

## Beheersverslag Q3-2023

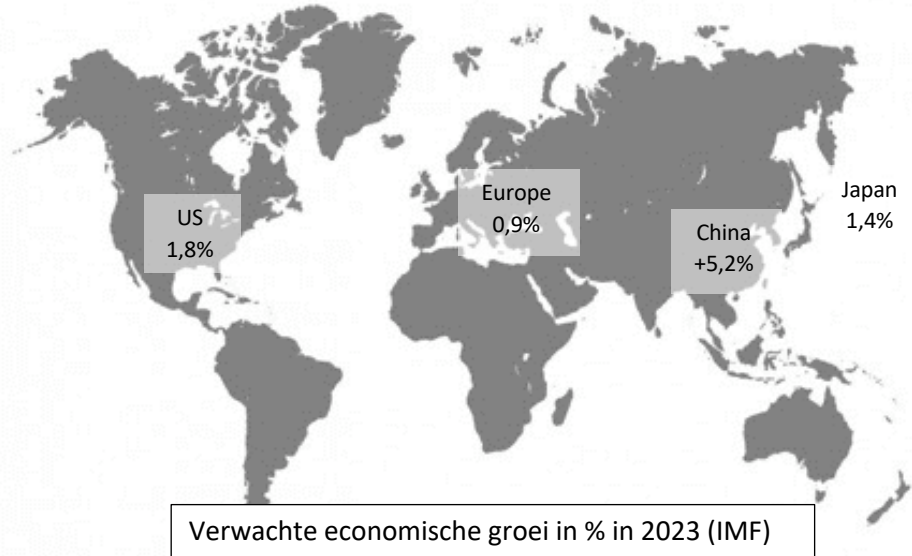
Datum: 26-10-2023





## Economische context

De basisvoorspelling van het IMF is dat de mondiale groei zal vertragen van 3,5% in 2022 naar 3,0% in 2023 en 2,9% in 2024, ruim onder het historische (2000-2019) gemiddelde van 3,8%. De ontwikkelde economieën zullen naar verwachting vertragen van 2,6% in 2022 naar 1,5% in 2023 en 1,4% in 2024, omdat het verkrappingsbeleid begint te knagen. De opkomende economieën zouden een bescheiden afname van de groei kennen, van 4,1% in 2022 naar 4,0% in zowel 2023 als 2024. De mondiale inflatie zal naar verwachting gestaag dalen, van 8,7% in 2022 naar 6,9% in 2023 en 5,8% in 2024.



In haar rapport van oktober beklemtoont het Internationaal Monetair Fonds (IMF) dat de wereldwijde economische groei flink vertraagt en in 2024 erg zwak zal zijn. Daarbij houden de opkomende landen een stabiele groei aan terwijl vooral de ontwikkelde economieën aanzienlijk vertragen. Binnen deze laatste categorie noteert het IMF de kracht van de Amerikaanse economie die het beter doet dan verwacht. Europa anderzijds kent een economische groei die onder de verwachtingen uitkomt. Opvallend daarbij is dat ondanks een groei die op het laagste peil uitkomt van de voorbije decennia, het IMF de inflatie slechts zeer geleidelijk ziet dalen. Pas tegen 2025 meent het IMF dat de inflatie in de meeste landen zal teruggebracht worden tot de doelstelling. Hoewel de kans op een harde landing is afgenomen meent het IMF dat de inflatieverwachtingen op korte termijn gestegen zijn wat in combinatie met een krappe arbeidsmarkt inflatiedruk kan blijven veroorzaken. Door de stijgende rentevoeten is de schuldproblematiek echter toegenomen. Heel wat ontwikkelingslanden kampen met een schuldenprobleem en ook in de ontwikkelde economieën is er nood aan een grotere budgettaire discipline.

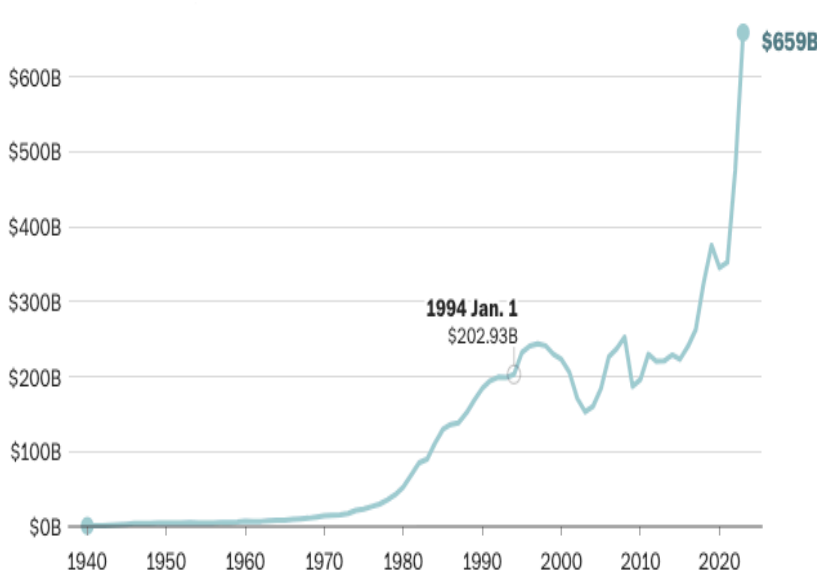
Op economisch vlak menen we dat het IMF nog steeds een relatief optimistische visie hanteert. Met name de sterker dan verwachte groei van de Amerikaanse economie lijkt ons niet zomaar door te trekken naar volgend jaar. Immers, de groei werd de afgelopen jaren sterk ondersteund door verschillende factoren. Zo heeft de Amerikaanse regering diep in de buidel getast om de groei te ondersteunen. De begrotingstekorten van de afgelopen jaren zijn nooit eerder gezien tenzij in de periode van de tweede wereldoorlog. Het begrotingstekort bedroeg 15% in 2020, 12,4% in 2021 en nog steeds 5,8% in



