijke ontwikkeling kunnen we indelen naar een prototype scenario, zoals in onderstaand plaatje geïllustreerd. Denk aan een totale escalatie van het conflict in Oekraïne, een oorzaak die past in het stagflatiescenario. Trumpisten die in de VS het politieke systeem opblazen (met een burgeroorlog tot gevolg) zou dan weer goed kunnen passen bij een deflatiescenario. Figuur 2-13 geeft schematisch weer hoe verschillende ontwikkelingen in scenario's kunnen worden verwerkt.

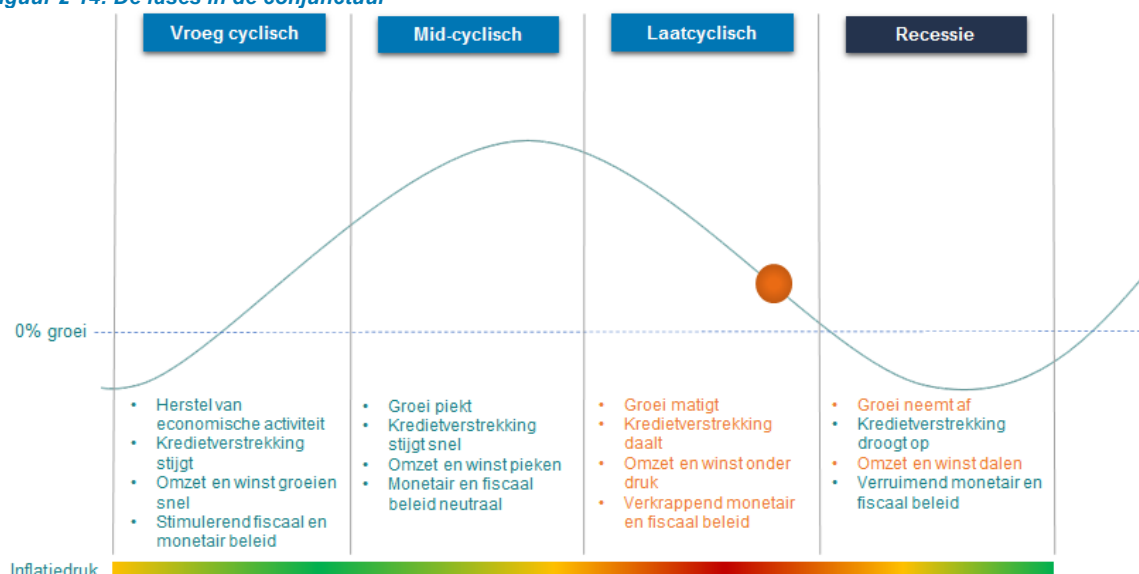
Figuur 2-13: actuele ontwikkelingen van invloed op scenario's



2.3.2 Door de hoge inflatie neemt de groei af en angst voor een recessie toe

De conjunctuur geeft de stand van de huidige economie aan en is op te delen in vier fases. In het basisscenario wordt uitgegaan van een transitie van laatcyclisch naar recessie. Hiervoor zien we al de eerste tekenen (groei neemt af en omzet en winsten dalen).

Figuur 2-14: De fases in de conjunctuur



Van oververhitting richting stagflatie

We komen uit een situatie van oververhitting (hoge groei en inflatie, 2021-2022) en gaan naar een periode met lagere groei en hogere inflatie (basisscenario). Voor het komende jaar vormt het stagflatiescenario (dalende groei + hoge inflatie) het voornaamste risicoscenario.

Figuur 2-15: Nieuwflatie en risicoscenario's



2.3.3 De scenario's beschreven

Vooruitkijkend houdt het pensioenfonds rekening met vier deterministische scenario's welke een horizon van vijf jaar hebben. Nieuwflatie en marktverwachtingen combineren een aanhouden hoge inflatie met een forse daling van de economische groei. De marktverwachting (=basisscenario) gaat er vanuit dat de inflatie sneller en tot een lager niveau daalt dan het nieuwflatie scenario. Daarnaast vormen deflatie, stagflatie en oplevering extreme maar plausibele risicoscenario's

waarmee de robuustheid van het beleggingsbeleid wordt getoetst. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de karakteristieken van de vier scenario's.

Tabel 2.1: Samengevat scenario uitgangspunten per scenario



Uitgangspunten/scenario	1. Nieuwflatie	2. Deflatie (negatief risico)	3. Stagflatie (negatief risico)	4. Opleving (positief scenario)
Economische groei	Flinke daling	Flinke daling	Daling	Neemt langzaam toe
Globalisering	Neemt af	Neemt af	Neemt af	Stabiliseert
Inflatiensico	Lichte daling	Neemt af	Neemt toe	Neemt af
Nominale rente	Lichte stijging	Stabiel	Stijging	Neemt toe
Reële rente	Lichte stijging	Stijging	Stijging	Neemt toe
Bedrijfswinsten	Lichte daling	Daling	Lichte daling	Stijging
Werkloosheid	Stabiel	Stijging	Stabiel	Daling
Tempo energietransitie	Neemt toe	Stabiel	Neemt toe	Neemt toe
Prijs Co2	Toename	Neemt af	Toename	Neemt toe
Type beleggingsportefeuille	Focus reële en niet-gecorrleerde beleggingen 40/30/30	Focus niet-gecorrleerde beleggingen (Traditioneel+ 60/40)	Focus reële beleggingen (40/30/30)	Traditioneel 60/40

1. Nieuwflatie

Voor het eerst sinds de jaren 70 moeten beleggers zich weer voorbereiden op een periode met aanhoudend hoge inflatie en een lage groei. Door de prijsstijgingen moeten consumenten bezuinigen en zo valt de economische groei flink terug. Door de gunstige arbeidsmarkt blijft een recessie beperkt en kortstondig.

Hoewel de inflatie met dubbele cijfers na 2023 verleden tijd blijft vooral de kerninflatie de komende jaren flink hoog. Dat is even wennen omdat we daarmee in een ander economisch regime zijn terecht gekomen. De consument, gesterkt door de lage werkloosheid, voert de druk op bij werkgevers om de lonen te verhogen zodat een loon-prijsspiraal ontstaat. Hogere lonen zorgen voor meer kosten bij bedrijven en zo weer tot nog hogere prijzen. Het laat zien dat als de inflatiegeest eenmaal uit de fles is hij er moeilijk weer in te stoppen is. De geopolitieke onrust en hoge energieprijzen zorgen voor een versnelling van de energietransitie. Dure fossiele energie stimuleert duurzame energie. Tot hiervan voldoende beschikbaar is zorgt het gebrek aan investeringen in energie van de afgelopen jaren juist voor hoge energieprijzen.

Tegen de zin van centrale banken in blijven overheden proberen met fiscale maatregelen de stijgende lastendruk voor bedrijven en consumenten te compenseren. Rentes zullen hierdoor meer stijgen dan markten nu voorzien. Voor de verschillende beleggingscategorieën (aandelen, vastgoed en vastrentende waarden) voorzien we lagere toekomstige rendementen dan het afgelopen decennium. Aandelenprijzen stabiliseren ondanks druk op de bedrijfswinsten. Het rendement op veilige staatsobligaties valt lager uit dan dat op bedrijfsobligaties.

2. Deflatiescenario

De oorlog in Oekraïne intensiveert en prijsstijgingen zorgen voor afnemende vraag van consumenten en producenten. Het gevolg is een sterke economische recessie en een definitief einde aan de inflatie. De sterk oplopende werkloosheid zorgt ervoor dat consumenten hun geld op een spaarrekening zetten en bedrijven blijven met grote voorraden zitten. Dit breekt de inflatie en leidt zelfs tot dalende prijzen.

.....

Door teruglopende belastinginkomsten en tekorten worden overheden gedwongen om te bezuinigen. De recente ontwikkelingen in het VK hebben aangetoond dat markten overheden kunnen dwingen geplande uitgaven terug te schroeven. Zo ontstaat een vicieuze cirkel waarin consumentenbestedingen teruglopen, bedrijven verlies leiden en overheden bezuinigen. Centrale banken halen de renteverlagingen en zelfs opkoopprogramma's weer snel uit de kast om zo de economie te stimuleren.

Hit scenario is slecht nieuws voor aandelen die sterk dalen door de economische recessie. Doordat de renteniveaus bij aanvang van dit scenario hoger staan profiteren staatsobligatiehouders van de rentedalingen in dit scenario.

