

# Kwartaalrapportage september 2017

Stichting Pensioenfonds Unirobe Meeùs Groep

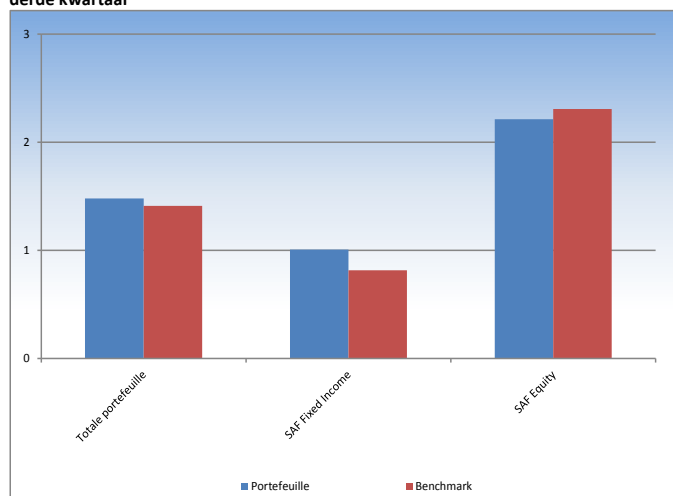


## Inhoud

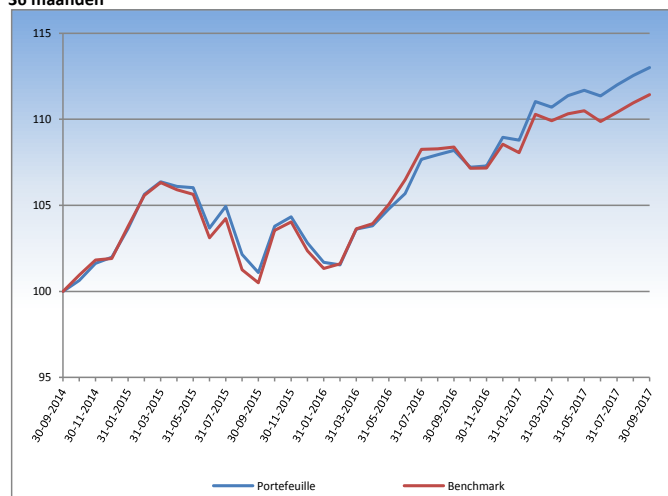
<b>1. Management Overzicht</b>	<b>3</b>
<b>2. Portefeuille Ontwikkeling</b>	<b>4</b>
2.1 Rendementen	4
2.2 Vermogensontwikkeling	5
2.3 Portefeuilleverdeling	9
<b>3. Mandaat details</b>	<b>10</b>
<b>4. Toelichting op het rendement</b>	<b>11</b>
4.1 Toelichting Strategic Allocation Funds	11
<b>5. Bijlagen</b>	<b>20</b>
5.1 Portefeuilleoverzicht	20
5.2 Transacties	21
5.3 Begrippenlijst	23
5.4 Disclaimer	25
5.5 Overzicht fondsen per september 2017	26

## 1. Management Overzicht

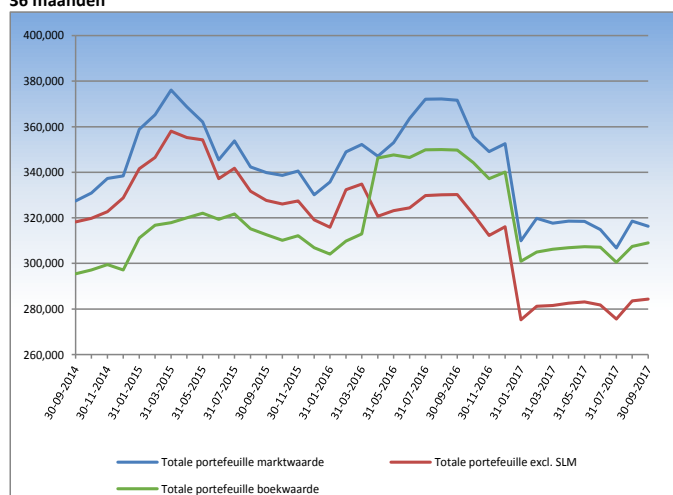
Rendementen excl. SLM, na kosten (%)  
derde kwartaal



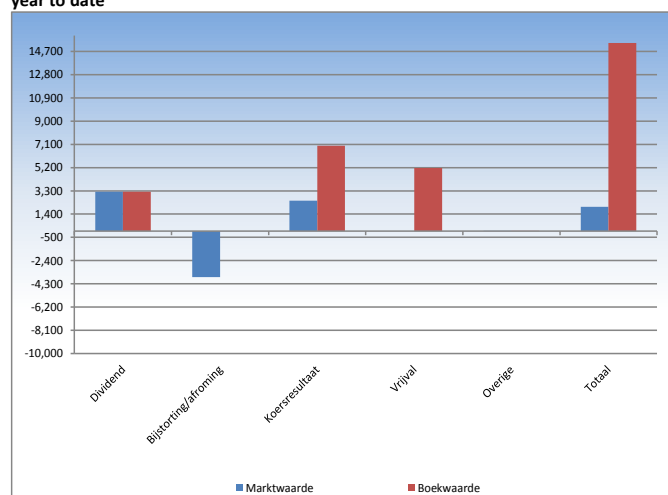
Rendementen excl. SLM, na kosten (geïndexeerd)  
36 maanden



Waardeontwikkeling portefeuille (x € 1,000)  
36 maanden



Resultaat marktwaarde versus boekwaarde (x € 1,000)  
year to date



Rendementen excl. SLM, na kosten (%)

	Jan	Feb	Mar	Apr	Mei	Jun	Jul	Aug	Sep	Okt	Nov	Dec	YtD
SAF Fixed Income	(0.48)	1.45	(0.40)	0.47	0.35	(0.48)	0.39	0.88	(0.27)				1.93
SAF Equity	0.38	2.96	(0.14)	0.78	0.17	(0.00)	0.81	(0.09)	1.49				6.48
Liquiditeiten													
<b>Totaal excl. SLM</b>	<b>(0.14)</b>	<b>2.06</b>	<b>(0.29)</b>	<b>0.60</b>	<b>0.28</b>	<b>(0.29)</b>	<b>0.57</b>	<b>0.50</b>	<b>0.40</b>				<b>3.73</b>
<b>Benchmark excl. SLM</b>	<b>(0.44)</b>	<b>2.06</b>	<b>(0.34)</b>	<b>0.36</b>	<b>0.17</b>	<b>(0.56)</b>	<b>0.48</b>	<b>0.50</b>	<b>0.42</b>				<b>2.66</b>
<b>Toegevoegde waarde excl. SLM</b>	<b>0.31</b>	<b>(0.00)</b>	<b>0.05</b>	<b>0.24</b>	<b>0.11</b>	<b>0.27</b>	<b>0.09</b>	<b>0.00</b>	<b>(0.02)</b>				<b>1.04</b>

Gemiddelde opbrengst ten behoeve van de overrenteberekening (x € 1,000)

Gemiddeld uitstaand	324,587
Opbrengst	15,402
<b>Gemiddelde opbrengst</b>	<b>4.75%</b>

## 2. Portefeuille Ontwikkeling

### 2.1 Rendementen

#### Rendementen excl. SLM, voor kosten (%)

	september			derde kwartaal			year to date		
	PF	BM	TW	PF	BM	TW	PF	BM	TW
SAF Fixed Income	(0.25)	(0.39)	0.14	1.06	0.82	0.24	2.09	0.66	1.43
SAF Equity	1.54	1.66	(0.12)	2.37	2.31	0.06	6.96	5.78	1.12
Liquiditeiten									
<b>Totaal excl. SLM</b>	<b>0.43</b>	<b>0.42</b>	<b>0.01</b>	<b>1.57</b>	<b>1.41</b>	<b>0.16</b>	<b>4.01</b>	<b>2.66</b>	<b>1.32</b>
<b>Totaal excl. SLM, na kosten</b>	<b>0.40</b>	<b>0.42</b>	<b>(0.02)</b>	<b>1.48</b>	<b>1.41</b>	<b>0.07</b>	<b>3.73</b>	<b>2.66</b>	<b>1.04</b>

#### Rendementen incl. SLM, voor kosten (%)

	september			derde kwartaal			year to date		
	PF	BM	TW	PF	BM	TW	PF	BM	TW
Strategic Liability Matching	(8.57)			(2.96)			(21.34)		
<b>Totaal incl. SLM</b>	<b>(0.56)</b>			<b>1.11</b>			<b>0.98</b>		
<b>Totaal incl. SLM, na kosten</b>	<b>(0.59)</b>			<b>1.01</b>			<b>0.68</b>		

De kosten bestaan uit:

(1) De beheerfee en (2) overige vaste kosten (vergoeding voor kosten van toezichhouders, kosten van bewaring, kosten van (accountants)controle, kosten van (juridisch) advies, oprichtingskosten, administratiekosten en marketing- en communicatiekosten).