2022. In de komende jaren wordt het tekort opnieuw verwacht te stijgen. Hieruit blijkt hoezeer de overheidsuitgaven de groei hebben gefinancierd. De vraag in welke mate die overheidsuitgaven een structurele impact zullen hebben op de toekomstige economische groei is vrij moeilijk te bepalen. Projecten zoals de Inflation Reduction Act moedigen investeringen aan, die de groei op lange termijn kunnen beïnvloeden. Maar uitgaven gelinkt aan het financieel ondersteunen van de Amerikaanse huishoudens heeft geen blijvende impact. Aangezien de consumptie de belangrijkste pijler is van de Amerikaanse economie (ongeveer 70% van het BBP) zien we hier ook een aantal verontrustende ontwikkelingen. Volgens het studiebureau Statista bereikten de spaargelden van de Amerikaanse huishoudens in 2022 een waarde van 686 miljard dollar, het laagste cijfer sinds 2009. Nochtans waren de spaargelden in 2020 geklommen tot een

recordhoogte van bijna 3000 miljard dollar, mede dankzij de steun van de overheid. Het feit dat de spaargelden fors werden afgebouwd verklaart mee waarom de economische groei de afgelopen jaren sterker dan verwacht was. Kijken we naar de toekomst dan zien we echter dat deze rugwind wegvalt. Bovendien noopt de toenemende onzekerheid mensen aan om hun spaarquote te verhogen. Steeds meer Amerikanen hebben het moeilijker om de eindjes aan elkaar te knopen, zoals blijkt uit de Financial Related Stress Index die op het hoogste peil noteert sinds april 2020. Dat is ook de reden waarom kredietlijnen fors worden aangesproken ondanks het feit dat dergelijk krediet erg duur is. Daar komt dan nog bij dat vanaf oktober zowat 44 miljoen Amerikanen herstarten met de terugbetaling van hun studentenleningen, na een periode van meer dan 3 jaar waarbij alle aflossingen waren stopgezet. Dit kaderde in een steunplan voor de bevolking naar aanleiding van de coronapandemie.

Ook de Amerikaanse overheid komt meer onder druk te staan om de begrotingstekorten terug te dringen. Republikeinen en Democraten staan steeds vaker met getrokken messen elkaar. Bovendien zijn de lange termijn rentevoeten de afgelopen maanden fors gestegen. Dat zorgt voor een sterke verhoging van de intrestbetalingen op de uitstaande schuld, waardoor de begroting nog meer in het rood duikt. Kijken we naar

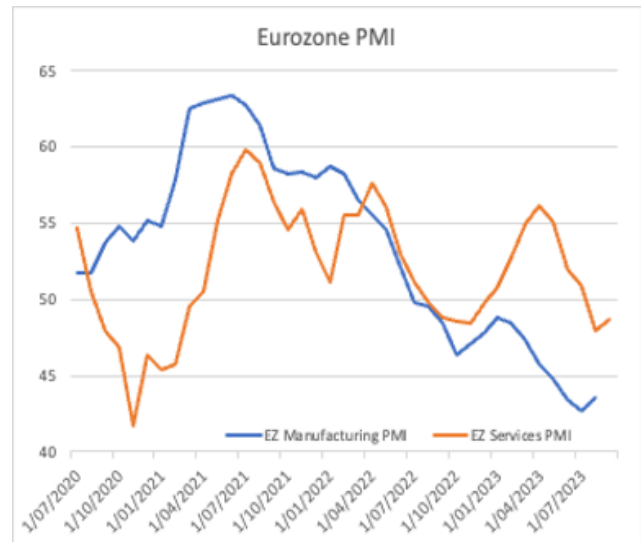


de cijfers, dan zien we toch enkele opvallende zaken. De uitstaande Amerikaanse overheidsschuld bedraagt zowat 33000 miljard dollar. In augustus bedroeg de maandelijkse rente op deze schuld 2,92%, een groot verschil met het dieptepunt van 1,57% in februari 2022. Volgens de Amerikaanse krant, The Washington Post, staan de rentebetalingen van de federale overheid op een recordhoogte. Dit jaar heeft de Amerikaanse regering 659 miljard dollar uitgegeven aan intrestbetalingen op haar schulden.

Om deze uitgaven even in perspectief te plaatsen. De intrestbetalingen naderen het niveau van het jaarlijks budget die de VS aan defensie uitgaven (ongeveer 800 miljard dollar) en zullen deze spoedig overtreffen. Binnen drie jaar zullen de intrestbetalingen de op één na grootste uitgaven vertegenwoordigen van de overheid, na de sociale zekerheid. De intrestbetalingen zijn de afgelopen twee jaar al verdubbeld en zullen naar verwachting blijven stijgen. Immers, zowat 30% van de uitstaande overheidsschuld komt in de komende

12 maanden op vervaldag en zullen dus geherfinancierd moeten worden aan de huidige, hogere interestvoeten. In de komende drie jaar dient zo ongeveer de helft van de overheidsschuld geherfinancierd te worden, wat een aanzienlijk risico met zich meebrengt.