3. Stagflatiescenario

Ondanks de afnemende economische groei blijven grondstofprijzen maar doorstijgen. De economie komt zo piepend en krakend tot stilstand zodat stagflatie ontstaat. Het tekort aan arbeidskrachten noopt bedrijven tot verhoging van de lonen die daar eigenlijk geen geld voor hebben. Zo stijgen de lonen maar ook de werkloosheid. Bedrijfswinsten verdampen als sneeuw voor de zon.

Centrale banken worden in een duivels dilemma geconfronteerd. Als ze de rente verhogen om de inflatie te bestrijden verdiepen ze de recessie. Als ze de rente verlagen helpen ze de economie maar blijft de inflatie nog langer aanhouden. De keuze valt uiteindelijk op een beperkte verhoging van de rente en bestrijding van de inflatie.

Voor financiële markten is dit scenario geen goed nieuws. Bedrijven zien door hogere kosten hun marges slinken en dat is slecht voor aandelen. Obligatiebeleggers worden geraakt door de renteverhogingen die hun beleggingen minder waard maken.

4. Oplevingscenario (5-jaars horizon)

Het coronavirus verdwijnt geheel naar de achtergrond en de oorlog in Oekraïne komt ten einde. Aanvoerlijnen worden weer volledig herstelt waardoor inflatie snel terugzakt. Ook de forse investeringen in de energietransitie helpen de prijsstijgingen tot een halt te brengen. De renteverhogingen van het afgelopen jaar blijken met enige vertraging hun werk te hebben gedaan want de piek van het inflatieniveau ligt achter ons.

Centrale banken verhogen de rente nog wel een beetje maar in een sterk gereduceerd tempo. In de loop van 2023 komen de renteverhogingen bovendien tot een eind. De gunstige economische ontwikkelingen helpen bedrijven op gecontroleerde wijze de lonen te verhogen. Dit leidt tot herstel van vertrouwen van de consument en hogere bestedingen.

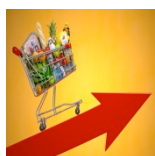
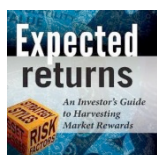
Dit scenario is goed nieuws voor aandelenbeleggers. De koersen spuiten omhoog en ook obligatiebeleggers zien het weer zonnig in door een einde aan de renteverhogingen. Ook vastgoed profiteert van de stabilisatie van de economische omstandigheden.

Samengevat: rendementsverwachtingen en standen per scenario

In onderstaande tabel zijn de rendementsverwachtingen voor de hoofdcategorieën weergegeven per scenario over een horizon van vijf jaar. Hierbij worden ook de eindstanden van de 20-jarige swaprente en (break-even) inflatie benoemd. Ter vergelijking zijn hier de – volgens de markt – ingeprijste cijfers (kolom marktverwachting) in opgenomen.

Tabel 2.2: Samengevat: rendementsverwachtingen en standen per scenario (Bron: BSG)

.....



Scenario:	Markverwachting	1. Nieuwflatie	2. Deflatie	3. Stagflatie	4. Opleving	5. Oververhitting
	Jaarlijks (5 jaar)	Jaarlijks (5 jaar)	Jaarlijks (5 jaar)	Jaarlijks (5 jaar)	Jaarlijks (5 jaar)	Jaarlijks (5 jaar)
Aandelen	+5.0% (+28.6%)	+4.0% (+22.0%)	-9.0% (-38.5%)	-5.0% (-22.1%)	+7.0% (+42.6%)	+6.0% (+32.8%)
Staatsobligaties	+1.7% (+8.9%)	+1.7% (+8.9%)	+4.0% (+22.5%)	-5.0% (-21.3%)	+5.0% (+28.7%)	+2.0% (+11.5%)
Spreadproducten	+4.0% (+21.9%)	+4.0% (+21.9%)	-3.0% (-15.5%)	-4.0% (-19.1%)	+5.0% (+28.2%)	+4.0% (+24.3%)
Real assets	+4.0% (+21.5%)	+5.0% (+28.0%)	-7.0% (-28.5%)	-1.0% (-6.7%)	+5.0% (+26.9%)	+5.0% (+28.0%)
Scenario:	Markverwachting	1. Nieuwflatie	2. Deflatie	3. Stagflatie	4. Opleving	5. Oververhitting
Eindstanden na 5 jaar						
20-jaars swaprente (beginstand 2.33%)	2.1%	2.5%	-0.5%	+4.0%	+2.8%	+3.0%
Inflatie (Break-even) (beginstand 6.8%)	1.7%	3.0%	-0.5%	+6.0%	+2.0%	+4.0%

2.3.4 Aandachtspunten voor de beleggingsportefeuille

Het geschetste beeld in de scenario's resulteert in twee opvallende aandachtspunten voor de beleggingsportefeuille.

- **Aandachtspunt 1:** zijn er in de beleggingsportefeuille voldoende reële beleggingen? Omdat de hoge inflatie in het basisscenario aanhoudt zijn reële beleggingen aantrekkelijker dan gewone financiële beleggingen.
- **Aandachtspunt 2:** zijn er in de portefeuille voldoende niet-gecorrleerde beleggingen? In traditionele financiële markten stijgen obligatiekoersen wanneer aandelenkoersen dalen, maar in het basisscenario zien we bij een oplopende rente de obligatiekoersen dalen terwijl de aandelenkoersen onder druk staan vanwege de recessiezorgen. Obligaties functioneren niet meer als sterke 'schokdempers'. Terwijl dit in een omgeving van stijgende rentes, aanhoudende hoge inflatie, toegenomen geopolitieke risico's en dalende economische groei wel wenselijk is. Een portefeuille met een focus op reële beleggingen in de verhouding "40/30/30" is dan aantrekkelijker dan een traditionele "60/40" portefeuille.
- **Aandachtspunt 3:** hoe verhouden de basis- en risicoscenario's zich in het 'de-risking' traject?

Het beleggingsuniversum is grofweg te categoriseren ten behoeve van vier beleggingsdoelstellingen; 1) renteafdekking, 2) inflatiegevoeligheid, 3) rendement en 4) extra diversificatie met ongecorrleerde beleggingen. Onderstaande tabel geeft inzicht in wat voor soort beleggingscategorieën passend zouden kunnen zijn genoemde aandachtspunten. Hieruit volgt dat 1) de huidige beleggingsportefeuille al een diverse allocatie heeft naar verschillende reële beleggingen en 2) de huidige beleggingsportefeuille met private- aandelen, vastgoed en

infrastructuur al allocatie naar verschillende niet-gecorrleerde beleggingen heeft. Private obligaties kunnen extra toegevoegde waarde geven en met deze categorie kan tevens extra MVB/ESG accent worden meegegeven. Dit zal worden onderzocht in de geplande investment case vastrentende waarden in 2023.

Tabel 2.3: Checklist identificeren gunstige beleggingen voor de komende vijf jaar

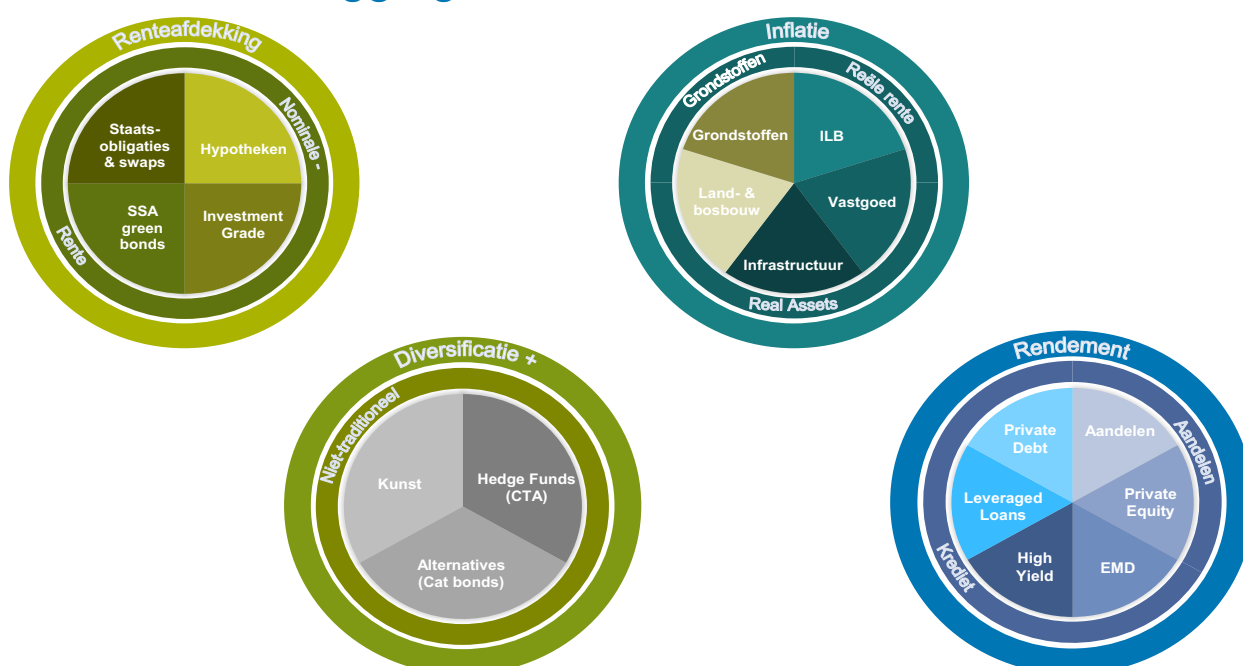
Voldoende Reële beleggingen?	Positieve ESG impact?	In portefeuille?	Passend bij pensioenfonds?
Privaat vastgoed	✓	✓	✓
Infrastructuur	✓	✓	✓
Aandelen	✓	✓	✓
Grondstoffen	✓	✗	✓
ILB en korte duratie obligaties	👤	✗ ✓ (Lev. Loans)	✓

