

Beleggingsplan 2025

STICHTING PENSIOENFONDS POSTNL

Inhoudsopgave

Inhoudsopgave	1
1	Samenvatting & wijzigingen..... 2
2	Speerpunten..... 6
3	Analyses & vooruitzichten..... 9
4	Aantrekkelijkheid individuele categorieën11
5	Beleggingsbeleid 202512
6	Benchmarks15
7	Actief risico16
Bijlage 1: Macro economische ontwikkelingen	17
Bijlage 2: Alternatieve scenario's	20

1 Samenvatting & wijzigingen

Gedurende 2023 is naar aanleiding van een uitgevoerde ALM-studie de strategische normallocatie opnieuw de vastgelegd voor de komende 3 jaar in het strategisch beleggingsbeleid. Daarnaast is gedurende 2024 de vertrekvariant voor de WTP beleggingsmix per 1-1-2026 vastgesteld. Voor het beleggingsplan 2025 zijn beide mixen relevant en gedurende 2025 zal de beoogde beleggingsinvulling verder worden uitgewerkt waarbij ook het verhogen van de allocatie naar impact beleggingen o.b.v. het in 2024 vastgestelde framework ook een belangrijk uitgangspunt is.

Binnen de beleggingscyclus wordt jaarlijks het beleggingsbeleid herijkt en vastgelegd in het Beleggingsplan. Deze herijking vindt plaats in de context van het strategisch beleggingsbeleid. Macro-economische verwachtingen, de evaluatie beleggingscategorieën en doorrekening van een centraal scenario en alternatieve scenario's vormen de jaarlijkse input om op de strategische allocatie te reflecteren en te besluiten of een heroverweging noodzakelijk is. Er kan alleen worden afgeweken in de volgende situaties:

1. Het verwachte rendement ligt bij de evaluatie onder het vereiste minimale rendement, dat is vastgesteld op basis van een sterk signaal (5% extreemste slechte waarnemingen).
 - a) Bij het bereiken van dit niveau wordt overwogen om de allocatie naar een subcategorie te verlagen in vergelijking met een subcategorie met een hoger verwacht rendement binnen dezelfde hoofdcategorie.
 - b) Een onderweging wordt geneutraliseerd indien de rendementsverwachting in de buurt komt van de ALM-norm en/of de rendementsverwachting van overwogen subcategorieën ook daalt tot onder de grenswaarde.
 - c) In deze afweging wordt ook het actuele liquiditeitsrisico meegewogen.
2. Er is sprake van een tijdelijke invulling voor illiquide beleggingen, omdat de allocatie nog moet worden opgebouwd.
3. Er wordt afgeweken van het centrale scenario door een korte termijn risicoscenario nadrukkelijker gewicht toe te kennen.

Naast deze punten is 2025 een bijzonder jaar, omdat de transitie naar de nieuwe pensioenregeling dichterbij komt.

Vorbereiding transitie naar Solidaire Premiereregeling

In H1 2024 is door het fonds besloten om de ALM WTP mix te vertalen naar een concrete rendementsportefeuille, zoals in de tabel hieronder weergegeven. Deze mix past binnen het liquiditeitsbeleid, sluit aan bij de beoogde lifecycle en is optimaal gegeven de gebruikte asset classes. Voor de liquide beleggingen en renteafdekking kan rond het invaarmoment relatief eenvoudig worden bijgestuurd. Voor illiquide beleggingen is het beter om hier al rekening mee te houden bij het beleggingsplan voor 2025. Daarom zal in 2025 met de illiquide beleggingen worden ingeschreven of uitgetreden om richting de nieuwe strategische normen te bewegen. In onderstaande tabel zijn de strategische gewichten opgenomen zoals die in de ALM studie zijn doorgerekend. De definitieve strategische normportefeuille moet nog worden vastgesteld aan de hand van een optimalisatie.

	Huidig strategisch beleggingsbeleid	Beleid 2025	ALM mix WTP	"Naar rato aanpassen" (afwijken tov huidig strategisch beleid)
Matchingportefeuille	15%	15%	16,5%	16,5% (+1,5)
Rendementsportefeuille	85%	85%	83,5%	83,5% (-1,5)
<i>Aandelen ontwikkeld</i>	21%	22,5%	39,5%	32% (+11)
<i>Aandelen opkomend</i>	5%	3,5%		7,5% (+2,5)
<i>Vastgoed</i>	6%	6%	12,5%	7,5% (+1,5)
<i>Landbouwgrond</i>	4%	4%		5% (+1)
<i>Infrastructuur</i>				
<i>High Yield</i>	4%	2%	12,5%	4%
<i>EMD</i>	4%	4%		4%
<i>Direct Lending</i>	4%	6%		4,5% (+0,5)
<i>IG bedrijfsobligaties</i>	15%	17%	19%	7,5% (-7,5)
<i>Hypotheke</i>	22%	19%		11,5% (-10,5)
<i>Liquiditeiten</i>	0%	1%	0%	0%
Allocatie illiquide	36%	35%		28,5%

Met name hypotheke zal naar verwachting sterk afgebouwd worden. Er zijn daarom twee belangrijke signaleringen die heroverweging van de allocaties in de portefeuille noodzakelijk maken:

- Als door ontwikkelingen in de allocaties de positie naar liquiditeiten hoger wordt dan 2,5%;
- Als de verwachte transitiedatum van 1-1-2026 wijzigt.

Als de eerste gebeurtenis zich voordoet zal de beleggingscommissie een voorstel doen aan het bestuur over het al dan niet aanpassen van het beleid.

Daarnaast is het de intentie om de allocatie naar de illiquide beleggingen die in de WTP beleggingsmix een grotere allocatie hebben te verhogen. Gedurende 2025 zullen de commitments al worden aangegaan. Als het afgeroepen vermogen voor de illiquide beleggingen te beperkt is kan de allocatie naar aandelen al worden verhoogd zover dit passend is binnen de VEV bandbreedte (geen beperking, tenzij de beleggingsmix door marktdrift sterk afwijkt van de strategische norm).

Met de liquide beleggingen zal dicht op het invaarmoment worden gestuurd op de nieuwe allocaties. Dit kan zowel voor als na transitie gebeuren, of gespreid door de tijd. De details hiervan zullen uiterlijk in het derde kwartaal worden uitgewerkt en vastgelegd.

De belangrijkste conclusies voor het beleggingsbeleid 2025

Er is sprake van twee afwijkingen op basis van situatie 1 en een afwijking op basis van situatie 3. Situatie 2 zal wellicht in beperkte mate optreden als gevolg van het voorsorteren op de nieuwe portefeuille in de SPR vanaf 2026.

