

Stichting Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM

Beleggingsplan 2025 basispensioenregeling

Bestuursvergadering 9 december 2024

Status: definitief

Inleiding

Dit beleggingsplan beschrijft hoe het Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM ('het pensioenfonds') uitvoering geeft aan het strategisch beleggingsbeleid van de basispensioenregeling in het aanstaande beleggingsjaar. Het vervangt het beleggingsplan 2024. Het beleggingsjaar loopt van januari 2025 tot en met december 2025.

Ieder jaar reflecteert het pensioenfonds in het beleggingsplan op de afgelopen jaargang en blikt het vooruit op de nieuwe. Daarbij besteden we aandacht aan de ontwikkelingen op de financiële markten, de impact op de dekkingsgraad en de beleidsontwikkeling. Als lange termijn belegger reageert het pensioenfonds niet op de waan van de dag, maar dat betekent niet dat de ogen worden gesloten voor veranderende trends. In het beleggingsplan worden actuele ontwikkelingen daarom ook bekeken vanuit hun impact op de lange termijn. De lat voor aanpassingen in het beleid ligt hoog, maar bij structurele trends of ontwikkelingen in de financiële positie kan er wel degelijk aanleiding zijn om bij te sturen.

De ontwikkelingen op financiële markten staan net zoals vorig jaar in het teken van de hoge inflatie, zorgen over de groei en (in)stabiliteit. Terugkijkend is de dekkingsgraad van het pensioenfonds verbeterd door gunstige rendementen op aandelen en vastrentende waarden. Maar als we vooruitblikken dan zien we vooral onzekerheid. Hoewel de inflatie daalt, blijft een loonprijs-spiraal nog steeds een risico. Ook zijn de economische vooruitzichten in het eurogebied voor 2025 vrij mager. Bij tegenvallers kan de economie gemakkelijk afglijden in een recessie. Bovendien is er een aantal zorgwekkende geopolitieke brandhaarden in de wereld. Het conflict tussen Israël en Hamas is verbreed met nu ook Hezbollah en Iran die zijn betrokken. Daarnaast is ook de oorlog tussen Rusland en Oekraïne verre van opgelost. In dit klimaat is het belangrijk om oog te houden voor verdere escalaties waarbij de grootmachten zijn betrokken. Met name de situatie rondom Taiwan is een serieuze bedreiging voor de wereldeconomie. Tegen deze achtergrond is het voor het beleggingsbeleid vooral belangrijk om extra kritisch naar beleggingsrisico's en de vergoedingen die hier tegenover staan te kijken.

Het jaar 2025 zal voornamelijk in het teken staan van het nieuwe pensioencontract. Het afgelopen jaar is het beleggingsbeleid vastgesteld op basis van de life-cycles. Een belangrijke mijlpaal daarbij was het implementatieplan en belangrijke keuzes met betrekking tot de pensioenregeling (zoals de keuze voor werkelijke rendement). Het pensioenfonds heeft afgelopen jaar een start gemaakt met het opstellen van het beleggingsbeleid (SPR-regeling) onder Wet Toekomst Pensioenen. In 2025 zal het pensioenfonds verder gaan met het opstellen van het beleggingsbeleid (eerste halfjaar) en de implementatie en uitvoering van het nieuwe beleid (tweede half jaar), zodat het pensioenfonds op 1 januari 2026 succesvol kan invaren.

Het pensioenfonds heeft door de overname van Achmea vanaf 1 januari 2025 een nieuwe uitvoerder op het gebied van vermogensbeheer. De dienstverlening zal door blijven gaan op dezelfde voet als voorheen met ook soortgelijke beleidscycli. Er worden dan ook in de agenda als gevolg van de overgang geen wijzigingen voorzien. Voor het lopende FTK-beleid worden geen wijzigingen doorgevoerd als gevolg van de transitie naar Achmea IM. Het komende jaar zal ook gekeken worden naar het verder stroomlijnen van de beleidscyclus van het fonds, inclusief harmonisatie met de agenda van Achmea IM waar dat voordelig is.

Inhoud

Inleiding	2
1 Ontwikkeling financiële positie, markten en beleid	4
1.1 Ontwikkeling financiële positie	4
1.2 Marktontwikkelingen en evaluatie hoofdcategorieën	4
1.3 Marktontwikkelingen subcategorieën	8
1.4 Liquiditeitstoets	9
1.5 Terugblik beleidsagenda 2024	10
2 Rendementsverwachtingen, stress-scenario's en de risicobudgettering	11
2.1 Rendementsverwachtingen	11
2.2 Economische stressscenario's	14
2.3 Strategische risicobudgettering	22
2.3.1 Aandachtspunt beleggingsbeleid	22
2.3.2 Doorgerekend beleggingsbeleid	22
2.3.3 Dekkingsgraadprojecties	23
3 Planning en speerpunten 2025	24
3.1 Planning 2025	24
3.2 Speerpunten	25
3.2.1 Speerpunt: De Wet Toekomst Pensioenen (WTP)	26
3.2.2 Speerpunt: Integratie Achmea Investment Management	27
3.3.1 Jaarplanning: Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)	28
Bijlage I: Jaarlijkse toetsen	29
1. Toets gevoeligheid nominale en reële rente	29
2. Monitoring (loon)inflatie	30
Bijlage II: Financiële risico's en hun mitigatie	31
Bijlage III: Beleid voldoet aan de prudentpersonregel	34
Bijlage IV: Beleggingsrichtlijnen	38
Bijlage V: Meerjarenplanning	39
Bijlage VI: Investment beliefs	40
Bijlage VII: Beschrijving risicobudgettering	43

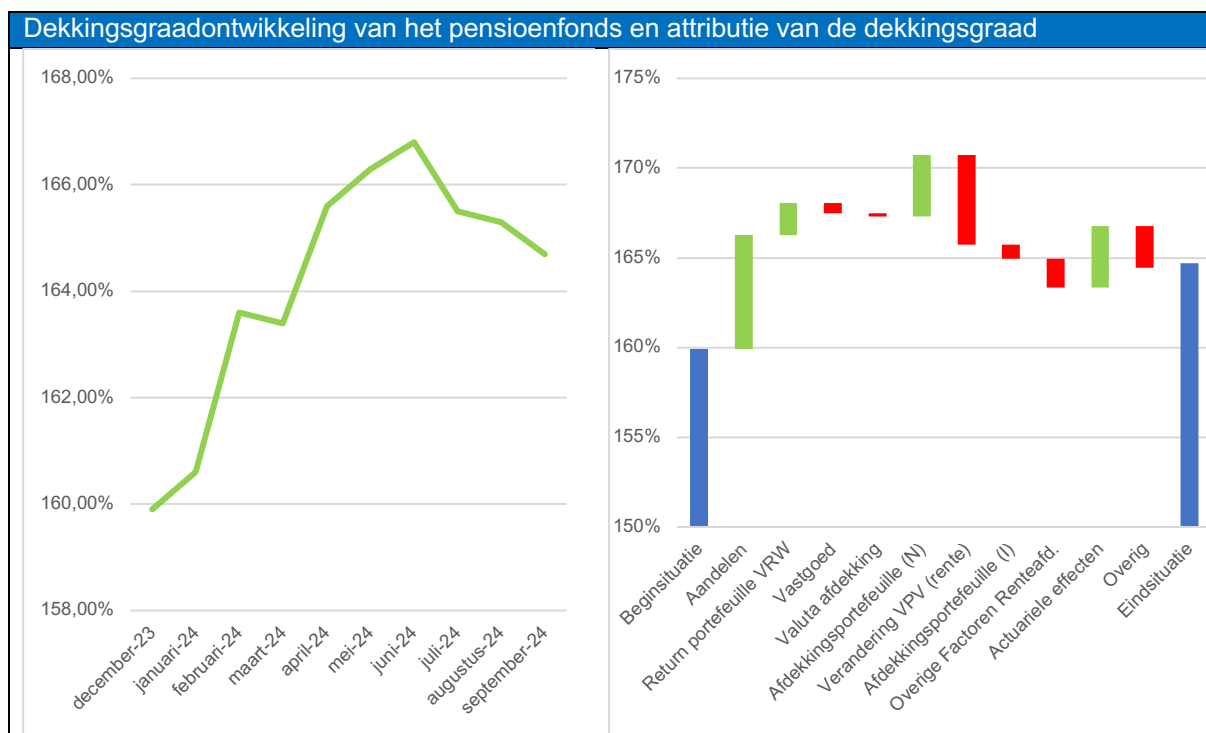
1 Ontwikkeling financiële positie, markten en beleid

In dit hoofdstuk blikken we terug op de ontwikkelingen van de financiële positie, de financiële markten en de beleidsagenda. De dekkingsgraad nam het afgelopen jaar toe doordat de verplichtingen afnamen en de waarde van de beleggingen groeiden. Het pensioenfonds heeft in 2024 grote stappen gezet in de implementatie van het nieuwe strategische beleggingsbeleid (de-risking).

1.1 Ontwikkeling financiële positie

De dekkingsgraad van het pensioenfonds is in het afgelopen jaar gestegen. Aan het begin van het jaar was de dekkingsgraad 159,9% en die is gedurende het jaar gestegen naar 164,7%.

Figuur 1: ontwikkeling en attributie van de dekkingsgraad



De stijging van de dekkingsgraad is vooral te danken aan de positieve rendementen op aandelen en de returnportefeuille binnen vastrentende waarden. De rentebeweging over het lopend jaar heeft een positieve impact gehad op de dekkingsgraad. Gedurende de eerste vijf maanden steeg de dekkingsgraad door een oplopende rente. De rest van het lopende jaar daalde de rente weer, wat resulteerde in een afnemende dekkingsgraad.

1.2 Marktontwikkelingen en evaluatie hoofdcategorieën

In deze paragraaf reflecteren we op de ontwikkelingen op financiële markten en evalueren we of deze aan de veronderstellingen uit de meest recente ALM-studie voldoen. Voor de portefeuille was 2024 een jaar met wisselende sentimenten. Dit zien we ook terug in de ALM-wolk uit de evaluatie (zie verder in deze paragraaf) waaruit blijkt dat de rendementsontwikkeling van de hoofdcategorieën aandelen en vastrentende waarden zich aan de bovenkant van de kansverdeling bevinden, waarbij de categorie vastgoed achterblijft.

Marktontwikkelingen

Het jaar 2024 stond opnieuw in het teken van drie thema's: groei, inflatie en gevaar op instabiliteit. Door aanbodschokken als gevolg van de coronapandemie en de oorlog tussen Rusland en Oekraïne is de inflatie opgelopen tot in de dubbele cijfers. Centrale banken hebben hier (laat) op gereageerd met forse renteverhogingen. Hoewel de inflatie nu op zijn retour lijkt, koelt de economie inmiddels behoorlijk af door de nog steeds hoge rente. Hierdoor neemt de kans op financiële instabiliteit toe. In onderstaande figuur wordt een aantal kernthema's weergegeven.

Figuur 2: drie thema's spelen een belangrijke rol in 2024



1) Inflatie

De inflatiepiek werd bereikt in oktober 2022 met 10,3 % voor het eurogebied. Daarna is de inflatie gestaag gedaald tot onder de doelstelling van de ECB (1,7% in september 2024). Ook de kerninflatie (geschoond voor energie en voedsel) is afgenomen, maar ligt nog wel net in de gevarenzone met bijna 3%. Werknemers willen gecompenseerd worden voor de prijsstijgingen van de afgelopen jaren. Dit zet druk op de loonontwikkeling. Hierdoor blijft er risico bestaan op een loon-prijs spiraal, hoewel het risico wel kleiner is dan vorig jaar. In dit kader is de ECB begonnen met verlagen van de beleidsrente. Opvallend is de hoge inflatie in Nederland met ruim 3,5%. De krappe arbeidsmarkt alsmede het hoge aandeel van (arbeidsintensieve) diensten in onze economie is hier debet aan.

2) Stabiliteit

De hogere rentes leiden tot extra druk op partijen die zijn gefinancierd met veel schuld. In 2023 kwam een aantal regionale banken in de VS hierdoor in problemen. In 2024 ontstonden zorgen over de schuldhoudbaarheid van landen, in het bijzonder Frankrijk waar door de verkiezingsuitslag sprake is van een politieke impasse. Dit onderstreept de noodzaak voor hervormingen in Frankrijk. Naast de rente zorgt vooral ook geopolitiek voor de nodige spanningen. De oorlog tussen enerzijds Israël en anderzijds Hamas, Hezbollah en Iran vergroot het risico op een groot regionaal conflict. Daarnaast blijft de oorlog tussen Rusland en Oekraïne doorgaan. De Amerikaanse verkiezingen zorgen daarbij voor extra onzekerheid aangezien de republikeinen de steun aan Oekraïne willen beperken. Gezien deze spanningen is het verrassend dat financiële markten relatief rustig zijn gebleven in 2024. Beleggers voorzien blijkbaar weinig impact van deze conflicten op de toekomstige winstgevendheid van bedrijven.