## 2.2 Vermogensontwikkeling

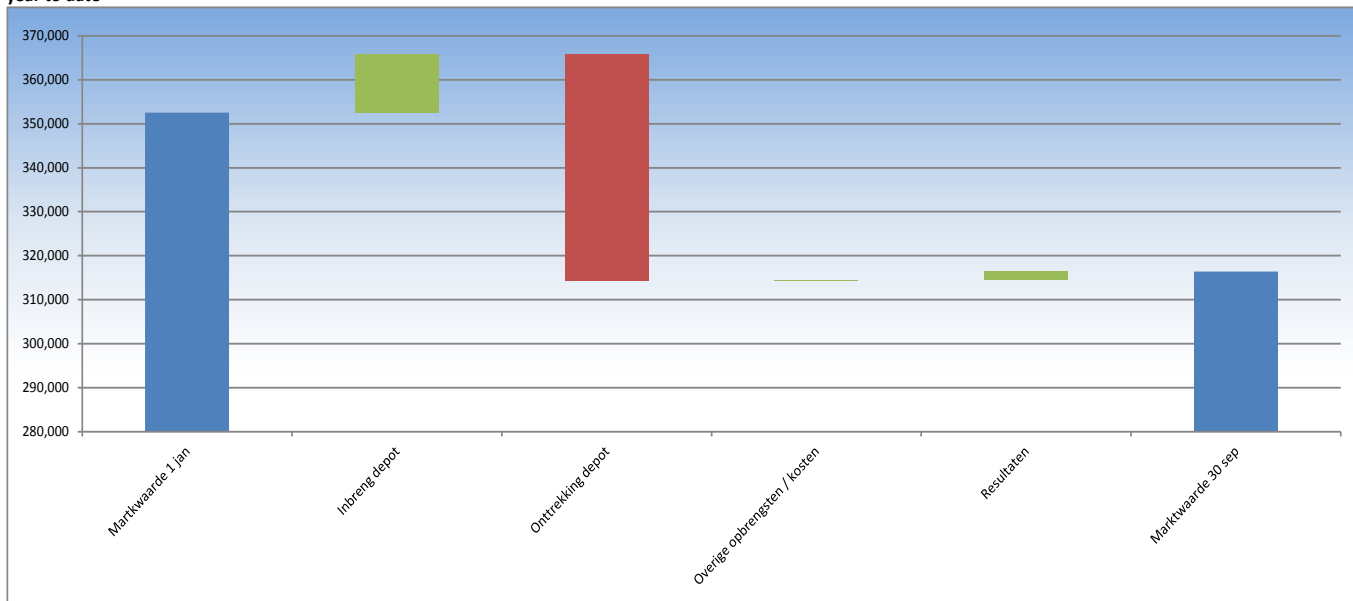
### Vermogensontwikkeling (x € 1,000) derde kwartaal

	Marktwaaarde 1 jul	Aankoop	Verkoop	Dividend	Bijstorting / Afroming	Aflossing	Coupon	Inbreng depot	Onttrekking depot	Overige opbrengsten / kosten	Resultaten	Marktwaaarde 30 sep
SAF Fixed Income	168,630	960	(1,865)	(960)	-	-	-	-	-	-	1,695	168,460
Strategic Liability Matching	33,013	-	-	-	-	-	-	-	-	-	(1,031)	31,981
SAF Equity	113,113	-	(7,211)	-	-	-	-	-	-	-	2,399	108,301
Liquiditeiten	76	(960)	9,076	960	-	-	-	9,770	(11,294)	(0)	-	7,628
<b>Totaal</b>	<b>314,832</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>9,770</b>	<b>(11,294)</b>	<b>(0)</b>	<b>3,062</b>	<b>316,370</b>

### Vermogensontwikkeling (x € 1,000) year to date

	Marktwaaarde 1 jan	Aankoop	Verkoop	Dividend	Bijstorting / Afroming	Aflossing	Coupon	Inbreng depot	Onttrekking depot	Overige opbrengsten / kosten	Resultaten	Marktwaaarde 30 sep
SAF Fixed Income	187,302	4,405	(23,214)	(3,230)	-	-	-	-	-	-	3,196	168,460
Strategic Liability Matching	36,431	-	-	-	3,760	-	-	-	-	-	(8,210)	31,981
SAF Equity	129,148	-	(27,833)	-	-	-	-	-	-	-	6,987	108,301
Liquiditeiten	(352)	(4,405)	51,047	3,230	(3,760)	-	-	13,309	(51,454)	13	-	7,628
<b>Totaal</b>	<b>352,529</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13,309</b>	<b>(51,454)</b>	<b>13</b>	<b>1,973</b>	<b>316,370</b>

Vermogensontwikkeling (x € 1,000)  
year to date



**Vermogensontwikkeling obv boekwaarde (x € 1,000)**  
year to date

	Boekwaarde 1 jan	Aankoop	Verkoop	Dividend	Bijstorting / Afroming	Aflossing	Coupon	Inbreng depot	Onttrekking depot	Overige opbrengsten / kosten	Resultaten	Boekwaarde 30 sep
SAF Fixed Income	181,870	4,405	(23,214)	(3,230)	-	-	-	-	-	-	3,852	163,683
Strategic Liability Matching	29,449	-	-	-	3,760	-	-	-	-	-	(3,760)	29,449
SAF Equity	129,148	-	(27,833)	-	-	-	-	-	-	-	6,987	108,301
Liquiditeiten	(352)	(4,405)	51,047	3,230	(3,760)	-	-	13,309	(51,454)	13	-	7,628
<b>Totaal</b>	<b>340,114</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>-</b>	<b>13,309</b>	<b>(51,454)</b>	<b>13</b>	<b>7,078</b>	<b>309,061</b>

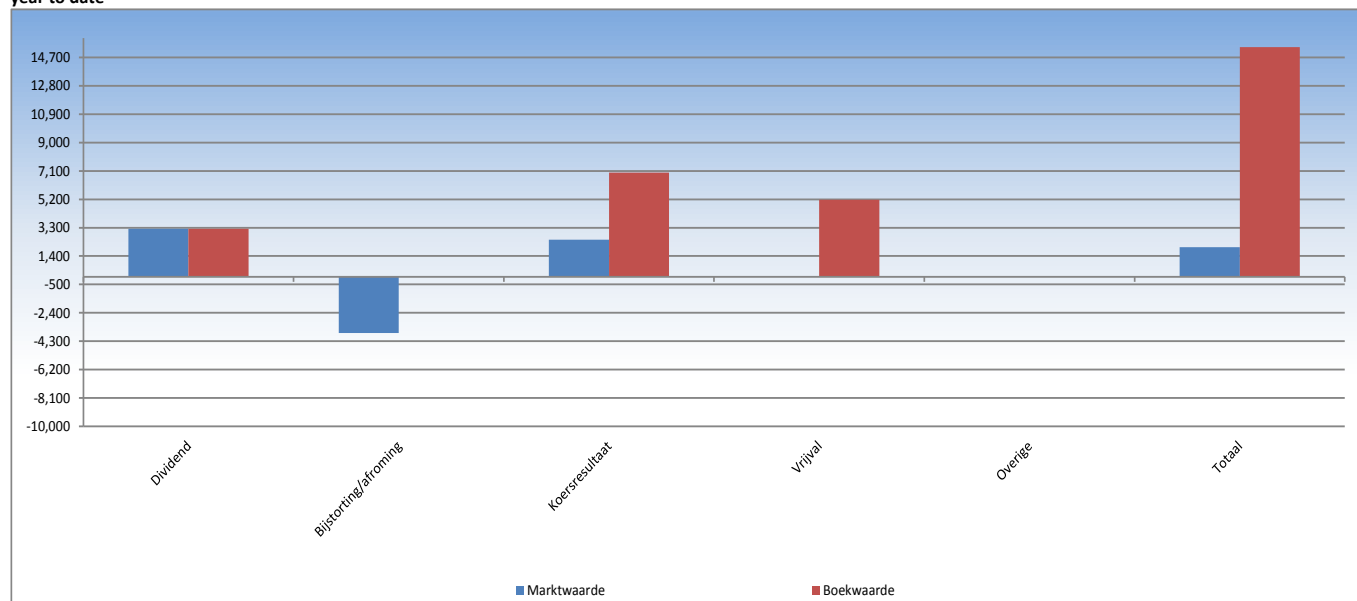
**Geactiveerd/gepassiveerd resultaat (x € 1,000)**  
year to date

Balanswaarde 1 januari	32,838
Gerealiseerd koersresultaat	(7,931)
Vrijval	(5,172)
<b>Balanswaarde 30 september</b>	<b>19,735</b>

**Gemiddelde opbrengst ten behoeve van de overrenteberekening (x € 1,000)**  
year to date

Gemiddeld uitstaand	324,587
-Dividend	3,230
-Koersresultaat	6,987
-Vrijval gerealiseerd resultaat	5,172
-Overige	13
Totaal opbrengst	15,402
<b>Gemiddelde opbrengst</b>	<b>4.75%</b>

**Resultaat marktwaarde versus boekwaarde (x € 1,000)**  
year to date



**Marktwaarde versus boekwaarde**

*Waardering: Boekwaarde is de waarde waartegen activa/passiva op de balans zijn opgenomen. Voor de vastrentende waarden (inclusief SAF Fixed Income en Strategic Liability Matching) wijkt de waardering af van de marktwaarde waardering. Onder boekwaarde worden de vastrentende waarden gewaardeerd op basis van de historisch gemiddelde kostprijs. Voor zakelijke waarden (inclusief SAF Equity) en liquiditeiten is de boekwaarde waardering gelijk aan de marktwaarde waardering.*

*Resultaatbepaling: Naast het verschil in waardering van de vastrentende waarden is er ook een verschil in resultaatbepaling. Onder marktwaarde gaan alle resultaten direct naar de resultatenrekening maar onder boekwaarde worden de volgende resultaatcomponenten anders behandeld: het gerealiseerde koersresultaat van vastrentende waarden, dat wil zeggen koersresultaat dat wordt gerealiseerd op moment van verkoop, en bijstortingen/afroamingen uit hoofde van Strategic Liability Matching lopen niet direct via de resultatenrekening maar worden geactiveerd dan wel gepasseerd op de balans en vallen in vijf of zeven jaar vrij ten laste van dan wel ten gunste van het resultaat.*

*In bovenstaande grafiek worden de verschillen in het resultaat zichtbaar gemaakt.*



## 2.3 Portefeuilleverdeling

### Portefeuilleverdeling

	Portefeuille		Mandaat			+/- (*) (%)
	Marktwaaarde (x € 1,000)	Feitelijk (%)	Minimum (%)	Strategisch (%)	Maximum (%)	
Vastrentende waarden	200,441	63.36	0.00	65.00	100.00	(1.64)
Zakelijke waarden	108,301	34.23	0.00	35.00	100.00	(0.77)
Liquiditeiten	7,628	2.41	(5.00)	0.00	5.00	2.41
<b>Totaal</b>	<b>316,370</b>	<b>100.00</b>		<b>100.00</b>		

(\*) Geeft de afwijking weer ten opzichte van het strategisch gewicht.