Tenslotte, brengt dit ook de vraag mee in welke mate deze herfinanciering van de bestaande schuld een opwaartse druk uitoefent op de rente. Immers, de centrale bank bepaalt de rente op korte termijn, maar de lange termijnrente wordt bepaald door de vraag en het aanbod op de markt. Naar aanleiding van de financiële crisis in 2008 hebben de centrale banken via hun kwantitatieve versoepelingsbeleid zich opgesteld aan de koopzijde binnen de obligatiemarkt om op die manier de lange termijnrentevoeten te doen dalen. Vandaag is de situatie anders. Immers, de centrale banken hebben de afgelopen jaren zodanig veel obligaties gekocht, dat hun balansen 8 maal groter zijn dan voor 2008. Sinds een jaar bouwen ze gestaag hun balansen af. Niet door hun eerder gekochte obligaties te verkopen, maar door ze niet of in mindere mate te vervangen door nieuwe obligaties wanneer deze op vervaldag komen. Dat betekent echter dat de belangrijkste kopers van obligaties, zijnde de centrale banken, niet langer aan de koopzijde staan, waardoor het nieuwe evenwicht tussen vraag en aanbod leidt tot een hogere rente. Ook andere traditionele belangrijke kopers zoals Japan en China zijn vandaag trouwens minder geneigd Amerikaanse staatsobligaties te kopen omwille van uiteenlopende redenen. De conclusie is dat de gestegen rente een negatieve impact moet hebben op de economische groei. Het wordt immers duurder om nieuwe investeringsprojecten te financieren, of voor gezinnen om een nieuwe woning te kopen. De gestegen rente vormt dus een bijkomende tegenwind voor de wereldwijde economische groei.



In Europa is de situatie gelijkaardig. De Europese economie is waarschijnlijk reeds in een lichte recessie gekomen. De PMI indicatoren geven al geruime tijd aan dat de economie vertraagt. De Europese industrie bevindt zich al langer in een recessie, maar tot op heden kon de grotere dienstensector de zwakke industrie voldoende compenseren. Toch zien we dat stilaan ook de dienstensector in Europa verzwakt. Bedrijven zetten bovendien een rem op hun investeringsprojecten door de fors gestegen rente, wat weegt op de groeivoorzichten.

Wat de inflatie betreft zien we daarentegen een gestage afname zowel in de VS als in Europa. Toegegeven, de inflatie was de afgelopen twee maanden opnieuw licht gestegen in de VS, maar de kerninflatie koelt wel degelijk af. Kijken we bovendien naar de onderliggende componenten van de inflatie, dan zien we dat in de VS zowat alle componenten volledig genormaliseerd zijn en zich dichtbij of onder de inflatiedoelstelling van de centrale bank bevinden. Enkel de component huisvesting, die bovendien een erg hoog gewicht heeft in de berekening, blijft nog erg hoog. Toch zien we historisch dat deze component met een vertraging van 18-24 maanden de evolutie van de huizenprijzen volgt. Hierdoor gaan we er dan ook van uit dat in de komende maanden de inflatie verder zal afnemen in de VS.

Ook in Europa daalt de inflatie. In onze regio zijn het veelal de energieprijzen die de inflatiecijfers opwaarts hebben geduwd. In september daalde de kerninflatie fors tot 4,5%. Bovendien heeft de crisis binnen de industrie ook gevolgen op het prijspeil. Zo zien we een forse daling van de producentenprijzen zoals in Duitsland waar de producentenprijzen met 15% gedaald zijn tegenover een jaar geleden. Helaas is de inflatie in de dienstensector een stuk hardnekkiger door de hoge loonkosten.



INVEST4GROWTH  
ASSET MANAGEMENT LTD.

China tenslotte blijft in het sukkelstraatje. In tegenstelling tot de rest van de wereld kent China geen post-covid boom. Welgeteld één kwartaal kende de Chinese economie een flinke groeiversnelling om vervolgens opnieuw te verzwakken omwille van de vastgoedcrisis die in China woedt. De Chinese overheid heeft intussen al tal van maatregelen genomen om de economie te stutten. De laatste maatregel in de rij omvat de uitgifte van nieuwe overheidsobligaties om bijkomende steunmaatregelen te financieren ter waarde van 130 miljard euro. Dat geld moet onder meer dienen om de bouwsector te ondersteunen. China laat hiermee haar begrotingstekort verder oplopen, na ook al eerdere steunprogramma's te hebben uitgerold om de economische groei meer leven in te blazen. Zo stimuleerde de overheid onder meer de aankoop van elektrische auto's. Deze maatregelen hebben toch enig positief effect gesorteerd zoals kon blijken uit de groeicijfers van het derde kwartaal. De economische activiteit steeg met 1,3% kwartaal op kwartaal. Toch blijven er donderwolken door de aanhoudende financiële moeilijkheden in de vastgoedsector en blijft de economische groei ondermaats.

#### Conclusie:

De economische groei in de VS heeft tot op heden bijzonder veel veerkracht getoond. Toch zien we de eerste tekenen van verzwakking opduiken en wij zijn van mening dat de economie naar een recessie zal evolueren. Op dit ogenblik is het moeilijk in te schatten hoe diep deze recessie zal aanvoelen aangezien dit ook zal afhangen van het monetair en fiscaal beleid. We verwachten echter dat de inflatiedruk verder zal afnemen en dat de centrale banken de rente niet meer zullen verhogen. Dat zou een erg positief element zijn, want het zou de centrale banken ook meer mogelijkheden geven om bij een eventuele zwaardere recessie het monetair beleid aan te passen.