De twee afwijkingen op basis van situatie 1 zijn:

- **Vastrentend HY:** Behouden van de onderweging naar High Yield bedrijfsobligaties en een overweging naar Direct Lending:
 - o High Yield was in 2022 - 2024 onderwogen omdat het verwachte rendement lager was dan de grenswaarde. Het verwachte rendement en de spread ten opzichte van risicovrije obligaties zijn iets gestegen maar bevinden zich nog onder de gewenste waarde en de verwachting uit de ALM studie.
 - o Direct Lending heeft een hogere rendementsverwachting dan de norm, een lager risico door het gebruik van convenanten bij het uitgeven van leningen en heeft een variabele rente waardoor het niet gevoelig is voor stijgende rentes.
- **Vastrentend IG:** behouden van de overweging naar IG credits ten koste van hypotheeklen:
 - o De aantrekkelijkheid van IG credits was de afgelopen jaren vergelijkbaar met die van hypotheeklen. Vanwege de hogere renteafdekking en de wens meer liquiditeit in de portefeuille te hebben zijn credits daarom overwogen geweest.
 - o Hypotheeklen zullen verder worden afgebouwd richting de nieuwe situatie vanaf 2026.
 - o Omdat credits ook zullen worden afgebouwd is het in het kader van voorkomen van dubbele transactiekosten niet optimaal om vrijkomend geld uit hypotheeklen in credits te beleggen.
 - o Omdat de rente van kortlopende obligaties en kasgeld momenteel vrij hoog ligt is een positie in liquiditeiten daarom een goed alternatief als de allocatie naar hypotheeklen daalt.

Er is 1 afwijking op basis van situatie 3:

- In het beleggingsplan 2024 is besloten om de parkeerregel van onroerend goed en landbouwgrond te wijzigen van aandelen ontwikkelde landen naar **opkomende landen**.
- Het effect hiervan was een verlaging van de allocatie naar opkomende landen, omdat onroerend goed overwogen was. Dit was beoogd vanwege de geopolitieke risico's omtrent met name China.
- Het pensioenfonds ziet deze risico's nog steeds. In plaats van een parkeerregel wordt nu de normweging expliciet verlaagd. Effectief betekent dit dat er weinig transacties gedaan zullen worden.
- Het gaat hier om een nuance omdat het totale geopolitieke risico niet beheerst kan worden zonder dat dit aanzienlijke impact heeft op de lange termijn uitgangspunten.

Afwijkingen beleggingsplan 2025 versus strategisch beleggingsbeleid (SB)

Hieronder zijn de afwijkingen in een tabel weergegeven. Daarnaast zijn de verschillende illiquide beleggingen inmiddels rondom de strategische normallocatie ingvuld.

Beleggingscategorie	SB 2024 - 2026	Norm 2024	Huidig	Norm 2025 (versus SB)
Investment grade	37.0%	37.0%	35.6%	37.0%
Bedrijfsobligaties euro	15.0%	17.0%	16.3%	17.0% (+2.0%)
Nederlandse hypotheek	22.0%	20.0%	19.1%	19.0% (-3.0%)
Liquiditeiten	0.0%	0.0%	0.2%	1.0% (+1.0%)
Aandelen	26.0%	26.0%	26.3%	26.0%
Aandelen wereldwijd	16.0%	16.0%	17.4%	17.5% (+1,5%)
Aandelen Europa	5.0%	5.0%	5.8%	5.0%
Aandelen opkomende markten	5.0%	5.0%	3.1%	3,5% (-1,5%)
Hoogrentende waarden	12.0%	12.0%	11.8%	12.0%
High yield obligaties	4.0%	2.0%	2.1%	2.0% (-2.0%)
Direct lending	4.0%	6.0%	5.6%	6.0% (+2.0%)
Hoogrentende landen	4.0%	4.0%	4.1%	4.0%
Alternatieven	10.0%	10.0%	10.6%	10.0%
Niet-beursgenoteerd NL	1.9%	1.4%	5.2%	1.9%
Niet-beursgenoteerd Europa	2.9%	2.4%		2.9%
Niet-beursgenoteerd VS	1.2%	1.2%		1.2%
Niet-beursgenoteerd Pacific	0.0%	0.0%		0.0%
Land- en bosbouwgronden	4.0%	5.0%	4.0%	4.0%

2 Speerpunten

De volgende speerpunten golden in 2024:

1. Pensioenakkoord (beleggingen)

Conclusie: Het doel was om de impact van belangrijke beleggingsinhoudelijke onderdelen nader te analyseren zodat dit meegenomen kan worden in de gesprekken met sociale partners en dat het fonds zelf een eerste vertrekvariant kan definiëren. Deze doelstelling is gehaald en vanuit de beleggingskant is op deelgebieden hieraan bijgedragen. Deze deelgebieden zijn:

- Diverse beleggingsinhoudelijke onderwerpen besproken in de BC met betrekking tot het pensioenakkoord;
- De verschillende beleggingsvarianten zijn nader onderzocht waarmee een beoogde beleggingsmix WTP is vastgesteld;
- Ook onderwerpen als herbalanceren, inrichting matchingportefeuille en op hoofdlijnen een transitiepad naar de nieuwe portefeuille zijn uitgewerkt als onderbouwing voor de grenzen die zijn opgenomen in het invaarsjabloon;
- De renteafdekking is verhoogd naar 100% om het WTP transitierisico te begrenzen nadat een minimale invaardeckingsgraad is vastgesteld en een risicoanalyse is uitgevoerd;
- VLK IM is (net als de PUO TKP) onderdeel van de SIVI werkgroep waarbij sectorafspraken zijn gemaakt over rolverdeling en gegevensuitwisseling voor het inrichten van de operationele keten worden toegepast op de uitbestedingspartners van het fonds.

2. Implementatie niet-genoteerd vastgoed

Conclusie: Dit traject is projectmatig aangepakt met duidelijke tijdslijnen en ook een duidelijk budget. Het fonds is binnen het budget gebleven. De tijdslijnen zijn aanzienlijk uitgelopen doordat Aegon niet eenvoudig is staat was een in kind transitie faciliteren ondanks de eerdere toezegging en juridische voorbereiding. Ook het verkrijgen van een ruling vanuit de belastingdienst om overdrachtsbelastingen te vermijden was een langdurig proces. Eind Q3 2024 worden de TREF beleggingen omgezet naar een eigen mandaat, in Q4 wordt een eerste stap gemaakt om de beleggingen aan te scherpen.

- Omzetting van de beleggingen TREF naar een mandaat:
 - o Er is in 2022 besloten tot uittreding uit het Europese vastgoedfonds;
 - o De verwachting was dat deze transitie begin 2024 afgerond zal worden, dit is uiteindelijk eind Q3 2024 geworden;
 - o Dit is later dan initieel gedacht gezien de fiscale complexiteit bij omzetten, maar ook dat Aegon heeft besloten om TREF te liquideren;
 - o Daarnaast is tijdens het proces van liquidatie onvoldoende rekening gehouden met de belangen van het pensioenfonds. Er wordt nog onderzocht of de schade die hiermee is ontstaan kan worden verhaald bij de manager.
- Inrichting mandaat bij nieuwe vastgoed fiduciair
 - o De SLA en dienstenmatrix voor het nieuwe mandaat zijn ingericht;
 - o De search voor impact management binnen Nederland is afgerond;
 - o De US managers worden gemonitord conform de nieuwe afspraken;
 - o De Pacific allocatie is afgebouwd;
 - o Met CBRE is de transitie van de Europese portefeuille voor eind 2024 voorbereid.