### 3. Mandaat details

#### Vastrentende waarden

	Min.	Strat.	Max.	Benchmark	Feit.	(%)
AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income / AeAM Strategic Liability Matching Fund	100.00	100.00	100.00	Composite BM SAF FI underlying	100.00	(0.00)
<b>Totaal</b>		<b>100.00</b>			<b>100.00</b>	

#### Zakelijke waarden

	Min.	Strat.	Max.	Benchmark	Feit.	(%)
AEGON Strategic Allocation Fund Equity	100.00	100.00	100.00	Composite BM SAF Eq underlying	100.00	0.00
<b>Totaal</b>		<b>100.00</b>			<b>100.00</b>	

(\*) Geeft de afwijking weer ten opzichte van het strategisch gewicht.

## 4. Toelichting op het rendement

### 4.1 Toelichting Strategic Allocation Funds

#### Rendementen, voor kosten (%)

year to date

		Weging	PF	BM	TW
Staatsobligaties	AEGON Obligaties Euro Beta Pool	12.14	(0.95)	(0.93)	(0.02)
Bedrijfsobligaties	Aegon Euro Credits Fund Euro Class Z accumulation	15.61	2.31	1.76	0.54
Hypotheken	AEGON Hypotheken Pool	14.08	1.74	(1.21)	2.98
Asset Backed Securities	AEGON ABS Pool	4.95	4.08	1.51	2.53
High Yield	AEGON European High Yield Pool	0.87	4.61	5.47	(0.81)
High Yield	AEGON North America High Yield Pool	1.98	5.57	5.06	0.48
Emerging Market Debt	AEGON Emerging Market Debt Pool	3.08	7.69	7.54	0.14
Tactical Interest Rate Overlay	AEGON Tactical Interest Rate Overlay Pool	0.54	6.62	(0.46)	7.12
Wereld	AEGON World Equity Alpha Beta Pool (EUR) (C)	17.69	12.37	11.19	1.05
Vastgoed	AEGON Global Real Estate Pool	6.12	(2.00)	(1.79)	(0.22)
Grondstoffen	AEGON Global Commodity Pool (EUR)	1.89	(4.27)	(5.66)	1.47
Hedge Funds	AEGON Absolute Return Pool (EUR)	2.94	2.75	2.02	0.72
Private Equity	AEGON Private Equity Pool	4.41	7.99	4.61	3.22
GTAA	AEGON Global TAA + Pool	1.21	8.51	(0.28)	8.82
Liquiditeiten		2.38			
<b>Totaal excl. SLM</b>		<b>89.89</b>	<b>4.01</b>	<b>2.66</b>	<b>1.32</b>
Strategic Liability Matching	AeAM Strategic Liability Matching Fund	10.11	(21.39)		
<b>Totaal</b>		<b>100.00</b>	<b>0.98</b>		

De performancecijfers van de verschillende fondsen kunnen afwijken van de behaalde rendementen in uw eigen portefeuille. Dit wordt veroorzaakt door de instroom van nieuwe middelen en de onttrekkingen. De wegingen van de verschillende fondsen zijn bepaald aan de hand van de weging in het (de) betreffende SAF-fonds(en) en vervolgens herschaald naar de wegingen in uw portefeuille.

In het derde kwartaal van 2017 behaalde het tactische allocatiebeleid een gemixt resultaat.

We handhaafden de overweging in bedrijfsobligaties, versus de onderweging in staatsobligaties. Deze positie halveerden we gedurende het derde kwartaal. De Europese rente op staatsobligaties bleef nagenoeg onveranderd, terwijl de kredietopslag licht daalde. Dit onder meer door de continuering van het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB) en de positieve economische vooruitzichten. Per saldo behaalde deze positie een positief rendement.

De overweging in beursgenoteerd vastgoed versus vastrentende waarden behaalde een negatief resultaat. Met name de vastgoedbeleggingen in China en de Verenigde Staten rendeerden negatief. Deze positie werd gehalveerd tijdens het derde kwartaal.

We handhaafden in het derde kwartaal de overweging in staatsobligaties van opkomende markten ten opzichte van Europese Core staatsobligaties. De Europese rente bleef onveranderd terwijl de rente op staatsobligaties van opkomende markten daalde. Per saldo behaalde deze positie een positief rendement.

Daarnaast behielden wij een overweging in wereldwijde aandelen ten opzichte van vastrentende waarden. Wereldwijde aandelenkoersen stegen in het derde kwartaal. Wisselkoerseffecten – vooral via de appreciatie van de euro – hadden ook invloed op deze positie. Hierdoor kan het behaalde rendement variëren. Deze tactische positie werd gehalveerd tijdens het derde kwartaal.

Onze vooruitzichten zijn gematigd positief. Het economische momentum is relatief sterk, maar waarderingen van de meeste beleggingscategorieën zijn verder opgelopen. Hierdoor valt er niet veel extra rendement op risicovolle beleggingen te verwachten.

#### Renteontwikkeling

De rente vertoonde in het derde kwartaal flinke uitslagen, voornamelijk veroorzaakt door uitlatingen van centrale banken. Zo werd eerst een verdere afbouw van het stimulerende beleid van de Europese en Amerikaanse centrale banken verwacht en steeg de rente tot 0,60%. Maar geopolitieke spanningen, de rommelige Amerikaanse politiek en de aanhoudend lage inflatie drukten de Duitse tienjaarsrente aanvankelijk naar 0,30% – om vervolgens weer op te veren tot boven de 0,50%. In september zorgde teleurstelling over het uitblijven van beleidsaanpassingen van de Europese Centrale Bank (ECB) voor een correctie, waarna de rente het kwartaal sloot op 0,45%.

De terughoudendheid van de centrale banken met de afbouw van het stimulerende beleid had een reden: ze zien een solide economische groei, maar nog geen hogere inflatie en/of loondruk. De inflatie in Europa blijft steken op 1,5%, ook in de Verenigde Staten is slechts een lichte versnelling gaande.

Het herstel van de wereldeconomie gaat met een hink-stap-sprong. Met name uit Europa kwamen het derde kwartaal signalen van een aanhoudend herstel, met een solide groei voor de industriële productie, winkelverkoop, werkgelegenheid en vertrouwensindicatoren.

Aanvankelijk was de verwachting dat de ECB haar opkoopprogramma zou afbouwen. Maar in de toelichting op haar beleid van september gaf de ECB geen indicatie wanneer en met hoeveel zij het huidige programma van 60 miljard euro per maand zou reduceren. Een teleurstelling die – zoals aangegeven – de renteverwachtingen drukte. De Duitse tweejaarsrente dipte in het derde kwartaal op -0,75%.

De Amerikaanse centrale bank (de Fed) gaf aan dat zij haar balans in een laag tempo gaat afbouwen. Daarnaast hintte de Fed op een derde renteverhoging in 2017 en mogelijk drie in 2018. Dit verraste de markt niet en het beïnvloedde de rente nauwelijks.

Over het kwartaal daalde de rente voor korter lopende obligaties met 14 basispunten en die voor langer lopende met 2 basispunten. Hierdoor versteilde de yieldcurve enigszins. Het renteverskil tussen twee- en dertigjaarsobligaties nam met 0,18% af tot 1,99%.

Geopolitieke ontwikkelingen speelden een belangrijke rol. Met name het verbale geweld tussen de Noord-Koreaanse leider Kim Jong-un en president Trump zorgde voor een afwachtende houding van beleggers. Hiervan profiteerden met name de zogeheten veilige havens, zoals Duitsland. Het voorgenomen afscheidingsreferendum van Catalonië in Spanje zorgde voor de nodige turbulentie en een lichte stijging van de spread. De verkiezingen in Duitsland zorgde voor een verschuiving naar rechts. Bovendien veroorzaakt het versplinterde landschap een verminderde slagkracht zowel intern als in Europees verband. Vooralsnog worden de landenspreads door het ECB-beleid geëgaliseerd en bleven deze dicht bij de krappe niveaus.

#### Vooruitzichten

We handhaven onze positieve vooruitzichten voor de Europese economie, toch zien we voorlopig geen significant hogere inflatie of loondruk. Ook de komende kwartalen beïnvloedt het beleid van de centrale banken het renteverloop sterk. De Fed schroeft haar crisismaatregelen verder terug door verdere afbouw van de balans en een matige renteverhoging. De ECB verkleint en herstructureert haar opkoopprogramma. In beide gevallen zal dit op een langzame en zorgvuldige wijze plaatsvinden.

De Duitse verkiezingen leidden tot een politieke versplintering en een mogelijk verlies aan slagkracht bij zowel interne als Europese aangelegenheden. Terwijl Europa zich nu juist moet heroriënteren. Bij een afnemende steun van de ECB kan dit tot druk op de landenspreads leiden. Met de problemen rond de Brexit in het achterhoofd moet Europa nauwer samenwerken en de integratie waar mogelijk versterken.

Ondanks de verwachte afbouw zal het ECB-beleid ruim blijven en de korte rente laag. De lange rente kan nog wel enigszins stijgen, omdat ook andere factoren – zoals de ontwikkelingen in de Verenigde Staten – de lange rente beïnvloeden. Door het beleid van de ECB blijven de landenspreads relatief krap. Het ECB-beleid zorgt voor een demper op de volatiliteit.

Ons beleggingsbeleid blijft gericht op een langdurig lage rente, die zich binnen een geringe bandbreedte beweegt. Bij aanhoudend herstel en het uitblijven van crises, is een voortzetting van de opgaande trend in de rente mogelijk. Naast een tactische shortdurationpositie, handhaven we daarom onze strategische positionering: een onderweging in het korte eind van de yieldcurve, versus een overweging in het middensegment van 12 tot 20 jaar.

