

Beleggingsplan 2025

Stichting Pensioenfonds Smurfit Kappa Nederland

Versiedatum

22 januari 2025

Datum vergadering beleggingscommissie

6 december 2024

Inhoudsopgave

1.	Samenvatting	3
2.	Macro-economische omgeving en	4
2.1	Terugblik op 2023	4
2.2	Vooruitzichten	5
3.	Beleggingsbeleid 2024	5
3.1	Strategische Asset Allocatie	5
3.2	Afwegingen voor Normportefeuille 2024	6
3.3	Portefeuille	6
3.3.1	Matchingportefeuille	6
3.3.2	Returnportefeuille.....	7
3.3.3	Valuta-afdekking	7
3.3.4	Renteafdekking	7
3.3.5	Inflatieafdekking	8
3.4	Overige aspecten	8
3.4.1	Herbalanceringsbeleid	8
3.4.2	Risicobeleid	8
3.4.3	Duurzaam beleggen	8
3.4.4	Liquiditeit in stress	8
4.	Strategische portefeuille, implementatie en benchmarks voor 2024	9
5.	Jaarkalender 2024	10

1. Samenvatting

Dit beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid van Pensioenfonds Smurfit Kappa Nederland voor 2025. De uitgangspunten hiervoor zijn de overtuigingen van het pensioenfonds, zoals vastgelegd in de risicohouding en de investment beliefs. Dit Beleggingsplan 2025 richt zich daarmee hoofdzakelijk op de normportefeuille voor 2025.

Voor zover niet in dit Beleggingsplan 2025 anders beschreven is, is daarmee het Beleggingsbeleidsplan 2024-2026, van toepassing. Dit betreft onder andere het herbalanceringsbeleid, valutabeleid, risicobeleid en dynamisch renteafdeckingsbeleid. Daarnaast is het Beleid Verantwoord Beleggen van toepassing op de portefeuille.

Het beleggingsbeleid geldt met ingang van 1 januari 2025 en is de uitkomst van eerdere analyses en discussies van het bestuur en adviseurs inzake de asset allocatie. De uitgevoerde analyses geven beperkt aanleiding voor aanpassingen van het beleggingsbeleid. Eind 2023 is een ALM-studie uitgevoerd, naar aanleiding waarvan de verdeling naar de matching- en returnportefeuille is aangepast. Zo maken nu de Euro bedrijfsobligaties en Hypotheken ook onderdeel uit van de matchingportefeuille en dragen deze categorieën nu ook expliciet bij aan de renteafdekking. Daarnaast zijn de allocaties naar de verschillende onderliggende categorieën geoptimaliseerd en op een logische manier afgerond.

Voor wat betreft de onderliggende categorieën is de allocatie naar aandelen opkomende markten in 2024 uit de portefeuille verwijderd en vervangen met obligaties hoogrentend (high yield). De categorie aandelen opkomende markten was bedoeld ter diversificatie, maar mede vanwege de tegenvallende resultaten is de portefeuille getoetst in een SAA-analyse door GSAM. Op basis van deze SAA-analyse heeft de beleggingscommissie besloten dat deze subcategorie niet meer past bij de beleggingsbeginselen en doelstelling van het pensioenfonds. Tevens is geconcludeerd dat de categorie hoogrentend een betere bijdrage levert aan de diversificatie van de portefeuille. In het tweede kwartaal van 2024 is besloten om Robeco Global High Yield fonds te selecteren voor de categorie hoogrentend. De transitie van aandelen opkomende markten naar hoogrentend heeft plaats gevonden in het derde kwartaal 2024.

Gedurende het vierde kwartaal heeft GSAM een SAA-analyse uitgevoerd maar dat heeft niet geleid tot aanpassingen in de beleggingsportefeuille.

