

## BEHEERSVERSLAG Q4-2021

Datum: 26-01-2022





# MARKTCOMMENTAAR Q4-2021

## Economische context

Positieve economische context, met een economische groei van 4,4% in 2022.

Overheidsuitgaven zullen in 2022 veel lager uitkomen dan de voorgaande jaren, maar omvatten wel investeringen met een hogere productiviteit. Consumenten en bedrijven kennen een gezonde financiële situatie die hen in staat moet stellen om de fakkel over te nemen als motor van economisch groei.

Het voornaamste risico is de stijgende inflatie en de monetaire politiek van de centrale banken evenals geopolitieke risico's die een energiecrisis kunnen veroorzaken.



Verwachte economische groei in % in 2022 (IMF)

In januari 2022 stelde het **Internationaal Monetair Fonds** haar verwachtingen bij voor de wereldeconomie. De wereldeconomie heeft in 2021 een bijzonder sterke groei gekend na de recessie in 2020. Zo kwam de groei uit op 5,9 % in 2021. Het IMF verwacht dat de groei zal afnemen in 2022. Daar waar ze in oktober nog uitging van 4,9 % groei voor 2022, stelde ze haar verwachtingen bij naar een **groei van 4,4 %**. Daarnaast hebben de stijgende energieprijzen en problemen in de toeleveringsketens de inflatie fors hoger gestuurd. Ook de nieuwe Omicron variant van het Covid-19 virus blijft voor mobiliteitsbeperkingen zorgen terwijl de huidige vastgoedproblemen in China ook een weerslag hebben op de Chinese economie en de lokale consumptie.



De verlaagde groeiverwachtingen zijn dan ook vooral te herleiden tot **lagere vooruitzichten voor de Amerikaanse en Chinese groei**. De lagere verwachting voor de Amerikaanse groei is terug te brengen tot het schrappen van het "Build Back Better" programma waarbij President Biden grootschalige uitgaven wilde doen. Maar ook een verstrakking van het monetair beleid zorgt voor lagere groeiverwachtingen. Buiten de vastgoedcrisis, werden de Chinese groeiverwachtingen ook neerwaarts herzien omwille van het nultolerantiebeleid inzake Covid-19 waarbij drastische maatregelen worden genomen zodra er enkele positieve gevallen zijn, wat uiteraard een economische impact heeft.



Hoewel de verwachtingen van het IMF neerwaarts werden bijgesteld, blijft een groei van 4,4% een behoorlijk positief gegeven. De overheidsuitgaven waren de afgelopen twee jaren een belangrijke motor van economische groei, maar dat heeft diepe sporen nagelaten in de overheidsfinanciën. Kijken we naar de VS, dan zien we dat het overheidstekort in 2021 een astronomische 2 770 miljard dollar bedraagt, wat het tweede hoogste cijfer is na het recordjaar 2020 toen het overheidstekort 3 130 miljard dollar bedroeg. **Het overheidstekort in 2021 komt overeen met 12,4 % van het BBP tegenover een tekort van 15% van het BBP in 2020.** Ook in Europa gingen de overheidsuitgaven fors hoger de afgelopen twee jaar. In 2020 bedroeg het overheidstekort van de eurozone 7,2 % van het BBP en in 2021 wordt slechts een lichte daling verwacht van het tekort. Door de economische groei enerzijds en het afbouwen van noodmaatregelen ter

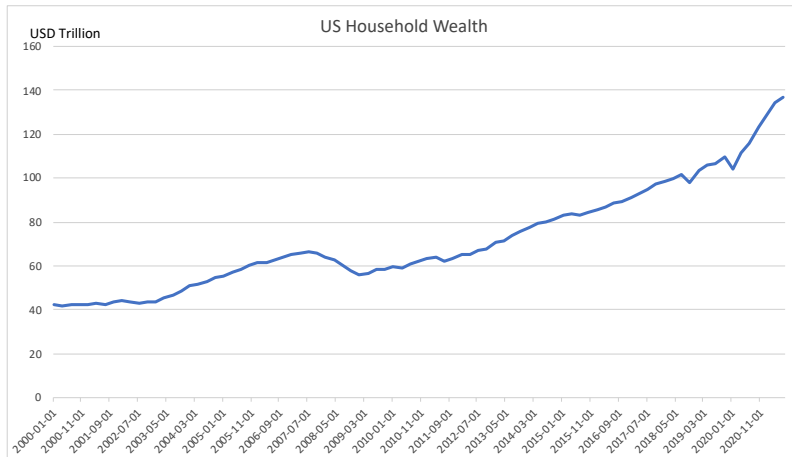
ondersteuning van de economie, zou het overheidstekort verder moeten dalen in 2022. Daar waar de economische groei de afgelopen twee jaar in sterke mate werd getrokken door de toegenomen overheidsuitgaven, zullen de bedrijven en consumenten de fakkel moeten overnemen als motor van de economische groei. Toch willen we ook de verwachte afbouw van de overheidsuitgaven enigszins nuanceren. De **hoge overheidsuitgaven** van de afgelopen twee jaar waren niet alleen erg omvangrijk, maar ze waren vooral ook **niet zo productief**. Ze hebben geleid tot een stijging van de welvaart van de gezinnen, maar hebben uiteindelijk slechts een **korte termijn effect**. Tijdens het afgelopen kwartaal hebben de VS de zogenaamde “Infrastructure Bill” goedgekeurd dat een pakket aan investeringen plant ter hoogte van 1 000 miljard dollar, weliswaar gespreid over verschillende jaren. Het “Build Back Better” plan, dat een pakket van overheidsuitgaven voorzag van zo’n 1 750 miljard dollar werd daarentegen niet goedgekeurd. Maar ook Europa voorziet in belangrijke investeringen. Op 1 december onthulde de Europese Unie haar “**Global Gateway**” plan, dat infrastructuurprojecten wil financieren over de hele wereld en een Europees antwoord wil zijn op de Chinese Zijderoute. Dat project ter waarde van 300 miljard euro (private en publieke middelen) zal in de komende jaren worden geïnvesteerd in moderniseringsprojecten zoals de aanleg van glasvezelkabel voor snelle internetverbindingen, groene energie, transport, onderwijs en gezondheidssystemen. Daarnaast had Europa reeds haar **EU Recovery Plan** beslist als antwoord op de coronacrisis. Dat plan omvat naast het budget van 1 100 miljard euro tussen 2021-2027 eveneens het Europese herstellfonds van 750 miljard euro tot 2024. Daarnaast zagen we de afgelopen maanden ook nieuwe initiatieven ontwikkelen. Zo hebben, de nochtans budgettair orthodoxe landen, Nederland en Duitsland bekend gemaakt dat ze aanzienlijke overheidsuitgaven plannen. Nederland bereikte een regeerakkoord en plant voor de komende 10 jaar 60 miljard euro uit te geven in de energietransitie en voor het klimaat. Ook Duitsland pompte vorige week 60 miljard euro in een klimaat- en transitiefonds. Het voordeel van dergelijke plannen is dat het wel degelijk over **productieve investeringen** gaat. Deze investeringen moeten met andere woorden **een hefboom** kunnen genereren **voor de economische groei**, in tegenstelling tot heel wat overheidsuitgaven van de afgelopen twee jaar.