3) Economische groei

Economische groei is de schakel tussen rente en inflatie. In die zin is goed nieuws eigenlijk slecht nieuws, want een hogere economische groei zet extra druk op de lonen en daarmee op de prijzen. In 2024 komt de groei in de VS volgens het Internationaal Monetair Fonds (IMF) uit op 2,8%. De verwachting is echter dat deze volgend jaar zal afnemen naar 2,2%, voor de Amerikaanse centrale bank reden om in september 2024 de rente met 50 bp te verlagen. In het eurogebied is de groei met 0,8% in 2024 aanzienlijk lager. De ECB heeft daarom de rente in het afgelopen jaar al drie keer

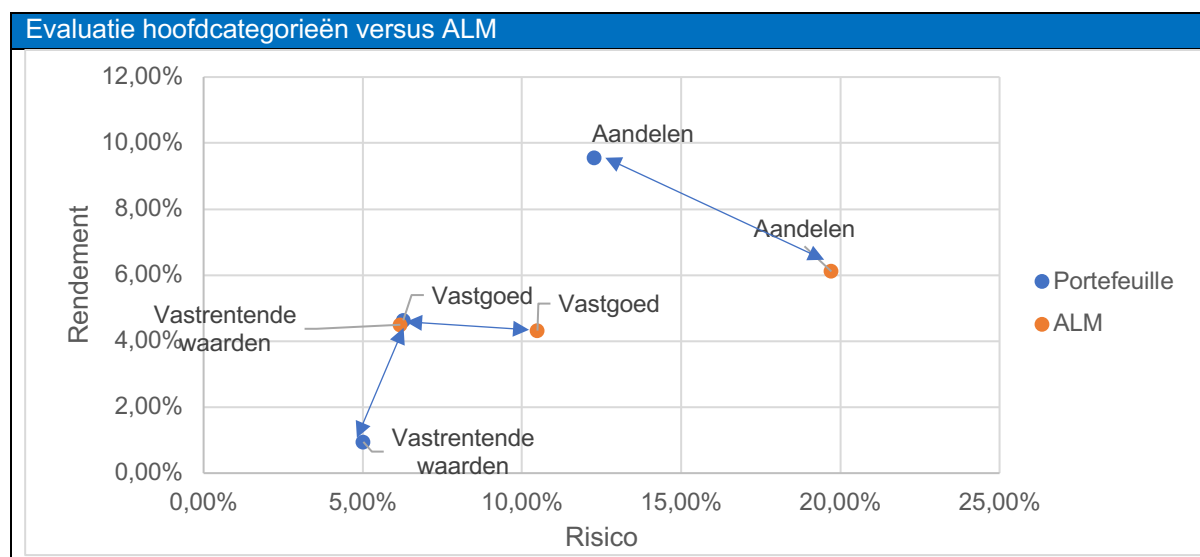
.....

verlaagd. De markt verwacht nog meer renteverlagingen om de economie te ondersteunen. Het IMF schat in dat de groei in de eurozone in 2025 uitkomt op 1,2%. Net als in de VS zal ook in China de groei in 2025 naar verwachting lager uitkomen (4,5% tegen 4,8% in 2024). Vergrijzing, een vastgoedcrisis en hoge schulden bij lokale overheden zijn hier onder meer debet aan.

Evaluatie hoofdcategorieën

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

Figuur 3: Gerealiseerd risico en rendement hoofdcategorieën afgelopen 10 jaar versus ALM-veronderstellingen



In bovenstaande figuur wordt het risico en rendement van de hoofdcategorieën over de afgelopen 10 jaar weergegeven tegenover de verwachtingen vanuit ALM.¹ Aandelen laten een beter rendement zien ten opzichte van de veronderstelling in de ALM-scenario's met een lager risico.² Over de laatste 10 jaar was de vraag naar aandelen groot vanwege de zoektocht naar rendement. Vastrentende waarden blijven achter bij de 10-jaars ALM-verwachting maar ook met een lager risico. Vanwege de historische rentestijgingen in 2022 zijn er in dat jaar forse verliezen geweest.

Vastgoed presteert qua rendement vergelijkbaar met de ALM-verwachting. Het risico is echter kleiner. Dit betekent dat het rendement van vastgoed zich stabiel heeft ontwikkeld over de afgelopen jaren.

In de evaluatie is ook gekeken naar de daadwerkelijke rendementen van de hoofdcategorieën ten opzichte van de geprojecteerde ALM-scenario's. In onderstaande figuur wordt het rendement van de hoofdcategorie weergegeven ten opzichte van de verschillende percentielen die zijn verondersteld in de ALM-scenario's.

¹ Gebaseerd op ALM voor WTP, najaar 2023.

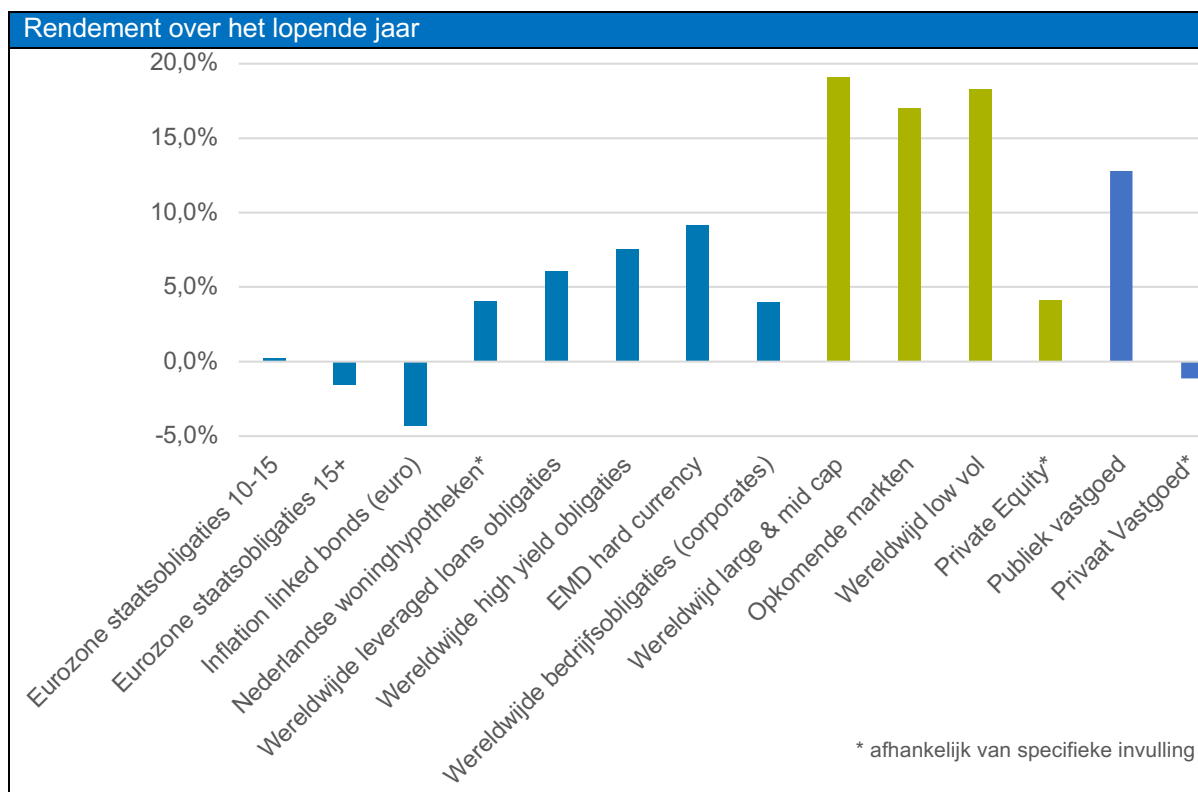
² De risicorendementsverhouding is dus gunstiger ten opzichte van de ALM.

Rendementen hoofdcategorieën versus ALM	Toelichting
<p>Aandelen</p>	<p>Aandelen hebben geprofiteerd van een stabiele economie en presteren net onder de 75% percentiel grens.</p>
<p>Vastrentende Waarden</p>	<p>Vastrentende waarden hebben voordeel gehad van de gedaalde rente tegenover de uitgangspunten van de ALM. Door de waardestijging presteren vastrentende waarden in het midden van het 75%-95% percentiel.</p>
<p>Vastgoed</p>	<p>Vastgoed rendeert net boven de grens van het 25-50% percentiel. De kantoormarkt (circa 26% van de private vastgoedbeleggingen) ondervindt nog steeds negatieve effecten van de Covidpandemie.</p>

1.3 Marktontwikkelingen subcategorieën

In deze paragraaf worden de prestaties van de verschillende hoofdcategorieën verder uitgediept op het niveau van de subcategorieën. Daarnaast wordt er duiding gegeven bij enkele opvallende rendementen van de verschillende subcategorieën. In onderstaand figuur zijn binnen vastrentende waarden, aandelen en vastgoed de rendementen per subcategorie weergegeven. Het overgrote deel van de categorieën rendeert positief.

Figuur 5: rendementen beleggingscategorieën in 2024



Vastrentende waarden

De categorieën met grote rentegevoeligheid rendeerden vanwege de gestegen rente het eerste halfjaar negatief. Gedurende het derde kwartaal hebben de centrale banken de rente verlaagd, hierdoor is het rendement over het lopend jaar minder negatief geworden. De subcategorieën met kredietrisico presteerden positief over het lopende jaar. Emerging Market Debt profiteerde van zowel de rentedaling als de daling van de kredietopslag.

Aandelen

De positieve rendementen van aandelen over het lopend jaar komen met name uit het eerste kwartaal van het jaar. De stijging komt niet exclusief door de 'Magnificent Seven', de grootste bedrijven van de wereld. Onderliggend profiteerden namelijk steeds meer bedrijven van de bestendige economie en dat vertaalde zich in stijgende koersen van deze bedrijven. Gedurende het tweede en derde kwartaal was de groei ook positief, zij het lager dan het eerste kwartaal. De beperking van de stijging kwam door een kortdurende angst voor een recessie.

Voor private equity zien we in 2024 een positief resultaat. Bij deze categorie moeten we echter rekening houden met vertragings- en rente-effecten die nog niet volledig zijn doorgewerkt in de waardering van deze categorie.

Vastgoed

Publiek vastgoed heeft geprofiteerd van de rentedaling gedurende het derde kwartaal. Binnen privaat vastgoed is de positieve impact van de rentedaling nog niet zichtbaar, wat samenhangt met de

vertraging van de doorwerking van het rente-effect en het algemene klimaat waarin de kantoormarkt zich bevindt.

1.4 Liquiditeitstoets

In deze paragraaf worden de schokken voor het liquiditeitsbeleid getoetst op basis van de recente veranderingen in de markt. Voor het liquiditeitsbeleid worden er schokken gebruikt op de rente, inflatie, aandelen, valuta en de staatsspread. In de onderstaande tabel staan de schokken die gebruikt zijn voor het liquiditeitsbeleid en daaronder de schokken op basis van de historische data per 30-9-2024.

Huidige schokken	Rente	Inflatie	Aandelen	Valuta	Spread AAA/AA
<i>Acuut (week)</i>	+0.70%	-0.60%	-	-	-
<i>Korte termijn (maand)</i>	+1.20%	-1.10%	-30.0%	+20.0%	+0.75%
<i>Lange termijn (jaar)</i>	+2.50%	-1.30%	-40.0%	+30.0%	+0.85%
Historische data	Rente	Inflatie	Aandelen	Valuta	Spread AAA/AA
<i>Acuut (week)</i>	+0.56%	-0.48%	-	-	-
<i>Korte termijn (maand)</i>	+0.60%	-0.62%	-13.07%	+10.73%	+0.36%
<i>Lange termijn (jaar)</i>	+2.38%	-1.16%	-37.24%	+13.88%	+0.49%

In de tabel is te zien dat alle schokken die gebruikt worden voor het liquiditeitsbeleid groter zijn dan historisch gezien het geval is. Dit wil zeggen dat het liquiditeitsbeleid in staat is om extremere schokken op te vangen dan die in het verleden hebben plaatsgevonden. Geconcludeerd kan worden dat de scenario's voor het liquiditeitsbeleid robuust zijn en geen aanscherping behoeven.

1.5 Terugblik beleidsagenda 2024

Het pensioenfonds heeft in 2024 diverse beleggingsonderwerpen behandeld. Naast de onderwerpen die op de meerjarenplanning stonden, zijn er ook extra onderwerpen behandeld. In onderstaande figuur wordt er onderscheid gemaakt tussen de onderwerpen die op de meerjarenplanning stonden en die extra op de agenda zijn gekomen gedurende het jaar.

Figuur 6: behandelde beleggingsonderwerpen in 2024 Stichting Pensioenfonds KLM Vliegend

	2024			
	Q1	Q2	Q3	Q4
	Meerjarenplanning			
Jaarlijks beleggingsplan				X
Risicobudgettering analyse			X	
Markt outlook BSG + scenario's			X	
Normportefeuille				X
Investment case + kaderstelling Vastgoed			X	X
Evaluatie Vastgoed		X		
Evaluatie externe managers			X	
Herijking beleidskaders				
Herijking beleggingsbeleid				X
Beleid actief risico	X	X		
Sec Lending	X			
MVB Beleid	X	X	X	X
WTP	X	X	X	X
Jaarverslag	X			
Prudent Person	X			
	Buiten de meerjarenplanning om			
De-risking implementatie		X		
Implementatie VRW	X	X	X	X
MVB jaarverslag			X	X
SFDR 8 classificatie				X
ESG risicoraamwerk	X	X	X	

Naast de reguliere onderwerpen zijn er meerdere beleggingsonderwerpen behandeld door het pensioenfonds. De implementatie van het de-risking traject was een belangrijk traject dat in het eerste gedeelte van het jaar is afgerond. Daarnaast zijn onderwerpen voor de WTP en maatschappelijk verantwoord beleggen gedurende het jaar doorlopend behandeld. Het tweede halfjaar stond voornamelijk in het teken van de voorbereidingen op de WTP.