#### Staatsobligaties

- Opnieuw domineerden het beleid van de centrale banken en oplaaierende onrust rond Noord-Korea de markten. De Duitse tienjaarsrente bewoog in een bandbreedte van 0,30% - 0,60% en sloot uiteindelijk slechts 2 basispunten lager op 0,45%.
- Aanvankelijk werd een verdere afbouw van het stimulerende beleid van de Europese en Amerikaanse centrale bank verwacht en steeg de rente. Maar geopolitieke spanningen, de rommelige Amerikaanse politiek en de aanhoudend lage inflatie zorgden weer voor een lager renteniveau. De Duitse verkiezingsuitslag – met de onverwachte winst voor rechts en de verwachte moeizame coalitievorming – had nagenoeg geen effect op de rentemarkt.
- Over het kwartaal daalde de rente voor korter lopende obligaties met 14 basispunten en die voor langer lopende met 2 basispunten. Hierdoor versteilde de yieldcurve enigszins. Het renteverskil tussen twee- en dertigjaarsobligaties nam met 0,18% af tot 1,99%.
- Centrale banken bleven terughoudend met de afbouw van het stimulerende beleid, omdat ze wel een solide economische groei zien, maar nog geen hogere inflatie en/of loondruk. De inflatie in Europa blijft steken op 1,5%, ook in de Verenigde Staten is slechts een lichte versnelling gaande.
- Met name uit Europa kwamen het derde kwartaal signalen van een aanhoudend herstel, met een solide groei voor de industriële productie, winkelverkoop, werkgelegenheid en vertrouwensindicatoren.
- De ECB verkleint en herstructureert haar opkoopprogramma. Ondanks de verwachte afbouw zal het ECB-beleid ruim blijven en de korte rente laag. De Fed wil haar balans zeer geleidelijk afbouwen en hint op een beperkt aantal renteverhogingen. Deze aankondiging had geen invloed op de rentemarkten.
- We verwachten dat de Europese rente en de landenspreads relatief laag blijven.

#### Positionering

Het afgelopen kwartaal handhaafden we in grote lijnen ons beleggingsbeleid. Vanuit strategisch perspectief richten we ons op een langzaam oplopende rente binnen de fondsen die in staatspapier beleggen, zoals de Core-fondsen, de Europese obligatiefondsen en het TIRO-fonds. Hierin positioneerden we ons via het opzetten van shortdurationposities met een wisselende omvang. Daarnaast houden we enkele steepening posities aan, die inspelen op een versteiling van de rentecurve. Al onze posities zijn gebaseerd op het Aegon kwadranten model. We werken met strakke 'profit-and-loss-levels'.

We namen de short duration positie voornamelijk in met Duitse rentefutures en slechts voor een klein deel met Franse rentefutures. Deze positie is in het derde kwartaal enigszins afgebouwd en vervolgens weer vergroot tot een relatieve positie ten opzichte van de benchmark van -0,5 jaar.

De belangrijkste landenposities bleven ongewijzigd. De Core-fondsen waren overwogen in Nederland en supranationale instellingen, versus een onderweging in Duitsland. De belangrijkste landenposities in de Europese fondsen waren een overweging in Duitsland versus onderwegingen in Frankrijk en Italië. Afgezien van deze posities, waren afwijkingen ten opzichte van de benchmark gering en van tactische aard. Als aanvulling op de landenposities hielden we in alle fondsen CDS-posities aan. Daarmee hebben we bescherming verkocht in ruil voor een premie. Met deze CDS-posities anticiperen we op een afnemende risicovergoeding. Omdat deze spreads historisch krappe niveaus noteerden, zijn nagenoeg al deze posities afgebouwd. Wel handhaven we de onderwogen positie in Italiaanse staatsobligaties met een korte looptijd en hebben we deze gehedged met kortlopende swaps.

In het TIRO-fonds repliceren we bovenvermelde posities zoveel mogelijk. Ook positioneerden we dit fonds al eerder op een vermindering van het renteverskil tussen de Verenigde Staten en Duitsland én de Verenigde Staten, het Verenigd koninkrijk en Duitsland versus Japan. De posities zijn ook in het derde kwartaal gehandhaafd.

## Markontwikkeling

De rente vertoonde in het derde kwartaal flinke uitslagen. Die werden voornamelijk veroorzaakt door uitspraken van de centrale bank. Het verbale geweld tussen de Noord-Koreaanse leider Kim Jong-un en president Trump zorgde voor een voorzichtige houding van beleggers. De verkiezingsuitslag in Duitsland had geen invloed op het renteniveau.

De Duitse rente bewoog zich in een band van 0,30% tot 0,60% en daalde per saldo van 0,47% naar 0,45%. Wij richten ons op een langzaam verder stijgende kapitaalmarktrente door middel van shortduration, en curve steepening posities.

Zowel de Amerikaanse als de Europese centrale bank (de Fed en ECB) hielden de rente onveranderd. De Fed wil haar crisismaatregelen verder terugschroeven door verdere afbouw van de balans en een matige renteverhoging. Aanvankelijk was de verwachting dat de ECB haar opkoopprogramma zou afbouwen. Maar in de toelichting op haar beleid van september gaf de ECB geen indicatie wanneer en met hoeveel zij het huidige programma van 60 miljard euro per maand zou reduceren. Een teleurstelling die – zoals aangegeven – de renteverwachtingen drukte. Er is consensus dat de ECB eind oktober een reductie aankondigt van de maandelijkse hoeveelheid opkopen per 1 januari 2018.

Geopolitieke ontwikkelingen speelden een belangrijke rol. Met name het verbale geweld tussen de Noord-Koreaanse leider Kim Jong-un en president Trump zorgde voor een afwachtende houding van beleggers. Hiervan profiteerden met name de zogeheten veilige havens, zoals Duitsland. Het voorgenomen afscheidingsreferendum van Catalonië in Spanje zorgde voor de nodige turbulentie en een lichte stijging van de spread. De verkiezingen in Duitsland zorgde voor een verschuiving naar rechts. Bovendien veroorzaakt het versplinterde politieke landschap een verminderde slagkracht zowel intern als in Europees verband. Vooralsnog worden de landenspreads geëgaliseerd door het ECB-beleid en bleven deze dicht bij de krappe niveaus. Ondanks herstellende vertrouwensindicatoren verloopt het herstel van de wereldeconomie langzaam en blijft de inflatie laag. De meeste andere centrale banken continueren daarom hun verruimende beleid.

Over het kwartaal daalde de rente voor korter lopende obligaties met 14 basispunten en die voor langer lopende met 2 basispunten. Hierdoor versteilde de yieldcurve enigszins. Het renteverskil tussen twee- en dertigjaarsobligaties nam met 0,18% af tot 1,99%.

Door het ECB-beleid bleven de renteverskillen tussen de diverse Europese landen relatief klein en dicht bij historisch lage niveaus. De rente op perifere landen vertoonde een beperkte volatiliteit door de zwakke politieke en economische situatie, zoals het afscheidingsreferendum van Catalonië in Spanje.

## Resultaat

De fondsen hadden in het derde kwartaal een klein positief resultaat ten opzichte van de benchmark. Het negatieve resultaat op de lichte rentedaling werd deels gecompenseerd door positieve resultaten op de landenposities. Door de steilere curve droegen ook de diverse curveposities positief bij aan de performance. Op diverse CDS-posities is winst genomen, nadat er historische lage CDS-spreads genoteerd werden. De CDS-posities droegen positief bij aan de performance.

## Vooruitblik

De komende periode zal het beleid van centrale banken – meer dan economische ontwikkelingen – opnieuw de ontwikkelingen op de kapitaalmarkten bepalen. Wij verwachten voor 2017 een Europese groei van 2,1%. De inflatie blijft ver onder de ECB-doelstelling met voorlopig een neerwaartse druk, doordat de loongroei beperkt is en de basiseffecten van de olieprijs verdwijnen.

De verkiezingen in Duitsland zorgden voor een onverwachte ruk naar rechts. Net als in de meeste Europese landen zorgt politieke versplintering voor wankele, weinig slagvaardige coalities, juist nu Europa zich dient te heroriënteren, nauwer moet samenwerken en de integratie moet versterken. Ondanks dat populistische, vaak Europa-kritische partijen, een kleine tegenslag hebben gehad, blijft er zorg voor de éénheid en stabiliteit van het Europese stelsel als geheel. De migratiecrisis heeft laten zien dat Europa over de aanpak flink verdeeld is geraakt.

De ECB heeft het ondersteunende opkoopbeleid verlengd tot eind 2017. Vanwege de achterblijvende inflatie verwachten wij dat het opkoopbeleid volledig wordt uitgevoerd. Voor de periode daarna verwachten wij continuering van het ruime monetaire beleid, waarbij de ECB haar opkoopprogramma verkleint en herstructureert.

Ons beleggingsbeleid blijft gericht op een langdurig lage rente, die zich binnen een geringe bandbreedte beweegt. Bij aanhoudend herstel en het uitblijven van crises, is een voortzetting van de opgaande trend in de rente mogelijk. Maar de mate waarin dit gebeurt, is afhankelijk van het beleid van centrale banken en de geopolitieke onrust. Naast een tactische shortdurationpositie, handhaven we daarom onze strategische positionering: een onderweging in het korte eind van de yieldcurve, versus een overweging in het middensegment van 12 tot 20 jaar.

## Credits

- Credits behaalden over het derde kwartaal een positief rendement.
- Tegen de achtergrond van een rustige marktomgeving liepen spreads geleidelijk terug.
- We verwachten dat de markt in de komende periode vast gestemd blijft.