2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's

2.1 Terugblik op 2024

Het jaar 2024 was in meerdere opzichten een goed jaar voor financiële markten. De rente op staatsobligaties daalde per saldo, en met alleen een paar korte tussentijdse correcties stegen aandelenkoersen vrijwel het hele jaar door. Markten werden geholpen door per saldo redelijke groeicijfers en een dalende inflatie, terwijl langverwachte renteverlagingen uiteindelijk ook door centrale banken werden doorgevoerd.

Macro economie

In de eerste maanden van het jaar bleek al snel dat de Amerikaanse economie sterk genoeg was en dat een recessie kon worden vermeden. De hoop op snelle preventieve renteverlagingen verdween doordat robuuste arbeidsmarkt cijfers en een toenemend vertrouwen onder ondernemers en consumenten wezen op een aanhoudende veerkracht van de economie, terwijl inflatiecijfers in de eerste maanden juist hoger bleken dan verwacht. Vanaf het tweede kwartaal werd een zachte landing van de Amerikaanse economie steeds waarschijnlijker. De arbeidsmarkt werd minder krap en de inflatie zette eindelijk een daling in. Politieke ontwikkelingen maakten de vooruitzichten nog wat onzeker. In juli stapte president Biden uit de race voor de presidentsverkiezingen en werd Kamala Harris de keuze voor de Democraten. Zwakker dan verwachte Amerikaanse arbeidsmarkt cijfers en vertrouwensindices in augustus en september in combinatie met meevallende inflatiecijfers brachten ook de Amerikaanse centrale bank in beweging. De Fed verlaagde haar beleidsrentes in september met 50 basispunten, de eerste verlaging sinds maart 2020. Ondanks de groeifzwakking bleef de economische activiteit in de VS daarna relatief sterk.

De economie in het Eurogebied vertoonde in de eerste maanden van 2024 tekenen van herstel. Het vertrouwen van ondernemers verbeterde, weliswaar vanaf een laag niveau en de inflatie liet al in de eerste maanden van het jaar een duidelijke daling zien. Het herstel zette in het tweede kwartaal echter niet door. Aan het politieke front ontstond daarnaast onrust, onder meer door de aankondiging van verkiezingen in Frankrijk. De duidelijke daling van de inflatie in combinatie met de onzekere economische vooruitzichten resulteerde in de eerste renteverlaging door de ECB met 25 basispunten in juni. In september volgde de tweede renteverlaging. De activiteit in de Eurozone in de tweede helft van het jaar werd grotendeels gekenmerkt door zwakte van de Duitse economie.

Ook elders in de wereld werden rentetarieven verlaagd. Eind september bijvoorbeeld kondigde de centrale bank van China (de PBoC) een aantal beleidsmaatregelen aan om de activiteiten in het algemeen en de vastgoedmarkt in het bijzonder te stimuleren.

Financiële Markten

De renteontwikkeling in 2024 valt in twee periodes uiteen. Kapitaalmarktrentes stegen in de eerste helft nadat preventieve renteverlagingen door de Fed niet opportuun bleken en de inflatie hardnekkig hoog bleef. Ondanks de matig presterende eigen economie en een dalende inflatietrend trok dit ook Europese rentes omhoog. Bezorgdheid over de uitkomst van de Franse verkiezingen zorgden voor een relatief sterke stijging van Franse rentes. In de tweede helft van het jaar kwam de focus duidelijk op een wereldwijde groeifzwakking te liggen, waardoor kapitaalmarktrentes daalden en uiteindelijk lager kwamen te liggen dan aan het begin van het jaar. Per saldo daalden rentes aan het korte eind van de rentecurve relatief sterk, waardoor de rentecurve langzaam minder invers werd. Vooral swap rentes daalden, en daardoor swap spreads, waardoor staatsobligaties minder rendeerden dan swaps.