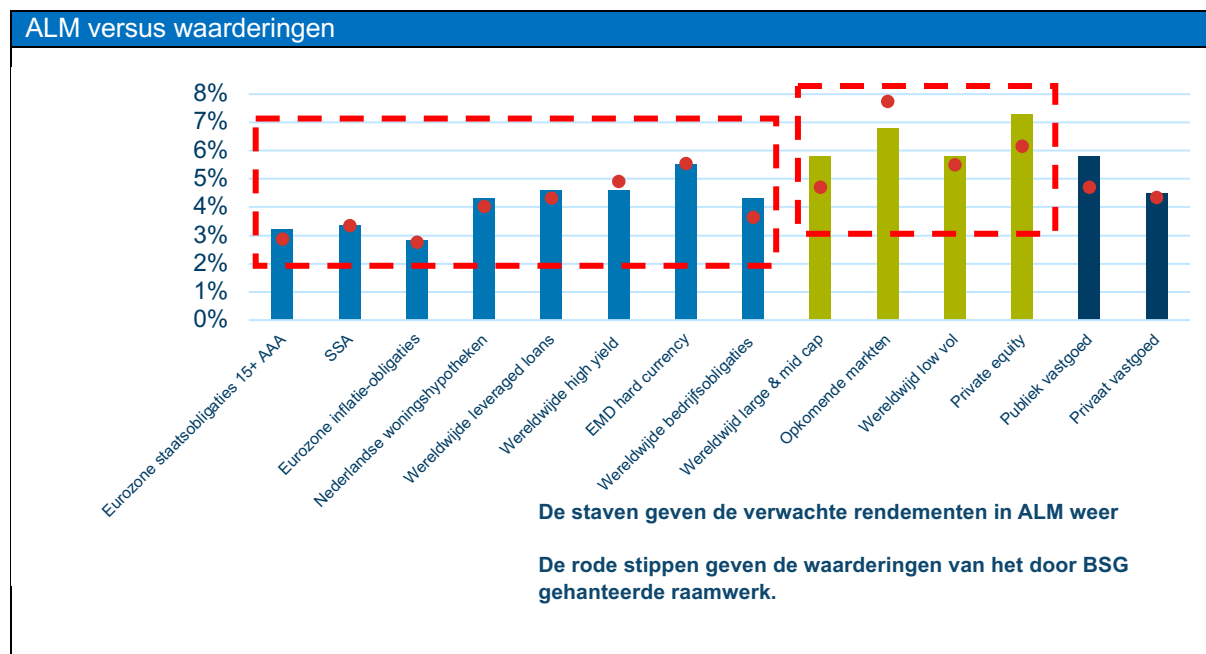
2 Rendementsverwachtingen, stress-scenario's en de risicobudgettering

In dit hoofdstuk staan de rendementsverwachtingen voor de beleggingscategorieën, de stressscenario's en de risicobudgettering centraal. Het doel hiervan is om te toetsen of het zinvol is de huidige portefeuille aan te scherpen op basis van actuele marktomstandigheden en/of risico's. Hiertoe bevat paragraaf 2.1 een vergelijking van de *rendementsverwachtingen* op basis van ALM en huidige marktwaarderingen. Vervolgens wordt op de uitkomsten gereflecteerd door BSG. In paragraaf 2.2 komen verschillende economische *stressscenario's* aan bod. Deze extreme maar plausibele gebeurtenissen fungeren als stresstest op de dekkinggraad. Paragraaf 2.3 is ten slotte gericht op de impact van de verschillende scenario's voor de dekkinggraad. De huidige portefeuille wordt daarbij vergeleken met een alternatieve variant die in lijn is met de voorlopige WTP portefeuille op basis van hoofdcategorieën.

2.1 Rendementsverwachtingen

De huidige marktomgeving wordt nog steeds gedomineerd door relatief hoge rentes en inflatie. We vergelijken hieronder de rendementsverwachtingen op basis van de lange termijn veronderstellingen uit de meest recente ALM studie met die op basis van de huidige marktwaarderingen.³

Figuur 7: Overzicht rendementsverwachtingen per subcategorie



In bovenstaande figuur valt op dat de rendementsverwachtingen van spreadproducten in lijn liggen met hun marktwaarderingen. Er wordt daarbij rekening gehouden met eventuele defaults. Het hoogste rendement wordt verwacht voor schuld in dollars van opkomende landen (ruim 5%). Bij aandelen wijken de rendementsverwachtingen marginaal af ten opzichte van marktwaarderingen. Het verschil is doorgaans kleiner dan 1%-punt. Bij aandelen valt verder op dat opkomende markten aantrekkelijker zijn op basis van marktwaarderingen ten opzichte van de andere subcategorieën binnen aandelen. De hogere risicopremie van deze aandelen kan samenhangen met het feit dat de verwachting voor de economische groei minder gunstig is geworden voor opkomende markten. Ook het inflatiebeeld is wat

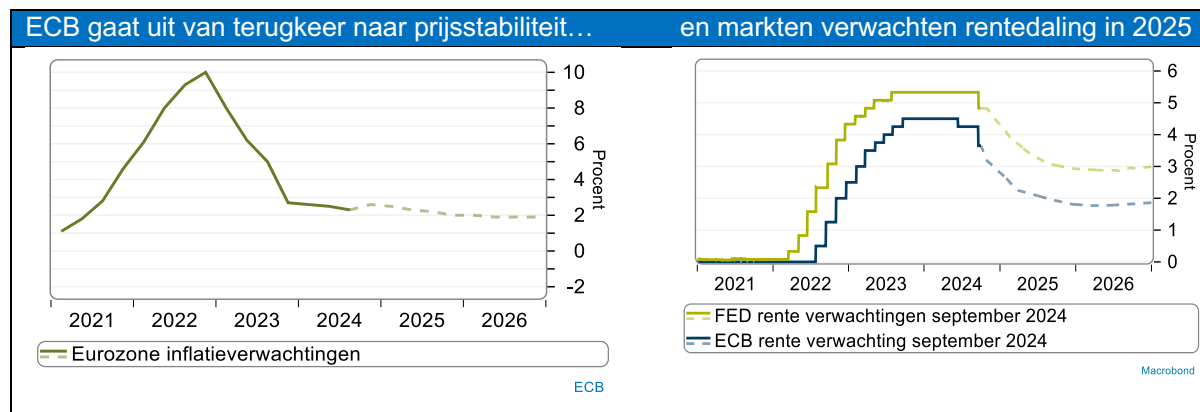
³ Betreft ALM najaar 2023.

minder rooskleurig voor deze landen. Daarnaast speelt geopolitieke onzekerheid een rol, evenals een lagere verwachte structurele groei in China door onder meer vergrijzing en lagere productiviteitsgroei.

Rentemarkten

Om een beeld te krijgen van de economische stand van zaken kijken wij naar de marktverwachtingen voor vastrentende waarden. Onderstaande grafieken tonen de inflatie- en renteverwachtingen.

Figuur 8: rente- en inflatieverwachtingen

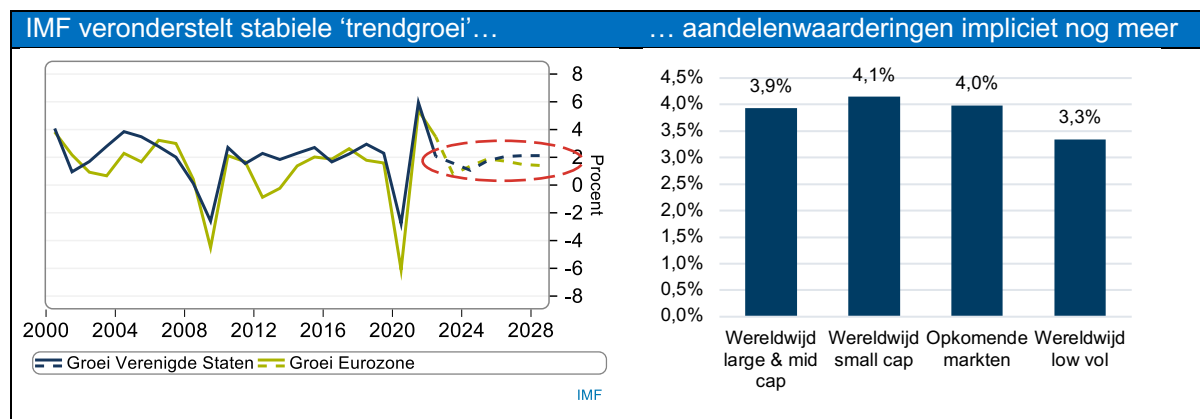


Na de piek in inflatieverwachtingen in 2022 voorziet de ECB op de middellange termijn nog steeds een terugkeer naar de 2%-doelstelling (figuur 7). Ook de 5-jaars inflatieverwachting van de markt op basis van inflatieswaps duidt op een terugkeer naar prijsstabiliteit (2,1%). Dit wordt ook weerspiegeld in de rentecurve die vrij vlak is, een teken dat de economie aan het afkoelen is. Markten gaan er dus vanuit dat centrale bankiers hun strijd tegen inflatie zullen winnen.

Aandelenmarkten

Aandelenmarkten lijken een rooskleurige economische ontwikkeling te hebben ingeprijsd. De vraag is of dat reëel is. Onderstaande figuur toont de groei conform de verwachting van het IMF en de winstgroei die nodig is om de huidige waarderingen te rechtvaardigen.

Figuur 9: groei en waardering van aandelen



Het IMF verwacht dat de economie in de ontwikkelde landen groeit met bijna 2% in 2025 – in lijn met hun trendgroei. De huidige waarderingen van aandelen impliceren een veel hogere groei van de winsten dan besloten ligt in de economische groeiverwachtingen van het IMF. Om de rendementsverwachtingen uit ALM te behalen zou de economische groei dus veel hoger dan 2% moeten uitvallen.

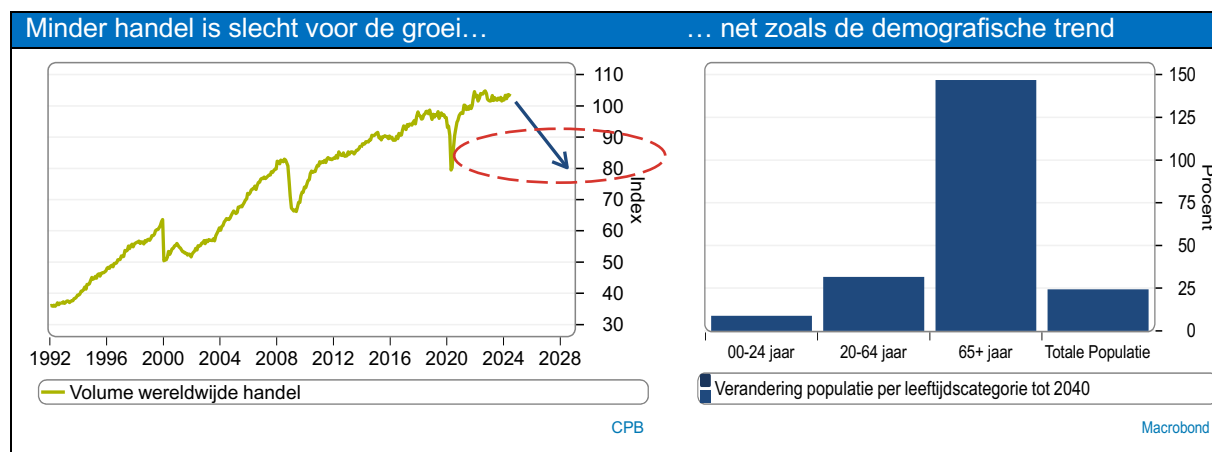
.....

Reflectie van Blue Sky Group

Een eerste observatie van Blue Sky Group is dat het beeld uit de rente- en aandelenmarkten niet met elkaar overeen komen. Waar aandelenmarkten optimistisch lijken over toekomstige (winst)groei en wat pessimistischer over de inflatie, duidt de vlakke rentecurve juist op een afkoelende economie. Dit beeld zagen we vorig jaar ook en wellicht is dit ook wel consistent met het inherente optimisme van aandelenbeleggers en het inherente pessimisme van obligatiebeleggers.

Blue Sky Group is pessimistischer over de economische groei dan in de aandelenmarkten is ingeprijsd en verwacht een specifiek hogere inflatie in Nederland dan voor het eurogebied als geheel. De krappe arbeidsmarkt, het relatief grote aandeel van loonkosten in de economie en aanscherping van het migratiebeleid zijn hier belangrijke oorzaken voor.

Figuur 10: wereldwijde handelsvolume en demografie



De geopolitieke spanningen van de afgelopen jaren uiten zich steeds meer in protectionistisch beleid. Spanningen tussen het Westen aan de ene kant en China en Rusland aan de andere kant laten hun sporen na. Recent onderzoek van de Bank of International Settlements (BIS) laat zien dat geopolitieke verhoudingen de handelsvolumes beïnvloeden: tussen 2017 en 2023 waren de kwartaal-op-kwartaal verandering in handelsvolumes gemiddeld 2,5% lager tussen landen met geopolitieke spanning in vergelijking met landen zonder of met weinig spanning (gemeten door stemgedrag in de VN). Kortom, de impact van de-globalisering moet serieus genomen worden en heeft belangrijke gevolgen voor de groei- en inflatieontwikkeling. Zo worden productieketens dusdanig aangepast waardoor er meer regionale of zelfs lokale productie ontstaat. Daarnaast zullen grondstoffen ook in toenemende mate schaars worden. Veel opkomende landen hebben hier een sterke positie en ze kunnen die gebruiken om het westen onder druk te zetten via gremia zoals de BRICS en OPEC. Door schaarste lopen prijzen verder op en dat heeft weer negatieve gevolgen voor de economische groei. Overigens blijkt uit hetzelfde onderzoek van de BIS dat Europa minder kwetsbaar is voor geopolitieke spanning in vergelijking met andere regio's. De reden is dat 70% van de handel op het conto komt van andere Europese landen. China en Mexico daarentegen zijn relatief kwetsbaar, vooral vanwege hun afhankelijkheid van de VS.

