

Beleggingsplan 2023

Stichting Pensioenfonds Smurfit Kappa

Nederland

Versie
Datum

Bestuur
December 2022



Inhoudsopgave

1.	Samenvatting.....	3
2.	Macro-economische omgeving en toekomstscenario's	4
2.1	Terugblik op 2022	4
2.2	Vooruitzichten	5
3.	Beleggingsbeleid 2023	6
3.1	Strategische Asset Allocatie	6
3.2	Afwegingen voor Normportefeuille 2023	6
3.3	Portefeuille	7
3.3.1	Matchingportefeuille	7
3.3.2	Returnportefeuille	7
3.3.3	Valuta-afdekking	7
3.3.4	Renteafdekking	8
3.3.5	Inflatieafdekking	8
3.4	Overige aspecten	8
3.4.1	Herbalanceringsbeleid	8
3.4.2	Risicobeleid	9
3.4.3	Duurzaam beleggen	9
3.4.4	Liquiditeit in stress	9
4.	Strategische portefeuille, implementatie en benchmarks voor 2023. 10	
5.	Jaarkalender 2023.....	11

1. Samenvatting

Dit beleggingsplan beschrijft het beleggingsbeleid voor 2023. De uitgangspunten hiervoor zijn de overtuigingen van het pensioenfonds, zoals vastgelegd in de risicohouding en de investment beliefs. De overkoepelende onderwerpen zijn opgenomen in het Beleggingsbeleidsplan 2022 – 2024. Dit Beleggingsplan 2023 richt zich daarmee hoofdzakelijk op de normportefeuille voor 2023.

Voor zover niet in dit Beleggingsplan 2023 anders beschreven is, is daarmee het Beleggingsbeleidsplan 2022 - 2024, versie 2022.2 van toepassing. Dit betreft onder andere het herbalanceringsbeleid, valutabeleid, risicobeleid en dynamisch renteaftdeckingsbeleid.

Het gehanteerde Beleid Duurzaam Beleggen is nader uitgewerkt in een beleidsdocument dat is vastgesteld in de bestuursvergadering van 6 november 2020.

Het beleggingsbeleid geldt met ingang van 1 december 2022 en is de uitkomst van eerdere analyses en discussies van het bestuur en adviseurs inzake de asset allocatie. De uitgevoerde analyses geven geen aanleiding voor aanpassingen van het beleggingsbeleid.

De ingangsdatum van dit plan valt samen met de startdatum van NN Investment Partners (hierna: NN IP) als nieuwe fiduciair beheerder. Aangezien Stichting Pensioenfonds Smurfit Kappa Nederland (hierna: SPSKN) begin 2023 een nieuwe ALM-studie zal laten uitvoeren, is besloten om de strategische asset allocatie (hierna: SAA) ongewijzigd te laten in 2023. Echter de implementatie van de portefeuille zal – vanwege de overgang van PGGM naar NN IP – significant wijzigen. Behoudens de bestaande beleggingen in hypotheken en in vastgoed, zal vanaf 1 december voor alle andere beleggingscategorieën in nieuwe beleggingsfondsen geparticipeerd worden.

2. Macro-economische omgeving en toekomstscenario's

2.1 Terugblik op 2022

In 2022 trad onverwacht een enorme wereldwijde stijging van de inflatie op. Deze toename werd veroorzaakt door knelpunten bij de productie van goederen veroorzaakt door de pandemie, maar vooral door een forse prijsstijging van energie vanwege de oorlog in Oekraïne. In Nederland kwam de inflatie zelfs dik in de dubbele cijfers. De extreme inflatie zet een rem op zowel de vraag- als de aanbodzijde van de economie. Aan de aanbodzijde maakt de stijging van de inputkosten sommige productieactiviteiten onrendabel. Aan de vraagzijde drukt de hoge inflatie het reëel besteedbare inkomen. In de eerste helft van 2022 konden de bestedingen nog op peil blijven door de extra spaargelden uit de coronatijd aan te wenden. In de tweede helft van 2022 vielen de bestedingen steeds meer terug ook vanwege een laag consumentenvertrouwen.