## Positionering

We hielden het risicoprofiel van de portefeuille in de zomermaanden op een iets hoger niveau dan de benchmark. Dit omdat we aan het begin van de periode een geringe uitgifte van nieuw papier verwachtten en – in een omgeving van lage volatiliteit – mogelijk teruglopende spreads.

## Markontwikkeling

De gemiddelde creditspread nam aanvankelijk inderdaad af, maar nam in augustus weer iets toe. Deze beweging werd veroorzaakt doordat de verwachting dat in september veel nieuwe leningen op de markt zouden komen niet uitkwam. Per saldo daalde de gemiddelde creditspread slechts licht van 102 basispunten naar 96 basispunten.

## Resultaat

In het derde kwartaal behaalde het fonds een rendement van 14 basispunten boven de benchmark. Deze winst was voornamelijk een gevolg van een overwogen positie in door financiële instellingen uitgegeven (achtergesteld) papier. Er waren geen uitschieters in individuele namen.

## Vooruitblik

Wij verwachten dat de creditmarkt voorlopig vast gestemd blijft. De huidige economische omstandigheden in Europa zijn gunstig voor bedrijfsobligaties. Het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB) blijft de markt technisch ondersteunen, ook al loopt die steun naar verwachting in 2018 terug.

## Hypotheeken

- De hypotheekvolumes blijven groeien.
- Vooral in de hogere loan-to-value (ltv) buckets daalde de Aegon-hypotheekrente de afgelopen maanden. Maar gemiddeld was er een rentestijging van zo'n 3 basispunten.

## Positionering

Het fonds belegt in leningen aan particulieren voor de financiering van woningen in Nederland. De netto loan-to-value is 78,0% en het fonds bestaat voor 19,4% uit NHG-hypotheeken. De gemiddelde rente bedraagt 3,48% bij een gemiddelde rentevaste periode van rond de 14,7 jaar.

## Markontwikkeling

Het kadaster registreerde in het derde kwartaal gemiddeld zo'n 29.731 hypotheeken, ongeveer 5% meer dan in het tweede kwartaal. De gemiddeld verstrekte hypotheeksom bedroeg zo'n 286.000 euro, 1,9% hoger dan in de drie maanden daarvoor.

De CBS-prijnsindex voor bestaande koopwoningen steeg dit kwartaal met 2,6% en ten opzichte van een jaar eerder met 7,8%. Volgens het kadaster bereikten de woningprijzen in augustus 2008 een piek. Vervolgens daalden de prijzen tot een dieptepunt in juni 2013. Sindsdien is er sprake van een stijgende trend. Ten opzichte van de piek is het prijsniveau 5,1% lager. Vergeleken met het dal zijn de prijzen gemiddeld 20,8% hoger.

## Resultaat

Het fonds wordt gewaardeerd tegen een spread boven de swapcurve. Afgelopen kwartaal bleef de swapcurve redelijk stabiel, terwijl de spread boven swap wat is ingekomen. Het positieve resultaat in het derde kwartaal is dan ook te verklaren door een lagere verdisconteringscurve en de ontvangen coupons.

## Vooruitblik

Het NHG-aandeel in de Aegon-Hypotheekproductie bleef in het derde kwartaal verder dalen. Door de stijging van het aantal doorstromers en de gemiddelde huizenprijs in de hypotheekmarkt komen steeds minder mensen in aanmerking voor een NHG-hypotheek. Dit zien we zowel in de markt als in de Aegon-hypotheekproductie. Naar verwachting zet de trend van stijgende huizenprijzen door. Het aanbod van huizen droogt op wat een positief effect heeft op de huizenprijs. Wel zal de verwachte krapte op de huizenmarkt een negatief effect hebben op het aantal hypotheeken dat zal worden afgesloten. Terwijl de afgelopen kwartalen de groei in het aantal transacties nog een groot effect had op de totale groei in de hypotheekmarkt zal het de komende tijd vooral het prijseffect de groei in de Nederlandse hypotheekmarkt verklaren.

## ABS

- Het derde kwartaal van 2017 was positief voor de ABS-markt.
- De ABS-fondsen behaalden een outperformance op de benchmark.
- We handhaven onze gematigd positieve outlook voor de ABS-markt.

## Positionering

In het derde kwartaal van 2017 continueerden we in grote lijnen de strategie en positionering van het begin van 2017. De ABS-fondsen zijn overwogen in de 'higher-beta'-sectoren en hypotheek exposure van de kernlanden. Vanuit risico-rendementsperspectief vinden we deze sectoren het meest aantrekkelijk.

We zijn onderwogen in perifere ABS en in de defensievere 'high-quality'-sectoren, zoals auto-ABS en de primesectoren. Onze focus ligt met name op ABS met een lage duratie en een hoog rendement op zowel mezzanine- als seniorniveau. We behouden wel onze overweging in mezzaninebonds. Bij elkaar resulteerde dit in een reductie van de duratie.

## Markontwikkeling

Investeerders hadden het derde kwartaal de verwachting dat centrale banken een wat minder verruimend beleid zouden gaan voeren. Dit zorgde voor prijsvolatiliteit bij Europese overheidsobligaties, maar had geen effect op de Europese ABS-markten. De combinatie van liquiditeit bij ABS-investeerders en het negatieve netto aanbod ondersteunt het huidige prijsniveau. De opmars van spreads in het tweede kwartaal zette in het derde kwartaal nog verder door, terwijl de kredietvergoedingen in bijna alle sectoren daalden. Maar wij zien nog steeds factoren die weer kunnen zorgen voor toenemende onzekerheid – en daarmee volatiliteit – in de financiële markten, zoals geopolitieke onrust en de Brexit-discussies.

Het aanbod in de primaire markt was in het derde kwartaal – na een zeer goed tweede kwartaal – wat minder. Maar als de aanbodtrend in het vierde kwartaal doorzet, dan is het aanbodniveau het hoogste sinds het begin van de crisis. De verscheidenheid van het aanbod in sectoren was groot, met transacties uit het Verenigd Koninkrijk, Nederland, Noorwegen en Duitsland.

De onbalans tussen vraag en aanbod nam afgelopen kwartaal verder toe. Dit komt omdat er nog steeds veel liquiditeit is bij ABS-investeerders, en er nog steeds sprake is van een negatief netto aanbod.

## Resultaat

In het derde kwartaal behaalde de benchmark een positief rendement. De ABS-fondsen boekten een outperformance op de benchmark. Die ontstond grotendeels door de overweging in de 'higher-beta'-sectoren en onze mezzanine investeringen van ABS. De gemiddelde spread op ons Europese ABS-fonds is nu ongeveer 130 basispunten over swaps bij een gemiddelde rating van AA-.

## Vooruitblik

We blijven gematigd positief over de ABS-markt. Een belangrijke reden hiervoor is het opkoopprogramma van de Europese Centrale Bank (ECB) voor ABS, covered bonds, staatsobligaties en corporate bonds. Maar dit programma wordt afgebouwd. Omdat het ECB-opkoopprogramma voor ABS vrij beperkt is, verwachten we geen substantiële daling van de ABS-prijzen.

Wij verwachten dat de positieve technische factoren de ABS-markt blijven ondersteunen: de onbalans tussen vraag en aanbod (grote vraag bij beperkt aanbod), de 'search for yield', zeer beperkt renterisico én het relatief hoge rendement van Europese ABS ten opzichte van andere sectoren binnen het bredere segment van vastrentende waarden. Wel zijn er diverse factoren die opnieuw voor onzekerheid en volatiliteit kunnen zorgen. Toch blijft ABS vanuit fundamenteel perspectief aantrekkelijk, zodat eventuele volatiliteit juist voor goede investeringsmogelijkheden kan zorgen.

Wij verwachten dat er periodes zullen komen van hogere volatiliteit op de financiële markten, met name als reactie op acties of notulen van centrale banken. Andere 'risk events', zoals de start van de Brexit-onderhandelingen en verkiezingen in diverse grote Europese landen kunnen eveneens bijdragen aan de volatiliteit. Maar deze periodes van hogere volatiliteit zorgen – omdat we positief zijn op fundamenteel vlak – voor aantrekkelijke mogelijkheden. We blijven overtuigd dat er voldoende waarde is te vinden in Europese ABS.

## High Yield

- De High Yield markten realiseerden in het derde kwartaal een positief rendement.
- Het fonds presteerde iets minder dan de benchmark.
- Onze verwachting voor de komende periode is bescheiden.

## Positionering

In zowel de Amerikaanse als de Europese markt was onze overall positionering voorzichtig. De reden hiervoor was het inmiddels zeer lage niveau van de rentes en de spreads.

## Marktontwikkeling

De centrale banken gaven geen aanwijzing voor de afbouw op korte termijn van het stimulerende monetaire beleid. Dit voedde de marktverwachting dat de rentes laag konden blijven. Ook de economische ontwikkelingen bleven sterk en ondersteunden de markt. De oplopende politieke spanningen tussen Noord-Korea en de Verenigde Staten veranderden daar weinig aan. Per saldo liepen de spreads met bijna 0,2% terug.

## Resultaat

In het derde kwartaal boekte het fonds een bescheiden underperformance ten opzichte van de benchmark. Met name in de Europese deelportefeuille daalden de prijzen voor enkele individuele namen.

## Vooruitblik

Voorlopig zien wij weinig problemen voor de markt, maar de huidige lage rentes en spreads laten weinig ruimte voor toekomstige rendementen. Wij blijven daarom voorzichtig gepositioneerd.

## Emerging market debt

- Obligaties uit de opkomende landen hadden een uitstekend kwartaal.
- Het fonds behaalde een iets lagere performance dan de benchmark.
- Wij verwachten dat de markt in de komende periode zijwaarts beweegt.

## Positionering

Het fonds belegt in dollarleningen uitgegeven door opkomende landen en bedrijven in deze landen. Het overall risicoprofiel was neutraal. In de portefeuille handhaafden we een onderweging in het onderliggende renterisico in Amerikaanse dollars, tegenover een bescheiden overweging in spreadrisico. Het landenbeleid richtte zich op overwegingen in de stabielere regio's en landen.