### **Zijn daarnaast echter de consumenten en bedrijven in staat om de fakkel over te nemen als motor van de economische groei in 2022?**

De consumenten bevinden zich globaal genomen alvast in een **gezonde financiële situatie**. In de Verenigde Staten blijkt dat **het vermogen van de Amerikaanse gezinnen** ondanks een zware recessie fors is toegenomen,

een atypisch fenomeen. De verschillende steunmaatregelen van de overheid zijn hier ook niet vreemd aan. Heel wat van die steunmaatregelen werden intussen stopgezet, maar door het forse herstel van de arbeidsmarkt zijn die ook niet meer nodig, aangezien de werkloosheidsgraad is teruggevallen tot 3,9%. In



Grafiek 1: rijkdom Amerikaanse gezinnen (bron: Federal Reserve)

december stonden er 11 miljoen vacatures open in de VS terwijl er maar 6,3 miljoen werkzoekenden zijn.

Door de krapte op de arbeidsmarkt stijgen bovendien de lonen van de werknemers waardoor het waarschijnlijk is dat de Amerikaanse consument ook meer zal uitgeven. Ook de stijging van de vastgoedprijzen en de financiële markten de afgelopen jaren dragen bij aan de toegenomen welvaart.

**In Europa zien we een gelijkaardige evolutie.** In 2020 schoot de spaarquote van de Europese gezinnen fors de hoogte in en bereikte zelfs een piek van 25 %. Over heel 2020 en 2021 bleven de gezinnen veel sparen. Tijdens het derde kwartaal daalde de spaarquote naar 15 %, het laagste niveau sinds de start van de pandemie, maar nog steeds gevoeliger meer dan het niveau voor de pandemie toen de spaarquote rond 12 % schommelde. Ook hier speelt een positief welvaarts-effect dankzij stijgende financiële markten en hogere vastgoedprijzen. **Volgens data van Eurostat is het financiële vermogen van de gezinnen in de Eurozone in 2020 en 2021 meer dan 6% per jaar gestegen.** Dat staat opnieuw in schril contrast met de situatie in 2008-2009, toen het vermogen van de gezinnen fors daalde.

Ook de **bedrijven zijn financieel gezond.** Het resultaatenseizoen van het 4<sup>de</sup> kwartaal is nog niet afgelopen op het moment van dit schrijven, maar op basis van de verwachtingen zou het in de VS het 4<sup>de</sup> opeenvolgende kwartaal moeten zijn waarop de **bedrijfswinsten met meer dan 20 % groeien.** De netto-winstmarges van de Amerikaanse bedrijven noteert op een recordniveau van 13,2 %. Kijken we verder naar de cash die bedrijven op hun balansen aanhouden, dan zien we ook hier dat we op recordniveaus zijn. Met andere woorden, bedrijven hebben nog nooit zoveel liquiditeiten gehad, hebben over het algemeen van de lage rentevoeten gebruik gemaakt om hun leningen te herfinancieren op langere looptijden, hebben recordwinstmarges terwijl hun verkoopsvooruitzichten goed zijn aangezien ook de consumenten volop consumeren. En dat is ook nodig, want de klimaatopwarming vergt heel wat investeringen om de energietransitie mogelijk te maken. Alle grote economieën hebben intussen klimaatneutraliteit vooropgesteld. Zelfs China heeft aangekondigd tegen 2060 klimaatneutraal te willen zijn. Volgens Goldman Sachs zal deze energietransitie dan ook een investeringsgolf vereisen zonder weerga. Bij wijze van voorbeeld, heeft China tussen 2000 en 2010 zo'n 12 000 miljard dollar geïnvesteerd in fabrieken en infrastructuur. De investeringen om de Chinese energietransitie te realiseren zouden eerder in de buurt liggen van 16 000 miljard dollar. Ook op korte termijn lijkt de appetijt van bedrijven om te investeren groot. Op basis van verschillende bedrijfsenquêtes zoals de PMI surveys blijkt dat bedrijven nog steeds actief personeel aanwerven en investeringen plannen.

Globaal bekeken is de economische context dus duidelijk positief, maar toch zijn er ook een aantal risico's.

### Risico's

Om te beginnen is de **inflatie** sterk gestegen en bereikt hoogtes die we in 40 jaar niet meer hebben gezien. De inflatie steeg in de VS tot 7 % en in de eurozone tot 5 %. Verschillende factoren hebben de inflatie zo sterk

doen stijgen. Zo zijn de energieprijzen fors gestegen en veroorzaken zo een hogere inflatie. Voor Belgische gezinnen is de gasprijs het afgelopen jaar met ruim 150 % gestegen en de electriciteitsprijs met 75 %. Ook ondernemingen voelen uiteraard de hogere energieprijzen. Daarnaast heeft de sterke economische heropleving van de afgelopen kwartalen, in combinatie met lage bedrijfsvoorraden eveneens de prijsdruk verhoogd. Bovendien blijven er problemen in veel toeleveringsketens, waardoor de inflatie aanhoudt. Zo zijn bijvoorbeeld de wachttijden voor nieuwe wagens zeer lang opgelopen en worden geregeld hele fabrieken gesloten omdat er onvoldoende componenten zijn om de productie te laten draaien. Door de toegenomen vraag noteren de bedrijfsvoorraden nog steeds op lage niveaus en hoewel de situatie enigszins aan het verbeteren was, zou de Omicron variant van corona opnieuw roet in het eten kunnen gooien. Immers, het nultolerantiebeleid inzake corona zorgt ervoor dat China niet aarzelt om grote steden in lockdown te plaatsen zodra er enkele besmettingen worden vastgesteld. Dat heeft een impact op de activiteit in de havens waardoor containerschepen moeten uitwijken naar andere havens met grote files tot gevolg. Dat zorgt ervoor dat de problemen in de toeleveringsketens kunnen toenemen, wat extra inflatiedruk met zich meebrengt. Ook de krapte op de arbeidsmarkt en de moeilijkheid om personeel te vinden zorgt voor een opwaartse druk op de loonkosten en de inflatie. Een te hoge inflatie vreet de winstmarges van bedrijven weg en kan de consumptie schaden, waardoor het vertrouwen van consumenten en bedrijven daalt.