Centrale banken hebben prijsstabiliteit als belangrijkste doelstelling en werden door de hoge inflatie gedwongen in te grijpen. De beleidsrente werd in korte tijd in een aantal stappen fors verhoogd. In Europa kwam hiermee een einde aan de negatieve beleidsrente. Met de forse renteverhogingen slaagden centrale banken erin om een duidelijke stijging van de lange termijn inflatieverwachtingen te voorkomen. De reeks van forse renteverhogingen droeg echter wel bij aan een flinke groeivertraging.

Met compenserende maatregelen probeerden overheden de pijn voor consumenten nog enigszins te verzachten. In Europa werden bijvoorbeeld de extra winsten van energieproducenten belast en de opbrengsten daarvan werden overgeheveld naar consumenten. De onrealistische belastingverlagingen in het VK moesten echter na een fors negatieve marktreactie al snel weer grotendeels worden geschrapt.

In de VS waren renteverhogingen ook nodig omdat de Amerikaanse economie enigszins oververhit was. De te krappe arbeidsmarkt dreigde via loonstijgingen de inflatie verder aan te wakkeren. De Amerikaanse centrale bank voerde hierdoor extra rentestijgingen door en dit zorgde voor een sterkere dollar. De Euro bereikte in augustus voor de eerste keer in 20 jaar pariteit ten opzichte van de dollar. De zwakkere Euro vergrootte vervolgens via hogere importprijzen het inflatieprobleem in Europa.

Ook buiten de VS en Europa staat de economische groei onder druk. Opkomende landen ondervinden naast de hoge energieprijzen ook last van een terugval van de groei van de wereldhandel. In China komen daar nog interne problemen op de vastgoedmarkt bovenop. Daarnaast zijn in China nog regelmatig zeer strenge Covid-maatregelen van kracht.

Financiële markten

Het vooruitzicht van een sterke groeiafzwakking en mogelijk zelfs recessie, de torenhoge inflatie, de oorlog in Oekraïne en toenemende spanningen tussen de VS en China vertaalde zich in 2022 in negatieve rendementen op vrijwel alle beleggingscategorieën. De hoge inflatie en de renteverhogingen door centrale banken resulteerden bijvoorbeeld in een forse stijging van rentes op staatsobligaties. Bij een zeer hoge volatiliteit, de rente daalde in sommige periodes ook scherp, was uiteindelijk het rendement op de veilige obligaties per saldo sterk negatief.

De rentestijging vertaalde zich ook in een negatief rendement op de minder veilige bedrijfsobligaties. Het rendement op deze beleggingen werd tevens negatief beïnvloed omdat door de flinke groeifzwakking ook de extra benodigde premie bovenop de rente sterk steeg. Ook aandelen lieten negatieve rendementen zien. De rente is een belangrijke variabele bij de waardering van aandelen en hogere rentes zetten deze waarderingen onder druk. Hogere lonen en hogere energiekosten zetten tevens de winstmarges onder druk. Lange tijd viel het met de neerwaartse bijstelling van winstverwachtingen echter nog wel mee. Opkomende markten bleven daarbij weer achter bij aandelen van ontwikkelde landen. Niet beursgenoteerd vastgoed was met een positief rendement, ondanks de rentestijging, een positieve uitzondering in de portefeuille. Economische ontwikkelingen werken echter vaak met enige vertraging door in de waardering van vastgoed.

2.2

Vooruitzichten

In de laatste maanden van 2022 wordt al een afname zichtbaar van de door de pandemie veroorzaakte productieproblemen. Wanneer deze ontwikkeling doorzet dan ontstaat weer een neerwaarts effect op de prijsontwikkeling. De te verwachten groeifzwakking of zelfs recessie heeft een vergelijkbaar effect. De mate waarin de inflatie daalt is echter onzeker. Het duurt bijvoorbeeld altijd enige tijd voordat hogere inputkosten zoals loonstijgingen in de prijzen zijn verwerkt. Deze doorberekening zal nog enige tijd voor een prijsopdrijvend effect zorgen.

De inflatieontwikkeling bepaalt in belangrijke mate het beleid van centrale banken. Bij een duidelijke daling van de inflatie is het einde aan de reeks van renteverhogingen aanstaande. De beleidsrente kan bij een combinatie van een sterke inflatiedaling en een recessie zelfs al weer wat worden verlaagd. Deze omgeving vertaalt zich vooral voor obligaties in positieve rendementen. De vooruitzichten zijn totaal anders bij een hardnekkig hoog blijvende inflatie. In dat geval zijn er meer renteverhogingen te verwachten en kan de kapitaalmarktrente nog verder stijgen.