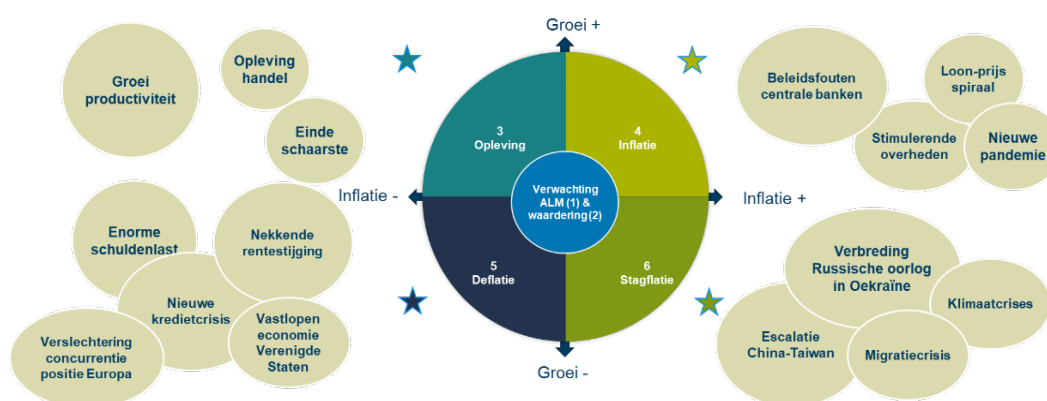
Naast de-globalisering speelt vergrijzing wereldwijd een belangrijke rol in de groeiverwachting van BSG. In China is het 'demografisch dividend' weggefallen en krimpt de bevolking inmiddels. Ook binnen de EU zal een tekort aan arbeid ontstaan, wat weer kan leiden tot een stijging van de lonen. De opkomst van populistische politieke partijen maakt het moeilijk om vergrijzing met immigratie te compenseren. Verder zal de consumptie naar verwachting afnemen bij vergrijzing, wat een negatieve impact heeft op de economische groei. Voor de VS verwachten we dat de impact zal meevallen door traditioneel hogere immigratie.

De tegenstrijdige signalen uit de markten en onze reflectie maken dat we geen aanleiding zien om de portefeuille bij te sturen op basis van waarderingen. Historisch gezien profiteren aandelen weliswaar van hogere niveaus van inflatie (tussen 2 en 4%), maar dat lijkt al ingeprijsd. Bovendien vinden we waarderingen vrij optimistisch. De ingeprijsde rentedalingen achten we realistisch, gegeven de inflatiedruk in het eurogebied. Rentevergoedingen blijven nog wel interessant.

2.2 Economische stressscenario's

Naast marktverwachtingen houdt het pensioenfonds bij het beoordelen van de portefeuille rekening met economische stressscenario's. Dit zijn extreme maar plausibele gebeurtenissen die ingaan op actuele ontwikkelingen zoals het conflict tussen Hamas, Hezbollah en Iran enerzijds en Israël anderzijds, maatschappelijke polarisering of het ontstaan van een nieuwe financiële crisis. De gebeurtenissen zijn gegroepeerd in vier archetypische economische regimes (figuur 11). Naast een economische opleving wordt de impact van deflatie, inflatie en stagflatie inzichtelijk gemaakt. Per regime is een inschatting gemaakt van de impact op de beleggingscategorieën aandelen, vastrentende waarden en vastgoed. Tezamen met de verwachtingen uit de voorgaande paragraaf wordt de impact op de dekkinggraad van de scenario's in de volgende paragraaf doorgerekend in een strategische risicobudgettering.

Figuur 11: Een greep uit de actualiteiten in de scenario's



De scenario's beschreven

Vooruitkijkend houden we rekening met vier deterministische stressscenario's over een horizon van vijf jaar. In bovenstaand figuur zijn de belangrijkste ontwikkelingen gegroepeerd naar archetype scenario. Onderstaande tabel geeft een overzicht van de rendementen per hoofdcategorie die in de scenario's worden verwacht.

Tabel 1: Overzicht scenario's (rendementen gemiddeld per jaar, tussen haakjes cumulatief na 5 jaar)

Scenario	Verwachtingen		Stressscenario's			
	1.ALM	2.Waarderingen	3.Opleving	4.Inflatie	5.Deflatie	6. Stagflatie
Aandelen	+6.1% (+34.5%)	+5.4% (+29.9%)	+7.2% (+41.6%)	+3.7% (+20.0%)	-9.4% (-39.0%)	-5.0% (-22.6%)
Staatsobligaties	+3.0% (+16.0%)	+2.8% (+15.0%)	+2.2% (+11.6%)	+6.4% (+36.7%)	+4.9% (+27.1%)	+4.2% (+23.0%)
Spreadproducten	+4.7% (+25.7%)	+4.5% (+24.7%)	+3.9% (+21.1%)	+4.4% (+24.0%)	-0.4% (-2.0%)	+0.0% (+0.0%)
Vastgoed	+4.8% (+26.4%)	+4.4% (+24.2%)	+4.7% (+25.8%)	+2.8% (+15.0%)	-6.7% (-29.3%)	-1.6% (-7.8%)
Niveau's na 5 jaar						
20-jaars swaprente Beginstand: 1.9%	+2.5%	+2.5%	+3.0%	+3.5%	0.0%	+4.0%
Inflatie Beginstand 2.8%	+2.2%	+2.2%	+2.1%	+7.5%	-0.5%	+6.0%

1. Opleving: een intelligente boost

In dit scenario krijgt AI voet aan de grond. Ook vinden veel investeringen plaats in schone energie en duurzame productie. De economie groeit behoorlijk en de inflatie komt snel onder controle.

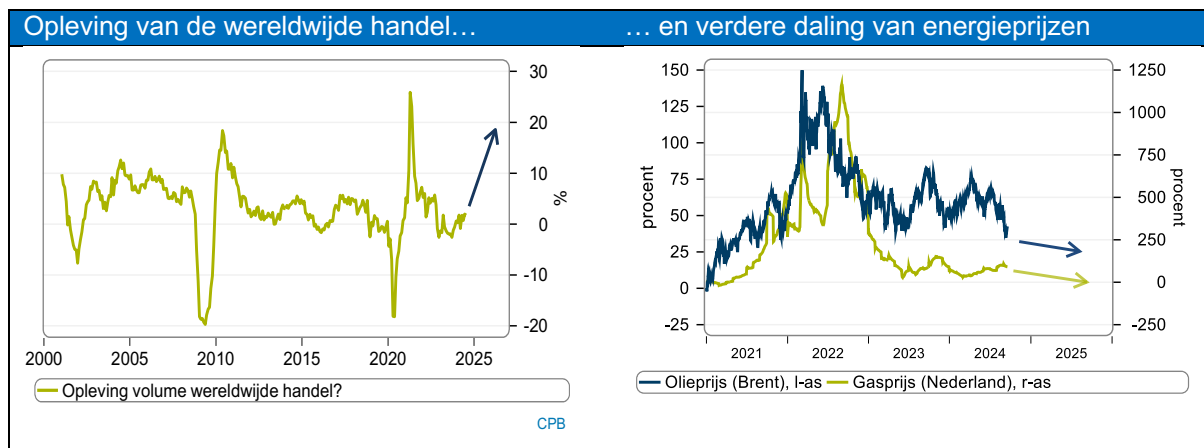
AI blijkt geen hype maar een echte gamechanger. Grote bedrijven die AI toepassen kunnen hun productiviteit met dubbele cijfers laten groeien. Kleinere bedrijven gaan volgen is de verwachting onder ondernemers, bankiers en beleggers. Ook de energietransitie komt in een stroomversnelling door investeringen op grote schaal. Daarbij investeren ook overheden steeds meer in digitale veiligheid en infrastructuur. Ondertussen nemen de spanningen op het geopolitieke speelveld sterk af. Er komt een bestand tussen Israël, Hamas en Hezbollah, waardoor er een einde komt aan het bloedvergieten in Gaza en Libanon. Het internationale zeevervoer profiteert omdat de Houthis-rebellen hun aanvallen op schepen in de Rode Zee beëindigen. Ook de spanningen tussen China en de VS nemen af. Een nieuwe topontmoeting tussen de presidenten van beide landen leidt tot nieuwe initiatieven voor samenwerking op het gebied van handel, klimaat en veiligheid. In Europa leiden nieuwe plannen om de muntunie te versterken – onder andere door de uitgifte van eurobonds – tot optimisme onder (internationale) beleggers. Al deze politieke en technologische ontwikkelingen stimuleren de wereldwijde handel en economische groei, terwijl de inflatie door onder meer lagere energie- en grondstofprijzen verder afneemt (figuur 11).

Box 1: Verhoogt AI de productiviteit?

Onderzoek voor de VS laat zien dat er een positieve relatie bestaat tussen het gebruik van AI en de toekomstige prestaties van bedrijven (hogere groei, meer productiviteit per werknemer). Ook blijkt dat bedrijven die AI inzetten eerder extra personeel aannemen dan bezuinigen op personeel. Er bestaan wel grote verschillen tussen sectoren. Zo gebruikt ruim 20% van de bedrijven in de IT-sector AI, tegen slechts 2% in de bouwsector. De belangrijkste reden voor bedrijven om AI niet te gebruiken is dat de toepassing ervan technisch niet mogelijk is. Gebrek aan kennis over AI speelt hierbij een ondergeschikte rol. Wat betreft het type AI, worden marketing automation, virtual agents, natural language processing en data/text analytics het meest toegepast door bedrijven in de VS.

Bron: Bonney et al.(2024). Marketing automation, virtual agents, natural language processing, and data/text analytics, CES 24-16.

Figuur 12: wereldwijde handel en energieprijzen



Risicovolle activa zoals aandelen doen het over het algemeen goed in dit scenario, maar er zijn wel grote verschillen tussen sectoren. Zo hebben oude (vervuilende) sectoren het zwaar door nieuwe milieueisen, oplopende financieringskosten en een sterke euro. Duurzame bedrijven en bedrijven met geloofwaardige transitieplannen kunnen echter rekenen op veel belangstelling van beleggers. Ook opkomende landen profiteren van het herstel, in het bijzonder een aantal opkomende landen dat zich

toelegt op technologie of duurzame productie zoals India en Vietnam. Ook obligaties doen het goed in dit scenario aangezien centrale banken hun strijd tegen de hoge inflatie hebben gewonnen en ruimte hebben om de rente verder te verlagen. Vastgoed profiteert in dit scenario van de forse economische groei in combinatie met een gematigder renteklimaat.

Indicatoren: Nieuwe overheidsinvesteringen in hernieuwbare energie en digitalisering van de economie, productiviteitsgroei bedrijven, breed gedragen economische groei, gematigde loongroei, sterke euro, lagere inflatieverwachtingen, geleidelijke renteverlagingen, positieve aandelenrendementen, afnemend belang populistische partijen, internationale samenwerking.

2. Inflatie: extra compensatie voor de hoge prijzen

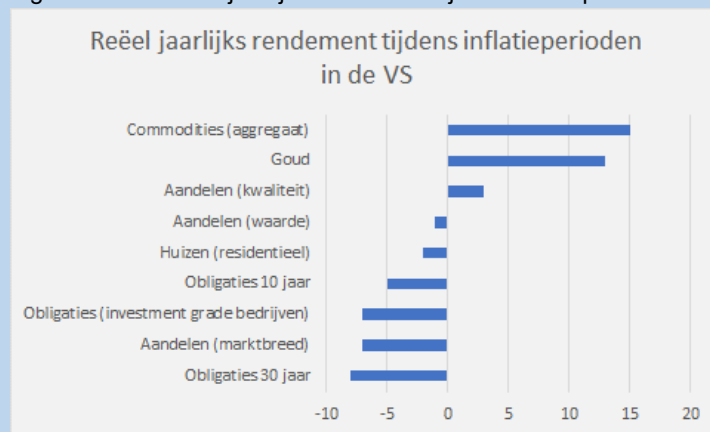
Overheden compenseren burgers voor de hoge prijzen. Werknemers krijgen hogere lonen, waardoor een loon-prijs spiraal blijft bestaan. De economische groei blijft op peil, arbeid blijft schaars en de inflatie krijgt een persistent karakter.

Door de gestegen prijzen is bestaanszekerheid het thema in de Europese politiek. In Nederland wordt hier bijvoorbeeld gehoor aan gegeven door de omzetbelasting (btw) op de dagelijkse boodschappen te verlagen, het eigen risico in de zorg af te schaffen en de zorg- en huurtoeslag te verhogen. Ook de loonbelasting wordt verlaagd. Sommige landen zoals Italië hanteren zelfs maximumprijzen voor pasta, groenten en koffie. In het eurogebied hanteren steeds meer landen prijssubsidies op tal van producten en diensten. Hoewel de compensatie is bedoeld voor de laagste inkomens, profiteren ook mensen met midden- en hogere inkomens. Overheden financieren deze maatregelen door hun schulden te laten oplopen. Economen waarschuwen dat toekomstige generaties voor deze schulden opdraaien. Bezuinigen is echter politieke zelfmoord in deze tijd.

Box 2: welke beleggingen zijn historisch gezien inflatiebestendig?

Onderzoek voor de VS laat zien dat rendement behalen in een periode met hoge inflatie niet zo gemakkelijk is. In de periode 1925-2021 kende de VS acht periodes met inflatie, gedefinieerd als een jaarlijkse stijging van de prijzen én boven een niveau van 5%. De betreffende studie laat zien dat grondstoffen en goud de beste papieren hebben: zij geven gemiddeld een reëel jaarlijks rendement van respectievelijk 15% en 13% tijdens een inflatieperiode. Bij goud kan wel een kanttekening worden geplaatst. Het rendement wordt sterk bepaald door een uitschieter in 1979 toen het edelmetaal met maar liefst 154% in waarde steeg. Aandelen (brede markt) doen het een stuk slechter met een jaarlijks reëel rendement van -7%. Wel zijn er verschillen tussen categorieën aandelen. Waarde- en zogeheten kwaliteitsaandelen doen het met -1% en 3% naar verwachting beter dan de markt als geheel.* De grootste verliezers in tijden van inflatie zijn – niet geheel verrassend – obligaties met een lange looptijd: 30-jaar staatspapier noteert een reëel rendement van gemiddeld -8% per jaar.

Figuur Box 2: Reëel jaarlijks rendement tijdens inflatieperiodes in de VS



.....