Een tweede risico betreft **het antwoord van de centrale banken** op de hoge inflatie. De Amerikaanse Centrale Bank heeft toegegeven dat ze de inflatie onderschat hebben en willen het signaal geven dat ze de inflatieverwachtingen terug naar beneden willen brengen. De financiële markten anticiperen zo'n 4 tot 5 renteverhogingen in 2022. In Europa is de ECB tot op heden meer terughoudend geweest, maar de druk neemt ook hier toe op de centrale bank om de inflatie te bestrijden. Hogere rentevoeten kunnen de economische groei vertragen, wat voor nervositeit zorgt op de financiële markten.

Daarnaast zien we ook **geopolitieke risico's**. Op dit ogenblik gaat de aandacht vooral naar Rusland die ervan wordt verdacht een inval in Oekraïne voor te bereiden. Aangezien Europa voor zo'n 40 % van haar bevoorrading afhankelijk is van Russisch gas hangt de energiecrisis nauw samen met het geopolitieke risico. Al sinds de herfst van 2021 zijn de gasstromen vanuit Rusland aanzienlijk verminderd. Het gevolg is dat de Europese gasreserves op een zeer laag peil noteren. In geval van een escalatie van het conflict met Rusland zou Rusland de gaskraan helemaal kunnen dichtdraaien. Het gebrek aan alternatieven voor het Russische gas maakt Europa erg kwetsbaar, en zou de energiecrisis flink kunnen doen escaleren, met negatieve gevolgen voor inflatie en economie.

# FINANCIËLE MARKTEN



## FINANCIËLE MARKTEN

### Wereldwijde aandelenindices

(in lokale munt)	perf 2018	perf 2019	perf 2020	perf 2021
S&P 500	-6,2%	28,9%	16,3%	26,9%
Eurostoxx 50	-14,3%	24,8%	-5,1%	21,0%
AEX	-10,4%	23,9%	3,3%	27,7%
Hang Seng	-13,6%	9,1%	-3,4%	-14,1%
Nikkei	-12,1%	18,2%	16,0%	4,9%

### Obligatiemarkt

	31/12/2018	31/12/2019	31/12/2020	31/12/2021
Rente US Treasury 10 yr	2,69%	1,92%	0,92%	1,51%
Rente Duitsland Bund 10 yr	0,25%	-0,19%	-0,58%	-0,18%
Rente België OLO 10 yr	0,77%	0,10%	-0,38%	0,18%
Rente US Treasury 2 yr	2,50%	1,57%	0,12%	0,73%
Rente Duitsland Bund 2 yr	-0,59%	-0,59%	-0,71%	-0,64%
Rente België OLO 2 yr	-0,56%	-0,59%	-0,58%	-0,64%

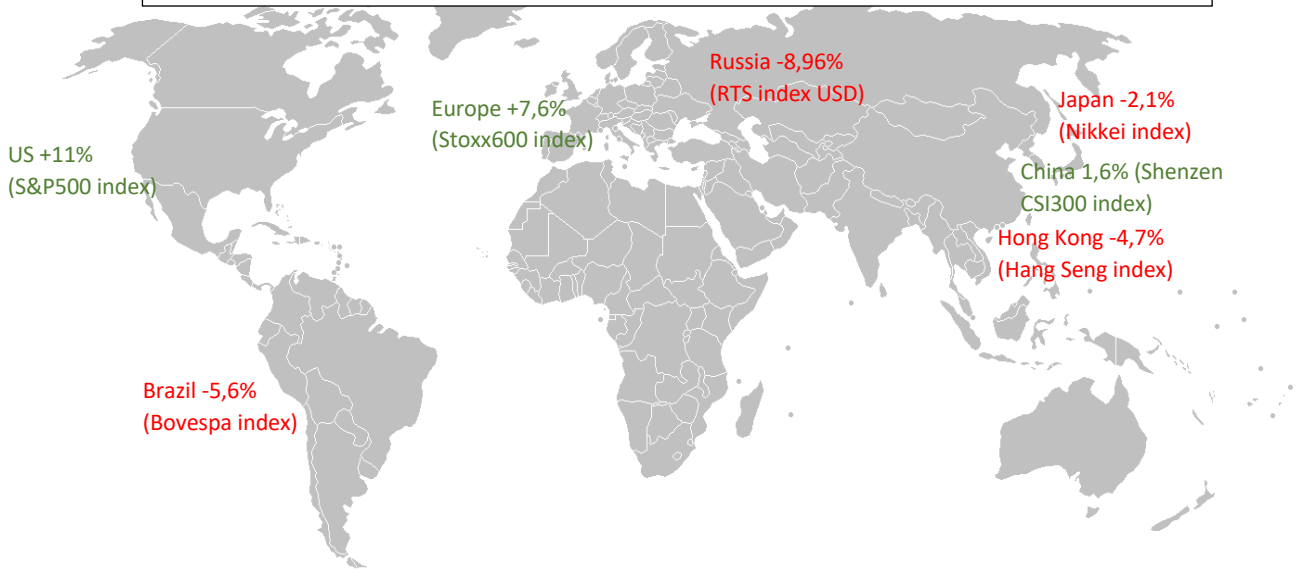
### Grondstoffen

	Perf 2018	Perf 2019	Perf 2020	Perf 2021
Olie Brent	-19,5%	22,7%	-21,5%	50,2%
Goud	-2,1%	18,9%	24,4%	-4,5%
Koper	-19,8%	6,3%	25,8%	26,5%