Aandelenkoersen vonden daarentegen gedurende heel 2024 de weg omhoog. Eerst werden winstcijfers en het sentiment positief beïnvloed door de veerkracht van de Amerikaanse economie en het herstel van de Europese economie. In het tweede helft werden koersen vooral geholpen door (het vooruitzicht op) renteverlagingen. De verkiezingsuitslag in de VS zorgde in november voor een verdere impuls voor aandelenkoersen nadat bleek dat Donald Trump niet alleen de verkiezingen had gewonnen, maar ook een meerderheid had verworven in zowel de Senaat als het Huis van Afgevaardigden. De positieve trend werd slechts enkele keren tijdelijk onderbroken door plotseling tegenvallende inflatie- en arbeidsmarkt cijfers in de VS en, meer lokaal, bezorgdheid over het resultaat van de Franse verkiezingen.

In de eerste helft van het jaar werd de koersstijging vooral gedragen door mega-tech aandelen, in de VS bekend als de Magnificent Seven. In de tweede helft werd de koersstijging breder gedragen.

Aandelenkoersen in ontwikkelde landen stegen in de eerste helft sterker dan in opkomende markten. Mede geholpen door de Chinese stimuleringsmaatregelen was dat in de tweede helft van het jaar andersom. Het positieve sentiment op de aandelenbeurzen werd weerspiegeld op de credit markten. Zowel de spreads op investment grade credits als op high yield obligaties daalden. Aan het eind van het jaar zorgde dit voor historisch lage niveaus van credit spreads.

2.2

Vooruitzichten

De economische groei in de belangrijkste delen van de wereldeconomie zwakt in 2025 verder af, waarbij de kans op een recessie nog altijd hoger is dan gemiddeld. In deze omgeving is een verdere daling van de inflatie richting de doelstellingen van centrale banken waarschijnlijk en dit verschaft de ECB en de Fed de ruimte om rentes verder te verlagen. Een groot deel van de renteverlagingen is echter al ingeprijsd, waardoor het dalingspotentieel van de kapitaalmarktrente beperkt is.

In een omgeving met dalende inflatie, lagere beleidsrentes en het uitblijven van een recessie worden aandelenkoersen ondersteund met een gematigde winstgroei en naast de IT-bedrijven dragen steeds meer sectoren hier aan bij. Ook op kredietmarkten zijn in deze omgeving per saldo licht positieve rendementen mogelijk. Vooral bij deze beleggingen zijn waarderingen een aandachtspunt gezien de historisch lage niveaus van credit spreads.

3. Beleggingsbeleid 2025

Dit hoofdstuk beschrijft de allocaties van de portefeuille in 2025, waarbij de portefeuille is ingedeeld in twee deelportefeuilles:

- De matchingportefeuille, die gericht is op de afdekking van het renterisico; en
- De returnportefeuille, die gericht is op het behalen van een extra rendement ten opzichte van de verplichtingen op de balans van het pensioenfonds.

3.1

Strategische Asset Allocatie (SAA)

De ALM-portefeuille is vertaald in een SAA-portefeuille waarin de portefeuille nader wordt verdeeld over deelcategorieën. Per deelcategorie is een benchmark vastgesteld. Deze SAA-portefeuille is het startpunt voor de allocaties voor de Normportefeuille 2025.

Categorie	Weging	Benchmark
<i>Matchingportefeuille</i>	50,4%	
DMR-fondsen + Geldmarkt	32,4%	Af te dekken verplichtingen
Euro Bedrijfsobligaties	11,0%	Barclays Euro Aggregate Corporate
Hypotheken	5,0%	Portefeuillerendement
Liquiditeiten	2,0%	€STR

<i>Returnportefeuille</i>	49,6%	
<i>Obligaties</i>		
Emerging Markets Obligaties LC	5,0%	JP Morgan GBI-EM Global Diversified
High Yield Obligaties	4,9%	Bloomberg US Corporate High Yield & Pan European High Yield ex Financials 2,5% issuer Cap Index
<i>Aandelen</i>		
Ontwikkelde Markten	32,7%	MSCI WORLD NTR Index
<i>Illiquide beleggingen</i>		
Privaat vastgoed	7,0%	Portefeuillerendement
Totaal	100,0%	