Voldoende niet-gecorrleerde beleggingen?	ESG impact?	In portefeuille?	Passend bij pensioenfonds?
Private- aandelen, obligaties en vastgoed	✓	✓	✓
Insurance linked securities (bijv. Cat Bonds)	👤	✗	👤
Hedged strategieën	👤	✗	✓ (bescherming)
Hedge funds: CTA's	✗	✗	👤
Actief risico	✓	✓	👤

✓ = Ja ✗ = Nee 👤 = ter discussie

Figuur 2-16: Beleggingsuniversum

Beleggingsuniversum

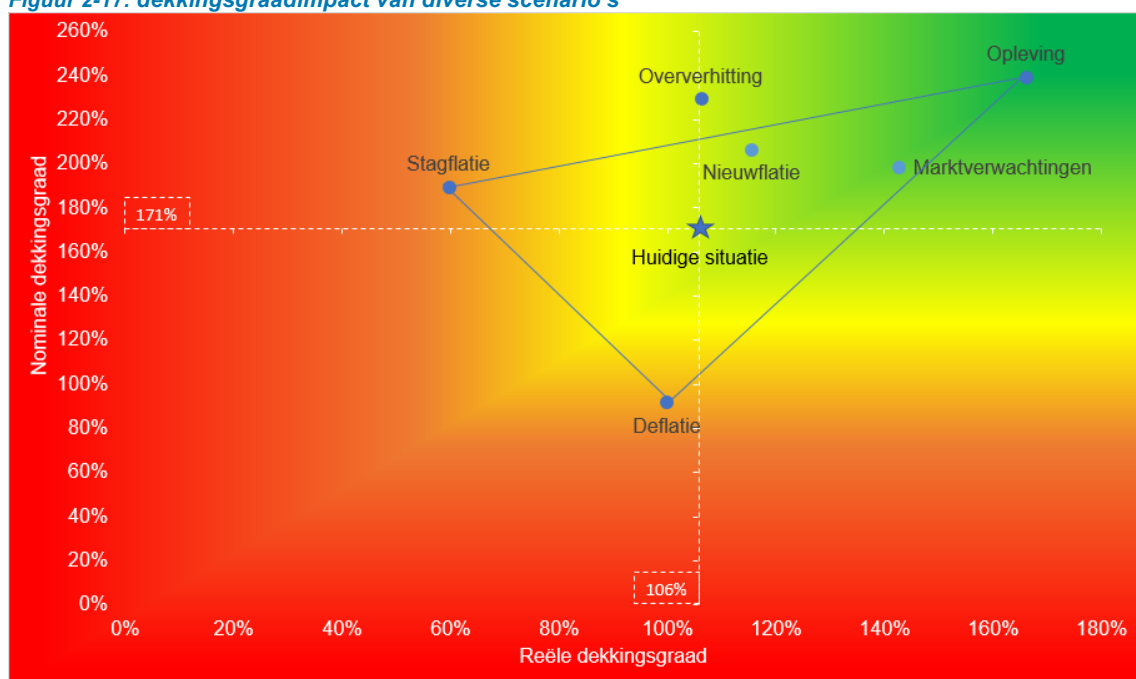


2.4 Dekkingsgraadprojecties over een periode van vijf jaar

In deze sectie wordt het nieuwflatiescenario en de alternatieve risicoscenario's (hoofdstuk 3.3) doorgerekend. De scenario's geven een beeld van de mogelijke spreiding van de dekkingsgraden.

De uitkomsten van de geschetste scenario's geven niet direct aanleiding om het strategisch beleid van het pensioenfonds aan te passen.

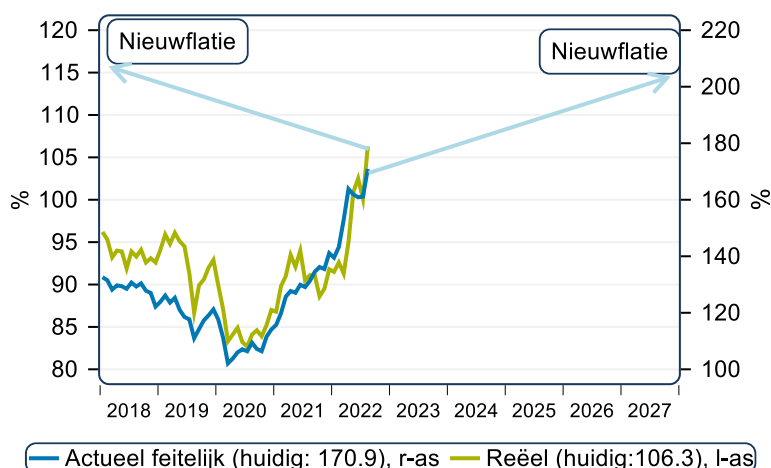
Figuur 2-17: dekkingsgraadimpact van diverse scenario's



In onderstaande tabel staan dekkingsraadprojecties met daarbij tussen haakjes het delta-effect.

Scenario:	Marktverwachting	1. Nieuwflatie	2. Deflatie	3. Stagflatie	4. Opleving
Nominale DG * (start = 170.7%)	199% (+28%)	207% (+36%)	92% (-79%)	190% (+19%)	240% (+69%)
Reële DG * (start = 106%)	143% (+37%)	116% (+10%)	100% (-6%)	60% (-46%)	166% (+60%)

Figuur 2-18: dekkingsgraadimpact van diverse scenario's



De uitkomsten uit *Figuur 2-17* en *Figuur 2-18* in perspectief:

- Het Vereist Eigen Vermogen van het fonds was eind december 2021 25,2%. Dat betekent dat volgens de systematiek achter het VEV-model eens in de veertig jaar de dekkingsgraad gedurende een jaar met meer dan 25,2% daalt.

Het pensioenfonds accepteert de mogelijke uitkomsten van bovenstaande dekkingsgraadprojecties omdat het die kan dragen. Bovendien vallen de uitkomsten binnen de vastgestelde ondergrenzen dekkingsgraad.

2.4.1 Vaststelling strategische normgewichten inclusief bandbreedte 2023

Onderstaande tabel geeft een totaaloverzicht van de strategische gewichten en bandbreedtes per beleggingscategorie. Uit de economische scenario's volgt dat er geen reden is tot aanpassing van de strategische portefeuille. De normportefeuille, die in het komend jaar zal gelden, is dus hetzelfde als de strategische portefeuille. Het lopende de-risking project geeft hiertoe mogelijk op een later moment in 2023 wel aanleiding toe.

Tabel 2.4: strategische, doelgewichten beleggingsjaar 2023 en bandbreedtes

Hoofdcategorie	Subcategorie	Gewichten SAA	Strategische bandbreedte	Actief /passief
Vastrentende waarden		50,00%	+/- 5,00%	
	Eurozone inflatie-obligaties	12,50%	+/- 2,50%	Passief
	Eurozone staatsobligaties 15+ AAA	7,50%	+/- 2,50%	Passief
	Nederlandse woninghypotheken	12,50%	+/- 2,50%	-
	Wereldwijde bedrijfsobligaties (corporates)	2,50%	+/- 1,00%	Actief
	Wereldwijde high yield obligaties	3,75%	+/- 1,00%	Actief
	Wereldwijde leveraged loans	3,75%	+/- 1,00%	Actief
	EMD hard currency	7,50%	+/- 2,00%	Actief
Aandelen		27,00%	+/- 3,00%	
	Wereldwijd large & mid cap	13,50%	+/- 3,00%	Passief
	Wereldwijd small cap	4,50%	+/- 0,90%	Actief
	Wereldwijd low vol	5,25%	+/- 0,90%	Passief
	Opkomende markten	3,75%	+/- 0,90%	Actief
Private equity		3,00%	N.v.t.	-
Vastgoed		20,00%	+/- 4,00%	
	Europa privaat	8,20%	N.v.t.	-
	Noord-Amerika privaat	4,10%	N.v.t.	-
	Azië-Pacific privaat	4,10%	N.v.t.	-
	Wereldwijd publiek	3,60%	+/- 0,80	Passief
Liquide middelen		0,00%	+/- 1,00%	
Geldmarktfonds⁴		0,00%	N.v.t.	
Totaal		100%	100%	

⁴ Het pensioenfonds heeft geen strategische allocatie naar geldmarktfondsen en gebruikt deze uitsluitend ten behoeve van central clearing.