### Deviezen

evolutie vs euro	Perf 2018	Perf 2019	Perf 2020	Perf 2021
USD	4,4%	2,2%	-8,9%	7,4%
GBP	-1,3%	6,0%	-5,7%	5,9%
YEN	7,0%	3,1%	-3,5%	-3,8%
YUAN	-1,1%	1,0%	-2,1%	9,4%

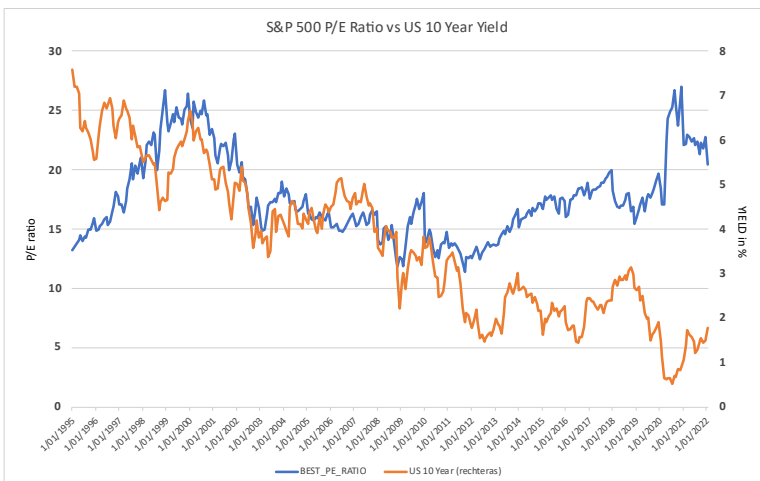
## Rendement Q4-2021 MSCI World Net Total Return in Eur +9,83 %



Grafiek 2: Rendementen wereldwijd aandelenmarkten in Q4-2021 in lokale munt (bron: Bloomberg)

De wereldwijde aandelenindex **MSCI World Net Total Return** ging tijdens het laatste kwartaal van het jaar fors hoger. De stijging werd gedragen door de Amerikaanse en Europese aandelenmarkten, terwijl de groeielanden en Japan opnieuw een erg zwak kwartaal kenden. De regionale verschillen in 2021 waren dan ook groot. Toch willen we ook een kleine kanttekening plaatsen bij de sterke prestatie van de Westerse aandelenmarkten. Als we wat uitzoomen, dan valt op dat de stijgende trend iets minder steil oogt sinds de zomermaanden. Indien we ook de evolutie in januari in ogenschouw nemen, zien we dat sinds het einde van de zomer de lange opwaartse trend omgebogen is in een meer zijwaarts patroon. Op zich is dat niet zo verwonderlijk gelet op de onzekerheden aangehaald in het eerste deel van dit verslag. Vooral de sterk gestegen inflatie noopt tot enige voorzichtigheid. De hogere inflatie duwt ook de rentevoeten hoger. Tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal bleef de lange termijnrente stabiel, waardoor de aandelenmarkten hoger konden klimmen. In januari zagen we dan weer een forse stijging van de rente, met een daling van de aandelenmarkten én van de obligatiemarkten als gevolg.

In de grafiek hiernaast zien we de evolutie van de Koers/winstverhouding van de Amerikaanse S&P500 index en de evolutie van de 10-jarige rente in de VS. De K/W van de S&P500 bedraagt ongeveer 20 en is aanzienlijk gedaald sinds de piek in 2020, maar blijft wel nog steeds boven het lange termijn-gemiddelde van 18.



Niettemin noteert ook de lange termijn rente op 1,8 % aanzienlijk lager dan het lange termijn gemiddelde dat 3,7 % bedroeg sinds 1995.

Hoe lager de rente, hoe hoger de K/W verhouding van de aandelenmarkten. Immers, de waarde van een bedrijf wordt bepaald door de actuele waarde van de toekomstige bedrijfswinsten. De evolutie van de lange termijnrente is dan ook een belangrijke factor voor zowel de obligatie-

Grafiek 3: waardering S&P500 vergeleken met 10-jarige rente (bron Bloomberg)

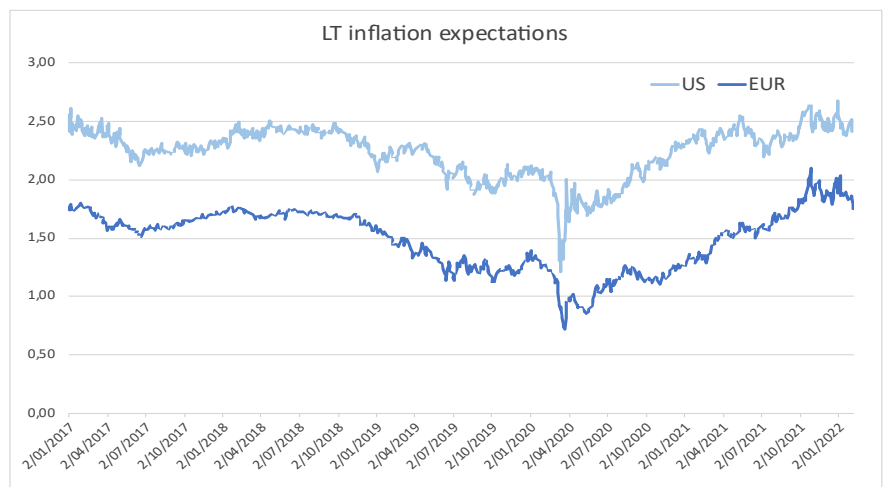


markten als de aandelenmarkten.

We gaan er van uit dat de lange termijnrente weliswaar nog kan verder stijgen, maar we verwachten wel een gradueel verloop hiervan. Immers, de centrale banken bepalen enerzijds de korte termijnrente en beïnvloeden door hun kwantitatieve versoepeling ook de lange termijnrente. De Amerikaanse centrale bank heeft echter aangegeven dat ze hun kwantitatieve versoepeling afbouwen en dat deze tegen de lente zal stopgezet worden. Verder verwachtte de FED in december dat ze 3 maal de rente zou verhogen in 2022 met telkens 25 basispunten. Ook de afbouw van hun omvangrijke balans behoort tot hun doelstelling, wat eigenlijk neerkomt op een monetaire verstrakking. Hiermee heeft de FED een belangrijk signaal gegeven aan de markt, dat ze de inflatie met kracht wil bestrijden. Dat signaal was erg belangrijk, aangezien vorig jaar de FED verwachtte dat de inflatieopstoot slechts tijdelijk zou zijn waardoor ze niet heeft ingegrepen. Het gevolg is dat de inflatieverwachtingen fors zijn toegenomen. En dat is een gevaarlijke cocktail, want hogere inflatieverwachtingen zorgen eveneens voor hogere rentevoeten.