3.2 Afwegingen voor Normportefeuille 2025

Het beleggingsbeleid geldt met ingang van 1 januari 2025 en is de uitkomst van eerdere analyses en discussies van het bestuur en adviseurs inzake de asset allocatie. De uitgevoerde analyses geven beperkt aanleiding voor aanpassingen van het beleggingsbeleid. Zo is in 2023 een ALM-studie uitgevoerd, naar aanleiding waarvan de verdeling naar de matching- en returnportefeuille is aangepast. Zo maken nu de Euro bedrijfsobligaties en Hypotheken ook onderdeel uit van de matchingportefeuille en dragen deze categorieën nu ook expliciet bij aan de renteafdekking. Daarnaast zijn de allocaties naar de verschillende onderliggende categorieën geoptimaliseerd en op een logische manier afgerond.

Voor wat betreft de onderliggende categorieën is de allocatie naar aandelen opkomende markten uit de portefeuille verwijderd. De categorie aandelen opkomende markten was bedoeld ter diversificatie, maar mede vanwege de tegenvallende resultaten is de portefeuille getoetst in een SAA-analyse door GSAM. Op basis van deze SAA-analyse heeft de beleggingscommissie besloten dat deze subcategorie niet meer past bij de beleggingsbeginselen en doelstelling van het pensioenfonds. Tevens is geconcludeerd dat de categorie hoogrentend een betere bijdrage levert aan de diversificatie van de portefeuille. De transitie van aandelen opkomende markten naar hoogrentend heeft plaats gevonden in het derde kwartaal 2024. Gedurende het vierde kwartaal heeft GSAM een SAA-analyse uitgevoerd maar dat heeft niet geleid tot aanpassingen in de beleggingsportefeuille.

3.3 Portefeuille

In onderstaande tabellen is de portefeuille voor 2025 weergegeven.

3.3.1 Matchingportefeuille

De matchingportefeuille van SPSKN bestaat uit een combinatie van Duration Matching Range fondsen (hierna: DMR) van de fiduciair beheerder, aangevuld met een belegging in geldmarktfondsen, die als extra bron voor eventueel benodigde liquiditeit zullen dienen en de beleggingen in Euro bedrijfsobligaties en Nederlandse woninghypotheken. Met deze gecombineerde matchingportefeuille zal het dynamische renteafdeckingsbeleid worden ingevuld.

Categorie	Beleggingsplan 2025	Bandbreedte
DMR-fondsen + Geldmarkt	32,4%	27,4% - 37,4%
Euro Bedrijfsobligaties	11,0%	10,0% - 12,0%
Hypotheken ¹	5,0%	4,0% - 6,0%
Liquiditeiten	2,0%	1,5% - 3,0%
Totaal	50,4%	45,4% - 55,4%
Renteafdekking	60%	55% - 65%

3.3.2 Returnportefeuille

Zoals hiervoor al aangegeven, is de indeling van de returnportefeuille gewijzigd ten opzichte van het Beleggingsplan 2024. De nieuwe wegenen zijn in de onderstaande tabel opgenomen.

Categorie	Beleggingsplan 2025	Bandbreedte
<i>Obligaties</i>	9,9%	
Emerging Markets Obligaties LC	5,0%	4,0 – 6,0%
High Yield Obligaties	4,9%	2,9% - 6,9%
<i>Aandelen</i>	32,7%	
Ontwikkelde Markten	32,7%	27,7% - 37,7%
<i>Illiquide beleggingen</i>	7,0%	
Privaat vastgoed	7,0%	5,0% - 9,0%
Totaal	49,6%	44,6% - 54,6%
Valuta-afdekking (USD, GBP, JPY)	65%	55% - 75%

3.3.3 Valuta-afdekking

Het pensioenfonds loopt valutarisico doordat de verplichtingen van het pensioenfonds in euro's luiden en de beleggingen in verschillende valuta's. Beheersing van het valutarisico vindt plaats door een groot deel van de blootstelling aan valuta's af te dekken.