3 Planning 2023 incl. speerpunten: de-risking, MVB en pensioenakkoord

3.1 Samenvatting en conclusie

De planning van de beleggingsonderwerpen in het beleggingsjaar 2023 sluit aan bij de meerjarenplanning, zoals deze is vastgesteld door het pensioenfonds. In bijlage IV is de meerjarenplanning opgenomen.

De speerpunten van het pensioenfonds voor het jaar 2023 zijn:

1. het de-risking traject
2. het aanscherpen en implementeren van het MVB beleid.
3. het uitwerken van het nieuw pensioencontract

De onderwerpen staan samengevat en geprojecteerd over het komend jaar in onderstaande tabel.

Tabel 3.1: Overzicht beleggingsbeleidsonderwerpen 2023

Beleggingsonderwerpen 2023	jan	feb	mrt	april	mei	juni	juli	aug	sep	okt	nov	dec
Meerjarenplanning												
Herijking herbalanceringsbeleid												
Investment case VRW (incl. evaluatie)												
Herijking rentebeleid (incl. evaluatie)												
Beleid actief risico												
De-risking (incl. implementatie)												
Beleggingsplan												
Onderwerpen MVB												
Ontwikkelen MVB-beleid												
MVB-beleidsplan 2023-2025												
Metten, monitoren en sturen op SDG's												
Verkennen van mogelijkheden impact beleggen												
Implementatie MVB-beleid												
Klimaatambitie implementeren (liquide)												
Low vol benchmark en portefeuille												
Credit benchmark en portefeuille												
High yield benchmark en portefeuille												
Impact beleggen												
ESG in managersselectie en -monitoring												
Wet- en regelgeving												
SFDR (artikel 8) en EU-taxonomie												
Transparantie												
Stem- en engagementrapportages												
PRI-rapportage												
VBDO-rapportage												
MVB-jaarverslag												
Investerings- en uitsluitingenlijst op website												
ESG-datarapportages uitbreiden												
Onderwerpen nieuw pensioencontract (ntb)												

3.2 De-risking traject

3.2.1 Aanleiding

Gegeven de huidige hoge nominale en reële dekkingsgraden is het bestuur van het Vliegend fonds aan het verkennen om het pensioenresultaat van de deelnemers te beschermen. Het onderzoekstraject 'de-risking' is inmiddels gestart en heeft als doel het ontwikkelen van beleggingsbeleid - waaronder asset allocatie en risicoafdekkingen – gericht op het beschermen van het pensioenresultaat in de zin dat volledige indexatie met looninflatie van ingegane pensioenen en toekomstige uit te keren pensioenen zoveel als mogelijk wordt gewaarborgd.

3.2.2 Status en vervolg 2023

Als de-risking tot een verandering van de asset allocatie en het afdekkingsbeleid leidt dan zullen ook aanpalende beleidsterreinen (bijv. liquiditeitsbeleid en tegenpartijbeleid) geraakt worden. Verder raakt het ook het lopende traject mb.t. het nieuwe pensioenstelsel (“NPC-werkgroep”).

Het uitwerken van een de-risking strategie vergt goede samenwerking tussen alle betrokken partijen. Er is daarom een projectgroep de-risking ingericht die bestaat uit vertegenwoordigers van het pensioenfonds, BSG en Cardano. De planning is om aan het einde van het eerste kwartaal 2023 het project af te ronden om daarna ingeval van een positief besluit van het bestuur het nieuwe beleid te implementeren.

3.3 MVB in 2023

Introductie

In 2022 heeft het pensioenfonds stappen gezet op het gebied van maatschappelijk verantwoord beleggen door:

- Afgelopen jaar heeft het pensioenfonds alle beleggingen in Rusland en Belarus uitgesloten
 - Het verbeteren van de communicatie door het organiseren van een MVB webinar voor deelnemers
 - Bespreking uitsluitingenbeleid
 - Evaluatie MVB-beleid + herijking MVB-visie
 - Bespreking van SFDR en EU-taxonomie wetgeving. Het pensioenfonds classificeert zich als een artikel 6 product.

Bovendien is een maatwerk klimaatbenchmark geïmplementeerd voor de portefeuille met wereldwijde aandelen Large & Mid Cap.

In 2023 zijn de volgende onderwerpen van belang voor het pensioenfonds:

- 1) Ontwikkelen MVB-Beleid
 - MVB-beleidsplan 2023-2025
 - Meten, monitoren en sturen op SDG's
 - Verkennen van mogelijkheden tot impact beleggen
- 2) Implementatie MVB-Beleid
 - Implementatie klimaatambitie
 - Implementatie MVB in managerselectie en -monitoring
- 3) Wet- en regelgeving: SFDR en taxonomie
- 4) Transparantie

Deze onderwerpen worden hieronder kort toegelicht. Ook is onderaan de zogeheten MVB-tracker 2023 te vinden. Deze planning kan worden aangepast en/of uitgebreid naar aanleiding van nieuwe beleidskeuzes.

3.3.1 MVB-beleid verder aanscherpen en implementeren

MVB-beleidsplan 2023-2025

Een MVB-beleidsplan voor de komende drie jaar helpt het pensioenfonds om sturing te geven aan de diverse MVB-onderwerpen die nu en op de langere termijn spelen. De richtlijnen voor het plan zullen waarschijnlijk worden gekoppeld aan de gekozen SDG's. Ook helpt dit plan om stakeholders mee te nemen in de ontwikkelingen op het gebied van MVB.

.....

Meten, monitoren en sturen op SDG's

Het pensioenfonds heeft thema's en SDG's gekozen om richting te geven aan het MVB-beleid. Om de gekozen SDG's verder uit te werken kunnen er doelen opgesteld worden. Hierbij zijn data, monitoring en rapportage cruciaal.

Beleid Impact beleggen Beleid

Het pensioenfonds kan er voor kiezen om beleid te ontwikkelen voor impact beleggen. Denk bijvoorbeeld aan het beleggen in een impact pool met positieve impact op de gekozen SDG's/thema's. Hier kan (eventueel) een additionele pool voor worden opgezet.

3.3.2 Implementatie MVB-Beleid

Klimaatambitie implementeren liquide

De klimaatambitie wordt stap voor stap in de liquide portefeuilles geïmplementeerd door de gefaseerde implementatie van maatwerk klimaatbenchmarks voor de verschillende liquide beleggingen.

Implementatie MVB in managerselectie en -monitoring

Aangezien MVB een steeds belangrijke rol speelt is het ook van belang dit verder uit te werken in het selectie- en monitoringsbeleid voor externe vermogensbeheerders. De eisen die aan de externe vermogensbeheerders worden gesteld zullen worden aangescherpt voor zowel de liquide als de illiquide beleggingscategorieën. Daarnaast zal goedkeuring van het MVB-team van Blue Sky Group nodig zijn voor beslissingen die genomen worden in het Portfolio Management Comité (PMC) van Blue Sky Group. Op deze manier wordt goed geborgd dat de klantwensen en wettelijke vereisten goed worden meegenomen.

Wet- en regelgeving: SFDR en taxonomie

Het pensioenfonds heeft de ambitie om op een nog nader te bepalen termijn het pensioenproduct te classificeren als een artikel 8 product (promoten sociale/ecologische kenmerken). Hiervoor wordt o.a. data ingekocht voor SFDR- en taxonomierapportages en websiteteksten uitgebreid. Ook moet rekening gehouden worden met stakeholders (zoals Blue Sky Group en de externe vermogensbeheerders) en de impact op risicomanagement.

Transparantie

Het pensioenfonds zal op de website de stem- en engagementrapportages, de investerings- en uitsluitingenlijst en het MVB-jaarverslag publiceren. Tevens zal het pensioenfonds rapporteren aan PRI en VBDO en zullen de MVB/ESG-datarapportages uitgebreid worden.