Als we naar de grafiek hiernaast kijken, dan lijkt het er op dat de FED en de ECB er momenteel in slagen om de inflatieverwachtingen te temperen. Deze grafiek laat de verwachte inflatie zien binnen 5 jaar, voor de

daaropvolgende periode van 5 jaar (Inflation Swap Forward 5Y5Y). De inflatie-verwachtingen zijn sinds de recessie in 2020 fors gestegen, om eind oktober een piek van 2,4 % te bereiken. Sindsdien is de stijgende trend gestopt en zelfs licht gekeerd. De markt heeft haar verwachtingen ook opwaarts bijgesteld inzake de renteverhogingen. Vandaag gaat de markt eerder uit van 4 à 5 renteverhogingen in 2022.



Grafiek 4: inflatieverwachtingen op lange termijn in US en Europa

Verder menen we dat de grote centrale banken weliswaar een signaal geven dat ze de inflatie willen bestrijden, maar anderzijds willen ze niet de voordelen van de kwantitatieve versoepelingen van de afgelopen jaren teniet doen. Met andere woorden, gezien de hoge overheidstekorten en oplopende schulden hebben de centrale banken er ook belang bij om een negatieve of tenminste lage reële rente te behouden. Dat is volgens ons ook net de reden waarom ze niet eerder krachtadig hebben opgetreden tegen de inflatie. Een inflatie die hoger is dan de nominale rente zorgt voor een geruisloze schuldafbouw. Bijgevolg denken we dat de centrale banken meer geneigd zullen zijn om de korte termijnrente op te trekken dan om hun balans agressief af te bouwen. Een lage reële rente is dan ook gunstig voor aandelenmarkten, maar niet voor obligatiebeleggers.

Als we nog even naar de aandelenmarkten kijken, dan zagen we tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal wel een verschuiving van groeiaandelen naar waarde aandelen. Groeiaandelen noteren doorgaans een stuk duurder dan zogenaamde waarde aandelen. Echter, aangezien de waardering in veel grotere mate afhankelijk is van toekomstige winsten, zorgt een hogere rente ervoor dat de actualisering van deze toekomstige winsten een lagere waarde geeft. Waarde aandelen zijn traditioneel echter meer te vinden in cyclische sectoren. De waardering van deze bedrijven kan dan ook erg schommelen in functie van de economische context, terwijl groeiaandelen meestal minder cyclisch zijn. We menen dat ook dat de sectorrotatie van de afgelopen maanden niet zonder risico is. Indien de economische context toch meer zou verzwakken dan vandaag verwacht wordt of indien de inflatie zou afnemen, zouden de waarde aandelen die vandaag meer in de mode zijn ook snel weer hun aantrekkingskracht kunnen verliezen.



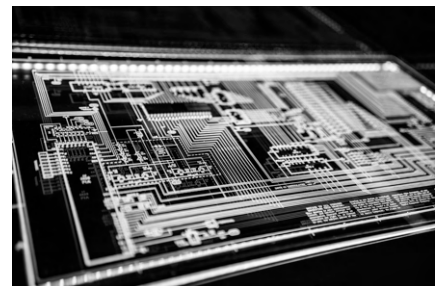
## MFP Raphael's Ethical Choice fund

De beleggingsdoelstelling van het Sub-fonds is kapitaal­aan­groei op lange termijn te genereren door wereld­wijd te beleggen in aandelen met een focus op milieu, sociaal beleid en corporate governance (ESG). De aandelen­bloot­stelling kan evolueren tussen 0 % en 100 % en wordt aangepast in functie van de markt­om­standigheden door het gebruik van derivaten.

Het fonds **MFP Raphael's Ethical Choice steeg tijdens het 4de kwartaal met 3,03 % (share class B). Sinds de start van het jaar bedroeg het rendement van MFP Raphael's Ethical Choice (share class B) +13,9 %.**

Ondanks het positieve rendement tijdens het kwartaal heeft onze portefeuille het al enkele maanden iets moeilijker. De redenen hiervoor zijn niet erg ver te zoeken. Ten eerste hebben we gezien dat vooral de Westerse aandelen­markten erg goed presteerden, terwijl bijvoorbeeld Chinese aandelen een negatieve prestatie optekenden in 2021. Verder werd de portefeuille gehinderd door enkele groeiaandelen die wat minder goed in de markt liggen. Er waren echter ook enkele aandelen in de portefeuille met een uitzonderlijk positieve evolutie.

De sector van de halfgeleiders kent een structurele groei dankzij een toenemende digitalisering. Producenten zijn dan ook volop aan het investeren, wat bedrijven als **ASML (+9,41% in Q4)** en **KLA (+28,58% in dollar in Q4)** ten goede komt. Beide bedrijven zijn uniek gepositioneerd binnen de sector van de halfgeleiders. ASML is de wereld­leider in lithografie­systemen, waarbij een zeer smalle licht­bundel wordt gebruikt om een patroon op de wafer aan te brengen waarop de transistoren worden neergelegd. ASML is het enige bedrijf dat er in geslaagd is om Extreme Ultraviolet technologie te ontwikkelen, waarbij de licht­bundel extreem fijn is waardoor krachtigere en kleinere chips kunnen worden gefabriceerd. Hierdoor evolueert ASML steeds meer richting een natuurlijk monopolie. KLA is dan weer actief in een heel andere niche, zijnde in machines die het fabricage­proces monitoren (diagnostiek). Ook KLA is bijzonder dominant in haar segment en heeft een marktaandeel dat ruim 4 keer zo groot is dan de nummer twee in de sector. KLA blijft haar technologische voorsprong uit­bouwen dankzij forse investeringen in Onderzoek & Ontwik­keling, waarvan het budget is verdubbeld over de afgelopen 5 jaar. Door de toenemende complexiteit in de industrie zien we ook een sterke groei van de dienst­verlening dat intussen al goed is voor 22 % van de omzet. De koers van KLA steeg met 28,58 % in dollar tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal (en met meer dan 66 % in 2021). Het bedrijf koppelt dan ook een sterke groei aan een hoge rendabiliteit. De omzet groeide met 34 % in 2021 wat zich, mede dankzij aandelen­in­kopen, vertaalde in een stijging van de winst per aandeel met 61 %.