3. Evaluatie beleggingscategorieën & implementatie

Conclusie: De investment cases zijn up to date conform het jaarplan 2024

- De investmentcases high yield, EMD en niet genoteerd vastgoed zijn geëvalueerd;
- De investment case private equity wordt in oktober voorgelegd als een te overwegen categorie specifiek ook t.a.v. een verhoogde allocatie naar impact beleggingen;
- Bij de update van alle investment cases voor de bestaande asset classes is ook de portefeuille invulling geëvalueerd.

4. Duurzaamheid

Conclusie: De 3 jaar doelstellingen van de 10 MVB KPI's zijn over de volle breedte gerealiseerd. De normen zijn gedurende 2024 verhoogd conform de 5 jaar doelstelling. Daarnaast zijn KPI's geëvalueerd en op een aantal punten aangescherpt

- De 6^e plek in de VBDO ranglijst is gehandhaafd, waarmee PPNL opnieuw het meest duurzame ondernemingspensioenfonds van Nederland is;
- De KPI's zijn dit jaar ieder kwartaal gemonitord en besproken in bestuur en enkele commissies;
- Op 9 van de 10 KPI's zijn in 2024 de doelstellingen behaald. Alleen op deelnemerscommunicatie is eerder besloten om iets minder ambitieus te zijn;
- Midden 2024 is de norm verschoven naar de 5 jaar doelstelling. Dit betekent dat 6 KPI's naar oranje verschuiven voor 2025;
- Specifiek KPI (8) omtrent impact beleggen is verder aangescherpt naar een impact beleggen KPI. Dit conform het impact raamwerk;
- Daarnaast zijn 2 KPI's aangescherpt om vergaande MVB criteria toe te voegen per asset class en is het voldoen aan de MVB KRI's ook een KPI.

5. Investment strategie/research

Conclusie: De onderwerpen zijn in 2024 conform afspraak uitgewerkt. Met name om het impact framework te ontwikkelen. Daarnaast is op verzoek specifiek naar de situatie van Europa gekeken en zijn klimaatrisico's verder uitgewerkt ook op verzoek van de risicocommissie.

- In 2024 zijn de thema's gezondheid en klimaat uitgewerkt. Daarbij is ook een koppeling gemaakt met mogelijke impact KPI's voor de verschillende beleggingscategorieën
- Het totale dossier klimaatscenario's is uitgebreid met een analyses over de impact op korte en lange termijn als klimaatscenario's op korte termijn zich manifesteren;
- De economie in Europa en ook aandelen rendementen blijven langjarig achter bij Amerika. Dit is aanleiding geweest om een verdiepende analyse uit te werken voor Europa.

Speerpunten 2025

De speerpunten voor 2025 zijn gebaseerd op het meerjarenplan en de strategie van fonds. Vanuit de strategie van het fonds staan met name MVB en pensioenakkoord centraal (punt 1 en 4). De drie andere punten volgen uit de meerjarenplanning. Daarnaast zullen in het meer gedetailleerde jaarplan de minder materiele onderwerpen worden gedefinieerd die volgen uit de meerjarenplanning. Voor 2025 gelden de volgende speerpunten:

	Wanneer
1. Pensioenakkoord - Sectorafspraken over rolverdeling en gegevensuitwisseling klant worden definitief met de ketenpartners uitgewerkt - Optimalisatie portefeuille onder WTP - Definitieve asset allocatie onder WTP per 1-1-206 uitwerken - Opstellen portefeuille transitieplan incl verlagen renteafdekking net voor/na transitiedatum¹ - Herijken van de fiduciaire dienstverlening (op onderdelen)	Heel 2025
2. Implementatie duurzaam niet-genoteerd vastgoed - Verkopen van de beleggingen die niet aansluiten bij de uitgangspunten van PF PostNL - Aankopen van aantal nieuwe managers, waaronder een aantal impact beleggingen	Q1/Q2 2025
3. Duurzaamheid - Langetermijn ambitie is 10% impact. Voor 2025 onderzoeken of 7,5% haalbaar is - Impact beleggingen toevoegen binnen direct lending - Impact beleggingen toevoegen binnen vastgoed - Infrastructuur of Private Equity onderzoeken om meer impact te realiseren - Integrale impact rapportage - Up to date blijven t.a.v. regelgeving en sectorinitiatieven	Heel 2025

¹ In November en December 2024 is uitvoerig gesproken over de mogelijkheden en voor- en nadelen van voor- en nasorteren. De details dienen nog te worden uitgewerkt maar het fonds heeft op hoofdlijnen besproken om 1) met illiquide beleggingen nu al te sturen naar de nieuwe strategische normen, 2) met liquide beleggingen in de rendementsportefeuille kort voor en kort na transitie te handelen, waarschijnlijk in een verhouding van ongeveer 20/80 voor/na en 3) met de renteafdekking bij voorkeur na te sorteren omdat renterisico een onbeloofd risico is. De definitieve keuzes volgen uit een afweging van de belangen en risico's van het collectief en individuen direct voor en direct na invaren.

3 Analyses & vooruitzichten

Terugblik en korte termijn macro-economische verwachting (zie bijlage 1)

Voor pensioenfondsen is 2024 tot en met eind augustus grosso modo een positief jaar. De angst voor hoge inflatie is bij centrale banken grotendeels verdwenen. Beleidsrentes worden inmiddels daarom ook alweer verlaagd. De winsten en winstverwachtingen ontwikkelden zich dit jaar stormachtig, met name rondom kunstmatige intelligentie. In hoeverre deze verwachtingen ook echt waargemaakt gaan worden is zeer moeilijk te zeggen, een onzekerheid die ook in de koersen van aandelen als Nvidia zichtbaar is.

Vooruitblik 2025

Langetermijn horizon (10 jaar)

- Reële groeiverwachtingen blijven gematigd vanwege lage groei van het arbeidsaanbod en arbeidsproductiviteit. Voor het eerst maken we een afslag voor de impact van klimaatverandering en de energietransitie op economische groei. Een verwachte positieve impuls op de arbeidsproductiviteit vanwege Kunstmatige Intelligentie kost tijd.
- Onze inflatieverwachtingen blijven in ontwikkelde landen iets boven de doelstellingen van centrale banken door regionalisering van productieketens en grote overheidsuitgaven aan vergrijzing, energietransitie en defensie. China heeft een deflatoire impact door focus op een grotere industriële productiecapaciteit, vooral voor strategische goederen.
- Centrale banken: voor de lange termijn gaan we uit van beleidsrentes die nominaal de pre-covid periode overtreffen, maar reëel laag blijven (rond 0%).
- Belangrijkste wereldwijde trends:
 - a. Geopolitiek: wereldeconomie polariseert verder tussen de VS en China; Europa bevindt zich in een lastige positie en investeert fors in defensie.
 - b. Duurzaamheid: om de Parijs-doelstellingen te halen, en voor landen om energie-onafhankelijker te worden, zijn forse investeringen nodig in de energietransitie.