3.3.3 MVB-tracker 2023

Tabel 3.2: MVB-tracker 2023

Onderwerp	Status	jan	feb	mrt	april	mei	juni	juli	aug	sep	okt	nov	dec
Ontwikkelen MVB-beleid													
MVB-beleidsplan 2023-2025	Beginstadium												
Meten, monitoren en sturen op SDG's	Beginstadium												
Verkennen van mogelijkheden impact beleggen	Beginstadium												
Implementatie MVB-beleid													
Klimaatambitie implementeren (liquide)	Lopend												
Low vol benchmark en portefeuille	Lopend												
Credits benchmark en portefeuille	Lopend												
High yield benchmark en portefeuille	Lopend												
Impact beleggen	Beginstadium												
ESG in managerselectie en -monitoring	Lopend												
Wet- en regelgeving													
SFDR (artikel 8) en EU-taxonomie	Lopend												
Transparantie													
Stem- en engagementrapportages	Beginstadium												
PRI-rapportage	Beginstadium												
VBDO-rapportage	Beginstadium												
MVB-jaarverslag	Beginstadium												
Investerings- en uitsluitingenlijst op website	Beginstadium												
ESG-datarapportages uitbreiden	Beginstadium												

3.4 Pensioenakkoord in 2023

3.4.1 'Stip op de horizon'

Er vinden grote ontwikkelingen plaats in de pensioensector. Door de Wet toekomst pensioenen verandert de pensioenwereld fundamenteel en ondergaat een transitie van een collectief pensioenstelsel naar een meer individueel gericht pensioenstelsel. Het belang van individuele informatievoorziening en vermogensbeheer neemt toe. Deze transitie moet uiterlijk, voor wat het nu laat aanzien, 1 januari 2027 afgerond zijn. Dit lijkt ver, maar heeft het is verstandig om in 2023 al een visie te formuleren op bepaalde onderwerpen en eventueel voor te sorteren op wijzigingen in de beleggingsportefeuille door de introductie van een nieuwe pensioenregeling.

Met de introductie van de nieuwe pensioenregeling wordt een overstap gemaakt van een stelsel met pensioentoezeggingen naar een stelsel met premietoezeggingen. Met andere woorden, we gaan over van pensioenverplichtingen naar pensioenambities. Waarbij, in overleg of in opdracht van sociale partners, keuzes gemaakt moeten worden over de premie, het meten van de risicohouding van deelnemers, en het vertalen van deze risicohouding naar impliciete (solidaire premieregeling) of expliciete (flexibele premieregeling) lifecycles. Waarbij goed bekeken dient te worden welke impact keuzes in het beleggingsbeleid hebben op de verschillende leeftijdscohorten. Onder andere de criteria waarop portefeuille wordt ingericht, moeten herijkt worden (bijvoorbeeld pensioenambitie, maximaal verlies). Maar ook andere keuzes, zoals de keuze tussen theoretisch of werkelijk beschermingsrendement in het geval van de solidaire premieregeling, zullen onderzocht moeten worden. Of de impact van het gebruik van leverage (opheffen leenrestrictie) op de verschillende leeftijdscohorten.

3.4.2 In 2023 heeft het NPC al impact op het beleggingsbeleid

Het moment tot invaren en daadwerkelijke invulling van de portefeuille duurt, naar het zich nu laat aanzien, nog tot 2026. In de aanloop tot de transitieperiode, zijn er flink wat beleidsbesluiten te nemen. Dit vergt een gedegen plan van aanpak met duidelijke mijlpalen. Om goede beleidsbesluiten te nemen, is van belang dat het bestuur en beleggingscommissie over de juiste

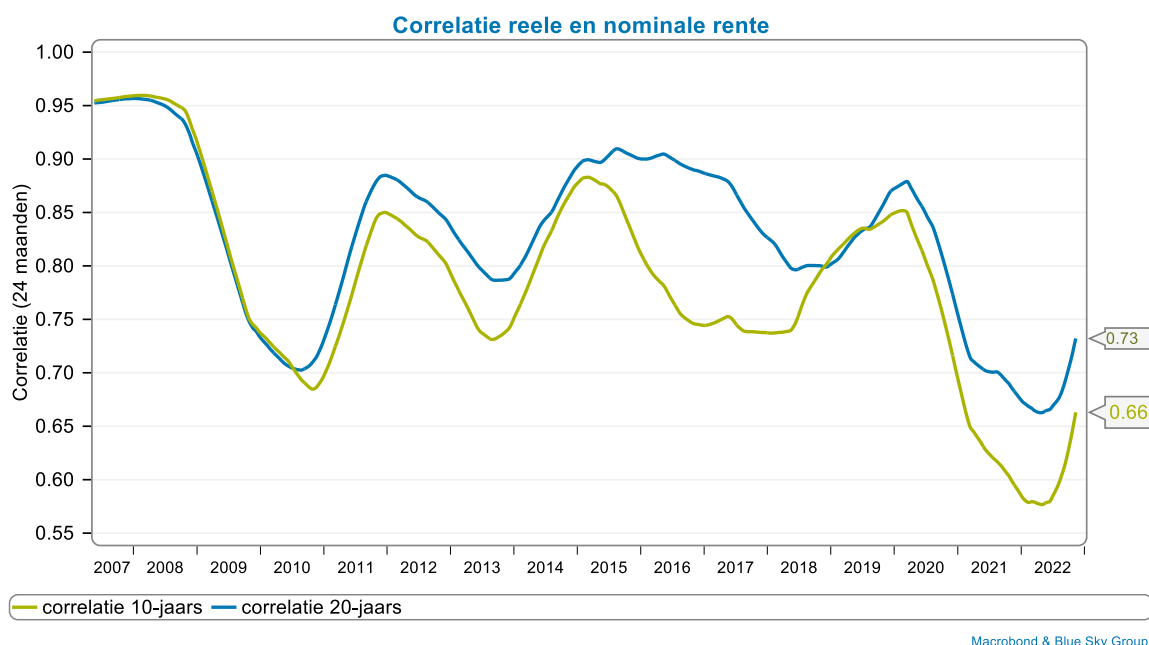
kennis en analyses beschikt. Het komend jaar 2023 (en resterend van 2022), wordt dan ook vooral gebruikt om met kennissessies over de verschillende deelonderwerpen het bestuur te voorzien in de keuzes en afwegingen hierin. Daar waar mogelijk, en opportuun volgens de beleidscyclus, kunnen er al randvoorwaarden worden opgenomen in het beleggingsbeleid. Zo voorkomt het pensioenfonds dat er beleid wordt gemaakt dat uiteindelijk in de toekomst niet bestendig blijkt te zijn met het pensioenakkoord.

3.4.3 NPC-tracker 2023

In 2023 bespreekt het bestuur de gewenste planning aangaande het nieuw pensioencontract. Op enig moment zal dit resulteren in een mijlpalenplanning en vindt afstemming plaats met de CBV.

Bijlage I: Jaarlijkse toetsen

1. Toets gevoeligheid nominale en reële rente



De veronderstelde gevoeligheid tussen nominale rente en reële rente van 70% is passend.

De correlatie tussen de nominale en reële rente is de afgelopen maanden iets gedaald. Op basis van een ILB kasstromenanalyse is de nominale gevoeligheid van de ILB's echter nog steeds (afgerond) 0,70. Dit betekent dat een verandering van de nominale rente voor 70% wordt toegeschreven aan een verandering in de reële rente en voor 30% aan een verandering in de verwachte inflatie.