De extra premie op de rente bij de minder veilige obligaties zorgt voor een goede buffer wanneer de economisch groei sterk tegenvalt. Voor de risicovolle beleggingen zoals aandelen hangt echter veel af van de mate waarin de groei afzwakt. Als de economie in een recessie terechtkomt zijn de huidige winstverwachtingen voor de komende periode nog veel te hoog. Over een wat langere periode is het verwachte aandelenrendement wel positief.

3. Beleggingsbeleid 2023

Dit hoofdstuk beschrijft de allocaties van de portefeuille in 2023, waarbij de portefeuille is ingedeeld in twee deelportefeuilles:

- De matchingportefeuille, die gericht is op de afdekking van het renterisico
- 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

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 2023.

Categorie	Weging	Benchmark
<i>Matchingportefeuille</i>	34,4%	
DMR-fondsen + liquiditeiten	34,4%	Af te dekken verplichtingen
<i>Liquide returnportefeuille</i>	53,6%	
<i>Obligaties</i>	16,0%	
Bedrijfsobligaties ontwikkelde markten	11,0%	Barclays Euro Aggregate Corporate
Emerging Markets obligaties LC	5,0%	JP Morgan GBI-EM Global Diversified
<i>Aandelen</i>	37,6%	
Ontwikkelde Markten	21,8%	MSCI WORLD NTR Index
Ontwikkelde Markten – multifactor	10,9%	MSCI WORLD NTR Index
Opkomende Markten	4,9%	MSCI EM NTR Index
<i>Illiquide returnportefeuille</i>	12,0%	
Privaat vastgoed	7,0%	Portefeuillerendement
Hypotheken	5,0%	Bloomberg Customized PHF Maturity Swap
Totaal	100,0%	

3.2 Afwegingen voor Normportefeuille 2023

SPSKN heeft voor begin 2023 een nieuwe ALM-studie gepland staan. In afwachting van de resultaten van deze studie, is besloten om de normportefeuille voor 2023 vooralsnog ongewijzigd te laten ten opzichte van 2022.

Ten aanzien van de normportefeuille voor 2023, heeft de beleggingscommissie de volgende onderwerpen besproken:

- Invulling Alternatieve Aandelen. Gelet op de wens voor diversificatie, heeft SPSKN besloten om ook na de transitiedatum een belegging in multifactor aandelen te handhaven. Daarbij is wel besloten om de verdeling tussen passief beheerde aandelen en multifactor aandelen aan te passen. Met ingang van 1 december 2022 zal deze verdeling tussen aandelen ontwikkelde markten en multifactor aandelen respectievelijk 2/3^e versus 1/3^e bedragen.
- Ook is gesproken over de invulling van obligaties uit opkomende markten. Er is gediscussieerd of dit schuld papier in harde of lokale valuta moet luiden en of deze categorie vervolgens actief of passief beheerd moet worden. Na een uitgebreide discussie – en rekening houdend met de aanstaande ALM-studie – is de keuze gemaakt voor een passief beheerde oplossing voor schuld papier in lokale valuta.

- Tot slot is het besluit genomen om de afdekking van het valutarisico vorm te geven door middel van een discretionaire overlay, waarin de afdekking teruggebracht wordt naar het risico op de 3 grootste valuta (US Dollar, Britse Pond en Japanse Yen).

3.3 Portefeuille

In onderstaande tabellen is de portefeuille voor 2023 weergegeven.

3.3.1 Matchingportefeuille

De matchingportefeuille van SPSKN zal bestaan 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. Met deze DMR-fondsen zal het dynamische renteaftdeckingsbeleid worden ingevuld. De renteaftdekking die impliciet eveneens aanwezig is in de returnportefeuille (met beleggingen in Euro bedrijfsobligaties en hypotheken), wordt daarbij buiten beschouwing gelaten.

Categorie	Beleggingsplan 2023
DMR-fondsen + liquiditeiten	34,4%
Totaal	34,4%
Renteaftdekking	afhankelijk van renteniveau

3.3.2 Returnportefeuille

Zoals hierboven al aangegeven, is de indeling van de returnportefeuille ongewijzigd gebleven ten opzichte van het Beleggingsplan 2022. Met het oog op de komende ALM-studie – die gepland staat voor begin 2023 – heeft het bestuur op advies van de beleggingscommissie hiertoe besloten.