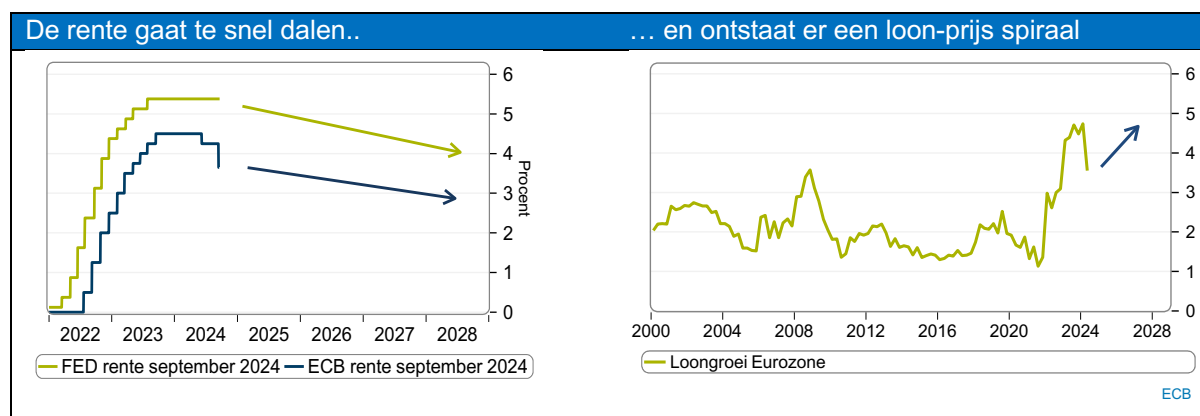
*Waardeaandelen hebben een gunstig dividendrendement, koers/winstverhouding en koers/boekwaardeverhouding per aandeel van een bedrijf. Kwaliteitsaandelen hebben een gunstige brutowinstmarge, rendement op geïnvesteerd vermogen en/of rendement op investeringen.

Bron: Neville, Henry, Teun Draaisma, Ben Funnell, Campbell R. Harvey, and Otto Van Hemert. 2021. "The Best Strategies for Inflationary Times." *The Journal of Portfolio Management* vol. 47, no. 8: 8-37.

De economie floreert en de arbeidsmarkt blijft krap. Bedrijven hebben grote moeite om personeel te vinden én te behouden. De CEO's van een aantal grote bedrijven zoals ASML pleiten in een brandbrief aan het kabinet voor meer arbeidsmigranten van buiten de EU, maar het politieke draagvlak blijkt hiervoor te klein. Vakbonden eisen hogere lonen en veel bedrijven gaan overstag door de lonen met het inflatiepercentage te compenseren (figuur 12). Hierdoor ontstaat een klassieke loon-prijs spiraal. De inflatie wordt zeer breed gedragen in de economie en krijgt een persistent karakter. Centrale banken zijn afwachtend om de rente verder te verhogen. Een aantal vooraanstaande Duitse economen vindt het beleid van de ECB volstrekt onverantwoord en waarschuwt zelfs voor de gevaren van hyperinflatie. Financiële markten prijzen ondertussen meer renteverhogingen in en verwachten een hogere breakeven inflatie in de komende jaren.

Beleggers vluchten in grondstoffen en reële activa zoals vastgoed. Opkomende landen die grondstoffen exporteren noteren positieve rendementen. Aandelenmarkten staan aan het einde van de scenariohorizon op bescheiden winst. Sectoren die zich richten op basisbehoeften of juist veel marktmacht hebben doen het beduidend beter. Obligaties dalen in koers door de hogere rente maar profiteren wel van hogere coupons. Het is niet ondenkbaar dat in dit scenario de centrale banken de beleidsrente uiteindelijk flink verhogen om de uit de hand gelopen inflatie te beteugelen, waardoor de economie mogelijk in een recessie belandt.

Figuur 2: hogere rentes en stijgende lonen



Indicatoren: Forse overheidsuitgaven gericht op prijssubsidies en sociale voorzieningen, afnemende spaartegoeden, stijgende detailhandelsverkoop, krappe arbeidsmarkt, minder vacatures, oplopende inflatieverwachtingen, hoge looneisen vakbonden, opwaartse druk op rentecurve, bescheiden aandelenkoersen (behalve opkomende markten), stijgende huizenprijzen en cryptokoersen.

3. Deflatie: verrast door een systeemcrisis

Centrale banken staan op het punt om het sein brandmeester te geven in hun strijd tegen de inflatie. Maar dan blijkt dat het financiële systeem niet bestand is tegen al het bluswater. De hoge rentes leiden tot een systeemcrisis, met een zware recessie als gevolg. Inflatie en rentes dalen vervolgens hard.

.....

Het financiële systeem blijkt veel fragieler dan marktparticipanten denken. Diverse niet-bancaire partijen met teveel schuld op hun balans, zoals energie- en vastgoedbedrijven, komen als eerste in de problemen. Dit veroorzaakt een kettingreactie in het systeem. Er ontstaat enorm veel volatiliteit en er is gebrek aan liquiditeit op financiële markten. Andere bedrijven met veel schuld zoals private equity komen ook in grote problemen, evenals een aantal opkomende landen. Er is twijfel of banken deze storm overleven, een grote Europese bank gaat zelfs failliet. Dit zorgt voor een nieuwe schokgolf in het financiële systeem. De autoriteiten zijn niet in staat het tij te keren. Centrale banken reageren traag omdat zij eerst signalen willen zien dat de inflatie echt onder controle is. Overheden willen geen extra geld in de economie pompen, omdat zij al veel besteed hebben tijdens de corona- en energiecrisis en kampen met hoge schulden (figuur 13).

Box 3: Deflatie door een eurocrisis

Een specifiek scenario met mogelijk deflatie is een (politieke) schuldcrisis in het eurogebied. Zo'n scenario kan vele vormen aannemen, variërend van tijdelijke onrust op financiële markten tot zelfs volledige disintegratie van het eurogebied. We beschouwen hier een extreem – maar plausibel – scenario dat wat meer in het midden ligt tussen deze vormen. Dit scenario maakt geen onderdeel uit van de vier reguliere stressscenario's.

Aanleiding voor deze crisis is Frankrijk dat door de huidige politieke impasse worstelt met essentiële hervormingen van de arbeidsmarkt en het pensioensysteem. Hierdoor verslechteren de vooruitzichten van de Franse staatsschuld. In een opiniestuk in de Financial Times waarschuwt een vooraanstaande econoom voor een schuldencrisis gezien het onvermogen van Griekenland, Italië en nu ook Frankrijk om hun overheidsfinanciën op orde te brengen. Het sentiment op financiële markten slaat om, met als gevolg dat de spreads in Frankrijk, Italië, Griekenland, Spanje en Portugal flink toenemen. De Europese Centrale Bank (ECB) grijpt onvoldoende in om de markt te stabiliseren door interne verdeeldheid in de Raad van Bestuur over de legitimiteit van deze steun. Het IMF onderstreept opnieuw dat de schulden in Frankrijk, Italië en Griekenland onhoudbaar zijn. De twijfel van de ECB om insolvente landen te ondersteunen wakkert paniek aan, waardoor de spreads tussen kernlanden en zuidelijke landen van de eurozone exploderen. De schulden van landen, banken en bedrijven met een rating lager dan AAA worden massaal verkocht, wat leidt tot paniek rondom banken en vrees voor afschrijvingen op staatsschulden. Franse spreads wedijveren inmiddels met die van Italië en Griekenland. Kredietbeoordelaars verlagen de rating van Frankrijk naar single A en er wordt gevreesd voor een verdere verlaging naar BBB door S&P. Kapitaal stroomt naar veilige havens zoals Duitsland en Nederland.

Beleidsmakers implementeren met spoed een nieuw stabilisatieprogramma met afschrijvingen op de nominale staatsschuld van Frankrijk, Italië en Griekenland die in handen is van private crediteuren — met respectievelijk 25%, 35% en 50%. Daarnaast komen er nieuwe bezuinigingsmaatregelen en het banksysteem van de eurozone ondergaat een rigoureuze herkapitalisatie. De markten reageren positief op het ingrijpende programma, geholpen door krachtige interventie van de ECB. Korte rentes dalen. De spreads van niet-kernlanden nemen aanzienlijk af. De euro herstelt maar blijft relatief zwak ten opzichte van andere ontwikkelde valuta's. Lange rentes dalen omdat beleggers een recessie verwachten met dalende prijzen. Aandelen en bedrijfsobligaties herfstellen van hun dieptepunt, maar blijven beduidend zwakker dan voor de eurocrisis.

Het economisch herstel verloopt bij deze crisis traag. Niettemin zorgen meer duurzame schuld niveaus aan het einde van de scenariohorizon voor optimisme. Hoewel de korte rentes laag blijven, leiden verwachtingen van hogere toekomstige groei en inflatie in de eurozone tot een stijging van (reële) lange rentes.

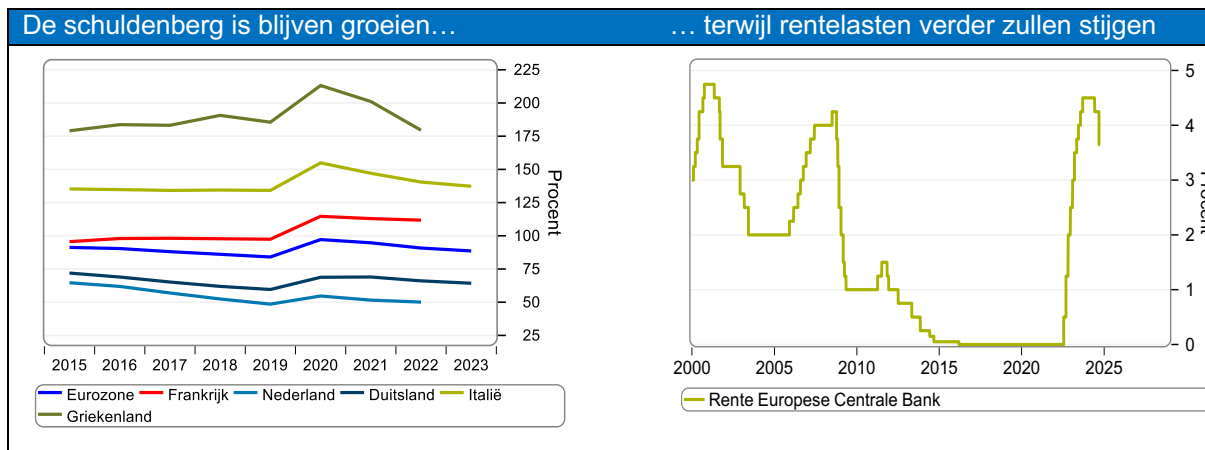
De rentecurve wordt invers, een teken dat er zwaar economisch weer op komst is (figuur 14). Prijzen en lonen dalen vervolgens over een breed front. Energie- en grondstofprijzen maken een duikvlucht, ondanks het conflict tussen Israël enerzijds en Hamas, Hezbollah en Iran anderzijds. De werkloosheid loopt scherp op en huizenbezitters hebben grote moeite om aan hun hypotheekverplichtingen te voldoen. Het aantal gedwongen verkopen neemt schrikbarend toe. Banken verstrekken nauwelijks meer krediet, waardoor huizenprijzen snel dalen. Ook aandelen en commercieel vastgoed gaan hard onderuit. Obligaties profiteren doordat lange rentes flink dalen. In dit scenario zal de renteafdekking gunstige resultaten opleveren, maar zijn effectieve beheersmaatregelen voor tegenpartijrisico cruciaal.

.....

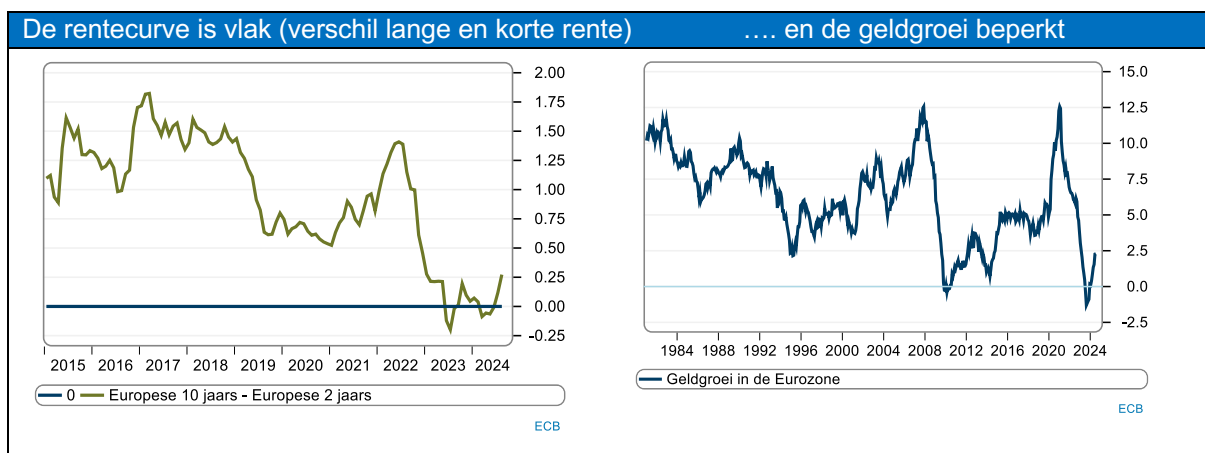
Economen vrezen voor een depressie zoals in de jaren dertig van de vorige eeuw. Beleidsmakers zijn verdeeld over hoe deze crisis moet worden aangepakt, wat leidt tot verlamming. Er heerst een sfeer van angst en grote onzekerheid.

Indicatoren: Dalende risicovrije rentes, fors dalende aandelenkoersen en vastgoedprijzen, afnemende overheidssteun, sterk oplopende faillissementen in midden- en kleinbedrijf, stijgende werkloosheid, oplopende spreads perifeer overheidspapier, hogere CDS spreads banken, lagere kredietgroei, stagnerende woningverkoop.

Figuur 3: schuldenberg en rentelasten



Figuur 4: ontwikkeling geldgroei Verenigde Staten en Eurozone



4. Stagflatiescenario: afkicken van globalisering

Geopolitieke spanningen tussen China en de VS bereiken een kookpunt. Protectionisme slaat om zich heen en de internationale handel komt onder grote druk te staan. De economie stagneert, er ontstaan grote tekorten op goederenmarkten en de prijzen stijgen flink.