# Financiële markten

## FINANCIELE MARKTEN

### Wereldwijde aandelenindices

(in lokale munt)	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
S&P 500	16,3%	26,9%	-19,4%	11,7%
Eurostoxx 50	-5,1%	21,0%	-11,7%	10,0%
AEX	3,3%	27,7%	-13,7%	5,8%
Hang Seng	-3,4%	-14,1%	-15,5%	-10,0%
Nikkei	16,0%	4,9%	-9,4%	22,1%

### Obligatiemarkt

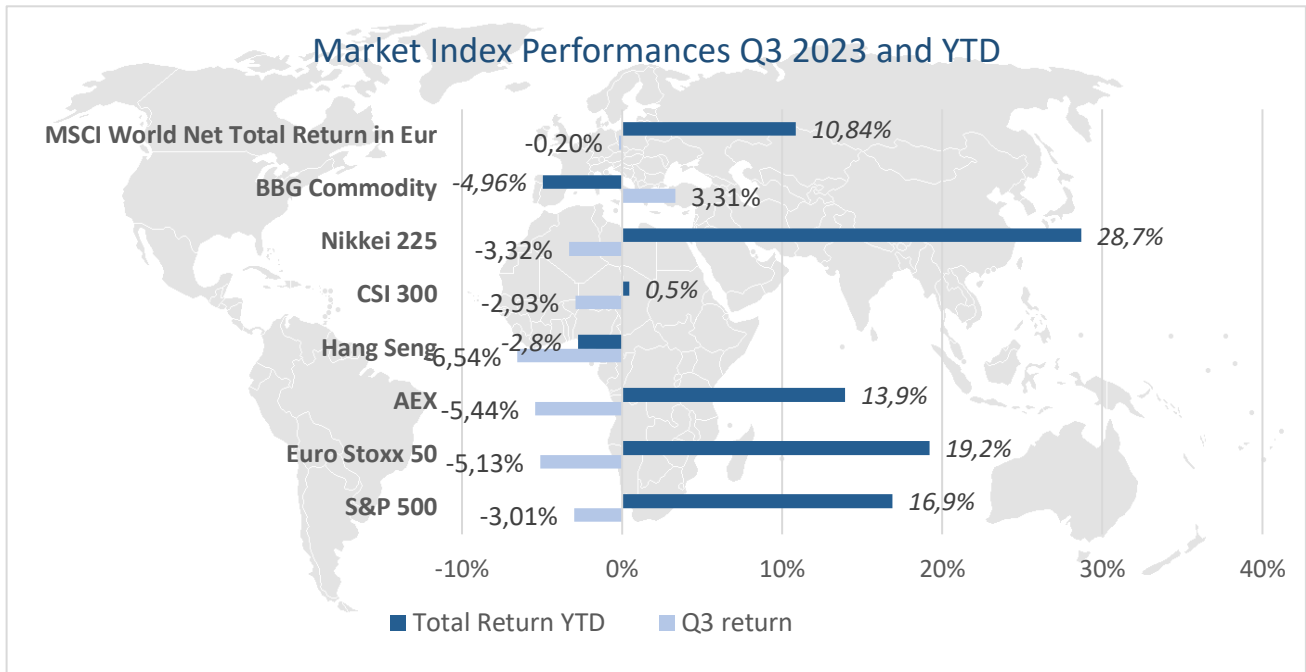
	31/12/2020	31/12/2021	31/12/2022	30/09/2023
Rente US Treasury 10 yr	0,92%	1,51%	3,88%	4,58%
Rente Duitsland Bund 10 yr	-0,58%	-0,18%	2,56%	2,84%
Rente België OLO 10 yr	-0,38%	0,18%	3,20%	3,50%
Rente US Treasury 2 yr	0,12%	0,73%	4,43%	5,05%
Rente Duitsland Bund 2 yr	-0,71%	-0,64%	2,73%	3,21%
Rente België OLO 2 yr	-0,58%	-0,64%	2,75%	3,43%

### Grondstoffen

	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
Olie Brent	-21,5%	50,2%	10,5%	10,9%
Goud	24,4%	-4,5%	-0,4%	2,2%
Koper	25,8%	26,5%	-14,4%	-2,0%

### Deviezen

evolutie vs euro	perf 2020	perf 2021	perf 2022	perf 2023
USD	-8,9%	7,4%	6,2%	1,0%
GBP	-5,7%	5,9%	-5,0%	2,3%
YEN	-3,5%	-3,8%	-6,8%	-11,3%
YUAN	-2,1%	9,4%	-2,2%	-4,6%

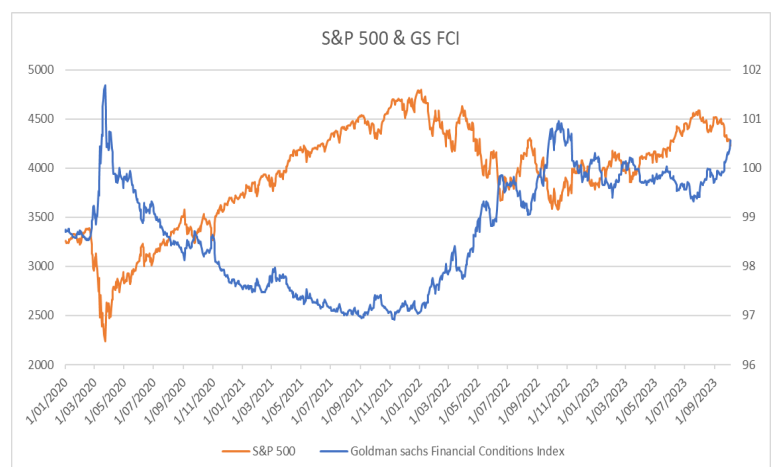


Grafiek: rendementen wereldwijde aandelenmarkten in Q3-2023 in lokale munt (bron: Bloomberg)

## Aandelenmarkten

Tijdens het derde kwartaal gingen de wereldwijde aandelenmarkten flink lager zoals kan gezien worden op de grafiek hierboven. Het feit dat de MSCI AC World in euro zo goed standhoudt is te danken aan de sterke stijging van de dollar over het afgelopen kwartaal, waarbij de euro ruim 3% verloor. De Chinese aandelenmarkten zetten hun belabberd 2023 verder en noteren al voor het tweede jaar op rij een negatief rendement op. Van de verwachte post-pandemieboom was in China amper sprake.