Het valutarisico in ontwikkelde markten wordt via een discretionaire overlay voor 65% afgedekt, daar waar het de exposure naar de US Dollar, het Britse Pond en de Japanse Yen betreft.

3.3.4 Renteafdekking

Het pensioenfonds hanteert een dynamische afdekking van het renterisico. Dit betekent dat het percentage renteafdekking afhankelijk is van de hoogte van de rente. Als rentemaatstaf wordt de 20-jaars euro swaprente gehanteerd. Deze rente heeft een vergelijkbare duratie als de verplichtingen van het pensioenfonds. Wanneer de 20-jaarsswaprente op kwartaaleinde een bandbreedte doorbreekt, wordt dit in de beleggingscommissie besproken. De beleggingscommissie bespreekt in dat geval of de renteafdekking wordt aangepast. Bij de overweging om de renteafdekking aan te passen, wordt ook de transitie naar de WTP meegenomen.

Het percentage renteafdekking is minimaal 45% en maximaal 70%, waarbij het percentage renteafdekking oploopt bij een stijgende rente. In onderstaande figuur is dit uitgewerkt.

Dynamische renteafdekking en triggerniveaus						
20-jaars rente (oplopend)	> 0%	1 – 2%	2 – 3%	3 – 4%	4 – 5%	>5%
Renteafdekking	45%	50%	55%	60%	65%	70%
20-jaars rente (aflopend)	< 0%	0 – 1%	1 – 2%	2 – 3%	3 – 4%	4 – 5%
Renteafdekking	45%	50%	55%	60%	65%	70%

Het pensioenfonds hanteert op moment van schrijven een afdekking van het renterisico van 60% zoals weergegeven in onderstaand overzicht.

Categorie	Beleggingsplan 2025	Bandbreedte
Rente afdekking	60%	55% - 65%

3.3.5 Inflatieafdekking

De strategische afdekking van het inflatierisico bedraagt 0%. De belangrijkste redenen hiervoor zijn de beperkte bescherming die inflatieafdekking geeft in het FTK en de bescherming tegen inflatie die op een lange horizon uit zakelijke waarden (inclusief privaat vastgoed) wordt verkregen.

3.4 Overige aspecten

3.4.1 Herbalanceringsbeleid

Het fonds heeft een herbalanceringsbeleid vastgesteld, dat ook voor dit Beleggingsplan van toepassing is.

3.4.2 Risicobeleid

Het fonds heeft een risicobeleid vastgesteld, dat ook voor dit Beleggingsplan van toepassing is.

3.4.3 Duurzaam beleggen

Het fonds heeft een Beleid Duurzaam Beleggen vastgesteld, dat ook voor dit Beleggingsplan van toepassing is.

3.4.4 Liquiditeit in stress

De matchingportefeuille is ingevuld door een allocatie naar een drietal "liability matching"-fondsen van GSAM. Dit betekent dat het pensioenfonds niet meer op balansniveau in de onderpand- en liquiditeitsbehoefte voor de renteswaps hoeft te voorzien; dit wordt geregeld binnen de zogeheten DMR-fondsen. Deze fondsen kennen ook geen bijstortingsverplichting voor het pensioenfonds ingeval van grote renteschokken.

GSAM heeft bij de vaststelling van de normportefeuille voor 2025 getoetst of de allocatie naar (cash plus) DMR, Euro bedrijfsobligaties en Hypotheken voldoende hoog is om de gewenste renteafdekking van 60% te bereiken. Met de huidige matchingportefeuille is dit voldoende voor een accurate renteafdekking.

De beschikbare en benodigde liquiditeit worden uiteraard doorlopend door GSAM gemonitord en zijn periodiek onderwerp van gesprek in de vergaderingen van de beleggingscommissie. Tevens heeft GSAM beleid geformuleerd ten aanzien van het doorrollen van de swapposities in de DMR-fondsen.