Ook **Accenture (+29,58 % in dollar)** heeft haar status van stabiel groeibedrijf eer aangedaan. Het aandeel heeft in het 4de kwartaal een stijging gerealiseerd van bijna 30 % en voor het hele jaar een stijging van bijna 59 %. Accenture kwam in december met uitstekende kwartaalresultaten naar buiten. De omzet steeg met 27 % waarbij alle regio's een groei tussen 26 % en 30 % optekenden. De winst per aandeel nam met 28 % toe en het bedrijf meldde een orderboek dat op een recordhoogte van 16,8 miljard dollar noteerde (+30 %). Accenture trok haar verwachtingen voor het jaar aanzienlijk op. Daar waar ze eerder een groei van 12 tot 15% vooropstelde, verwacht het bedrijf nu een omzetgroei van 19 tot 22 %. Verder behoorden ook Intuit (+19,22% in dollar) en Microsoft (+19,30 % in dollar) tot het clubje van sterkste groeiers.

In Europa blonk **Schneider Electric** uit tijdens het hele jaar. Het aandeel wist het jaar met een sterke groei af te sluiten (+45,8 % in 2021). Het rendement tijdens het laatste kwartaal kwam uit op +19,85 %. Schneider is een expert in digitale energiebeheer- en automatiseringsoplossingen en profiteert van enerzijds de trend naar meer elektrificatie en anderzijds van de strijd tegen de klimaatopwarming. De omzet kwam in het derde kwartaal 9 % hoger uit tot 7,2 miljard euro waarbij de groei breed gedragen wordt over alle regio's en segmenten en ondanks blijvende spanningen in de toeleveringsketens die ook in de komende maanden zouden moeten aanhouden. Toch weerhoudt dat de groep er niet van om haar doelstellingen voor het hele jaar te bevestigen, zijnde een organische groei van de operationele winst van 19 % tot 24 % en een organische omzetgroei van 11 % tot 13 %. In de periode 2022 tot 2024 verwacht Schneider een organische omzetgroei van 5-8 % per jaar te realiseren en mikt op een stijging van haar operationele marge met 30 tot 70 basispunten. Ook op vlak van duurzaamheid was er goed nieuws. Schneider Electric was een van de 200 bedrijven wereldwijd die in december opnieuw in de A lijst werd opgenomen van CDP inzake de klimaatverandering. Schneider biedt dan ook oplossingen aan die kunnen worden ingezet in de strijd tegen de klimaatopwarming. In 2020 maakte deze oplossingen 72 % uit van de omzet van de groep. In haar eigen operationele activiteiten ambieert Schneider om klimaatneutraal te zijn tegen 2025 en over de hele keten (scope 1 tot 3, inclusief het gebruik van haar producten bij de klanten van Schneider) tegen 2040.

Een ander Frans bedrijf, **Dassault Systèmes (+15,06 %)** wist eveneens een mooie koersstijging op te tekenen tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal. In november werd Dassault Systèmes voor het eerst opgenomen in de Dow Jones Sustainability Indices. Het bedrijf scoorde in het 97ste percentiel en kwam hiemee uit op de vijfde plaats op een totaal van 181 software bedrijven. Dassault Systemes behaalde de hoogste score van 100 inzake onder meer klimaatwijziging en sociale rapportering.

Bij de tegenvallende koersontwikkelingen vinden we niet alleen de Chinese bedrijven terug, die nog steeds lijden onder de strikte reguleringsdrang van de Chinese overheid, maar ook **PayPal** presteerde ondermaats. Het aandeel **verloor 27,53 % in dollar tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal**. Op het moment van het schrijven van dit kwartaalverslag zien we de daling ook verderzetten. Er zijn verschillende zaken die de koers van het aandeel onder druk zetten. Enerzijds heeft PayPal een sterke groei gekend dankzij de pandemie die de trend naar meer e-commerce versneld heeft. Hierdoor is de koers van het aandeel sterk gestegen en was daardoor ook kwetsbaarder voor slecht nieuws. En het slechte nieuws stapelt zich al enkele maanden op. PayPal was destijds overgenomen door Ebay in 2002 en beide bedrijven hebben vervolgens jarenlang samen gewerkt. In 2015 splitste PayPal zich af van Ebay, maar PayPal bleef de betalingen verwerken tot 1 juni vorig jaar. In de tweede helft van 2021 zag PayPal een veel sneller dan verwachte daling van de inkomsten via Ebay. Ook in het 4<sup>de</sup> kwartaal bleek de groei verder te vertragen. Maar meer dan de resultaten kunnen de beleggers de vooruitzichten die de groep meegeeft niet smaken. In de huidige moeilijke context waarbij groeiaandelen sowieso al onder druk staan heeft PayPal teleurgesteld met een vertragende groei van omzet en winst in de afgelopen maanden, maar bovendien heeft het voor 2022 erg lage verwachtingen gegeven en haar groeistrategie aangepast dat nochtans niet lang geleden werd gelanceerd. De markt straft het aandeel meteen af, omdat men moeite heeft om verder te kijken dan een jaar. Voor 2022 draagt het aandeel immers nog