Binnen de categorie aandelen is echter wel de verdeling tussen aandelen ontwikkelde markten versus alternatieve aandelen aangepast naar 2/3^e versus 1/3^e.

Categorie	Beleggingsplan 2022
Returnportefeuille Liquide	53,6%
<i>Obligaties</i>	16,0%
Bedrijfsobligaties Ontwikkelde Markten	11,0%
Obligaties Opkomende Markten LC	5,0%
<i>Aandelen</i>	37,6%
Ontwikkelde Markten	21,8%
Ontwikkelde Markten – multifactor	10,9%
Opkomende Markten	4,9%
Returnportefeuille Illiquide	12,0%
Privaat vastgoed	7,0%
Hypotheke	5,0%
Valuta-aftdekking (USD, GBP, JPY)	100,0%
Totaal	65,6%

3.3.3 Valuta-aftdekking

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 volledig (100%) afgedekt, daar waar het de exposure naar de US Dollar, het Britse Pond en de Japanse Yen betreft. De belangrijkste redenen hiervoor zijn een stabielere portefeuillerendement en een lager Vereist Eigen Vermogen (VEV). Het valuta exposure naar andere valuta in ontwikkelde markten wordt strategisch ook afgedekt, maar om operationele redenen wordt dit niet in de portefeuille doorgevoerd. Dit is daarmee een tactische afwijking van het beleid.

Het valutarisico in opkomende markten wordt niet afgedekt. Deze valuta's zijn namelijk een belangrijke rendementsbron voor beleggingscategorieën in opkomende markten. Dit geldt voor zowel aandelen, als obligaties uit opkomende markten.

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 (circa 19 jaar). Het percentage renteafdekking is minimaal 40% en maximaal 60%, waarbij het percentage renteafdekking oploopt bij een stijgende rente. In onderstaande figuur is dit uitgewerkt.

Dynamische renteafdekking en triggerniveaus						
20-jaars rente (oplopend)	< 2%	2 – 3%	3 – 4%	4 – 5%	5 – 6%	> 6%
Renteafdekking	40%	40%	45%	50%	55%	60%
20-jaars rente (aflopend)	< 2%	2 – 3%	3 – 4%	4 – 5%	5 – 6%	> 6%
Renteafdekking	40%	45%	50%	55%	60%	60%

In 2023 zal bovenstaand – en nader in het Beleggingsbeleidsplan 2022 – 2024 beschreven – renteafdekkingsbeleid gemonitord en gevolgd worden. Concreet betekent dit dat we vanaf 1 december 2022 zullen starten met een renteafdekking van 40%.

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.

Door het pensioenfonds wordt overwogen om de toegevoegde waarde van inflatieafdekking te onderzoeken in de ALM-studie begin 2023.

3.4

Overige aspecten

3.4.1

Herbalanceringsbeleid

Naar aanleiding van de overgang van PGGM naar NN IP, is het herbalanceringsbeleid herzien en aangepast naar een invulling die NN IP hanteert voor de meeste van haar fiduciaire pensioenfondsklanten. Het beleid ten aanzien van herbalancering is opgenomen in de

beleggingsrichtlijnen voor NN IP en zal opgenomen worden in de eerstvolgende update van het Beleggingsbeleidsplan 2022 – 2024.

3.4.2 Risicobeleid

Het Risicobeleid dat voor dit Beleggingsplan van toepassing is, is beschreven in het Beleggingsbeleidsplan 2022 – 2024.

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 wordt vanaf 1 december 2022 ingevuld door een allocatie naar een drietal “liability matching”-fondsen van NN IP. 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 SPSKN ingeval van grote renteschokken.

Voor liquiditeiten streeft de Beheerder ernaar minimaal 25 miljoen euro aan te houden als buffer voor onderpand voor de valuta-afdekking. Dit is gebaseerd op een 10% schok op de omvang van de valuta-afdekking, met een afronding naar boven.

NN IP heeft bij de vaststelling van de normportefeuille voor 2023 getoetst of de allocatie naar (cash plus) DMR voldoende hoog is om de gewenste renteafdekking van 40% te bereiken. Met 34,4% van het totale vermogen is dit ruim voldoende voor een accurate renteafdekking. Ook een renteafdekking van 50% is goed in te richten met deze allocatie van 34,4%.