4. Strategische portefeuille, implementatie en benchmarks voor 2025

De normportefeuille gaat ten behoeve van een zorgvuldige implementatie in op 1 januari 2025.

Categorie	Weging	Bandbreedte	Benchmark	Beleggingsfonds
<i>Matchingportefeuille</i>	50,4%	45,4% - 55,4%		
DMR-fondsen + Geldmarkt	32,4%	27,4% - 37,4%	Af te dekken verplichtingen	GS DMR M GS DMR L GS DMR XL Liquid Euribor 3M Liquid Eur
Euro Bedrijfsobligaties	11,0%	10,0% - 12,0%	Barclays Euro Aggregate Corporate	Abrdn Euro Sustainable Corporate
Hypotheken	5,0%	4,0% - 6,0%	Portefeuillerendement	SAREF Syntrus Achmea PVF Particuliere Hypothekenfonds
Liquiditeiten	2,0%	1,5% - 3,0%	€STR	Liquid Eur
<i>Returnportefeuille</i>	49,6%	44,6% - 54,6%		
<i>Obligaties</i>	9,9%			
Emerging Markets Obligaties LC	5,0%	4,0 - 6,0%	JP Morgan GBI-EM Global Diversified	SSgA Emerging Markets Local Currency Government Bond Index Fund
High Yield Obligaties	4,9%	2,9% - 6,9%	Bloomberg US Corporate High Yield & Pan European High Yield ex Financials 2,5% issuer Cap Index	Robeco High Yield Bonds - I Acc (EUR hedged)
<i>Aandelen</i>	32,7%			
Ontwikkelde Markten	32,7%	27,7% - 37,7%	MSCI WORLD NTR Index	Northern Trust World Custom ESG Equity Index Fund
<i>Illiquide beleggingen</i>	7,0%			
Privaat vastgoed	7,0%	5,0% - 9,0%	Portefeuillerendement	PGGM Private Real Estate Fund
Totaal	100,0%			

5. Jaarkalender 2025

In 2025 is er – naast de reguliere beleidsagenda waar ook de markten en de beleggingsrapportages worden behandeld – specifiek aandacht voor twee thema's:

- De gevolgen van de Wet Toekomst Pensioenen voor het beleggingsbeleid
- De ontwikkelingen op het vlak van ESG

1^e kwartaal:

- Terugblik 2024
- Controverse Rapportage
- Bespreking Vervanging PGGM RE
- WTP

2^e kwartaal:

- IC Investment grade credits - GSAM
- Verdere uitwerking ESG-risico's
- Kostenrapportage - GSAM
- SLA Rapportage - GSAM
- ODD GSAM - GSAM
- WTP

3^e kwartaal:

- Managerevaluatie Investment grade credits
- IC EMD
- IC green bonds
- Intake SAA-studie t.b.v. jaarplan 2026 - GSAM
- ESG memo's van fondsen - GSAM
- WTP

4^e kwartaal:

- SAA-studie t.b.v. jaarplan 2026
- Jaarplan 2026 definitief
- Evaluatie managers EMD
- ALM-studie
- WTP

Het ligt in de aard van het plan om gedurende het jaar – aan de hand van praktijkervaringen, bij de uitvoering ervan en eventuele nieuwe inzichten vanuit de bestuursorganen van de SPSKN en haar adviseurs – indien nodig het jaarplan te herijken. Daarbij kunnen de actuele ontwikkelingen op de financiële markten, zoals bijvoorbeeld wijzigingen in rente- en inflatieniveaus, aandelenkoersen, valuta, beleid en beleidsmaatregelen Centrale Banken, een rol spelen. Dit geldt ook voor ontwikkelingen die zich binnen het pensioenfonds, of in haar directe omgeving qua stakeholders, afspelen. En vanzelfsprekend ook veranderingen in wet- en regelgeving.