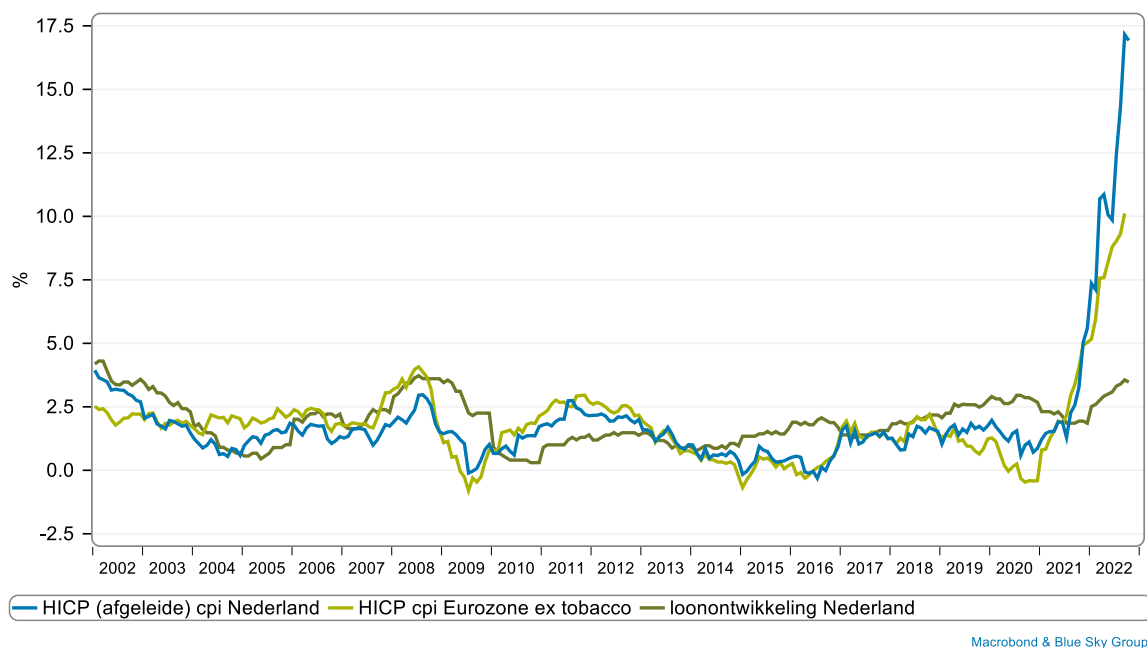
Huidig beleid voor de nominale renteafdekking (rekening houdend met de kredietspread):

- ILB's: dit zijn obligaties waarvan de basiskasstroom wordt geïndexeerd met de opgelopen inflatie. De verwachte inflatie bepaalt dus een deel van toekomstige kasstromen van de ILB. 70% van de geïndexeerde kasstromen wordt meegenomen in de nominale renteafdekking
- Nominale swaps: 100% van de nominale kasstromen wordt meegenomen in de nominale renteafdekking
- Inflatieswaps: nominale rentegevoeligheid wordt meegenomen in de nominale renteafdekking
- Overige obligaties: nominale rentegevoeligheid van staatsobligaties hypotheek en Europese investmentgrade obligaties wordt meegenomen in de nominale renteafdekking

NB.

In het beleggingsbeleid is opgenomen dat eenmaal per jaar de gevoeligheid tussen nominale en reële rente wordt getoetst.

2. Monitoring (loon)inflatie



De Europese inflatie is flink opgenomen. De inflatieswaps in portefeuille worden op deze index gewaardeerd en hebben dus flink geprofiteerd.

NB.

Getoonde looninflatie is de loonindex particuliere bedrijven volgens CBS.

Bijlage II: Financiële risico's en hun mitigatie

In deze bijlage worden de belangrijkste financiële risico's beschreven en wordt op hoofdlijnen weergegeven hoe de risico's worden beheerst. Naast monitoring van de marktomstandigheden houdt het pensioenfonds deze risico's nauwlettend in de gaten. Per kwartaal beoordeelt het pensioenfonds daartoe het door de uitvoerder opgeleverde risicodashboard.

1. Rentemismatchrisico

Het pensioenfonds is gevoelig voor wijzigingen in de rente omdat de rentegevoeligheid van de beleggingen en die van de verplichtingen niet gelijk is. Dit rentemismatchrisico vangt het pensioenfonds op door een deel van de vastrentendewaardenportefeuille te beleggen in langlopende staatsobligaties en inflatie-obligaties. Het pensioenfonds gebruikt renteswaps voor een verdere beperking van het mismatchrisico. Daarnaast hanteert het pensioenfonds looptijdbuckets om het curverisico te beheersen.

Het pensioenfonds voert maandelijks een renteafdekkingsberekening uit op basis waarvan het renteafdekkingspercentage wordt gemonitord.

2. Inflatierisico

De koopkracht van de door deelnemers opgebouwde pensioenaanspraken is gevoelig voor de inflatie. Het pensioenfonds heeft als ambitie een welvaartvast pensioen te kunnen uitkeren, en daarvoor de pensioenaanspraken te indexeren met de stijging van de loonindex. Om dit mogelijk te maken heeft het pensioenfonds in de beleggingsstrategie oog voor de inflatiegevoeligheid van de beleggingen. Dit komt tot uiting in het inflatieafdekkingsbeleid, maar ook beleggingen in aandelen en vastgoed spelen hierbij een rol.

3. Vastgoed- en aandelenrisico

Het vastgoed- en aandelenrisico is het risico van daling van de marktprijzen. Het pensioenfonds beheerst het vastgoed- en aandelenrisico door goed te spreiden binnen de beleggingsportefeuille (diversificatie).

4. Valutarisico

Het pensioenfonds belegt ook in beleggingsinstrumenten gedenomineerd in niet-euro valuta's. Hierdoor is het pensioenfonds gevoelig voor koersschommelingen van de betreffende valuta ten opzichte van de euro. Om dit korte termijn valutarisico te beheersen hanteert het pensioenfonds een valuta-afdekkingsbeleid, waarbij het valutarisico van vastrentende categorieën deels wordt afgedekt.

5. Kredietrisico en tegenpartijrisico

Kredietrisico is het risico dat een belegging in vastrentende waarden (lening, deposito of obligatie) in waarde daalt door een faillissement of een verslechtering van de kredietwaardigheid. Het pensioenfonds beheerst dit risico voor de gehele portefeuille voornamelijk door te zorgen voor een goede spreiding over verschillende landen, sectoren en bedrijven.

De kredietwaardigheid van de portefeuille is een belangrijke indicator voor het kredietrisico. Dit risico wordt in beginsel beheerst door voldoende spreiding over verschillende instrumenten en bandbreedtes rond de allocatie naar rentedragende categorieën met een lage kredietwaardigheid (rating).

Tegenpartijrisico is een speciale vorm van kredietrisico. Het pensioenfonds sluit contracten af met tegenpartijen. Daarbij loopt het pensioenfonds een zogeheten tegenpartijrisico als deze

.....

tegenpartijen hun verplichtingen aan het pensioenfonds niet nakomen. Het pensioenfonds beheerst dit risico zo goed mogelijk door gebruik te maken van meerdere, solide tegenpartijen. Daarnaast zorgt het pensioenfonds er bij een vordering op een tegenpartij altijd voor dat deze partij voldoende onderpand (collateral) verstrekt voor het geval ze haar verplichtingen toch niet nakomt. Het pensioenfonds beheerst en monitort het tegenpartijrisico dagelijks.

6. Concentratierisico

Concentratierisico treedt op wanneer een groot deel van het belegd vermogen in dezelfde beleggingscategorie, regio, stijl en/of partij is geconcentreerd. Het pensioenfonds kiest in haar beleggingsstrategie daarom voor een weloverwogen spreiding en neemt de diversificatievoordelen van beleggingscategorieën mee bij de bepaling van het beleggingsbeleid.

7. Actief risico

Het pensioenfonds bepaalt met Asset Liability Management (ALM) de verdeling van zijn strategische beleggingsportefeuille. Indien mogelijk stelt het pensioenfonds voor elke beleggingscategorie en regio binnen deze portefeuille een representatieve benchmark vast. In aanvulling daarop hanteert het pensioenfonds een raamwerk om te bepalen of een categorie actief of passief ingevuld dient te worden.

De feitelijke beleggingsportefeuille kan afwijken van de strategische beleggingsportefeuille, wat leidt tot zogenaamd actief risico. Het pensioenfonds hanteert hiervoor de (ex-ante) tracking error, een maatstaf voor de verwachte rendementsverschillen tussen de werkelijke en de strategische portefeuille. Het pensioenfonds beheerst het actief risico door het vaststellen van limieten en de (continue) monitoring daarvan.

8. Risico's van derivaten

In het strategisch beleggingsbeleid heeft het pensioenfonds beleggingsrisico's gedefinieerd die het expliciet wil beheersen. Het gaat om het rente-, inflatierisico en het valutarisico. Voor de beheersing hiervan is de inzet van derivaten onder voorwaarden toegestaan. Ook dit brengt risico's met zich mee. Het pensioenfonds hanteert verschillende restricties ten aanzien van het gebruik van OTC derivaten. Onder meer over de spreiding naar tegenpartijen, het toegestane onderpand en de uitwisseling van het onderpand. Op deze manier worden de risico's van het gebruik van derivaten gemitigeerd.

9. Liquiditeitsrisico

Liquiditeitsrisico is het risico dat het pensioenfonds onvoldoende liquide middelen heeft om op korte termijn aan de verplichtingen te voldoen. Ook derivatenposities en commitments voor Nederlandse woninghypotheken, private equity en privaat vastgoed kunnen leiden tot contractuele verplichting tot bijstorting en dus liquiditeitsrisico. Het liquiditeitsrisico is beperkt. Dat komt ten eerste doordat het de pensioenuitkeringen grotendeels kan bekostigen uit de ontvangen premies en directe beleggingsopbrengsten. Daarnaast bestaat het grootste deel van de beleggingsportefeuille uit liquide vermogenstitels.