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

4. Strategische portefeuille, implementatie en benchmarks voor 2023

De normportefeuille gaat ten behoeve van een zorgvuldige implementatie in op 1 februari 2023. Voor de maanden december 2022 en januari 2023 wordt de normportefeuille 2022 aangehouden, *zonder* tussentijdse rebalancing. Als gevolg van de transitie van het portefeuillebeheer van PGGM naar NN IP zijn voor een aantal beleggingscategorieën nieuwe benchmarks gekozen, die passen bij de gekozen invulling van de portefeuille.

Categorie	Weging	Bandbreedte	Benchmark	Beleggingsfonds
<i>Matchingportefeuille</i>	34,4%	29,4% - 39,4%		
DMR-fondsen + liquiditeiten	34,4%	29,4% - 39,4%	Af te dekken verplichtingen	NN IP DMR M NN IP DMR L NN IP DMR XL NN (L) Liquid Euribor 3M NN (L) Liquid Eur
<i>Liquide returnportefeuille</i>	53,6%			
<i>Obligaties</i>	16,0%			
Bedrijfsobligaties ontwikkelde markten	11,0%	10,0% - 12,0%	Barclays Euro Aggregate Corporate	Abrdn Euro Sustainable Corporate
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
<i>Aandelen</i>	37,6%			
<i>Ontwikkelde markten</i>	32,7%	27,7% - 37,7%		
Ontwikkelde Markten	21,8%		MSCI WORLD NTR Index	Northern Trust World Custom ESG Equity Index Fund
Ontwikkelde Markten – multifactor	10,9%		MSCI WORLD NTR Index	Robeco QI Global Developed Multi-Factor Equities
Opkomende Markten	4,9%	2,9% - 6,9%	MSCI EM NTR Index	Northern Trust Emerging Markets Custom ESG Index fonds
<i>Illiquide returnportefeuille</i>	12,0%			
Privaat vastgoed	7,0%	5,0% - 9,0%	Portefeuillerendement	PGGM Private Real Estate Fund
Hypotheke	5,0%	4,0% - 6,0%	Bloomberg Customized PHF Maturity Swap	SAREF Syntrus Achmea PVF Particuliere Hypothekenfonds
Totaal	100,0%			

5. Jaarkalender 2023

In 2023 is er – naast de reguliere beleidsagenda (waar bijvoorbeeld de ALM-studie onderdeel van uitmaakt, inclusief nader onderzoek naar eerder voorgestelde beleggingscategorieën, zoals High Yield en EMD in lokale valuta) – ieder kwartaal specifiek aandacht voor drie thema's:

- De gevolgen van de Wet Toekomst Pensioenen voor het beleggingsbeleid
- De ontwikkelingen op het vlak van ESG
- De integratie van de fiduciair beheerder NN IP in de organisatie van Goldman Sachs

Daarnaast zijn er nog enkele specifieke onderwerpen benoemd die komend jaar behandeld zullen worden. Dit leidt tot de volgende kwartaalkalender, waarbij de onderwerpen verdeeld zullen worden op de in dat kwartaal geplande BAC-vergaderingen. Voor de Wet Toekomst Pensioenen is de concrete invulling afhankelijk van de actuele ontwikkelingen in de wetgeving.

1^e kwartaal

- Voortgang NN IP/GSAM integratie
- Update SFDR Rapportage
- Uitrol ESG Versneller
- Visie op LDI nieuwe pensioenstelsel
- Terugblik 2022
- Investment Case High Yield
- Investment Case EMD
- Investment Case Green Bonds

2^e kwartaal

- Voortgang NN IP/GSAM integratie
- Uitrol ESG Versneller (vervolg)
- ESG Scorecards
- Klimaatbenchmark High Yield
- Investment Case Aandelen Ontwikkelde Markten
- Investment Case Investment Grade Credits
- Rapportages (Kosten, Sec Lending)
- Rapportage en Evaluatie SLA

3^e kwartaal

- Voortgang NN IP/GSAM integratie
- Intake Jaarplan 2024
- ESG Screeningsrapportage
- ODD Scorecards
- Manager Evaluatie Aandelen Ontwikkelde Markten
- Manager Evaluatie Investment Grade Credits
- WTP Update

4^e kwartaal

- Voortgang NN IP/GSAM integratie
- EU Social Taxonomy
- Jaarplan 2024