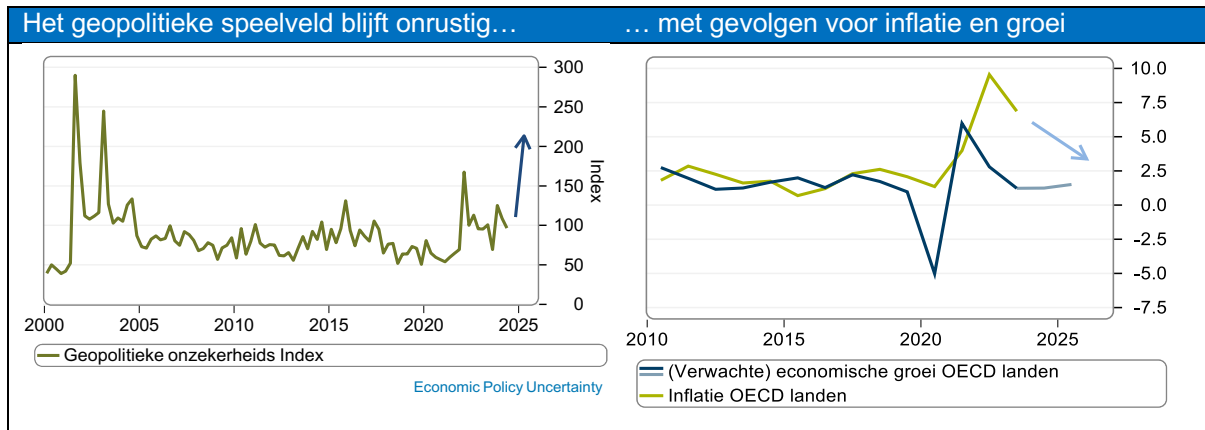
Het conflict tussen Israël en Iran verergert en leidt tot een grootschalig conflict in het Midden Oosten. Tegelijk lopen de spanningen tussen China en de VS hoog op na schendingen van het Taiwanese luchtruim door Chinese gevechtsvliegtuigen. Naast militair machtsvertoon, nemen beide landen nieuwe protectionistische maatregelen die een wissel trekken op de internationale handel. Zo wordt de lijst van technologie die Amerikaanse bedrijven niet meer mogen exporteren naar China steeds langer. De VS zet grote druk op Europa om deze sancties ook te hanteren. Europa zwicht uiteindelijk voor de Amerikaanse druk. De aandelenkoersen van westerse chip- en technologiebedrijven krijgen een harde klap. China op zijn beurt legt de export van zeldzame aardmetalen naar Europa en de VS aan banden. Ook zet het land druk op grondstoffenexporteurs om alleen nog te leveren aan China en bevriende landen. Sommige olie- en gasleveranciers in het Midden-Oosten kiezen partij voor China en leveren niet meer aan het westen. Geopolitieke onzekerheid is hoog (figuur 15).

Door de vele protectionistische maatregelen hebben internationale bedrijven grote moeite om hun waardeketen te laten functioneren. Er ontstaan tekorten aan goederen die variëren van smartphones, medicijnen, zonnepanelen tot aan auto's. Hierdoor worden bedrijven wereldwijd geraakt door de spanningen tussen China en de VS. De economie stagneert en er vindt steeds meer rantsoenering plaats die doet denken aan een oorlogseconomie. De prijzen van veel producten en diensten gaan hard omhoog. Ook de voedselprijzen stijgen als gevolg van extra handelsbarrières, terwijl het aanbod stukt door een tekort aan kunstmest en misoogsten in grote delen van Noord- en Zuid-Amerika. De werkloosheid stijgt en het vertrouwen van consumenten en bedrijven in de economie is zeer negatief. Centrale banken staan machteloos aan de zijlijn en beseffen dat het rentewapen tegen deze vorm van inflatie weinig uithaalt. Overheden zijn verdeeld over hoe om te gaan met deze nieuwe realiteit. Ook de energietransitie verloopt stroef en de roep om duurzaamheid wordt minder luid. De sfeer in veel landen wordt grimmig met grote protesten tegen de overheid. Een nieuwe stroom vluchtelingen uit conflictgebieden zorgt voor verdere polarisering en steun voor extreem rechts.

Landen die sterk afhankelijk zijn van internationale handel, zoals Duitsland en Nederland, worden zwaar geraakt. In Europa komt meer nadruk op industriepolitiek, maar dit gaat gepaard met grote aanpassingsproblemen omdat bedrijven onvoldoende slagvaardig blijken. De koers van de euro daalt fors, waardoor importen van buiten het eurogebied nog duurder worden. Risicovolle beleggingen dalen in waarde over een brede linie, ook reële activa zoals vastgoed. Opkomende markten met een grote maakindustrie zoals China worden hard geraakt door protectionistische maatregelen, wat zich uit in scherp dalende aandelen en obligatiekoersen in die regio's.

Indicatoren: Handelsbeperkende maatregelen, dalende importen en exporten (China), politieke spanningen tussen landen, tekorten aan goederen, opkomend populisme en extreemrechts, snel stijgende inflatie, dalende aandelenmarkten.

Figuur 5: geopolitiek



.....

2.3 Strategische risicobudgettering

In de vorige paragrafen werd stilgestaan bij verschillende scenario's en hun effecten op de beleggingscategorieën. Bij de risicobudgettering bestuderen we vervolgens wat de impact van de scenario's is op de dekkingsgraad. Hierbij wordt de robuustheid van het bestaande beleggingsbeleid getoetst aan de huidige marktwaarderingen en actuele stress scenario's (zie bijlage VII voor een verdere toelichting).

2.3.1 Aandachtspunt beleggingsbeleid

Het aandachtspunt voor het beleggingsbeleid uit deze sectie houdt verband met het traject voor het nieuwe pensioencontract. Voor deze nieuwe transitie gaat er het een en ander veranderen in de portefeuille. Een van de veranderingen is dat het beleggingsbeleid per leeftijdscohort wordt samengesteld. Zo kunnen verschillende leeftijdsgroepen een andere allocatie hebben naar beschermings- en rendementsportefeuilles, ook zijn de rente- en inflatieafdekking niet voor alle leeftijdsgroepen gelijk. Dit traject is nog volop bezig en in deze risicobudgettering onderzoeken we of het zinvol is om de beperkte aanscherpingen die zijn onderzocht voor de WTP ook al onder het FTK door te voeren.

2.3.2 Doorgerekend beleggingsbeleid

Op basis van de aandachtspunten van het beleggingsbeleid is in onderstaande tabel de door te rekenen variant beschreven.

Tabel 2: Allocatieoverzicht doorgerekende portefeuilles

	Huidig	WTP	Vershil
Vastrentende waarden	60,00%	59,00%	-1,00%
Eurozone inflatie-obligaties	12,50%	11,00%	-1,50%
Eurozone staatsobligaties 15+ AAA/AA	10,00%	10,00%	0,00%
SSA's	3,75%	3,25%	-0,50%
Nederlandse woninghypotheken	12,50%	11,50%	-1,00%
Bedrijfsobligaties IG (corporates)	2,50%	3,00%	+0,50%
Wereldwijde high yield obligaties	3,75%	4,50%	+0,75%
Wereldwijde leveraged loans	3,75%	4,50%	+0,75%
EMD hard currency	7,50%	8,00%	+0,50%
Cash	3,75%	3,25%	-0,50%
Aandelen	22,00%	23,00%	+1,00%
Wereldwijd large & mid cap	15,00%	16,00%	+1,00%
Wereldwijd low vol	4,00%	4,00%	0,00%
Opkomende markten	3,00%	3,00%	0,00%
Private equity	3,00%	3,00%	0,00%
Vastgoed	15,00%	15,00%	0,00%
Europa privaat	6,00%	6,00%	0,00%
Noord-Amerika privaat	3,00%	3,00%	0,00%
Azië-Pacific privaat	3,00%	3,00%	0,00%
Wereldwijd publiek	3,00%	3,00%	0,00%
Totaal	100%	100%	0,00%

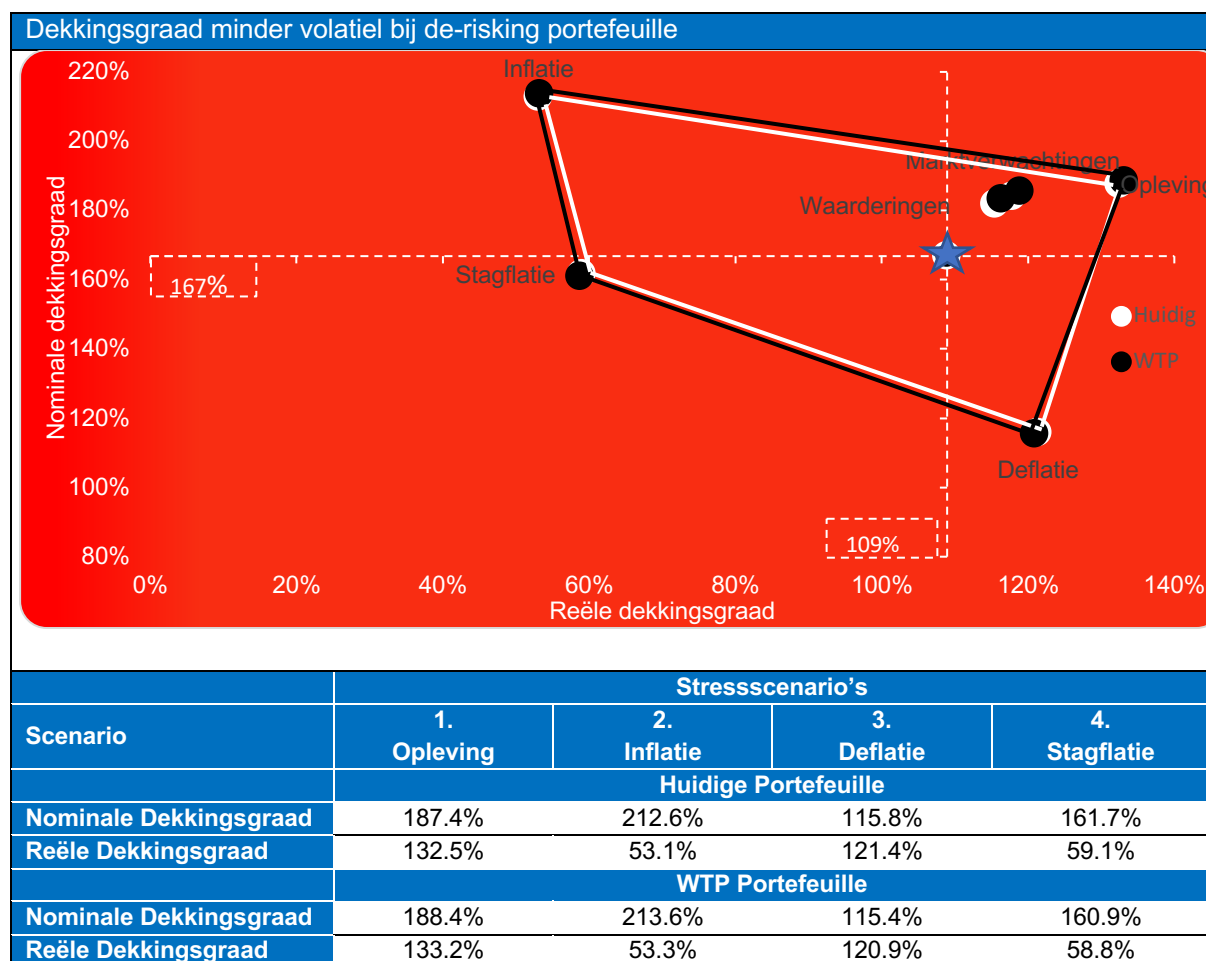
De WTP portefeuille die hier is weergegeven is nog onder voorbehoud en wordt tijdens het WTP traject nog nader onderzocht. Voor het berekenen van de dekkingsgraadprojecties hebben we dezelfde rente- en inflatieafdekking gebruikt als onder het huidige beleid. Onder het WTP is er geen collectieve renteafdekking meer, maar een renteafdekking per cohort. Door dit hetzelfde te houden zien we alleen het verschil in allocaties terug in de projecties.

.....

2.3.3 Dekkingsgraadprojecties

In deze sectie zijn de dekkingsgraaduitkomsten van het doorgeredene beleggingsbeleid in de verschillende scenario's opgenomen. De ruit geeft de nominale- en reële dekkingsgraaduitkomsten weer. Aan de uiteinden van de ruit zijn de vier stressscenario's weergegeven voor zowel de nominale als reële dekkingsgraad.

Figuur 6: dekkingsgraadimpact van verschillende scenario's (horizon 5 jaar)



De WTP portefeuille geeft een hogere dekkingsgraad in de positievere scenario's (Opleving en Inflatie), maar geeft een lagere dekkingsgraad in de negatievere stress scenario's (Deflatie en Stagflatie). De verschillen zijn echter minimaal. Dit komt door de kleine verschuivingen van maximaal 1,5%-punt in de allocatievoorstellen, in lijn met de voorgestelde portefeuilles uit de ALM studie en analyse in het WTP traject (exclusief inflatie- en renteafdekking).

Conclusies

Al met al zien wij weinig verschillen in de dekkingsgraad voor de verschillende marktscenario's. De WTP-portefeuille zorgt ervoor dat in de positieve scenario's er een lichte stijging is in de dekkingsgraad ten opzichte van het huidige beleid. Maar in de negatieve scenario's leidt dit dan weer tot een lichte daling in de dekkingsgraad. Gegeven het belang van een hoge dekkingsgraad bij invaren ligt het niet voor de hand al stappen te maken richting de WTP-portefeuille. Het bestaande beleggingsbeleid wordt derhalve niet aangepast.

3 Planning en speerpunten 2025

3.1 Planning 2025

De planning van de beleggingsonderwerpen in het beleggingsjaar 2025 sluit aan bij de meerjarenplanning (bijlage IV), zoals deze is vastgesteld door het pensioenfonds.