Bijlage III: Beleid voldoet aan de prudentpersonregel

Artikel 13a van het besluit FTK schrijft voor “Het fonds onderbouwt dat het strategisch beleggingsbeleid en het beleggingsplan passen binnen de prudent-personregel”. In deze bijlage wordt per regel beargumenteerd (cursief) waarom het beleid van het pensioenfonds hieraan voldoet. De aanpassingen in het beleid in het vorig beleggingsjaar zijn hierin meegenomen. Ten opzichte van het vorige beleggingsjaar heeft het pensioenfonds de volgende wijzigingen in het beleggingsbeleid doorgevoerd:

- Het bestuur heeft op basis van de uitkomsten van de ALM-studie light 2022 en de adviezen van de portefeuillehouder balans- en vermogensbeheer besloten om de nominale renteafdekking verder te verhogen naar 70%
- Het bestuur is akkoord gegaan met de investment case, kaderstelling en uitvoeringsvoorstel private equity
- Het bestuur is akkoord gegaan met aanscherping van het tegenpartij en liquiditeitsbeleid

Eisen ten aanzien van de beleggingen (artikel 135 pensioenwet en artikel 13 besluit FTK):

1. Een pensioenfonds voert een beleggingsbeleid dat in overeenstemming is met de prudent-personregel en met name gebaseerd is op de volgende uitgangspunten:

- a. de waarden worden belegd in het belang van aanspraak- en pensioengerechtigden;

Het strategische beleggingsbeleid is met behulp van ALM-studies vastgesteld. Hierbij zijn de kosten en baten van sponsor, actieve deelnemers en inactieve deelnemers voor verschillende beleggingsstrategieën door het bestuur afgewogen – mede met het oog op de risico's die worden gelopen. Hierbij is beheersing van het inflatierisico en daarmee behoud van koopkracht van pensioenuitkeringen nadrukkelijk onderdeel geweest van de analyse.

- b. beleggingen in de bijdragende onderneming worden beperkt tot ten hoogste 5% van de portefeuille als geheel, en ingeval de bijdragende onderneming tot een groep behoort, worden beleggingen in de ondernemingen die tot dezelfde groep als de bijdragende onderneming behoren, beperkt tot ten hoogste 10% van de portefeuille. Wanneer een groep van ondernemingen aan het pensioenfonds premies betaalt, geschieden beleggingen in deze bijdragende ondernemingen prudent, waarbij rekening wordt gehouden met de noodzaak van een behoorlijke diversificatie⁵;

Het belang van het pensioenfonds in Air France-KLM is gering en zeer veel kleiner dan 10%.

- c. de beleggingen worden gewaardeerd op basis van marktwaardering.

Alle beleggingen worden gewaardeerd tegen marktwaarde. Dit is het bedrag waarvoor een actief of een verplichting kan worden afgewikkeld tussen ter zake goed geïnformeerde, tot een transactie bereid zijnde partijen die onafhankelijk zijn. De marktwaarde van liquide beleggingen is gebaseerd op actuele marktprijzen. De

⁵ De regels [...] worden gesteld ten aanzien van de diversificatie van waarden zijn niet van toepassing op beleggingen in staatsobligaties.

waardering van onroerend goed wordt uitgevoerd conform hetgeen in de overeenkomsten met de externe vermogensbeheerders is vastgelegd. Voor ieder beleggingsfonds waarin belegd wordt, worden alle objecten ten minste eenmaal per jaar door een externe taxateur op waarde geschat. Bij het merendeel van de beleggingsfondsen wordt deze externe waardering echter frequenter ofwel (deels) op kwartaalbasis gedaan. Beleggingen in private equity worden eenmaal per jaar door een accountant op waarde geschat via de 'multiple methode' of de 'discounted cash flow' methode.

2. De waarden worden op zodanige wijze belegd dat de veiligheid, de kwaliteit, de liquiditeit en het rendement van de portefeuille als geheel zijn gewaarborgd.

Veiligheid: *Alle beursgenoteerde effecten zijn ondergebracht bij bewaarnemer Northern Trust. Security lending wordt beperkt tot uitlenen van aandelen en dan alleen tegen staatsobligaties met een minimale rating van AA als onderpand. Collateral management: Monitoring van de waarde van de contracten vindt op dagbasis plaats – alleen staatsobligaties van VS, Duitsland, Frankrijk of Nederland worden geaccepteerd als onderpand.*

Kwaliteit: *Doordat Blue Sky Group toeziet op het naleven van de investment management agreements door externe vermogensbeheerders wordt de kwaliteit van (het proces rond) de beleggingen gemonitord.*

Liquiditeit: *Om het liquiditeitsrisico te beheersen hanteert het pensioenfonds de onderstaande normen:*

- *Minimaal 30% naar liquide beleggingen die binnen 0-2 dagen verkocht kunnen worden*
- *Minimaal 40% naar liquide beleggingen die binnen een maand verkocht kunnen worden*
- *Maximaal 40% naar illiquide beleggingen*

Door een minimale allocatie naar liquide beleggingen en een maximale allocatie naar illiquide beleggingen voorkomt het pensioenfonds dat het in een situatie komt waarin het als gevolg van te weinig liquide middelen niet aan zijn verplichtingen kan voldoen.

3. Waarden die ter dekking van de technische voorzieningen worden aangehouden, worden belegd op een wijze die strookt met de aard en de duur van de verwachte toekomstige pensioenuitkeringen.

Het pensioenfonds dekt met haar vastrentendewaardenportefeuille en voor dit doeleinde aangegane renteswaps ongeveer 70% van het renterisico van de nominale verplichtingen af. Daarnaast dekt het pensioenfonds met haar vastrentendewaardenportefeuille en voor dit doeleinde aangegane inflatieswaps ongeveer 20% van het inflatierisico van de reële verplichtingen af.

4. De waarden worden hoofdzakelijk op gereguleerde markten belegd. Beleggingen in niet tot de handel op een gereguleerde financiële markt toegelaten waarden worden tot een prudent niveau beperkt.

Waar mogelijk vinden beleggingstransacties plaats op gereguleerde markten, zoals bij aandelen. Wanneer voor een belegging geen gereguleerde markt bestaat, wordt via maatwerkcontracten gezorgd voor borging van de veiligheid van beleggingen.

5. Beleggingen in derivaten zijn toegestaan voor zover deze bijdragen aan een vermindering van het risicoprofiel of een doeltreffend portefeuillebeheer vergemakkelijken. Het pensioenfonds vermijdt een bovenmatig risico met betrekking tot een en dezelfde tegenpartij en tot andere derivatenverrichtingen.

Het pensioenfonds heeft de volgende soorten derivatencontracten afgesloten ten behoeve van het verminderen van het risicoprofiel van het pensioenfonds:

- 1. Valutatermijncontracten – ter afdekking van het valutarisico.*
- 2. Renteswaps – ter afdekking van het nominale renterisico*
- 3. Inflatieswaps – ter afdekking van het inflatierisico*

Daarnaast worden er ook derivaten ingezet ten behoeve van efficiënt portefeuillebeheer.

Om concentratierisico's te vermijden geldt een limiet op de onderliggende waarde per tegenpartij. Deze limiet op onderliggende waarde is 25% voor zogenaamde 'systeembanken' en 15% voor banken die geen 'systeembank' zijn.

Ook binnen de verschillende mandaten van de externe vermogensbeheerders wordt in sommige gevallen gewerkt met derivaten om tot een efficiëntere portefeuille-uitvoering te komen.

6. De waarden worden naar behoren gediversifieerd zodat een bovenmatige afhankelijkheid van of vertrouwen in bepaalde waarden, of een bepaalde emittent van waarden of groep van ondernemingen en risicoaccumulatie in de portefeuille als geheel worden vermeden.

De beleggingen zijn gediversifieerd naar beleggingscategorieën en daarbinnen naar regio of stijl.