steeds een hogere waardering dan de brede markt zonder extra groei. Kijken we echter iets verder, dan delen we het scepticisme niet. Ondanks het laagste groeiritme in 2 jaar, realiseerde PayPal in het 4<sup>de</sup> kwartaal van 2021 toch een omzetgroei van 13 % en een stijging van de transactievolumes met 23 %. Het aantal actieve rekeningen is veel minder gegroeid, maar PayPal heeft dan ook 4,5 miljoen ongeldige accounts gesloten die eigenlijk frauduleus werden geopend om te profiteren van incentives en reward programma's. Desalniettemin eindigde PayPal het jaar met 426 miljoen accounts, een stijging van 48,9 miljoen accounts. Het bedrijf verwacht voor 2022 een netto toename van 15 tot 20 miljoen nieuwe accounts (een heel stuk minder dan in 2021) en heeft haar doelstelling om 750 miljoen accounts te behalen tegen 2025 geschrapt. Als reden gaf het management aan de voorkeur te geven om de bestaande relaties met hun klanten te verdiepen om de winstgroei te realiseren in plaats van maximale groei in nieuwe rekeningen. Voor 2022 verwacht PayPal weliswaar een omzetstijging van 15 tot 17%, maar amper een groei van de winst. Verschillende elementen spelen een rol, zoals hogere investeringen en uitzonderlijke elementen. Op middellange termijn verwacht PayPal wel een winstgroei van ruim 20 % per jaar te kunnen realiseren, maar het zal enige tijd vergen alvorens de markt hier durft op te vertrouwen. PayPal blijft desondanks een bedrijf dat een zeer hoge vrije cashflow genereert, over een solide balans beschikt, een onbetwistbare leider is inzake digitale betalingen en over heel wat troeven beschikt om ook in de komende jaren verder te groeien.

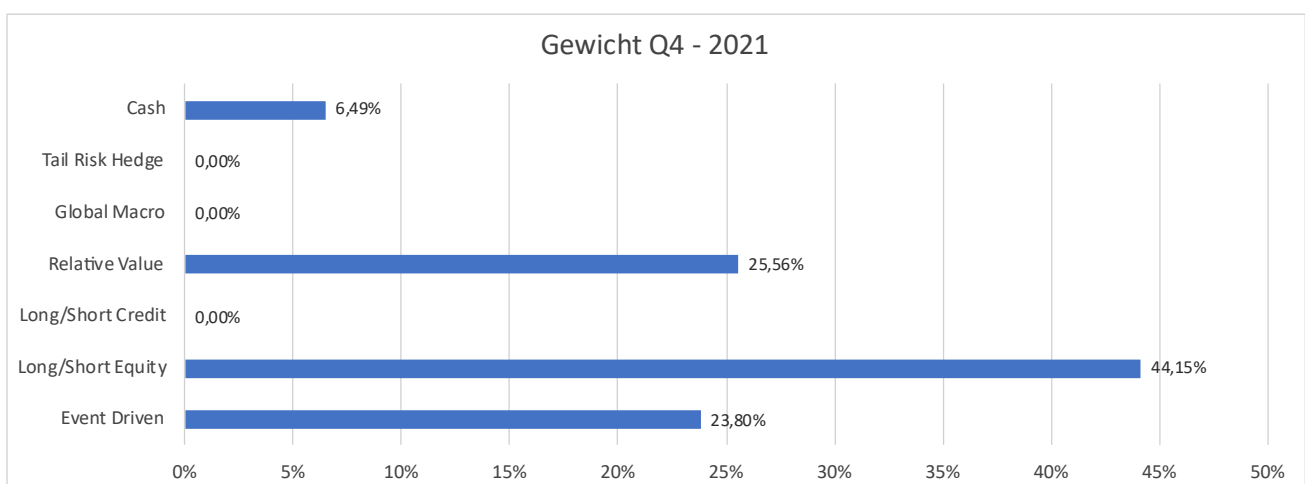
**Inzake duurzaamheid van de portefeuille levert 70 % van de omzet van de bedrijven in portefeuille een positieve bijdrage aan de 17 duurzame ontwikkelingsdoelstellingen van de Verenigde Naties. Inzake duurzaamheid heeft het fonds de maximale score bij Morningstar van 5 wereldbollen en noteert het bij de top 4% van meest duurzame fondsen. Het fonds heeft ook een lage Morningstar Carbon risk score van 5,29 wat aangeeft dat het fonds goed gepositioneerd is voor de energietransitie.**

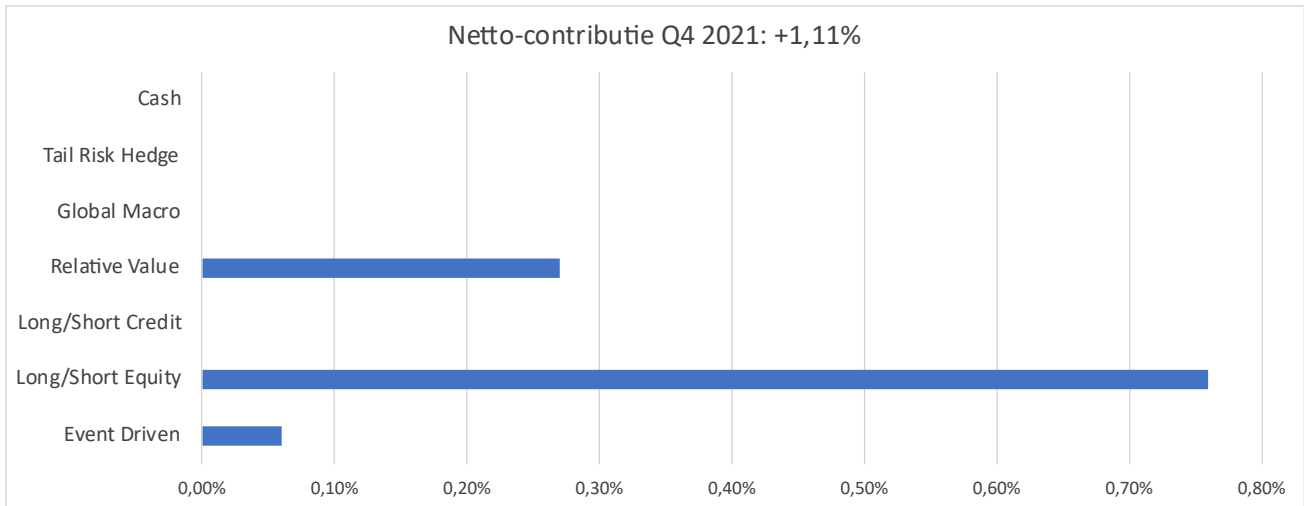
### MFP Best Strategies fund

De beleggingsdoelstelling van het Sub-fonds is een meerwaarde te genereren over een middellange termijn horizon met lagere volatiliteit dan de brede aandelenmarkten. Het Sub-fonds behaalt zijn beleggingsdoelstelling door te investeren in meerdere alternatieve strategieën, waaronder, maar niet beperkt tot Long/Short, Relative Value, Event Driven, Global Macro en Tail Risk Hedging.