Kortetermijn horizon (12 maanden)

- We voorzien dat economische groei tendeert naar trendmatige niveaus van 2% in de VS en 1,5% in de eurozone. Geleidelijk dalende inflatie richting 2% biedt centrale banken de mogelijkheid beleidsrentes te verlagen.
- Hierdoor verwachten we positieve winstgroei, wat steun biedt aan aandelenmarkten.

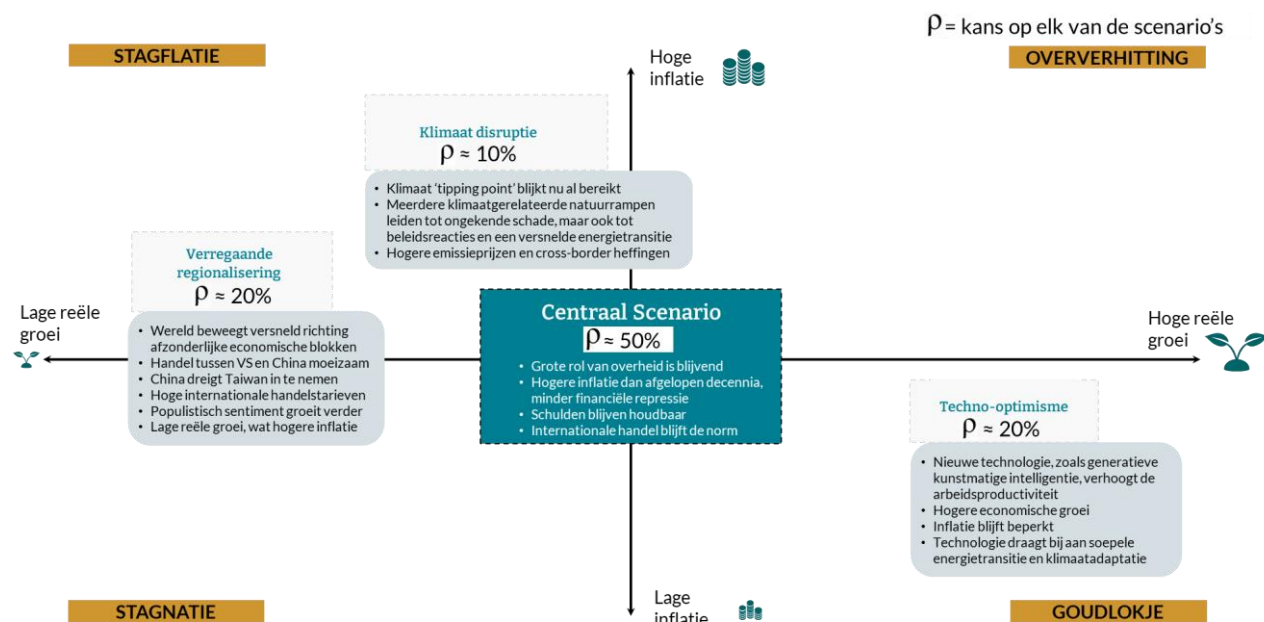
Implicaties beleggingsbeleid 2025

- De economische ontwikkelingen zijn geen reden om het beleggingsbeleid fundamenteel aan te passen;
- De rendementsverwachtingen van de meeste beleggingscategorieën zijn in lijn met de lange termijn uitgangspunten die ook in de ALM studie worden gehanteerd;
- Door de hogere en stabiele renteafdekking is het renterisico sterk gedaald;
- Door de geopolitieke ontwikkelingen is een verregaande regionalisering een meer en meer realistisch scenario. Bij bepalen van de normallocatie van het fonds zal hier in toenemende mate rekening mee worden gehouden. In 2024 is bijvoorbeeld besloten om de allocatie naar aandelen opkomend landen te onderwegen.

Alternatieve risicoscenario's (zie bijlage 2)

Vanwege de verschillende trends en thema's die financiële markten drijven, is het van belang om naar de impact van verschillende alternatieve scenario's (zie toelichting in de bijlage) te kijken. Deze scenario's vormen niet het uitgangspunt voor het beleggingsbeleid 2025 maar worden wel nadrukkelijk gevolgd. Met name het risico van verregaande regionalisering wordt aannemelijk geacht en zoveel mogelijk meegenomen bij de constructie van de portefeuille. Er is niet gekozen voor een

beleidsmatige aanpassing aangezien dit een te grote afwijking zou betekenen versus het strategisch beleggingsbeleid. Daarmee worden de risico's van de alternatieve scenario's dus geaccepteerd.



De impact op het strategische beleggingsbeleid en het beleid 2025

Uit de onderstaande analyse blijkt dat de impact van de wijzigingen binnen het beleid 2025 op het jaarlijkse verwachte dekkingsgraad surplus en het dekkingsgraadrisico's nihil zijn. Het gaat hier om een nuance omdat het totale geopolitieke risico niet kan worden beheerst zonder dat dit aanzienlijke impact heeft op de lange termijn uitgangspunten.

Jaarlijkse verwachte dekkingsgraad surplus	Strategisch beleggingsbeleid	Beleid 2024
Centraal scenario	3.3% (per jaar)	3.2% (per jaar)
Tech optimisme	5.6% (per jaar)	5.5% (per jaar)
Verregaande regionalisering	1.3% (per jaar)	1.4% (per jaar)
Klimaat disruptie	2.8% (per jaar)	2.8% (per jaar)
Trump's importheffingen	3,5%	3,4%
Recessie VS/Europa	-23.0%	-23.0%
Europese schulden crisis	-36.5%	-36.8%
Abrupte klimaatmaatregelen	-2.6%	-2.4%
Escalatie Taiwan	-25.2%	-25.3%

De belangrijkste punten bij deze scenario's en de impact zijn:

- Het effect van de rente is veel kleiner dan voorgaande jaren door de hogere afdekking;
- De heftigste scenario's (recessie VS/Europa, Europese schulden crisis en Escalatie Taiwan) kennen allen zeer negatieve rendementen op zakelijke waarden. De rente daalt in deze scenario's ook, maar dit is dus niet langer met afstand het sterkste effect;
- Het scenario met importheffingen is netto positief door een positief effect op de VS en stijgende rente;
- In de bijlage zijn de details van de scenario's uitgebreider beschreven.

4 Aantrekkelijkheid individuele categorieën

In onderstaande tabel is voor alle categorieën in de portefeuille de aantrekkelijkheid weergegeven door vergelijking van de relevante maatstaf met de waarde zoals vastgesteld in de investment case.