## Marktontwikkeling

De markt had een uitstekend kwartaal, voornamelijk omdat de gemiddelde renteopslag met 0,2% daalde naar een niveau van 2,9%. De gemiddelde yield daalde naar 5,2%. Geleidelijk verbeterende economische resultaten steunden de markt, terwijl ook de instroom naar obligatiefondsen in dit marktsegment bleef doorgaan. Het beleggingssentiment bleef in het algemeen positief, ondanks de oplopende spanningen in Venezuela en Noord-Korea.

## Resultaat

In het derde kwartaal van 2017 behaalde het fonds een wat lagere rendement dan de benchmark.



## Vooruitblik

Wij verwachten dat de markt voor obligaties uit de opkomende markten de komende tijd zijwaarts beweegt. Aan de ene kant bestaat de kans dat de onderliggende Amerikaanse rentes stijgen onder invloed van een strakker monetair beleid van de Amerikaanse centrale bank (de Fed). Aan de andere kant verwachten wij steun van de verbeterende economische omgeving. Bovendien blijven beleggers geld alloceren naar opkomende markten vanwege het renteniveau. Die steekt nog steeds gunstig af bij de rente van andere vastrentende categorieën.

## AEGON Strategic Liability Matching Fund

Het SLM-fonds brengt de rentegevoeligheid van de beleggingen van pensioenfonds in lijn met de rentegevoeligheid van de verplichtingen. De rentegevoeligheid van het fonds wordt nauwgezet aangestuurd op verschillende rentepunten, de zogenaamde 'key rates'.

Het fonds heeft geen actieve positionering en bestaat uit een gediversifieerde swapportefeuille en een buffer van staatsobligaties van euro-kernlanden. In het derde kwartaal van 2017 bewoog de 30-jaars swaprente in Europa zich tussen de 1,65% en de 1,45%. Per saldo steeg de 30-jaars swaprente met 5 basispunten tot 1,59%.

Overeenkomstig EMIR-richtlijnen worden alle swaps voor het fonds verhandeld via een clearinghouse. Dit vermindert het tegenpartijrisico. De structuur van het fonds is zo dat we voldoen alle huidige en toekomstige onderpandseisen. In het derde kwartaal nam de waarde van de fondsparticipaties enigszins af. De pensioenverplichtingen van de participanten namen in lijn hiermee eveneens af.

## Aandelen

- Vooruitzichten blijven gemengd. De wereldeconomie wordt sterker, maar politieke spanningen kunnen voor risico's bezorgen.

## Positionering

De actieve fondsen beleggen voor een deel in regionaal georiënteerde hedgefondsen, om waarde toe te voegen aan het indexrendement. De regioweging van deze hedgefondsen komt overeen met de regioweging binnen de benchmark. Binnen de actieve fondsen houden we actieve posities aan in sectoren en individuele aandelen. De indexfondsen volgen de benchmark en houden daarom geen actieve posities aan.

## Marktontwikkeling

Aandelenkoersen presteerden het derde kwartaal wereldwijd positief. Alle individuele regio's droegen bij aan de performance. Er was sprake van weinig volatiliteit en bedrijfswinsten en waarderingen liepen op.

In opkomende landen presteerden aandelenkoersen het afgelopen kwartaal sterk. De olieprijs steeg met 20%. Hierdoor konden opkomende markten veel profiteren van olie(gerelateerde) export. De opkomende markten werden ook gesteund door een zwakkere dollar, omdat veel schuld gefinancierd is in Amerikaanse dollars.

## Vooruitblik

De vooruitzichten voor aandelen zijn gematigd positief. Het belangrijkste argument zijn sterke economische cijfers waarvan bedrijven profiteren. Maar de spanning rond Noord-Korea kan ook voor spanning op de beurs zorgen. Ook kunnen de naderende Italiaanse verkiezingen voor politieke onrust in Europa zorgen.

Aandelen in de opkomende landen en Japan blijven relatief aantrekkelijk geprijsd ten opzichte van de Amerikaanse en Europese markten. De opkomende landen kennen echter wel risico's. Zo kan een stagnerende Chinese economie, een renteverhoging van de Amerikaanse centrale bank (de Fed) of toenemend Amerikaans protectionisme deze markten onder druk zetten.

## Vastgoed

- De absolute performance van het vastgoedfonds was in het derde kwartaal licht negatief.
- De beursgenoteerde vastgoedmarkt bleef met name achter in Japan en de Verenigde Staten. Door een sterke euro ten opzichte van de dollar en de yen was het absolute resultaat van deze regio's negatief. China en Hong Kong presteerden daarentegen sterk.
- De waarderingen zijn gematigd positief, renteschommelingen en ontwikkelingen op de aandelenmarkt blijven echter van invloed op het absolute rendement van beursgenoteerd vastgoed.

## Positionering

Bij de aandelenselectie blijven we ons richten op aantrekkelijk geprijsde aandelen met een stabiele cashflow en een sterk bedrijfsmodel. Onze voorkeur gaat uit naar vastgoedbedrijven met een stabiel en groeiend dividend. Daarnaast houden we rekening met macro-economische trends door de rentegevoeligheid te beperken en trends in de onderliggende vastgoedmarkten – zoals e-commerce en urbanisatie – in het beleggingsproces te betrekken. De gewichten per regio in de portefeuille zijn grotendeels gelijk aan de gewichten in de benchmark, zodat we het landen- en valutarisico beperken.

## Marktontwikkeling

Ondanks schommelingen op de rentemarkt presteerden Amerikaanse REITs vlak, gemeten in dollars.

Een zwakkere dollar beïnvloedde de absolute bijdrage aan het fonds echter negatief. In Japan daalde de index langzaam gedurende het derde kwartaal ondanks een daling van de rente in juli en augustus. Het lijkt erop dat verkoopdruk van Japanse dividendfondsen – die sterk in Japanse REITs zijn belegd – hier een rol in speelde. Het rendement in Australië leek niet geraakt door een beperkte rentestijging midden september en liet een kleine stijging zien. Dit kan voor een deel verklaard worden als een herstel op een eerdere verkoopgolf, die eind juni ontstond na een stijging van de Australische rente met ruim 30 basispunten in slechts enkele dagen.



Het rendement van Europese REITs was gedurende het derde kwartaal positief. De index steeg met 2% en kende een relatief lage volatiliteit. Maar vastgoedaandelen in het Verenigd Koninkrijk presteerden zwak, met een veel grotere volatiliteit. Dit kwam door grote uitslagen van het pond.

#### Resultaat

In het derde kwartaal van 2017 heeft de portefeuille slechter gepresteerd dan de benchmark, de FTSE EPRA/NAREIT Global Index Net TRI EUR. De portefeuille behaalde ook een licht negatief absoluut rendement. De aandelenselectie in de portefeuilles in de Verenigde Staten en China droegen bij aan de underperformance. Aan de andere kant presteerde Europa goed dankzij de aandelenselectie in het Verenigd Koninkrijk en Duitsland.

Binnen Europa bleven Spanje en Italië het goed doen. Onze overwegingen in Beni Stabili en Colonial droegen bij aan het relatieve resultaat. In de Verenigde Staten droeg de overweging in GGP het meeste bij aan de negatieve relatieve performance. De opkomst van e-commerce zorgt ervoor dat winkelcentra in de Verenigde Staten onder druk komen te staan. Aan de andere kant profiteert het fonds van deze trend met een overweging in fondsen gespecialiseerd in logistieke centra.

#### Vooruitzichten

De vooruitzichten voor vastgoed zijn gematigd positief. Een belangrijke waarderingsmaatstaf voor vastgoed is de 'net asset value' (nav) die de onderliggende nettowaarde van het vastgoed per aandeel weergeeft. De aandelenkoersen liggen nog steeds licht onder deze nav op absolute basis, en zijn nog steeds op een goed niveau in vergelijking met het langetermijngemiddelde. Ook het dividendrendement van vastgoedaandelen (3,7%) is nog aantrekkelijk in vergelijking met aandelen en de bedrijfsobligatierente.

#### Grondstoffen

- Grondstoffenprijzen behaalden in het derde kwartaal een positief rendement.
- We behaalden een hoger rendement dan de benchmark.
- Onze verwachting voor grondstoffen is neutraal tot licht positief.

#### Positionering

In onze portefeuille hebben we een neutrale positionering van grondstoffen ten opzichte van cash. Deze positie past bij onze neutraal tot licht positieve verwachtingen voor de grondstoffenmarkt. De groei van de wereldeconomie versnelt, maar voorraden van grondstoffen zijn nog bovengemiddeld.

Onze positionering op de futurecurve bestaat momenteel uit drie componenten. De eerste component is een overweging in grondstoffen, waarvan de futurecurve in backwardation is. Zo voorkomen we grote negatieve rollrendementen. De tweede component is de gespreide exposure van het fonds over de futurecurve, zodat het fonds profiteert van de liquiditeitspremie op minder vaak verhandelde contracten. Ook ontlopen we zo het scherpe contango aan het korte eind van de futurecurve. Als derde component profiteren we van bepaalde seizoenseffecten in de futurecurve.

#### Marktontwikkeling

In het derde kwartaal van 2017 behaalden beleggingen in grondstoffen een positief rendement, vooral dankzij de energie- en metaalsector. Edelmetalen, zoals goud en zilver, behaalden een negatief rendement.

De energiesector – en meer specifiek de ruwe olie – was weer de blikvanger, met een sterk positief rendement. De ingezette herbalancering van de oliemarkt zorgde voor een sterk stijgende olieprijs. De OPEC-deal om de productie in 2017 te verlagen, begint langzaam zijn vruchten af te werpen. Het overaanbod op de oliemarkt begon in het derde kwartaal om te slaan in een vraagoverschot. In schalieoliegebieden in de Verenigde Staten stabiliseerde het aantal boorplatformen. Dat impliceert dat het huidige prijsniveau niet zorgt voor winstgevendende productie in deze gebieden.