De reden voor de zwakke beursprestaties van de afgelopen maanden moet niet ver worden gezocht. Aangezien wereldwijd zo goed als alle markten daalden kijken we best naar andere dan economische redenen. Het loont dan ook om even stil te staan bij de financiële condities. In de grafiek hieronder tonen we de Goldman Sachs Financial Conditions Index. De Goldman Sachs Financial Conditions Index is een gewogen gemiddelde van risicovrije rentetarieven, de handelsgewogen wisselkoers, aandelenwaarderingen en kredietspreads. De gewichten komen overeen met de directe impact van elke variabele op het BBP. Goldman Sachs berekent dergelijke indices voor de verschillende grote regio's. Doordat deze index rekening houdt met verschillende parameters en niet enkel de kortetermijnrente kan deze index een ander licht werpen op de financiële condities die een impact hebben op de waardering van de financiële markten. Op



de grafiek zien we duidelijk dat een verstrakking van de financiële condities een daling veroorzaakt van de aandelenmarkten en andersom. De beide lijnen vormen bijna elkaars spiegelbeeld. Op de grafiek zien we dan

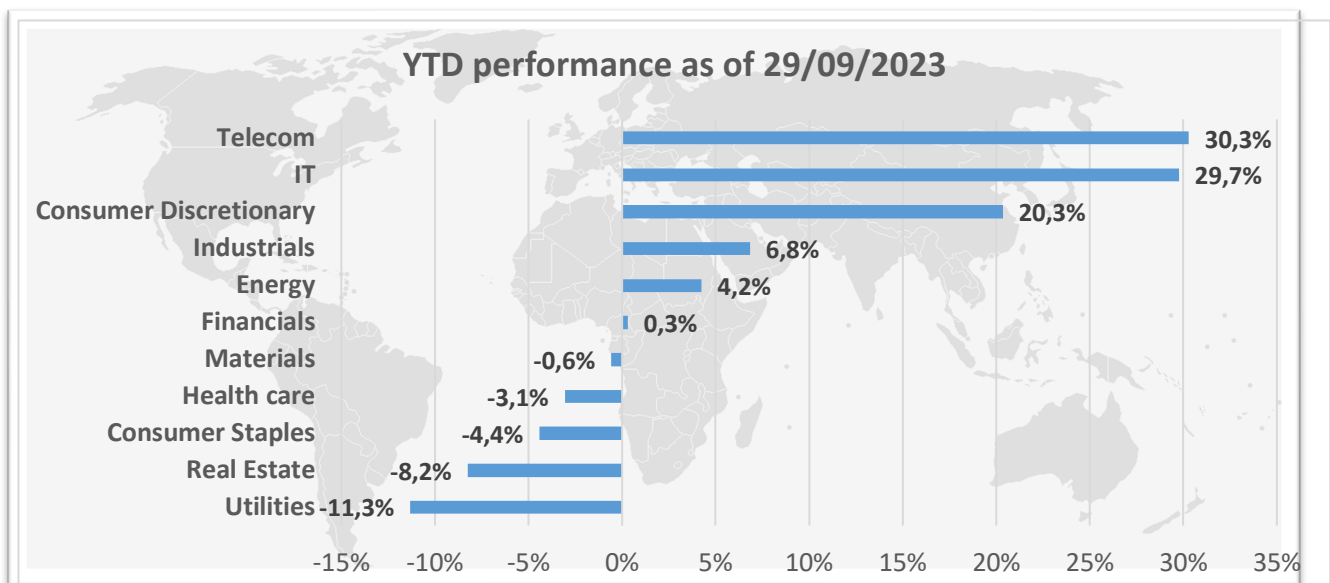


ook duidelijk hoe de financiële condities sinds het dieptepunt van de markt in oktober 2022 geleidelijk aan versoepelden ondanks de rentestijgingen van de centrale banken. Sinds de maand augustus zien we daarentegen dat de financiële condities aanzienlijk verstrakt zijn, wat een daling van de aandelenmarkt tot gevolg had. Ongetwijfeld heeft de sterke stijging van de lange termijnrente een belangrijke bijdrage geleverd aan de verstrakking van de financiële condities. Met in het achterhoofd de wetenschap dat de Amerikaanse overheid in de komende maanden heel wat nieuwe obligaties zal uitgeven om bestaande schulden te herfinancieren en om het begrotingstekort te financieren, rijst er twijfel of de financiële condities veel losser zullen worden.

Een tweede opmerkelijke evolutie zijn de belangrijke verschillen tussen de sectoren onderling. Volgens een studie van Bloomberg Intelligence zijn de afgelopen jaren, sinds de pandemie, de verschillen tussen de sectoren abnormaal hoog. Historisch gezien is de dispersie tussen de sectoren het hoogst tijdens periodes van zware onrust op de markten, zoals in 2000 en in 2008, maar vervlakken deze verschillen vervolgens aanzienlijk tijdens het daaropvolgende herstel. Ditmaal is het anders. Ondanks het forse beursherstel in 2021 bleven de verschillen aanzienlijk groter en werden deze nog groter in de afgelopen twee jaar. Ook de onderlinge correlatie tussen sectoren is drastisch gewijzigd in de periode 2021-2023 in vergelijking met de voorbije decennia. Zo is de voordien hoge correlatie tussen de sector van de niet-cyclische consumptie en de cyclische consumptie fors gedaald. De niet-cyclische consumptiesector zag daarentegen een fors hogere correlatie met nutsbedrijven dan in het verleden terwijl ook de farmasector, industrie en grondstoffensector een veel hogere correlatie hebben.