De speerpunten van het pensioenfonds voor het jaar 2025 zijn:

1. De Wet Toekomstige Pensioenen (WTP)
2. Integratie naar Achmea Investment Management (Achmea IM)

Tabel 3: planning stichting pensioenfonds Vliegend KLM

	Q1	Q2	Q3	Q4
Investment beliefs				
ALM studie				
	Jaarlijks beleggingsplan			
Jaarlijks beleggingsplan				X
Risicobudgettering analyse			X	
Markt outlook BSG + scenario's			X	
Normportefeuille				X
	Investment case + kaderstelling			
Aandelen				
Vastrentend + Renteaafdekking				
Vastgoed				
	Evaluatie			
Evaluatie hoofdcategorieën				X
Evaluatie externe managers			X	
Evaluatie aandelen				
Evaluatie vastrentend + renteaafdekking				
Evaluatie vastgoed				
	Speerpunten			
WTP	X	X	X	X
Integratie naar Achmea IM	X	X	X	X
	Aanpalend beleggingsbeleid			
Tegenpartijbeleid				
Liquiditeitsbeleid	X			
Herbalanceringsbeleid	X			
Valutabeleid				
Rente-en-inflatie beleid	X			
Concentratiebeleid				
Securities Lending				
Managerselectiebeleid				
Beleid actief risico				
MVB beleid				
	Overig			
Jaarverslag	X			
Haalbaarheidstoets	X	X		
Prudent Person	X			
Vergoedingenrapportage				
Herijking beleidskaders				X
Herijking beleggingsbeleid				X

Deze jaarplanning kijkt op onderdelen af van de meerjarenplanning die eerder is vastgesteld. Er is gekozen voorrang te geven op de onderwerpen herbalanceringsbeleid en liquiditeitsbeleid. De onderwerpen tegenpartijbeleid, sec lending en concentratiebeleid zijn uitgesteld naar 2026/2027. Dit om de bestuursagenda beheersbaar te houden. Er is onderzocht dat dit uitstel geen nadelige gevolgen heeft voor het fonds.

3.2 Speerpunten

Het pensioenfonds heeft een tweetal speerpunten vastgesteld, dit zijn onderwerpen die naast de reguliere beleidscyclus aandacht vragen van het pensioenfonds. Het pensioenfonds zal ook gedurende 2025 veel aandacht besteden aan de Wet Toekomst Pensioenen (WTP). Ook de overgang naar Achmea IM zal de nodige capaciteit vergen. In het eerste halfjaar staan er daarom maar een beperkt aantal andere onderwerpen op de agenda. Alleen wettelijke of noodzakelijke onderwerpen zullen naast de WTP behandeld worden, de rest van de onderwerpen zijn “nice to have” en worden doorgeschoven.



3.2.1 Speerpunt: De Wet Toekomst Pensioenen (WTP)

Aangezien het pensioenfonds voornemens is om op 1 januari 2026 in te gaan varen, zal het jaar 2025 voornamelijk in het teken staan van het nieuwe pensioencontract. Het afgelopen jaar is het beleggingsbeleid vastgesteld op basis van de life-cycles. Een belangrijke mijlpaal daarbij was het implementatieplan. Ook zijn er al belangrijke keuzes gemaakt met betrekking tot de pensioenregeling, denk hierbij aan de keuze voor het werkelijke rendement. Het pensioenfonds is afgelopen jaar ook begonnen met het opstellen van het beleggingsbeleid dat SPR-proof is. In 2025 zal het pensioenfonds hiermee verder gaan en de doelstelling is om het beleggingsbeleid in het eerste gedeelte van het jaar af te ronden. Het tweede deel van het jaar zal geheel in het teken staan van de implementatie en uitvoering van het nieuwe beleid zodat het pensioenfonds op 1 januari 2026 succesvol kan invaren.

Tabel 4: planning WTP Stichting Pensioenfonds Vliegend KLM

	Q1	Q2	Q3	Q4
Opstellen beleggingsbeleid	X			
Beleggingsbeleid SPR - proof	X	X		
Implementatie en uitvoering	X	X	X	X

Opstellen strategisch beleggingsbeleid

In 2024 heeft het pensioenfonds een passend beleggingsbeleid vastgesteld op basis van een (WTP) ALM studie. Dit omvat de life-cycle en rente-afdekking. Dat het beleid passend is bevonden, betekent niet dat er niet nog aanscherpingen kunnen worden gemaakt in het beleid. In 2024 is al begonnen met het opstellen van het beleggingsbeleid, met het vaststellen van de rendementsportefeuille en de invulling van het beschermingsrendement, en in het eerste gedeelte van 2025 zal daarmee door worden gegaan. Onderwerpen die behandeld zullen worden zijn het herbalanceringsbeleid, het liquiditeitsbeleid en indien nodig zal er gekeken worden wat de impact is van eventuele nieuwe wetgeving.

Beleggingsbeleid SPR - proof

Ook zal er in 2025 verder worden gegaan met het document beleggingsbeleid SPR-proof te maken. Dit is nodig omdat het vorige document beleggingsbeleid wel werkt onder het FtK, maar voor verschillende beleidsterreinen zal moeten worden aangescherpt dan wel aangevuld. Er is door het pensioenfonds besloten om voor een verbeterde opbouw van het document beleggingsbeleid te kiezen. Dit omdat de vorige versie relatief plat was, de meeste beleidsterreinen hadden een eigen paragraaf zonder verdere hiërarchie.

In het eerste halfjaar van 2025 zal het beleggingsbeleid worden gefinaliseerd. De beleidsterreinen die opnieuw worden geanalyseerd en geoptimaliseerd zullen moeten worden opgeschreven en er zal moeten worden gezorgd dat dit in een overzichtelijk integraal document is opgeschreven.

Implementatie en uitvoering

In de laatste maanden van 2024 is er al begonnen met de uitwerking van een plan van aanpak van de implementatie van de verscheidende WTP elementen. In 2025 zal hiermee door worden gegaan en wordt er een gedetailleerd plan van aanpak transitieplan opgesteld om te komen van de huidige beleggingsportefeuille naar de beleggingsportefeuille onder WTP.

Het laatste halfjaar zal geheel in het teken staan van de uitvoering van dit transitieplan en zal er ook tijd worden vrijgehouden voor eventuele onvoorziene zaken die het proces kunnen vertragen. Uiteindelijk zal alles in het teken moeten staan om succesvol in te kunnen varen op 1 januari 2026.

3.2.2 Speerpunt: Integratie Achmea Investment Management

In 2024 is het bekend gemaakt dat de vermogensbeheertak van BSG zal worden overgenomen door Achmea IM. Dit betekent dat het pensioenfonds vanaf 1 januari 2025 een nieuwe uitvoerder zal hebben op het gebied van vermogensbeheer. De voorwaarden van de overname is dat de dienstverlening “as is” over zal gaan. Dit betekent dat de dienstverlening zoals die was zal door blijven gaan, met de bijpassende beleidscycli. Er worden dan ook in de agenda als gevolg van de overgang geen wijzigingen voorzien en dat voor het lopende FTK beleid geen wijzigingen zullen worden doorgevoerd als gevolg van de transitie naar Achmea IM. Het komende jaar zal ook gekeken worden naar het beleidscyclus van het fonds, en waar dit voordelen heeft zal er worden gezocht naar harmonisatie met de agenda van Achmea IM.

Het nieuwe pensioencontract

De overgang naar Achmea IM zal waarschijnlijk gevolgen hebben voor het WTP traject. Het pensioenfonds zal daar pragmatisch mee moeten omgaan. In het traject zal naar het aanpalende beleggingsbeleid worden gekeken, en het is verstandig om daar te checken waar het mogelijk is om te harmoniseren met Achmea IM binnen de kaders van de dienstverlening zoals het fonds het met BSG en vanaf 2025 met Achmea IM heeft vastgelegd. Mogelijk zijn er kleine verschillen en is het uit praktisch oogpunt verstandig om daar dan niet een totaal ander beleid dan wat Achmea IM aanbiedt door te voeren.

De beleidscyclus

Ook zal er moeten worden gekeken hoe er harmonisatie kan worden gecreëerd in de bestaande beleidscyclus. De invulling van volgend jaar staat vast, zoals gepresenteerd in de jaarplanning hierboven. Er zal moeten worden geïnventariseerd bij Achmea IM of en zo ja hoe daar enige harmonisatie zal plaats gaan vinden in de aanpak. Er zal voor volgend jaar geen grote aanpassingen worden gedaan, maar het pensioenfonds zal moeten kijken hoe het kan profiteren van de mogelijkheden die Achmea IM biedt. Het belangrijkste uitgangspunt blijft dat het pensioenfonds in control blijft.

.....

3.3.1 Jaarplanning: Maatschappelijk verantwoord beleggen (MVB)

Maatschappelijk verantwoord beleggen neemt een steeds belangrijker rol in binnen het beleggingsbeleid. Naast de eigen keuzes van het pensioenfonds spelen daar ook de eisen van toezichthouders en de wetgever een steeds prominentere rol. Vanuit de fiduciaire plicht moet het pensioenfonds bijvoorbeeld de impact van duurzaamheidsrisico's (klimaatrisico's) voor de portefeuille inzichtelijk kunnen maken en deze beheersen. Ook vereist Europese wetgeving (SFDR) dat pensioenfondsen transparant maken wat het MVB-beleid is en daar ook over rapporteert. Tenslotte spelen voor de invulling van het MVB-beleid de opvattingen van deelnemers en het bestuur een centrale rol. Goede mogelijkheden voor communicatie zijn het MVB-jaarverslag en kennissessies met deelnemers.

Tabel 5: planning MVB Stichting Pensioenfonds Vliegend KLM

	Q1	Q2	Q3	Q4
	Wet- en regelgeving			
MVB-beleid en implementatie	X	X	X	X
Risicomangement beleid en implementatie (ESG risicoraamwerk / DNB)	X	X	X	X
ESG-integratie en monitor (MIFID II)	X	X	X	X
SFDR 8 rapportage		X		
Ad-hoc toezichthouder verzoeken				
	Bestaand			
MVB-jaarverslag		X		
Stembeleid	X	X	X	X
Engagement standaard	X	X	X	X
Uitsluiting beleid	X	X	X	X
VBDO vragenlijst			X	
UNPRI vragenlijst			X	
Rapportages	X	X	X	X
	Optioneel			
Impact beleggen (beleid en implementatie)				
Kennissessies, webinars				
MVB Assurance				

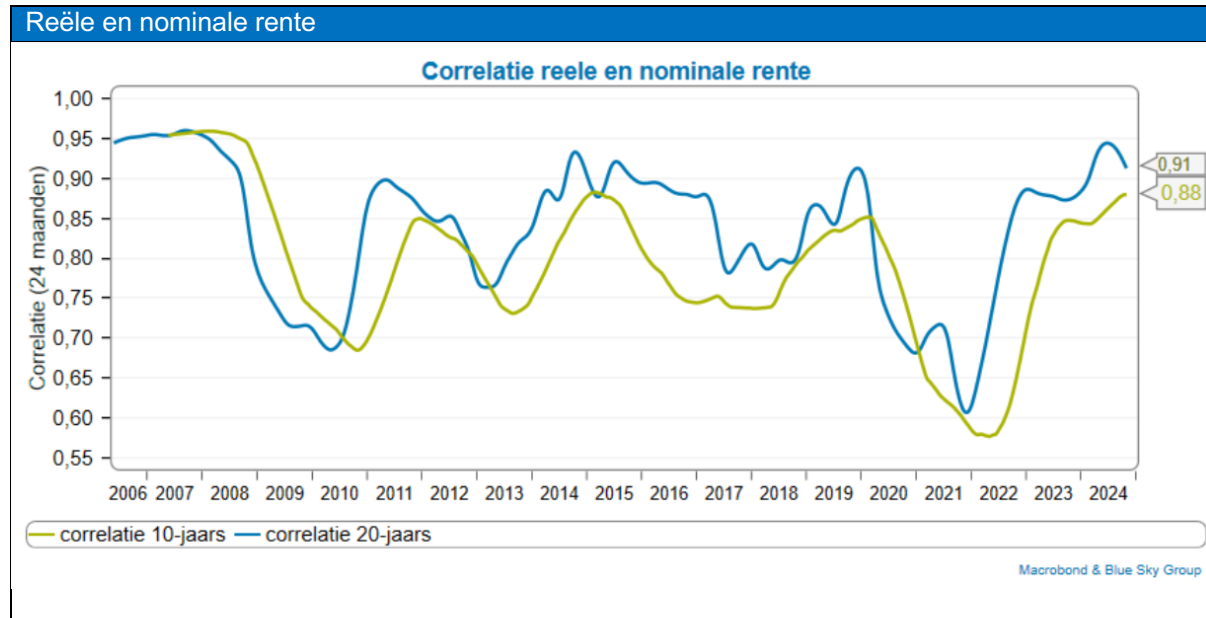
Impactbeleid

Het pensioenfonds heeft eind 2023 het MVB-beleid herijkt en zorgt in 2024-2026 voor de implementatie. Een onderdeel hiervan is onderzoek doen naar impactbeleggen. Op 26 juni 2024 is hierover een kennissessie georganiseerd. In deze sessie werd geconcludeerd dat impactbeleggingen mogelijk passen bij het pensioenfonds indien er voldaan wordt aan de eis dat risico-rendementsverhoudingen vergelijkbaar zijn (financial first). In 2025 zal na akkoord van het pensioenfonds beleid worden opgesteld om invulling te geven aan dit nieuwe onderwerp en daarna volgt de implementatie.