Bijlage IV: Beleggingsrichtlijnen

(hier worden de meest recent getekende beleggingsrichtlijnen toegevoegd)

Bijlage V: Meerjarenplanning

		2023				2024				2025			
	Opmerking	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4
		ALM											
Investment beliefs						x							
ALM studie							x	x					
		Jaarlijks beleggingsplan											
Jaarlijks beleggingsplan					x				x				x
Risicobudgettering analyse				x				x				x	
Markt outlook BSG + scenario's				x				x				x	
Normportefeuille					x				x				x
		Investment Cases + Kaderstelling											
Aandelen												x	x
Vastrentend + Renteafdekking				x	x								
Vastgoed								x	x				
		Evaluatie											
Evaluatie hoofdcategorieën	In beleggingsplan				x				x				x
Evaluatie externe managers			x				x				x		
Evaluatie aandelen	Vóór IC										x		
Evaluatie vastrentend + renteafdekking	Vóór IC		x										
Evaluatie vastgoed	Vóór IC						x						
		Beleidsvormen / risico's											
Herijking beleidskaders	Overkoepelend document				x				x				x
Herijking beleggingsbeleid	Overkoepelend document				x				x				x
Herijking beleggingsrichtlijnen	ad hoc												
Tegenpartijbeleid										x			
Liquiditeitsbeleid											x		
Herbalanceringsbeleid	x												
Valutabeleid						x							
Rentebeleid	Onderdeel IC VRW			x									
Securities Lending					x				x				x
Managerselectiebeleid						x							
Beleid actief risico											x		
MVB Beleid	work in progress	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
Uitsluitingen- en landenbeleid												x	x
Nieuw pensioencontract	work in progress	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x	x
		Overige											
Jaarverslag		x				x				x			
Haalbaarheidstoets													
Prudent Person		x				x				x			
Vergoedingenrapportage													

Bijlage VI: Investment beliefs

Uitgangspunten mbt beleggingen

1. Het pensioenfonds neemt beleggingsrisico omdat dit nodig is voor de realisatie van een welvaartsvast pensioen. Het nemen van beleggingsrisico wordt op de lange termijn beloond.

Dit betekent:

- Dit is de basis voor de opname van risicodragende beleggingen en de reden dat het pensioenfonds koersschommelingen van beleggingen accepteert.
- Het pensioenfonds wil een vereist rendement halen en daarbij beperkt risico nemen. De consequentie is een gematigd, conservatief beleggingsbeleid.
- Het pensioenfonds houdt in grote lijnen vast aan hetzelfde beleggingsbeleid wanneer de financiële situatie van het pensioenfonds verbetert of verslechtert.
- Bij zeer hoge of zeer lage dekkingsgraden kan dit uitgangspunt worden heroverwogen.
- Bij zeer lage dekkingsgraden is het toekomstige indexatiepotentieel belangrijk, ook in de afweging van het aanpassen van het beleggingsbeleid. Het pensioenfonds vindt pensioenen kunnen indexeren belangrijker dan korten voorkomen.
- Omdat welvaartsvastheid onderdeel is van de doelstelling, is het inflatierisico voor het pensioenfonds relevant.

2. De strategische assetallocatie is de belangrijkste keuze in het beleggingsproces.

Dit betekent:

- De strategische allocatie wordt gebaseerd op de verplichtingen en doelstelling van het pensioenfonds.
- Om de portefeuille te beschermen kan het bestuur bewust maatregelen nemen en afwijken van de strategische allocatie.
- Diversificatie van beleggingen op hoofdlijnen is een effectieve manier van risicobeheersing voor het pensioenfonds.
- Het beoogde risico-rendementsprofiel voor de totale balans kan grotendeels behaald worden met een beperkt aantal beleggingscategorieën en afdekkingen.
- Het pensioenfonds kiest voor beleggingen die in de reële economie productief zijn.

3. De waarde van de beleggingen fluctueert, maar de risicopremies van zakelijke en vastrentende waarden tenderen op lange termijn naar een gemiddelde. Het pensioenfonds heeft geen eigen visie op het niveau van de rente en inflatie.

Dit betekent:

- Dit is de basis om lange termijn ALM-analyses en scenario's uit te werken.
- Onder lange termijn verstaat het pensioenfonds een horizon van 15 jaar.
- Voor rente en inflatie gaat het pensioenfonds uit van verwachtingen in de markt.

4. De beheersbaarheid van het beleggingsbeleid is cruciaal. Complexe beleggingen worden niet op voorhand uitgesloten en moeten aantoonbaar de langetermijn doelen dienen. Complexiteit wordt op alle niveaus beheerst.

Dit betekent:

- Elk bestuurslid kan het balans- en beleggingsbeleid op hoofdlijnen uitleggen, en voor elke substantiële exposure in de portefeuille uitleggen waarom deze er in zit.
 - Complexiteit moet op alle niveaus adequaat worden beheerst, zoals: wet en regelgeving, strategische assetallocatie, implementatie, uitvoering, monitoring en verantwoording.
5. Het is nodig het beleggingsbeleid en de uitgangspunten daarvan met regelmaat te beoordelen. Een significante wijziging van de uitgangspunten kan leiden tot aanpassing van het beleggingsbeleid.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds besteedt aandacht aan ontwikkelingen op financiële markten, de ontwikkeling van de portefeuille en aan de toetsing van de passendheid van het beleid.
- Als de uitgangspunten van het beleid door omstandigheden significant wijzigen en niet meer passen kan het pensioenfonds, mits gedegen onderbouwd, de allocatiegewichten en afdekkingen wijzigen.

6. Binnen bepaalde beleggingscategorieën kan actief beheer waarde toevoegen.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds baseert de afweging tussen actief en passief beleggen op een vooraf vastgesteld raamwerk.
- Het pensioenfonds onderbouwt expliciet waarom het voor een bepaalde beleggingscategorie kiest voor actief of passief beheer, bijvoorbeeld voor beperking van risico's.
- Bij een keuze voor actief beheer beheerst het pensioenfonds de risico's door restricties op bijvoorbeeld tracking error.

7. Het nettorendement en/of de risicoverbetering zijn belangrijker dan de kosten van een beleggingskeuze.

Dit betekent:

- Het is niet doorslaggevend dat de kosten het laagst zijn. Wel moet de verantwoording van kosten helder zijn.
- Dit is de basis voor een expliciete afweging bij beleggingsbesluiten tussen kosten, rendement, en risico voor elke aanpassing in de beleggingsportefeuille.

8. Het pensioenfonds hecht belang aan environmental, social en governancefactoren (ESG) en neemt dit mee in het beleggingsbeleid.

Dit betekent:

- ESG speelt een rol bij het behalen van de langetermijndoelstelling van het pensioenfonds waarbij rendement belangrijk is maar niet het enige criterium hoeft te zijn.
- Het pensioenfonds wil fatsoenlijk zaken doen: op het gebied van ESG nemen wij onze verantwoordelijkheid. Met steeds de belangen van de belanghebbenden in het oog dragen wij bij aan een duurzamere wereld.

Uitgangspunten m.b.t. risicomanagement

9. Risico's beoordelen en beheersen is integraal onderdeel van een goed beleggingsproces.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds doorloopt bij beslissingen een gestructureerd beslissingsproces, waarbij risico's expliciet worden gemaakt.
- Het risicomanagement- en beleggingsproces is qua beslisstappen niet anders in normale perioden dan in abnormale perioden, ook als doorlooptijden korter zijn.

10. Het pensioenfonds moet zich bij alle materiële risico's afvragen of deze risico's afgedekt of verzekerd moeten worden.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds identificeert, analyseert, en beoordeelt risico's integraal, waarbij naast de vraag over de impact en het (mogelijk) mitigeren van risico's, ook de beheerskosten een rol spelen.
- Het pensioenfonds neemt in deze afweging de belangen van de belanghebbenden mee.

11. Het pensioenfonds geeft de uitvoerder duidelijke richtlijnen mee voor de gewenste uitvoering van het beleggingsbeleid.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds stelt beleggingsrichtlijnen op die beschrijven hoe de uitvoeringsorganisatie het beleggingsbeleid moet uitvoeren.
- Het pensioenfonds controleert via rapportages en evaluaties de naleving hiervan.

12. Het pensioenfonds beperkt risico's door het gebruik van leverage te beheersen.

Dit betekent:

- Het pensioenfonds staat het gebruik van derivaten toe voor doeltreffend portefeuillebeheer en het beperken van risico's.
- Rekening houdend met het karakter van de betreffende beleggingscategorie streeft het pensioenfonds naar beperkte leverage.

Specifiek voor de nettoregeling

13. Het pensioenfonds streeft naar een zo hoog mogelijke liquiditeit binnen de portefeuille en naar zo min mogelijk complexiteit.

Dit betekent:

- De nettoregeling kent geen alternatieve of illiquide beleggingen.
- Meer dan voor de basisregeling is een strikte afweging van liquiditeit ook op korte termijn van belang.
- Als de omvang van het vermogen in de nettoregeling sterk toeneemt, kan het pensioenfonds kiezen voor meer complexiteit en minder liquiditeit, binnen onderbouwde risicomaatstaven.