Een andere opmerkelijke vaststelling is dat klassiek defensieve sectoren de voorbije 3 maanden zwaarder afgestraft werden dan de brede indices door de oplopende rente. Da maakt dat het uitzoeken van een nieuwe defensieve strategie niet makkelijker is geworden.

Sinds het begin van het jaar zien we een sterke outperformance van de sectoren die vorig jaar het zwakst presteerden, zijnde de telecom, IT en cyclische consumptie. De vastgoedsector zit al twee jaar in slecht weer door de stijgende rentevoeten. Vorig jaar verloor de sector ruim 25% en ook dit jaar staat de sector op de voorlaatste positie. Nochtans zijn de waarderingen vandaag bijzonder aantrekkelijk. Maar zolang de rentevoeten in een stijgende trend zitten, wordt de sector gemeden door de investeerders.



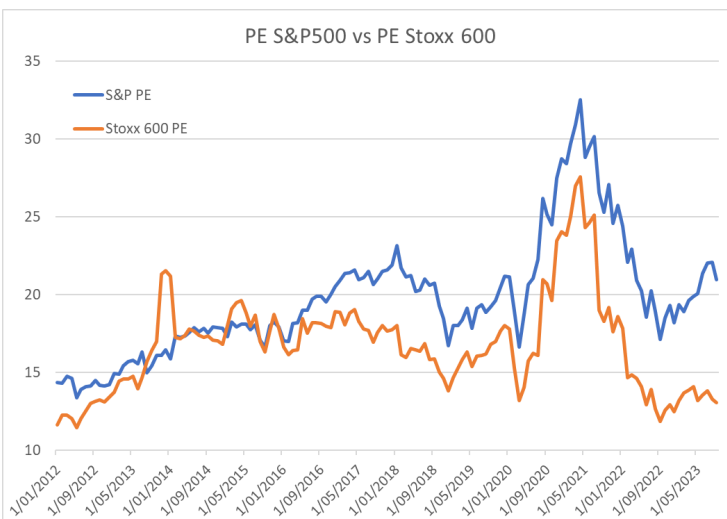
Verder valt de erg zwakke prestatie op van de “clean energy” sector. Zowel producenten van alternatieve energie als toeleveranciers werden afgeslacht op de beurs terwijl tegelijk de klassieke oliebedrijven floreerden. De financiële sector houdt zich op in de middenmoot, maar de vraag is of de sterke rentestijging

niet voor onderhuidse problemen zorgt. In het voorjaar zijn enkele regionale banken in de VS gekapseisd. Het is opmerkelijk dat er tot op heden geen bijkomende slachtoffers zijn gevallen ondanks een verdere stijging van de rente.

Kijken we naar het huidige resultatenseizoen in de VS dan zien we dat we halfweg het seizoen iets beter dan verwachte resultaten hebben gekregen. Volgens Factset hebben 78% van de bedrijven betere resultaten gepubliceerd dan verwacht, waarbij de bedrijfswinsten 2,7% groei optekenen tegenover het jaar voordien. Indien dat cijfer niet meer zou wijzigen, dan is dit kwartaal meteen ook het eerste kwartaal van groei sinds het derde kwartaal vorig jaar. Slechts drie sectoren hebben tot dusver een winstdaling opgetekend, zijnde de energiesector, de grondstoffen en de farmasector. Kijken we even vooruit, dan verwachten vandaag de analisten een winstgroei van 5,3% in het 4<sup>de</sup> kwartaal. Dat is een stuk minder als wat eind september werd verwacht voor het 4<sup>de</sup> kwartaal. Toen gingen de analisten nog uit van een winstgroei van 8,1% voor het 4<sup>de</sup> kwartaal. Voor het volledige jaar 2023 komen we uit op een winstgroei van 0,9%. Voor volgend jaar blijven de analisten optimistisch. Factset berekende dat de analisten uitgaan van een winstgroei van 11,9% in 2024.

In Europa zien we daarentegen een winstdaling voor de bedrijven van de Stoxx 600 index. Volgens Refinitiv wordt voor het 3<sup>de</sup> kwartaal een daling van de winst met 9,7% verwacht tegenover het derde kwartaal vorig jaar. Deze winstdaling komt echter op het conto van de energiesector te staan. Zonder de energiesector zouden de bedrijfswinsten 1,7% hoger liggen. Momenteel zijn we nog maar aan het begin van het resultatenseizoen voor de Europese bedrijven, maar op basis van de eerste publicaties zien we een licht tegenvallend beeld. Immers, 54% van de bedrijven deed het beter dan verwacht op vlak van de bedrijfswinst, maar slechts 40% haalde hogere verkoopcijfers dan wat de analisten hadden verwacht. En dat cijfer ligt beduidend lager dan in een gemiddeld kwartaal. Ook voor de komende twee kwartalen gaan de analisten uit van een daling van de omzet en de winst om dan vanaf de tweede helft van 2024 opnieuw met groei aan te knopen. Voor het volledige jaar 2023 wordt verwacht dat de bedrijfswinsten op hetzelfde niveau zullen liggen dan in 2022. Met andere woorden, geen winstgroei, maar ook geen daling van de bedrijfswinsten.