Categorie	Maatstaf	Grenswaarde	Actuele waarde	Voldoet?
Aandelen ontwikkelde landen	Forward looking P/E	22	19.2	Ja
Aandelen opkomende landen	Forward looking P/E	16	11.9	Ja
Global High Yield	Spread boven wereldwijd staat	3.17%	3.3%	Ja (maar zeer krap) ²
EMD Hard Currency	Spread boven US treasury	2.0%	3.9%	Ja
EMD Local Currency	Totale yield	4.9%	6.2%	Ja
Direct Lending	Spread boven Euribor	4.0%	5.7%	Ja
Hypotheke	Spread boven NL staat	1.0%	1.5%	Ja
IG Bedrijfsobligaties	Spread boven NL staat	0.5%	0.9%	Ja

In deze tabel ontbreken onroerend goed en landbouwgrond. Bij deze categorieën ontbreekt een eenduidig getal waarmee de aantrekkelijkheid doorlopend getoetst kan worden. De passendheid en aantrekkelijkheid worden elke drie jaar bij het bijwerken van de investment case beoordeeld.

Op basis van het beschreven proces is besloten de volgende stappen te ondernemen:

- Aanhouden van de overweging van bedrijfsobligaties ten laste van hypotheke. De aantrekkelijkheid is vergelijkbaar, maar de liquiditeit van bedrijfsobligaties is gezien de hogere renteafdekking waardevol;
- Als de positie in hypotheke daalt als gevolg van de transitie naar het nieuwe stelsel zal vrijkomend vermogen in liquiditeiten worden aangehouden;
- Onderweging van High Yield van 2% behouden;

² De categorie voldoet aan het minimum, maar indicatief is in de investment case opgenomen dat de spread de historische mediaan dient te benaderen of overstijgen om de categorie weer met de strategische norm op te nemen.

5 Beleggingsbeleid 2025

Onderstaande tabel geeft het zowel het strategisch beleggingsbeleid als het beleggingsbeleid van 2024 en 2025 weer. De WTP allocatie per 1-1-2026 is verderop in dit hoofdstuk weergegeven:

	Strategisch beleid 2024 - 2026	Norm portefeuille 2024	Huidige portefeuille	Norm portefeuille 2025 (versus SB)	Bandbreedte
Matchingportefeuille	15.0%	15%	15.5%	15%	
Nominale staatsobligaties	15.0%	15%	15.5%	15%	10.0%-20.0%
Rendementsportefeuille	85.0%	85%	84.5%	85%	
Investment grade	37.0%	37%	35.6%	37%	32.0%-42.0%
Bedrijfsobligaties euro	15.0%	17%	16.3%	17% (+2%)	13.0%-17.0%
Nederlandse hypotheke	22.0%	20%	19,1%	19% (-3%)	17.0%-25.0%
Liquiditeiten	0%	0%	0.2%	1% (+1%)	0%-5%
Hoogrentende waarden	12.0%	12%	11.8%	12%	5.0%-15.0%
High yield obligaties	4.0%	2%	2.1%	2% (-2%)	0.0%-8.0%
Obligaties opkomende markten	4.0%	4%	4.1%	4%	0.0%-8.0%
Direct lending	4.0%	6%	5.7%	6% (+2%)	0.0%-8.0%
Aandelen	26.0%	26%	26.3%	26%	21.0%-31.0%
<i>Aandelen Ontwikkeld</i>	<i>21.0%</i>	<i>21%</i>	<i>23.2%</i>	<i>21%</i>	<i>16.0%-26.0%</i>
Aandelen wereldwijd	16.0%	13%	17.4%	17.5% (+1,5%)	11.0%-21.0%
Aandelen Europa	5.0%	5%	5.8%	5.0%	3.0%-7.0%
<i>Aandelen opkomende markten</i>	<i>5.0%</i>	<i>5%</i>	<i>3.1%</i>	<i>3,5% (-1,5%)</i>	<i>3.0%-7.0%</i>
Alternatieven	10.0%	10%	10.6%	10%	5.0%-15.0%
Niet-beursgenoteerd NL	1.95%	1.4%	5.2%	1.95%	0.0%-4.0%
Niet-beursgenoteerd Europa	2.85%	2.4%		2.85%	1.0%-5.0%
Niet-beursgenoteerd VS	1.2%	1.2%	1.1%	1.2%	0.8% -2.4%
Niet-beursgenoteerd Azië	0.0%	0%	0.3%	0%	
Land- en bosbouwgronden	4.0%	5%	4.0%	4%	2.0%-6.0%
Vereist Eigen Vermogen (o.b.v. actuele rente)	116.4%		115.9%	116.2%	+/-2% strategisch VEV

Motivatie afwijkingen van strategisch beleggingsbeleid

- De hogere allocatie in bedrijfsobligaties blijft gehandhaafd omdat bedrijfsobligaties vergelijkbaar zijn qua aantrekkelijkheid in spread ten opzichte van hypotheke, maar meer liquide.
- De allocatie naar hypotheke zal actief worden afgebouwd omdat de normweging vanaf 2026 aanzienlijk lager zal liggen. Om transactiekosten te vermijden, en omdat de rente op kortlopende obligaties aantrekkelijk is, zal vrijkomend vermogen in liquiditeiten worden aangehouden;
- High Yield was in 2023 - 2024 onderwogen vanwege de hoge waardering. High Yield is nog steeds relatief hoog gewaardeerd, en deze positie blijft dus gehandhaafd.
- Onroerend goed is van 2022 tot 2024 significant overwogen, het fonds heeft met verkooptransacties dit aanzienlijk verlaagd. Ook is de allocatie naar Azië in 2024 afgebouwd.
- Gezien de toegenomen geopolitieke risico's is er voor 2024 gekozen om de allocatie naar aandelen opkomende landen te verlagen. In 2025 wordt dit via een aanpassing van de normweging gehandhaafd.

In de jaarevaluatie (Q1) wordt het effect van de deze dynamische keuzes beoordeeld o.b.v. een 3 en 5 jaar horizon. Dit te samen met de resultaten van benchmark keuzes en de manager selectie.

Wijzigingen allocatie illiquide beleggingen

Omdat illiquide beleggingen gemiddeld over een periode van 2-3 jaar worden opgebouwd is het soms nodig om het vermogen tijdelijk te beleggen in een liquide alternatief (parkeerregel). Hierbij wordt onderscheid gemaakt tussen de werkelijke portefeuille en de benchmark.

In de portefeuille zal de beheerder altijd een keuze moeten maken als illiquide beleggingen niet perfect in lijn met de norm belegd worden. Hierbij maakt de beheerder een afweging tussen het behoud van het risicoprofiel en transactiekosten en wordt ook gekeken naar hoe lang de afwijking naar verwachting nog zal duren. Dit is niet volledig in regels te vatten en hoeft daarom niet in de richtlijnen te worden opgenomen.

Bij relatief grote afwijkingen van de norm, bijvoorbeeld omdat een categorie in op- of afbouw is, zal ook de benchmark worden aangepast. Dit is wél een formele aanpassing en wordt opgenomen in de beleggingsrichtlijnen.