**MFP Best Strategies fonds** heeft tijdens het vierde kwartaal een positief rendement gerealiseerd. Het fonds steeg met +1,11 %, waardoor het rendement sinds het begin van het jaar uitkomt op +3,96 %.

De grafieken hieronder geven de resultaten per strategie weer evenals het gewicht. Tijdens het afgelopen kwartaal werden de Tail Risk Hedge strategie en de Long/Short Credit strategie volledig afgebouwd.





## Patronale Life Future Stability

Patronale Life Future Stability fund is een intern collectief beleggingsfonds voor de belegger die op zoek is naar een duurzame belegging met een stabiel rendement. De doelstelling van het fonds is om over de aanbevolen minimale beleggingstermijn van 3 jaar een vermogensgroei te realiseren. Het fonds heeft een balanced risicoprofiel en behaalt zijn beleggingsdoelstelling door te investeren in passieve indexfondsen. Het fonds wordt actief beheerd en hanteert een maandelijkse herbalancering.

Het fonds **Patronale Life Future Stability** trok de positieve trend door in het vierde kwartaal. Het fonds steeg met **+2,86 %** waardoor het rendement voor het volledige jaar uitkomt op **+9,15 %**.



Het vastrentende gedeelte van de portefeuille bedraagt ongeveer 51 % van de portefeuille, terwijl de aandelencomponent 41 % van de portefeuille in beslag neemt. Het resterende gedeelte is geïnvesteerd in beursgenoteerde vastgoedgroepen.

Verschillende factoren droegen bij aan het positieve resultaat. Vooral de aandelencomponent presteerde erg goed. Onze positie in de Amerikaanse aandelen won

12,89% mede dankzij een positief dollar effect. Maar ook de Europese aandelen presteerden erg goed. Onze positie in Japanse aandelen verloor daarentegen 4,6 %. De aandelen uit groeielanden trappelden ter plaatse. Onze positie in Europese vastgoedaandelen won tenslotte 4,06 %, na een erg wisselvallig jaar waarin het totaalrendement (inclusief dividenden) uiteindelijk toch 9,06 % bedroeg.

Het moge duidelijk zijn dat obligaties weinig konden bijdragen aan het resultaat gelet op de lage rentevoeten. Onze positie in Europese bedrijfsobligaties daalde -1,36 % over het volledige jaar. Dankzij de dollarstijging konden we wel een licht positief rendement realiseren op de Amerikaanse bedrijfs en staatsobligaties. De positieve uitschieters waren daarentegen de inflatiegelinkte obligaties. De Europese inflation linked bonds wonnen 6 % over 2021 terwijl de Amerikaanse TIPS in euro een winst van meer dan 14 % konden voorleggen.

## Private Insurer Global Opportunities

Het fonds **PI Global Opportunities** heeft een positief resultaat behaald tijdens het 4<sup>de</sup> kwartaal van +0,63 %. Het vierde kwartaal loopt officieel van 14/10/2021 tot 14/01/2022. Over het volledige jaar komt het rendement uit op +9,55 %.

Het fonds PI Global Opportunities omvat een aantal van de voorgaande besproken strategieën. Voor de commentaar over de aandelen verwijzen we naar MFP Raphael's Ethical Choice.

Op het vlak van de obligaties behouden we de voorkeur voor inflatiegelinkte obligaties en obligaties uitgedrukt in dollar. We vermijden nog steeds high yield obligaties aangezien de spreads extreem laag zijn en het rendement lager is dan de inflatie.

## Rendementen beheer

	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	2021
Individuele aandelen (min. 500K)	3,05%	1,69%	5,58%	1,72%	2,72%	5,30%	1,02%	3,60%	-4,81%	5,26%	-0,83%	3,91%	31,55%
MFP Best Strategies Fund A ACC	0,23%	0,41%	1,28%	0,13%	0,16%	1,40%	-0,27%	0,20%	-0,73%	-0,63%	1,00%	0,74%	3,96%
MFP Raphael's Ethical Choice Fund A ACC	2,39%	0,39%	2,15%	0,77%	1,58%	3,47%	-0,39%	1,77%	-3,16%	1,43%	-1,35%	2,96%	12,48%
MFP Raphael's Ethical Choice Fund B ACC	2,75%	0,41%	2,44%	0,85%	1,79%	4,03%	-0,45%	1,94%	-3,48%	1,37%	-1,42%	3,09%	13,89%
Options risk budget 5%	-0,95%	-0,72%	0,62%	1,24%	0,57%	0,64%	-1,06%	-2,64%	-2,15%	-4,34%	2,54%	3,46%	-3,02%
PL Future Stability	0,47%	-0,25%	2,53%	0,26%	0,21%	2,02%	0,74%	1,44%	-1,41%	1,64%	0,04%	1,16%	9,15%
PI Global Opportunities	2,49%	-2,01%	3,34%	-0,25%	4,24%	2,15%	1,25%	-2,39%	-0,08%	3,71%	-2,74%	-0,23%	9,55%
Fonds dédiés defensive	0,55%	-0,63%	2,92%	0,61%	0,50%	2,47%	1,05%	0,97%	-1,80%	1,49%	0,88%	1,14%	10,55%
Fonds dédiés balanced	0,76%	0,11%	3,45%	0,93%	0,12%	3,38%	1,41%	1,49%	-1,95%	1,68%	1,20%	1,65%	15,07%
Fonds dédiés dynamic	1,01%	1,79%	4,27%	2,22%	0,26%	3,30%	1,21%	2,24%	-2,71%	3,42%	0,35%	2,38%	21,41%

De rendementen van beide MFP-fondsen, PL Future Stability, PI Global Opportunities en de optiestrategie zijn nettorendementen na kosten.

De rendementen van de individuele aandelen en de fonds dédiés zijn bruto-rendementen.

## Invest4Growth Asset Management Ltd.

Bovenbosstraat 26  
3053 Haasrode  
Belgium  
Tel: +32 (0)2 880 05 38

info@i4gam.com  
Website : [www.i4gam.com](http://www.i4gam.com)