Een ander belangrijk aspect van de aandelenmarkten betreft de waardering. Er zijn twee manieren om naar de waardering van de aandelenmarkten te kijken. Men kan enerzijds de waardering bekijken op zichzelf en vergelijken met de historiek en anderzijds kan men de waardering ook vergelijken in relatieve zin tegenover de obligaties. In absolute zin nemen we de koers-winstverhouding. Voor de Amerikaanse S&P 500 bedraagt de koers-winstverhouding 19 indien we de winst nemen van de afgelopen 12 maanden. Kijken we vooruit en nemen we de verwachte winst voor de komende 12 maanden dan daalt de koers-winstverhouding naar 17, waarmee we onder het historisch gemiddelde van de afgelopen 5 jaar noteren. Toch menen we dat dit geen goede analyse is. Immers, de waardering vergeleken met de waarderingen van de afgelopen jaren houdt geen steek aangezien de rentevoeten op totaal verschillende niveaus staan. Immers, wanneer obligaties amper



rendement bieden is er weinig alternatief voor aandelen en dus stijgen de waarderingen. Wanneer de rentevoeten rond de 5% staan, dan is er wel degelijk een alternatief voor aandelen en dus is het logisch dat beleggers een hogere risicopremie eisen, en dus een lagere waardering willen betalen. Bovendien kan men zich de vraag stellen of de verwachte winsten voor volgend jaar niet neerwaarts zullen herzien worden indien we in een recessie komen.

In Europa zijn de waarderingen een stuk lager dan in de VS. Dat is historisch zo goed als altijd

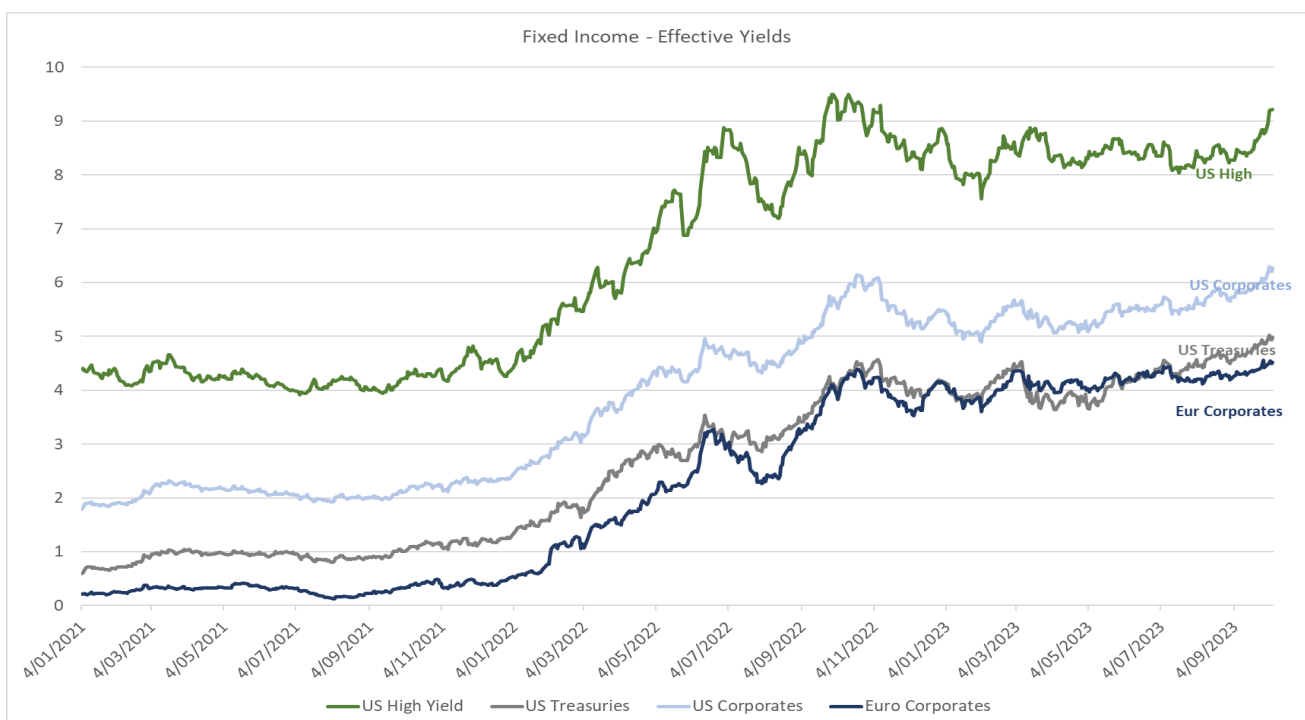


het geval geweest. Toch valt het op dat het verschil in waardering erg hoog is opgelopen. De koerswinstverhouding van de brede Stoxx 600 index bedraagt 11,8 voor 2023 en daalt licht voor 2024.

Wanneer we de waardering van de aandelenmarkten vergelijken met de obligatiemarkten, dan kunnen we stellen dat de Amerikaanse aandelenmarkten relatief duur noteren, terwijl de Europese aandelenmarkten eerder een neutrale waardering hebben. Toch dient men voorzichtig te zijn met het trekken van conclusies. De Europese aandelenmarkten zijn naar sectorverdeling erg verschillend tegenover de Amerikaanse aandelenmarkten. In Europa zijn er heel wat minder technologische bedrijven aanwezig, die vaak een hoger groeiprofiel hebben dan de brede aandelenmarkten. Ook de Europese industrie bevindt zich in een moeilijke context, waarbij de Europese concurrentiepositie verzwakt, waardoor steeds vaker investeringen in Europa wegvallen ten voordele van andere regio's. Kortom, onze mening is dat aandelenmarkten in de huidige context van hoge rentevoeten weinig aantrekkelijk geprijst zijn.

### Obligatiemarkten

Na een historisch slecht 2022 hebben de obligatiemarkten tijdens de eerste jaarhelft een consolidatie gekend. In de loop van het derde kwartaal daarentegen zagen we opnieuw een opwaartse versnelling van de rentevoeten, zoals ook duidelijk in onderstaande grafiek kan worden gezien. Door deze stijging zijn de obligatiekoersen opnieuw onder druk gekomen.