Aangezien de allocaties rondom normweging zijn worden de meeste parkeerregels in de benchmark verwijderd. Alleen voor hypotheek handhaven we deze, omdat die allocatie kan gaan dalen als gevolg van redempties.

Illiquide categorie	Strategische Norm	Norm 2025	Weging eind 2023	Weging eind 2024	Liquide parkeerregel 2024	Liquide parkeerregel 2025
Niet-genoteerd onroerend goed	6%	6%	7,5%	6,3%	50% Aandelen opkomende landen 50% Euro bedrijfsobligaties	n.v.t
Landbouwgrond	4%	4%	4,0%	4,0%	Aandelen opkomende landen	Nv.t.
Hypotheek	22%	19%	20,5%	19,0%	Liquiditeiten	Liquiditeiten
Directe bedrijfsleningen	4%	6%	4,5%	5,7%	50% Hoogrentende landen 50% liquiditeiten	n.v.t.

Rentebeleid

In Q2 2024 heeft het fonds besloten om de renteafdekking te verhogen naar 100%. Dit om het transitierisico naar WTP zoveel mogelijk te mitigeren zonder dat afgeweken wordt van de strategische risicohouding. Daarmee is de dynamische renteafdekking van het fonds zoals opgenomen in het strategisch beleggingsbeleid niet meer van toepassing. Deze is ook als zodanig opgenomen in de beleggingsrichtlijnen

Valutabeleid

Aangezien er geen valutarisico wordt genomen in de matchingportefeuille is afdekking hier in principe niet aan de orde. Binnen de rendementsportefeuille is het vertrekpunt dat binnen vastrentende waarden 100% valutarisico wordt afgedekt en binnen zakelijke waarden 50%. We dekken het risico af van de drie grote valuta's: USD, GBP en JPY. Omdat de valuta-afdekking niet per categorie maar in één mandaat voor de hele portefeuille plaatsvindt moet dit beleid vertaald worden naar één afdeckingspercentage op totaalniveau per valuta.

Bandbreedtes

De bandbreedtes vanuit het strategisch beleggingsbeleid vormen het uitgangspunt.

Implementatie beleggingsplan 2025

Vanwege de goede liquiditeit in de markten zal het beleggingsplan per 31 januari 2025 ingaan. De belangrijkste (herbalancering) indicatieve transacties zijn:

- Herbalancering tussen de matchingportefeuille en rendementsportefeuille
- Afbouw Europese aandelen ten gunste van aandelen opkomende landen

Met deze transacties wordt de totale portefeuille in lijn gebracht met het beleid 2025. De andere beleggingscategorieën bevinden zich binnen de implementatie bandbreedtes en alleen bij grote afwijkingen of in combinatie met manager wijzigingen wordt hier de allocatie bijgestuurd.

Eind 2024/begin 2025 zal een eerste stap worden gemaakt met de afbouw van een aantal niet genoteerde vastgoed posities Europa die beperkt aansluiten bij het beleggingsbeleid van het fonds (core plus beleggingen) incl. het toevoegen van een nieuwe impact manager binnen Nederland.

Voor hypotheeklen zijn redempties ingelegd om de allocaties te laten dalen naar de norm in de SPR. De verwachting is dat dit in 2025 slechts gedeeltelijk zal plaatsvinden.

6 Benchmarks

Het fonds hanteert een gelaagde benchmark voor het meten van de impact van gemaakte keuzes:

- **De beleidsbenchmark** weerspiegelt het strategisch beleggingsbeleid. De gebruikte benchmark per categorie komt overeen met de benchmark die in de ALM gebruikt is.
- **De uitvoeringsbenchmark** weerspiegelt de jaarlijkse normportefeuille. De gebruikte benchmark per categorie komt overeen met de benchmark zoals vastgesteld in de investment case van die categorie en passend bij de managers.
- **De fondsbenchmark** van een actieve manager kan afwijken van de beleidsbenchmark en uitvoeringsbenchmark van de categorie waarin deze manager opereert. Managers hanteren en rapporteren een tracking error ten opzichte van deze benchmarks, en in een aantal gevallen heeft het fonds hier restricties op gedefinieerd.

Het pensioenfonds hanteert de volgende benchmarks voor de diverse categorieën die ook recentelijk met BNP zijn afgestemd als onafhankelijke custodian van het pensioenfonds. Er zijn geen wijzigingen aangebracht voor 2024 anders dan dat de allocatie naar smallcaps is verwijderd uit de benchmark:

Categorie	Beleidsbenchmark	Uitvoeringsbenchmark	Beheerstijl
Aandelen ontwikkeld			
Wereldwijd ontwikkeld	75% MSCI World All Cap TR	MSCI World Select SDG TR	Actief en passief
Europa	25% MSCI World Europe TR	MSCI Europe Select SDG TR	Passief
Opkomende markten	MSCI Emerging Markets TR	50% MSCI Emerging Markets TR 50% MSCI Emerging Markets Select SDG TR	Actief en passief
Alternatieven			
Europa	MSCI IPD benchmark Netherlands & Europa conform normwegingem	MSCI IPD NL MSCI IPD EU	Nvt
Noord-Amerika	MSCI/PREA U.S. ACOE Quart.Property Fund Index	Portefeuillerendement	Nvt
Azië-Pacific	MSCI Asia Pacific Annual Property index	Portefeuillerendement	Nvt
Landbouwgrond	NCREIF Total Return (%) Farmland index	Portefeuillerendement	Nvt
Vastrentende waarden IG			
Bedrijfsobligaties	iBoxx Euro Corporates Overall TR Index	Bloomberg MSCI Euro Corporate Sustainable SRI Index	Actief
Groene obligaties	Bloomberg Barclays MSCI Euro Green Bond Index TR Index Value Unhedged	idem	Actief
Hypothecaire leningen	ICE BofAML Netherlands Government Index +1%	Portefeuillerendement	Nvt
Vastrentend hoogrentend			
Hoogrentende bedrijven	ICE BofAML Global High Yield Index	ICE BofAML Global High Yield ESG Tilted Index	Actief
Hoogrentende landen	50% JPM EMBI Global Diversified Index 50% JPM GBI-EM Global Diversified Index	Aangepaste maatwerkbenchmark voor landenbeleid	Passief
Direct lending	CS Western European Lev. Loans Index all denominations hedged to EUR	Portefeuillerendement	Nvt
Liquideiteiten	ESTR total return index	idem	Nvt

7 Actief risico

Voor de actief beheerde portefeuilles gelden de volgende tracking error restricties. Er zijn geen wijzigingen aangebracht voor 2025 anders dan dat voor aandelen ontwikkeld ook een restrictie is toegevoegd.