#### Resultaat

We realiseerden een positief resultaat ten opzichte van de benchmark. De actieve curveposities droegen positief bij aan het rendement. Vooral de overweging in backwardation droeg sterk positief bij aan het relatieve rendement.

#### Vooruitblik

We verwachten dat het overaanbod op de grondstoffenmarkt verder afneemt. Binnen de oliemarkt lijken vraag en aanbod in 2018 in balans te komen. De olievoorraden beginnen – vanaf recordniveau – langzaam af te nemen, waardoor prijzen wat kunnen oplopen. De ontwikkeling van de vraag naar industriële metalen hangt vooral af van het economische groeipad in China.

De wereldeconomie heeft te maken met versnellende groei. Maar de vraag naar olie en metalen groeit langzamer door het efficiëntere gebruik van energie en andere productiemiddelen. Bovendien zijn er ook meer (duurzame) alternatieven. Eventuele geopolitieke spanningen kunnen wel zorgen voor stijgende grondstoffenprijzen. Al met al verwachten we de komende tijd gematigd positieve rendementen op grondstoffen en behouden we onze huidige positionering.

### Private Equity

- In het derde kwartaal van 2017 behaalde de AEGON Private Equity Pool een licht positief rendement.
- De pool presteerde afgelopen kwartaal minder goed dan de benchmark, de MSCI World Index.
- We blijven gematigd positief over private equity. Op verschillende gebieden lijkt er een stabiel plateau bereikt te zijn. Exits en investeringen blijven sterk, maar daalden wel vergeleken met voorgaande jaren. De periodes dat investeringen in portefeuilles blijven, stabiliseerden ook en waren iets langer dan direct voorgaande jaren.

### Positionering

De AEGON Private Equity Pool belegt in private equity fondsen, die op hun beurt in niet-beursgenoteerde ondernemingen beleggen. Het doel van de pool is om op de lange termijn een hoger rendement te behalen dan beursgenoteerde aandelen. Gezien de lange beleggingshorizon verandert de positionering van de pool op korte termijn niet of weinig.

### Marktonwikkeling

Beursgenoteerde private equity fondsen daalden in juli en augustus, maar lieten in september een forse winst zien. Daardoor was het resultaat over het hele derde kwartaal positief, hoewel het rendement lager was dan op de belangrijke aandelenmarkten.

Het aantal en de totale waarde van exits viel in 2016 terug naar iets boven het niveau van de jaren voor 2014 en 2015 (twee jaren waarin dit niveau erg hoog was). Qua exit-mogelijkheden daalde vooral de waarde van IPO's sterk. Dezelfde trend als bij exits zien we aan de investeringskant: van 2013 tot en met 2015 kende de totale waarde van transacties door private equity fondsen een stijgende lijn, waarna die in 2016 iets lager uitviel, maar nog steeds bovengemiddeld was.

Het lijkt erop dat de "holding periode" – de periode dat een investering wordt aangehouden in een portefeuille – langer is en blijft dan tien jaar geleden. Historisch gezien hielden private equity fondsen bedrijven drie tot vijf jaar in portefeuille. De mediaan van alle transacties was geleidelijk gestegen tot boven de zes jaar in 2014. Sinds 2015 is dat weer iets gedaald tot net boven de vijf jaar en in 2016 bleef dat onveranderd. Dit komt vooral door de goede exit markten die fondsen de afgelopen paar jaar benut hebben. De verwachting is dat de holding periodes weer zullen stijgen de komende jaren.

### Resultaat

De niet-beursgenoteerde fondsen in de Aegon Private Equity Pool rapporteerden in het derde kwartaal gemiddeld genomen gestegen waarderingen. Daarnaast stegen de beursgenoteerde belangen. De gedaalde waardering van de Amerikaanse dollar ten opzichte van de euro had een negatief effect op het kwartaalrendement van de pool. De pool als geheel liet een positief rendement zien, maar deed het minder goed dan de benchmark: de MSCI World Index.

### Vooruitblik

We blijven gematigd positief over private equity. De industrie lijkt een moment van relatieve rust gevonden te hebben. Dit kan een omslagpunt zijn, maar ook een stabiel plateau. Een en ander zal ook afhankelijk zijn van macro-economische ontwikkelingen. Op dit moment zijn er nog weinig (voor)tekenen van onderliggende problemen. Bij een marktcorrectie verwachten we dat de langetermijn outperformance van de private equity markt op aandelenbeurzen in stand blijft.

### Hedge funds

- Hedgefondsen behaalden in het derde kwartaal van 2017 een positief rendement.
- De Aegon Absolute Return Pool wist dit kwartaal de Euribor-benchmark te verslaan, maar bleef achter bij het gemiddelde van de sector.
- De voorzichtig stijgende trend zet zich nu blijkbaar echt door.

### Positionering

De grootste allocaties in de pool waren aandelenmanagers, niche-beleggingen en strategieën die zich richten op bedrijfsspecifieke gebeurtenissen ('event driven'). Van het totale vermogen was circa 60% belegd in deze drie categorieën. In de loop van het derde kwartaal bouwden we de cashpositie af ten gunste van aandelenmanagers en niche beleggingen.

### Marktonwikkeling

In het derde kwartaal besloot de Amerikaanse centrale bank (de Fed) tot monetaire verkrapping door afbouw van de balans. Ook was er dreiging van een nucleaire oorlog tussen de Verenigde Staten en Noord-Korea. Toch zetten aandelenmarkten hun bull markt voort, en ook grondstoffen – aangevoerd door olie – rendeerden sterk. De Amerikaanse dollar daalde ten opzichte van de euro, maar veerde aan het kwartaaleinde weer op door het besluit van de Fed tot verkrapping.

Hedgefondsen zetten de opgaande lijn voort met een positief rendement over het derde kwartaal van 2017. Aandelenmanagers behaalden het beste resultaat, terwijl Short Biased managers het slechtst presteerden, onder meer door stijgende aandelenkoersen.

### Resultaat

De Aegon Absolute Return Pool behaalde in het derde kwartaal een positief rendement en wist daarmee de Euribor-benchmark te verslaan. De pool bleef echter achter bij het gemiddelde van de sector. Het vergroten van de allocaties naar aandelenmanagers en niche beleggingen ten koste van de cash positie pakte gunstig uit – deze strategieën rendeerden in het derde kwartaal positief.

### **Vooruitblik**

We verwachten dat hedgefondsen de komende periode een beperkt rendement kunnen behalen. Vergeleken met vorige jaren zien we wel wat lichtpuntjes, die – als ze zich doorzetten – een steun in de rug voor hedgefondsmanagers zijn. Het gaat dan om de stijgende korte rente en de lagere correlaties tussen aandelen. Die kunnen een positief effect hebben op de rendementen. Tegelijk gaan we uit van een beperkte economische groei. Bovendien beleggen hedgefondsen vaak in relatief duur geworden beleggingscategorieën, zoals aandelen en obligaties. Ook lijkt de hoeveelheid kapitaal die hedgefondsen managen te omvangrijk voor het aantal te benutten marktinefficiënties.

Het opwaarts potentieel is dus beperkt. Maar we verwachten wel dat bij een eventuele sterke correctie op de financiële markten hedgefondsen minder in waarde dalen dan traditionele beleggingscategorieën. Die zijn immers minder gevoelig voor marktbevingen en beschermen zo de beleggingsportefeuille.

## 5. Bijlagen

### 5.1 Portefeuilleoverzicht

#### Portefeuilleoverzicht

	Aantal	Kostprijs		Boekwaarde		Marktwaarde	
		Koers	Waarde	Koers	Waarde	Koers	Waarde
<b>Vastrentende waarden</b>							
AeAM Strategic Liability Matching Fund	1,621	18,168.99	29,448,621	18,168.99	29,448,621	19,731.45	31,981,086
AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	13,382,023	12.23	163,682,513	12.23	163,682,513	12.59	168,459,598
<b>Totaal Vastrentende waarden</b>			<b>193,131,133</b>		<b>193,131,133</b>		<b>200,440,684</b>
<b>Zakelijke waarden</b>							
AEGON Strategic Allocation Fund Equity	5,309,616	13.37	70,983,868	20.40	108,301,301	20.40	108,301,301
<b>Totaal Zakelijke waarden</b>			<b>70,983,868</b>		<b>108,301,301</b>		<b>108,301,301</b>
<b>Liquiditeiten</b>							
Liquiditeiten					7,628,488		7,628,488
<b>Totaal Liquiditeiten</b>					<b>7,628,488</b>		<b>7,628,488</b>
<b>Totaal</b>			<b>264,115,001</b>		<b>309,060,922</b>		<b>316,370,473</b>