Bijlage I: Jaarlijkse toetsen

1. Toets gevoeligheid nominale en reële rente

Figuur 7: gevoeligheid reële en nominale rente



De correlatie is ten opzichte van vorig jaar gestegen, mede door de hoge inflatie. De veronderstelde gevoeligheid tussen de nominale- en reële rente van rond de 70% is passend. Met deze veronderstelling van 70% is het pensioenfonds prudent. 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 kredietsspread):

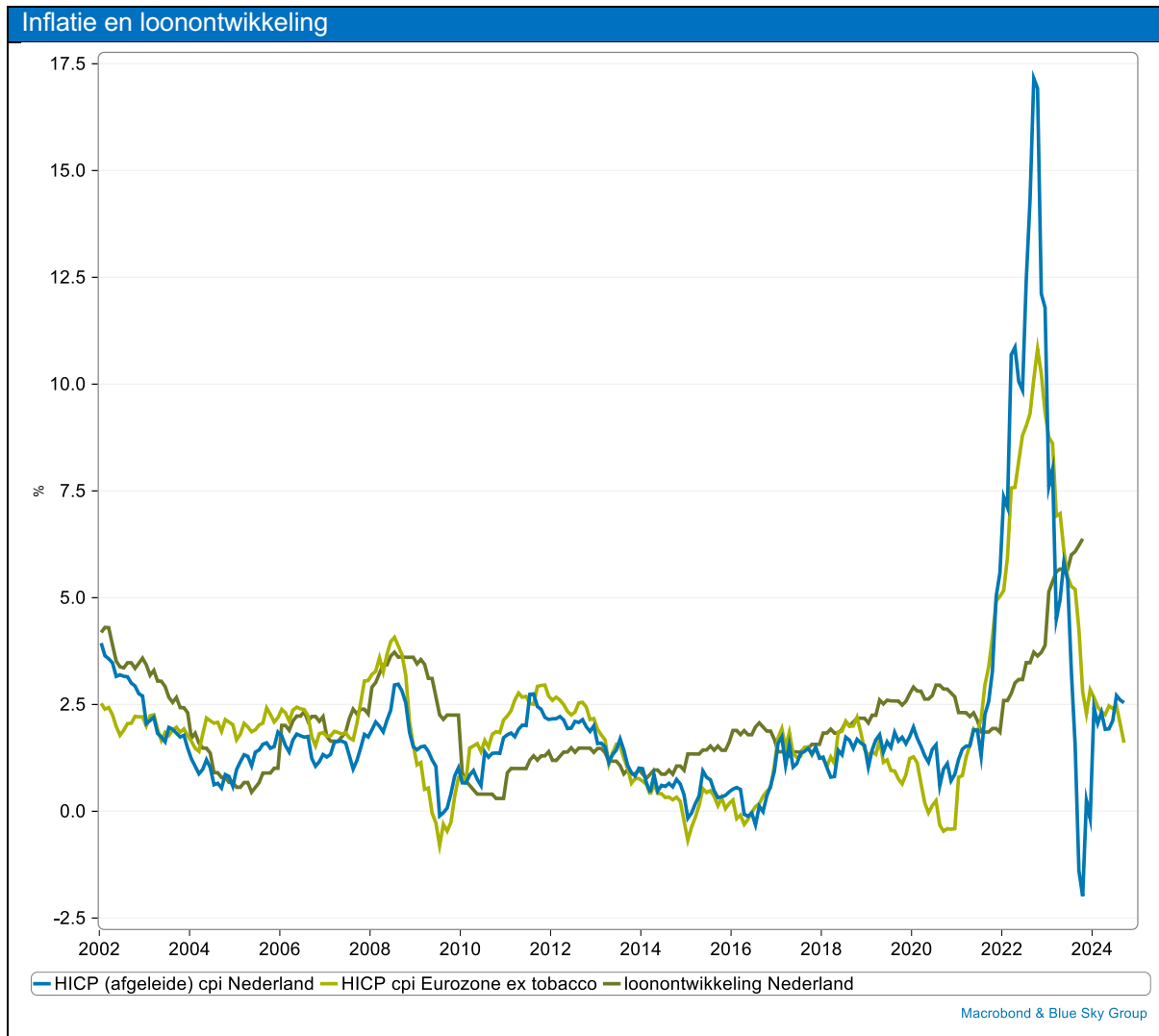
- Eurozone inflatie-obligaties: dit zijn obligaties waarvan de basiskasstroom wordt geïndexeerd met de opgelopen inflatie. De verwachte inflatie bepaalt dus een deel van toekomstige kasstromen van de Eurozone inflatie-obligaties. 70% van de geïndexeerde kasstromen wordt meegenomen in de nominale renteafdekking
- 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

Figuur 8: monitoring (loon)inflatie



De Europese- en Nederlandse inflatie waren flink toegenomen, maar hebben een dalende trend laten zien. Het verschil tussen Europese en Nederlandse inflatie werd met name veroorzaakt door basiseffecten vanuit de eerdere stijging van energieprijzen. De lonen stijgen hard om het verlies van de koopkracht, vanwege de hoge inflatie, in te halen.

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.

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 vastrentende waarden portefeuille 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 een statisch renteafdeckingsbeleid waarbij de hoogte van de renteafdekking niet afhankelijk is van het niveau van de rente. Het pensioenfonds voert maandelijks een renteafdeckingsberekening uit op basis waarvan het renteafdeckingspercentage 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 inflatieafdeckingsbeleid, 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 valutaafdeckingsbeleid, waarbij het valutarisico van vastrentende categorieën volledig wordt afgedekt en het valutarisico van zakelijke waarden deels wordt afgedekt. Af te dekken valuta zijn Amerikaanse Dollars, Japanse Yen en Australische Dollars.

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 woning hypotheek, 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 fonds de pensioenuitkeringen grotendeels kan bekostigen uit de ontvangen premies en directe beleggingsopbrengsten. Daarnaast bestaat het grootste deel van de beleggingsportefeuille uit liquide vermogenstitels.

10. MVB-risico

Door de integratie van environmental (milieu), social (maatschappij) en governance (bestuur) factoren (ESG-factoren) in het beleggingsbeleid draagt het pensioenfonds bij aan het mitigeren van risico's en het benutten van kansen. Zo kan het fonds enerzijds beleggingsrisico's beter en sneller onderkennen en waar mogelijk deze risico's mitigeren. Anderzijds is het pensioenfonds dan goed gepositioneerd om nieuwe kansen om te zetten in beleggingsresultaten.

Het pensioenfonds beheerst het MVB-risico door periodiek de doelstelling en ambitie m.b.t. MVB te herijken en uitkomst van deelnemersonderzoek hierin mee te nemen. Compliance vereisten worden

.....

standaard gevolgd. Met het geformuleerde MVB beleid (inclusief stembeleid en uitsluitingenbeleid) stuurt het pensioenfonds actief op beleggingen met beheersbare risico's op MVB. Het pensioenfonds beoogt ook een ESG-risicoraamwerk vast te stellen waar het de risico's op het gebied van ESG monitort en waarbij gecontroleerd wordt of de mitigerende maatregelen voldoen aan de risicobereidheid van het fonds. De ontwikkelingen op het gebied van Wet & Regelgeving en overige actuele ontwikkelingen worden door het fonds gemonitord.

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 is akkoord gegaan met de herijking van het herbalanceringsbeleid.
- Het bestuur is akkoord gegaan met de herijking van actief beheer beleid.
- Het bestuur is akkoord gegaan met de herijking van het sec lendingbeleid.
- Het bestuur is akkoord gegaan met de investment case vastgoed

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 diversificatie⁴;

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

⁴ De regels [...] worden gesteld ten aanzien van de diversificatie van waarden zijn niet van toepassing op beleggingen in staatsobligaties.

- 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 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. Collateral management bilaterale derivaten: monitoring van de waarde van de contracten vindt op dagbasis plaats – alleen staatsobligaties van Verenigde Staten, Duitsland, Frankrijk of Nederland worden geaccepteerd als onderpand. Voor derivaten die via central clearing gaan wordt cash als onderpand geaccepteerd.*

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. De positie in cash, geldmarktfondsen, hoogwaardige staatsobligaties en overige liquide beleggingen dienen gezamenlijk voldoende te zijn om aan de liquiditeitsbehoefte te voldoen in stressscenario's. Voor derivatenposities is onderpand in de vorm van cash en staatsobligaties nodig. Dit is afhankelijk van de wijze waarop de derivaten zijn gecleard: centraal via een central counterparty of bilateraal rechtstreeks met een bank. Om de gewenste omvang te berekenen wordt gebruik gemaakt van een stresstest. Deze stresstest geeft inzicht in de benodigde liquiditeiten bij marktschokken en de beschikbare hoeveelheid liquiditeiten. Onderdeel van liquiditeitsrisico is tevens het illiquiditeitsrisico.*

Onderstaande tabel vat de beheersmaatregelen samen.

Tabel 6: Vereiste Liquidity Coverage Ratio's (LCR) per horizon

Horizon	Formule LCR	Vereiste LCR
i. Week	$\frac{\text{Beschikbare allocatie naar acuut liquide assets (strategische allocatie cash)}}{\text{Benodigde allocatie naar acuut liquide assets (benodigde cash)}}$	Min. 110%
ii. Maand	$\frac{\text{Beschikbare allocatie liquide assets t + 2 of minder (strategische allocatie liquide assets t + 2 of minder)}}{\text{Benodigde allocatie liquide assets t + 2 of minder (benodigd liquide assets t + 2 of kleiner)}}$	Min. 105%
iii. Jaar	$\frac{\text{Beschikbare allocatie liquide assets binnen een maand of minder (strategische allocatie liquide assets 1 maand of minder)}}{\text{Benodigde allocatie liquide assets binnen een maand of minder (100% – strategische allocatie illiquide assets)}}$	Min. 105%

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 vastrentende waarden portefeuille en voor dit doeleinde aangegane renteswaps ongeveer 120% van het renterisico van de nominale verplichtingen af. Daarnaast dekt het pensioenfonds met haar vastrentende waarden portefeuille 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 kunnen er ook derivaten ingezet ten behoeve van efficiënt portefeuillebeheer.

Om concentratierisico's te vermijden geldt een limiet op de absolute en relatieve onderliggende Potential Future Exposure per tegenpartij. Deze limiet op onderliggende Potential Future Exposure is afhankelijk van de kredietwaardigheid van de tegenpartij. 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

Bij agendering aan het bestuur worden ook de (nieuwste) beleggingsrichtlijnen toegevoegd.



Bijlage V: Meerjarenplanning

De meerjarenplanning is indicatief. In de jaarplanning wordt gedetailleerder op de vastgelegde planning ingegaan.

	2025				2026				2027			
	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 case + kaderstelling												
Aandelen												
Vastrentend + Renteaafdekking							X	X				
Vastgoed											X	X
Evaluatie												
Evaluatie hoofdcategorieën				X				X				X
Evaluatie externe managers			X				X				X	
Aandelen												
Vastrentend + Renteaafdekking						X						
Vastgoed									X			
Beleidsvormen / risico's												
Tegenpartijbeleid									X			
Liquiditeitsbeleid	X											
Herbalanceringsbeleid	X											
Valutabeleid					X							
Rente-en-inflatie beleid	X											
Concentratiebeleid								X				
Securities Lending												X
Managerselectiebeleid						X						
Beleid actief risico											X	
MVB Beleid									X			
Beleidsvormen / risico's												
Jaarverslag	X				X				X			
Haalbaarheidstoets	X	X			X	X			X	X		
Prudent Person	X				X				X			
Vergoedingenrapportage												
Herijking beleidskaders				X				X				X
Herijking beleggingsbeleid				X				X				X

.....

Bijlage VI: Investment beliefs

De investment beliefs van het Pensioenfonds Vliegend Personeel KLM zijn als volgt geformuleerd:

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. Wij zijn ervan overtuigd dat het integreren van environmental, social en governance (ESG) factoren de risico-rendementsverhouding van onze beleggingen verbeterd. Daarom gebruiken wij ESG als instrument voor risicobeheersing en om beleggingskansen te benutten.

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. risicomangement

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 risicomangement- 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.

Additionele investment belief 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.

.....

Bijlage VII: Beschrijving risicobudgettering

Als onderdeel van het jaarlijkse beleggingsplan wordt een risicobudgetteringsstudie uitgevoerd. Hierbij wordt de robuustheid van het bestaande beleggingsbeleid getoetst aan de huidige marktwaarderingen en actuele stress scenario's. Op basis van de resultaten wordt het pensioenfondsbestuur comfort geboden rondom de weerbaarheid van het bestaande beleggingsbeleid. Tevens ontstaat handelingsperspectief om op basis van de uitkomsten van de analyse bij te sturen.

Plaats in de beleidscyclus

De risicobudgettering vormt een aanvullende toets op de robuustheid van het beleggingsbeleid en wordt eens per jaar uitgevoerd. Doel van het instrument is om te beoordelen in hoeverre actuele marktcondities aanleiding vormen om het beleggingsbeleid aan te passen. Het instrument is complementair aan de reguliere (strategische) beleidsvorming. Daarbij ligt de focus van de ALM-studie op het vaststellen van de allocatie naar de drie hoofdcategorieën en afdekkingen van rente- en inflatierisico. In (de kaderstelling van) de investment cases wordt vervolgens de invulling van de hoofdcategorieën door middel van subcategorieën bepaald.

Werkwijze

Als onderdeel van het beleggingsplan worden, op basis van actuele waarderingen, rendementsverwachtingen voor ieder van de subcategorieën berekend. Deze worden afgezet tegen de rendementsverwachtingen die in de ALM-studie zijn verondersteld en geapprecieerd door de uitvoerder. Aanvullend stelt het pensioenfonds stress scenario's vast waarmee actuele risico's in de beleggingsomgeving worden geïdentificeerd. Op basis van de kwantitatieve vertalingen van de scenario's in rendementen wordt de dekkingsgraadimpact voor zes deterministische scenario's doorgerekend. Daarbij zijn twee verwachte scenario's, op basis van de ALM-veronderstellingen en op basis van marktwaarderingen, geformuleerd. Tevens worden vier stress scenario's doorgerekend. Aan het bestuur wordt ten slotte voorgelegd of de dekkingsgraadimpact van het bestaande beleid acceptabel is of aanpassingen worden gewenst.

Handelingsperspectief bestuur

Mocht blijken dat de analyses daartoe aanleiding geven dan kan het bestuur overgaan tot een herschikking van de portefeuille. De uitvoerder zal in dit geval advies uitbrengen over welke aanpassingen in de portefeuille overwogen kunnen worden. Het ligt voor de hand dat aanpassingen alleen bij majeure afwijkingen van de strategische veronderstellingen worden overwogen.