Categorie	Tracking error restrictie versus fondsbenchmark
Aandelen wereldwijd ontwikkeld – long term investing/actief SDG	Maximum 4%
Aandelen Opkomende markten	Maximum 6%
Euro bedrijfsobligaties IG	Maximum 2%
Groene obligaties	Maximum 2%
Hoogrentende bedrijven	Maximum 4%

Deze tracking errors worden voor een groot deel veroorzaakt doordat de actieve fondsmanagers duurzaamheid meenemen in beleggingsbeslissingen en hierdoor afwijken van de ‘grijze’ benchmarks. Voor passieve fondsen die een maatwerkbenchmark hanteren wordt de tracking error tussen die maatwerkbenchmark en de ‘grijze’ benchmark in het selectietraject meegenomen, maar wordt vervolgens simpelweg een lage tracking error tussen het fonds en de benchmark verwacht.

Bij het opstellen van het strategisch beleggingsbeleid van de SPR zullen de maximaal toegestane tracking errors geëvalueerd worden.

Bijlage 1: Macro economische ontwikkelingen

Centraal scenario komend decennium (2025 – 2035)

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

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

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

De wereldwijde broeikasgasemissies zijn de afgelopen jaren verder gestegen en de globale temperatuur is +1,1°C hoger dan in de pre-industriële periode. Om de klimaatdoelstellingen van Parijs te halen, zijn forse investeringen nodig in de energietransitie. Zowel qua productie van duurzame energie (een verdrievoudiging van de capaciteit tegen 2030), als qua distributie (een verdubbeling van de investeringen) en ook het CO2-neutraal maken van gebouwen, transport en industrie. Overheidsinvesteringen in de energietransitie hebben ondanks de bestedingsimpuls geen positieve impact op reële groei vanwege initieel een lagere productiviteit en een opwaartse impact op inflatie. De algehele impact van klimaatverandering en de energietransitie op BBP-groei wordt nu ook negatief verondersteld voor ontwikkelde landen op een tienjaarshorizon. De hogere fysieke

klimaatrisico's worden steeds zichtbaarder met onder andere meer overstromingen, droogte en hitte, met negatieve economische gevolgen voor economische groei in alle regio's. De **energietransitie** verloopt naar verwachting langzamer door verminderd politiek draagvlak, en daardoor uiteindelijk ook chaotischer, wat leidt tot een negatievere impact op de economie. Voor opkomende landen is de impact van klimaatverandering en de energietransitie negatiever door de grotere afhankelijkheid van fossiele brandstoffen, CO₂-intensievere industrieën, en grotere kwetsbaarheid ten aanzien van temperatuurstijgingen en de gevolgen daarvan op het klimaat en de economie. Inflatie zal voor alle regio's toenemen als gevolg van de energietransitie: dit wordt gedreven door (overheids)investeringen in de transitie, minder aanbod van fossiele energie, schaarste van materialen benodigd voor de transitie, en CO₂-beprijzing. Deflatoire technologische ontwikkelingen wegen hier niet tegenop.

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

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

Korte termijn verwachting (2025)

Economieën hebben veerkracht getoond gedurende de inflatiegolf en het restrictieve monetaire beleid van de afgelopen jaren. Ruim fiscaal beleid heeft hierbij geholpen. De verwachting is dat de beleidsmix in de loop van 2024 en 2025 zal wijzigen. Het fiscaal beleid van overheden wordt minder ruim, maar het monetaire beleid wordt minder restrictief. Zonder grote onevenwichtigheden als overinvesteringen of excessieve schuldenlasten in private sectoren, wordt voorzien dat economische groei tendeert naar het trendmatige niveau van rond de 2% in de VS. Na een jaar stagnatie in de eurozone kan de groei rond 1,5% uitkomen, iets boven het potentiële niveau. Geleidelijk dalende inflatie richting 2% biedt centrale banken de mogelijkheid rentes te verlagen.

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

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

Bijlage 2: Alternatieve scenario's

Vanwege de verschillende trends en thema's die financiële markten drijven, is het van belang om naar de impact van verschillende alternatieve scenario's te kijken. Deze scenario's vormen niet het uitgangspunt voor het beleggingsbeleid 2024 maar worden wel nadrukkelijk gevolgd.

Algemene lange termijn economische stress-scenario's

Verregaande regionalisering

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

Klimaat disruptie

- In dit scenario speelt disruptieve, klimaat gerelateerde schade een sleutelrol. Een serie natuurrampen met forse schade wereldwijd leidt tot een omslag in het politieke momentum om verdere klimaatverandering nu echt te beperken. Hierdoor krijgen investeringen voor mitigatie ván en adaptatie áán de klimaatverandering een versnelling op korte termijn.
- Er zijn grootscheepse investeringen in de infrastructuur voor duurzame energie en klimaatadaptatie. Overheden zetten zich ook in voor een snellere invoering van cross-border CO2-heffingen en duurdere uitstootrechten. Allemaal elementen die de inflatie opdrijven.
- Niet enkel die hogere inflatie verklaart de hogere rente in dit scenario. Met name voor regio's of ondernemingen, die kwetsbaarder zijn voor de gevolgen van klimaatverandering, wordt een hogere risicopremie geëist. Dit weegt op aandelenrendementen en risicovollere bedrijfsobligaties. Het patroon van de economische cyclus wordt minder voorspelbaar en is volatieler mede vanwege de hoge inflatie in dit scenario.

Techno-optimisme

- Generatieve Kunstmatige Intelligentie heeft het potentieel de arbeidsproductiviteit een boost te geven. In dit scenario wordt ervan uitgegaan dat de technologie tot volle wasdom komt, regelgeving de grootste risico's mitigeert maar grootschalige adoptie niet in de wegstaat, en dat bestaande digitale infrastructuur en -kennis zorgen voor een snelle realisatie. De productiviteitsgroei komt hoger te liggen, een welkome ontwikkeling gezien de vergrijzing en terugtrekkende globalisatie.
- Naast artificiële intelligentie zijn er in dit scenario eveneens technologische ontwikkelingen die een steun in de rug zijn voor het realiseren van de energietransitie en klimaatadaptatie.
- De hogere productiviteit leidt tot hogere lonen. De inflatoire druk blijft echter onder controle dankzij de toegenomen efficiëntie. Daardoor hoeven centrale banken niet op de rem te trappen ondanks de sterkere economische groei.

- De gezonde economische groei zorgt ervoor dat zij die hun baan verliezen na de invoering van nieuwe technologie, snel kunnen herintreden in de arbeidsmarkt. Dit voorkomt dat populistische politieke sentimenten voet aan de grond krijgen.
- Dit scenario sluit het sterkst aan bij een 'goudlokjes-omgeving'. Aandelen en risicovollere bedrijfsobligaties profiteren. Risicovrije renteniveaus zijn hoger wegens de hogere groei.