## 5.2 Transacties

### Transacties

Transactie Type	Code	Fondsnaam	Omschrijving	Transactie datum	Settlement datum	Aantal	Koers	Lopende interest	Commissie	Totaal	Lokaal Valuta	Totaal
<b>Vastrentende waarden</b>												
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	25-07-2017	25-07-2017	21,940	12.57	-		275,809	EUR	275,809
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	23-08-2017	23-08-2017	26,525	12.62	-		334,638	EUR	334,638
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	26-09-2017	26-09-2017	27,711	12.63	-		349,883	EUR	349,883
Verkoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	31-07-2017	02-08-2017	(90,556)	12.56	-	1,593	(1,136,000)	EUR	(1,136,000)
Verkoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	31-08-2017	04-09-2017	(57,717)	12.65	-	1,022	(729,000)	EUR	(729,000)
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	25-07-2017	25-07-2017			-		(275,809)	EUR	(275,809)
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	23-08-2017	23-08-2017			-		(334,638)	EUR	(334,638)
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	26-09-2017	26-09-2017			-		(349,883)	EUR	(349,883)
<b>Totaal Vastrentende waarden</b>									<b>2,615</b>	<b>(1,865,000)</b>		
<b>Zakelijke waarden</b>												
Verkoop	NL0009129196	P-StrAllEqVz	AEGON Strategic Allocation Fund Equity	30-06-2017	04-07-2017	(28,665)	19.95	-	1,887	(570,000)	EUR	(570,000)
Verkoop	NL0009129196	P-StrAllEqVz	AEGON Strategic Allocation Fund Equity	31-07-2017	02-08-2017	(331,273)	20.11	-	21,988	(6,641,000)	EUR	(6,641,000)
<b>Totaal Zakelijke waarden</b>									<b>23,875</b>	<b>(7,211,000)</b>		
<b>Liquiditeiten</b>												
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	25-07-2017	25-07-2017					(275,809)	EUR	(275,809)
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	23-08-2017	23-08-2017					(334,638)	EUR	(334,638)
Aankoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	26-09-2017	26-09-2017					(349,883)	EUR	(349,883)
Verkoop	NL0009129196	P-StrAllEqVz	AEGON Strategic Allocation Fund Equity	30-06-2017	04-07-2017					570,000	EUR	570,000
Verkoop	NL0009129196	P-StrAllEqVz	AEGON Strategic Allocation Fund Equity	31-07-2017	02-08-2017					6,641,000	EUR	6,641,000
Verkoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	31-07-2017	02-08-2017					1,136,000	EUR	1,136,000
Verkoop	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	31-08-2017	04-09-2017					729,000	EUR	729,000
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	25-07-2017	25-07-2017					275,809	EUR	275,809
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	23-08-2017	23-08-2017					334,638	EUR	334,638
Dividend	NL0009129204	P-StrAllFiVz	AEGON Strategic Allocation Fund Fixed Income	26-09-2017	26-09-2017					349,883	EUR	349,883
Inbreng depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	11-07-2017	11-07-2017					2,120,401	EUR	2,120,401
Inbreng depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	29-08-2017	29-08-2017					7,354,780	EUR	7,354,780
Inbreng depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	19-09-2017	19-09-2017					295,284	EUR	295,284
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	03-07-2017	03-07-2017					(569,900)	EUR	(569,900)
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	12-07-2017	12-07-2017					(9,395,794)	EUR	(9,395,794)
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	01-08-2017	01-08-2017					(577,500)	EUR	(577,500)
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	28-08-2017	28-08-2017					(124,803)	EUR	(124,803)
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	01-09-2017	01-09-2017					(603,800)	EUR	(603,800)
Onttrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	19-09-2017	19-09-2017					(14,532)	EUR	(14,532)

Ontrekking depot	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	25-09-2017	25-09-2017	(7,482) EUR	(7,482)
Bankkosten	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	20-07-2017	20-07-2017	(22) EUR	(22)
Bankkosten	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	18-08-2017	18-08-2017	(22) EUR	(22)
Bankkosten	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	BANK_ACCT_EUR	21-09-2017	21-09-2017	(23) EUR	(23)
<b>Totaal Liquiditeiten</b>						<b>7,552,588</b>	

Transactie Type	Aantal	Lopende interest	Commissie	Totaal
<b>Vastrentende waarden</b>				
Aankoop	76,176	-		960,330
Dividend		-		(960,330)
Verkoop	(148,273)	-	2,615	(1,865,000)
<b>Totaal Vastrentende waarden</b>			<b>2,615</b>	<b>(1,865,000)</b>
<b>Zakelijke waarden</b>				
Verkoop	(359,937)	-	23,875	(7,211,000)
<b>Totaal Zakelijke waarden</b>			<b>23,875</b>	<b>(7,211,000)</b>
<b>Liquiditeiten</b>				
Aankoop				(960,330)
Bankkosten				(67)
Dividend				960,330
Inbreng depot				9,770,465
Ontrekking depot				(11,293,811)
Verkoop				9,076,000
<b>Totaal Liquiditeiten</b>				<b>7,552,588</b>

Als gevolg van de wijziging van de beleggingsadministratie sluit Aegon haar boeken op de laatste werkdag van de maand. Hierdoor worden transacties die op de laatste werkdag van de maand geëffectueerd zijn, niet meegenomen in de rapportage van de huidige maand. Deze verschuiven naar de rapportage van de volgende maand. De transacties van de laatste dag worden natuurlijk wel uitgevoerd tegen de juiste dagkoers. De performance blijft daardoor ongewijzigd.

### 5.3 Begrippenlijst

<b>Allocatie effect</b>	Het allocatie-effect is het gevolg van het tactische allocatiebeleid waarbij een bepaalde beleggingscategorie wordt over- of onderwogen ten opzichte van de strategische allocatie.
<b>Attributie</b>	De attributie-analyse geeft aan in welke mate bepaalde factoren hebben bijgedragen aan het over-/onderrendement van de portefeuille en/of beleggingsfonds ten opzichte van de benchmark. Deze factoren zijn uitgesplitst in een allocatie effect en een selectie effect. In deze rapportage wordt de attributie analyse berekend op geometrische basis, waardoor kolommen mogelijk intuïtief niet optellen.
<b>BM</b>	Benchmark; een vooraf vastgestelde, objectieve norm voor het rendement van een beleggingsportefeuille of – fonds.
<b>Duration</b>	Maatstaf voor rentegevoeligheid van obligaties. Hoe langer de resterende looptijd, des te sterker obligatiekoersen reageren op een renteverandering en hoe hoger de duration.
<b>GTAA</b>	Global Tactical Asset Allocation.
<b>IR</b>	Informatie Ratio; een voor risico gecorrigeerde rendementsindicator. Deze wordt berekend door de Toegevoegde Waarde te delen door de Tracking Error.
<b>LDO</b>	Long Duration Overlay; verlenging van de vastrentende waarden portefeuille door te participeren in het LDO is een strategische keuze om de rentegevoeligheid van de beleggingen meer in lijn te brengen met de rentegevoeligheid van de verplichtingen. Door de gestegen/gedaalde lange rente heeft toevoeging van het LDO een lager/hoger rendement tot gevolg gehad. Daar staat tegenover dat de verplichtingen ook minder/meer waard zijn geworden.
<b>Management effect</b>	De som van het allocatie - en het selectie effect.
<b>PF</b>	Portefeuille.
<b>Selectie effect</b>	Het selectie-effect wordt veroorzaakt doordat met het beleid binnen een beleggingscategorie een rendement wordt behaald dat afwijkt van het benchmarkrendement voor die categorie.
<b>SLM</b>	<p>Strategic Liability Matching fund; De doelstelling van het (SLM) fonds is om het renterisico voor een gemiddeld Nederlands pensioenfonds zo goed mogelijk af te dekken, met minimalisering van het curverisico (het gevolg van een andere beweging van de lange rente dan van de korte rente).</p> <p>De rentegevoeligheid van het fonds beweegt mee met de marktrente op dezelfde wijze als rentegevoeligheid van de verplichtingen van een gemiddeld pensioenfonds. Dit gemiddelde is gebaseerd op de informatie van DNB.</p> <p>Dalende rente zorgt voor een stijging van de koers van SLM en stijgende rente zorgt voor een daling van de koers van SLM, op dezelfde wijze als de waarde van de verplichtingen dalen bij een rente stijging en vice versa.</p> <p>Het SLM fonds is onderdeel van een totaalpakket aan dienstverlening met als aanvullende diensten Matching &amp; Monitoring voor het automatisch bijsturen van de afdekking van het renterisico naar het gewenste percentage en het Assets &amp; Liabilities Dashboard waarin de samenhang tussen SLM, de verplichtingen en de dekkingsgraad wordt getoond.</p>
<b>TE</b>	<p>Tracking error; maatstaf voor het risico dat een fondsmanager mag lopen met zijn beleggingsbeleid. Geeft de (theoretische) maximale afwijking aan van het rendement van de beleggingen ten opzichte van een benchmark.</p> <p>Deze wordt berekend door de standaarddeviatie van de toegevoegde waarde van de afgelopen 36 en 60 maanden te annualiseren.</p>

**TW** Toegevoegde waarde; Over-/onderrendement van de portefeuille of beleggingsfonds ten opzichte van de benchmark.

In deze rapportage wordt de toegevoegde waarde uitgerekend op *geometrische* basis (ook wel 'meetkundig'). Het grote voordeel van deze methodiek is dat uitkomsten door de tijd heen (op geometrische basis) aan elkaar 'geknoopt' kunnen worden.

Berekening van toegevoegde waarde op geometrische basis:

$$\text{Toegevoegde waarde (in \%)} = \left[ \left( \frac{1 + \text{portefeuille rendement (in \%)}}{1 + \text{benchmark rendement (in \%)}} \right) - 1 \right] \times 100$$

**YTD** Year To Date; 1 januari huidige verslagjaar tot en met einde rapportagemaand.



#### 5.4 Disclaimer

*Aegon Investment Management B.V. is een erkende beleggingsonderneming en een beheerder en is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten. Deze informatie is met zorg samengesteld namens Aegon Investment Management B.V. Er is naar gestreefd de informatie juist en volledig mogelijk weer te geven. Onvolkomenheden als gevolg van menselijke vergissingen of als gevolg van ontvangen gegevens van andere (verwante) partijen of als gevolg van informatiesystemen kunnen echter voorkomen, waardoor gegevens en calculaties kunnen afwijken. Aan de verstrekte informatie en berekende waarden kunnen geen rechten worden ontleend. De verstrekte informatie is aan wijziging onderhevig. De waarde van het financiële instrument is afhankelijk van de ontwikkelingen op financiële markten of (indien van toepassing) andere markten.*

### 5.5 Overzicht fondsen per september 2017

*De factsheets van de beleggingsfondsen zijn uitsluitend nog via onze website beschikbaar.*

*Via link <https://www.aegon.nl/zakelijk/vermogensbeheer/fondsen> kunt u deze factsheets vinden.*