Algemene korte termijn economische stress-scenario's

Trump's importheffingen

- Sinds haar kandidatuur voor het presidentschap van de VS heeft Kamala Harris een opmars in de peilingen gemaakt. Ze staat iets voor op de Republikeinse kandidaat Donald Trump. Maar een overwinning van Trump is niet uitgesloten.
- In aanloop naar de verkiezingen in november 2016, toen Trump werd gekozen als president, was een kleine correctie op aandelenmarkten te zien, maar gedurende de rest van het jaar en in 2017 steeg de S&P500 met bijna 30%, ondanks een zich ontwikkelende handelsoorlog met China.
- In een tweede termijn verwachten we dat Trump agressiever en effectiever in zijn beleid zal zijn. De Republikeinse partij is verder naar rechts opgeschoven en beter voorbereid op een machtsovername.
- In dit scenario gaan we uit van brede invoering van invoertarieven van 10%. Verder verwachten we verlaging van de vennootschaps- en inkomstenbelasting.
- Invoertarieven en belastingverlagingen zijn op korte termijn positief voor het Amerikaanse bedrijfsleven en daarmee voor Amerikaanse aandelen.
- De euforie zal echter worden getemperd door de inflatoire gevolgen van het beleid. In een economie die niet ver van haar capaciteitsgrenzen af zit, zal fiscale stimulering en hogere invoerprijzen leiden tot hogere inflatie. De Fed zal stoppen met het verlagen van de rente, en mogelijk weer het pad omhoog inzetten, lange rentes zullen stijgen. De dollar zal appreciëren.
- Voor aandelen buiten de VS is dit scenario negatief, voor opkomende markten iets meer dan voor Europa, aangezien China harder wordt geraakt. Voordeel voor de rest van de wereld is dat het inflatoire effect uitblijft

Recessie VS/Europa

- De wereldeconomie heeft de inflatiegolf en de monetaire verkrapping van 2022 en 2023 goed doorstaan. Ondanks de hoogste inflatie en meest agressieve renteverhogingen in decennia, is de economie van de VS blijven groeien. De economie van de eurozone, extra getroffen door hogere energieprijzen, stagneerde in 2023, maar heeft een recessie tot nu toe vermeden.
- Een belangrijke reden voor deze positieve ontwikkelingen is de sterke fiscale stimulering die in de VS en in Europa is doorgevoerd. In 2025 zal de beleidsmix veranderen, met krasser fiscaal beleid en ruimer monetair beleid.
- In dit scenario gaan we er vanuit dat centrale banken rentes te lang te hoog hebben gehouden. De geleidelijke afkoeling van de arbeidsmarkt in de VS zal versnellen wanneer consumenten hun besparingen hebben opgesoupeerd en de hand op de knip houden. Dat zet in de VS een recessie in gang. Europa, waar de groei toch al matig is, zal volgen. Ook in China, waar autoriteiten al moeite hebben om de gevolgen van de vastgoedcrisis te beperken, zal de groei verder dalen.
- Recessies gedreven door centrale banken zijn over het algemeen van de mildere soort. Daar gaan we ook in dit scenario van uit, aangezien we geen grote onevenwichtigheden zien in de grote economieën van de wereld.

- Desalniettemin zien we in dit scenario op financiële markten de traditionele patronen van een recessie. Centrale banken verlagen rentes, waarmee ook lange rentes dalen. Rentecurves versteilen in dit proces.
- Op kredietmarkten lopen risico-opslagen uit.
- Ondanks de renteverlagingen gaan aandelenmarkten onderuit. Het negatieve effect van dalende bedrijfswinsten weegt zwaarder dan het positieve effect van dalende rentes.
- Grondstoffen volgen aandelen omlaag, vanwege sterk terugvallende vraag.

Europese schuldencrisis

- Het uitroepen van vervroegde parlementsverkiezingen in Frankrijk leidde tot een sterke stijging van de risico-opslag op Franse staatsleningen. Het liet maar weer eens zien dat markten zich snel zorgen kunnen maken over de houdbaarheid van staatschulden in de eurozone. Niet alleen in Frankrijk, maar ook in een reeks andere Europese landen hebben populistische, euro-sceptische partijen een opmars gemaakt bij recente verkiezingen. Dit op een moment dat begrotingstekorten hoog zijn, veelal boven de norm van 3%, en staatsschulden oplopen.
- In dit scenario gaan we ervan uit dat Europese regeringen hun begrotingen om politieke of economische redenen niet op orde krijgen. Er ontstaat onenigheid tussen individuele landen en de Europese Commissie, wat de politieke besluitvorming in Europa geen goed doet. Financiële markten beginnen te twijfelen aan de houdbaarheid van staatsschulden. Bovendien wordt duidelijk dat staatsobligaties van sommige landen niet langer kwalificeren voor het 'anti-fragmentatie' instrument TPI (Transmission Protection Instrument) van de ECB vanwege de omvang en de onderliggende oorzaak van het begrotingstekort.
- De risico-opslagen op euro staatsschulden lopen snel op. De ECB geeft aan dat het TPI niet zonder meer voor alle landen zal worden ingezet.
- Er is sprake van een grote schokgolf in de economie en op financiële markten:
 - Een faillissement van één of enkele landen lijkt onafwendbaar. Er wordt gespeculeerd dat landen de muntunie zullen verlaten.
 - Er ontstaan grote zorgen omtrent de financiële positie van banken.
 - De economie heeft te kampen met sterke vraaguitval. Het gevolg is een stevige recessie in de eurozone.
 - Door de sterk verminderde vraag dalen prijzen, met deflatie tot gevolg.
- Maar ook buiten de eurozone wordt de economische schok gevoeld.

Escalatie rond Taiwan

De Chinese president Xi Jinping heeft meerdere malen gezegd dat een 'hereniging' met Taiwan moet en zal gebeuren. De Amerikaanse wet schrijft voor dat de VS Taiwan moeten steunen met militaire middelen zodat het eiland zichzelf kan verdedigen in geval van een aanval. De wet schrijft geen militaire interventie van de VS voor. In dit scenario verklaart Taiwan zich na nieuwe verkiezingen officieel onafhankelijk van China. Dit lokt een reactie van China uit. China neemt een aantal eilanden in de Straat van Taiwan in, blokkeert zeeroutes van/naar Taiwan en dreigt met een inval. De VS, AUKUS-pact partners (het VK en Australië) en Japan reageren met grootschalige levering van wapens aan Taiwan. Westerse mogendheden stellen op grote schaal sancties en handelsembargo's in tegen China. Taiwans halfgeleiderindustrie raakt volledig ontregeld. Dit heeft door het grote marktaandeel enorme gevolgen voor wereldwijde productieketens in allerlei industrieën. China stopt de export van (onder andere) zeldzame metalen. Als gevolg hiervan ontstaan grote tekorten van elektronica, auto's, maar ook in allerlei andere industriële sectoren. Door de aanbodschock stijgen prijzen sterk met fors lagere koopkracht tot gevolg. Er ontstaat grote onzekerheid. Ondanks de hoge inflatie reageren centrale banken met renteverlagingen en extra

liquiditeit, om het functioneren van markten te ondersteunen. Er ontstaat een diepe economische recessie en de werkloosheid loopt snel op.

Abrupte klimaatmaatregelen

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