De huidige niveaus zijn echter relatief aantrekkelijk te noemen. Amerikaanse bedrijfsobligaties genereren rendementen boven de 5% terwijl Europese bedrijfsobligaties rond de 4% rendement geven. Dergelijke niveaus hebben we de afgelopen jaren niet gekend. De inflatie is bovendien aan het dalen waardoor deze obligaties best wel aantrekkelijk zijn. Bij Invest4Growth Asset Management stellen we obligatieportefeuilles samen met een sterke spreiding over sectoren en emittenten en looptijden waarbij veelal een gemiddelde looptijd van 4 jaar wordt nagestreefd. Dit laat toe om bovendien het renterisico adequaat op te vangen indien de rente verder zou stijgen.



INVEST4GROWTH  
ASSET MANAGEMENT LTD.

Immers, de vraag of de rentevoeten vandaag op een piek noteren is niet vanzelfsprekend te beantwoorden. Het is namelijk opvallend dat de rentestijging van de afgelopen maanden juist gepaard gaat met een dalende inflatie terwijl steeds meer signalen wijzen op een afname van de economische groei. Waarom zijn de rentevoeten dan gestegen? Deze rentestijging werd veroorzaakt door een wijzigende verhouding tussen vraag en aanbod wat geleid heeft tot hogere rentevoeten om een nieuw evenwicht tussen beiden te vinden. In dat opzicht herhalen we nogmaals dat de overheden gebukt gaan onder een fors gestegen schuldenberg. Bovendien blijven vele landen worstelen met zware begrotingstekorten die gefinancierd moeten worden. Niet iedereen heeft bovendien voldoende gebruik gemaakt van de periode van lage rentevoeten om de schulden te herfinancieren op lange termijn en zodoende de lage rentevoeten vast te klikken voor een lange periode. De VS moeten in de komende 12 maanden zowat een derde van hun schulden herfinancieren terwijl tegelijk de begrotingstekorten de afgelopen jaren ongezien waren. Zelfs dit jaar wordt uitgegaan van een begrotingstekort van 1700 miljard dollar en dit bedrag wordt verwacht te stijgen in de komende jaren. Tegelijk staan de centrale banken in het kader van de afbouw van hun balansen veel minder aan de koopzijde. Het gevaar is dus dat ondanks een nakende recessie de rentevoeten niet veel zullen dalen en mogelijks zelfs nog zullen stijgen.



## MFP Raphael's Ethical Choice fund

De beleggingsdoelstelling van het sub-fonds is kapitaal aangroei 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 daalde met 3,7% tijdens het derde kwartaal** (share class B). Hiermee komt het rendement sinds de start van het jaar uit op +2,58% voor de eerste negen maanden van het jaar.

Het derde kwartaal begon aanvankelijk goed met een positieve beursmaand juli. De trend keerde echter volledig om in augustus en de markten bevinden zich sindsdien in een neerwaartse trend. De portefeuille heeft aanzienlijk geleden onder deze daling ondanks het feit dat de aandelenblootstelling sterk werd afgebouwd. Zo was de aandelenblootstelling gestegen tot 90% in juli, om vervolgens te dalen tot 65% eind september. De opmerkelijkste koersevoluties van het afgelopen kwartaal komen van **Novo Nordisk (+17,7%)** waarvan de aandelen in twee splitsten. Novo Nordisk kende dit jaar opnieuw een bijzonder sterke groei en de koers steeg met 39% over de eerste negen maanden van het jaar. Hiermee onttroonde Novo Nordisk LVMH als waardevolste bedrijf van Europa. Novo Nordisk, een wereldleider in diabetes- en obesitasmedicijnen profiteert van de sterke groei van de obesitasmedicijnen. De vraag is dusdanig hoog dat de productie niet kan volgen. Bovendien blijkt dat deze GLP1 hormoon-medicijnen zoals Ozempic en Wegovy ook een positief effect hebben op hart- en vaatziekten, waardoor de toepassingsmarkt nog groter wordt. Novo Nordisk verhoogde dan ook haar jaarprognose. De markt voor obesitasmedicatie zou tegen 2032 naar schatting meer dan 70 miljard dollar waard zijn. Novo Nordisk en Eli Lilly zouden elk 45% marktaandeel voor hun rekening nemen. Om de winst op onze aandelenpositie deels veilig te stellen hebben we een optiestrategie gebouwd rond Novo Nordisk. Hierbij kochten we een put optie op het aandeel, als verzekering tegen een eventuele koersdaling. Deze verzekering heeft echter een kostprijs. Om deze te financieren verkochten we een call optie op het aandeel met dezelfde vervaldatum, zijnde 15 december 2023. Hierdoor geven we het opwaarts potentieel tot 15 december deels weg. De uitoefenprijzen van beide opties lagen ongeveer 10% verwijderd van de op dat ogenblik geldende koers. Globaal genomen werd deze optiestrategie uitgewerkt voor zowat de helft van de aandelenpositie van Novo Nordisk in de portefeuille.

Een andere sterk stijger over het afgelopen kwartaal was het Amerikaanse **Intuit (+11,7%)**. Het bedrijf publiceerde in augustus kwartaalresultaten over het fiscale vierde kwartaal dat eindigde op 31 juli. De totale omzet van Intuit steeg met 12% op jaarbasis in het fiscale vierde kwartaal. Het bedrijfsresultaat steeg met 45% en de winst per aandeel met 50%. De sterke dienstverlening aan zelfstandigen en kleine bedrijven compenseerde de zwakte in de belasting-, krediet- en consumentgerichte activiteiten. Intuit verwacht een omzetgroei van 11% tot 12% in het boekjaar 2024, met een winststijging van 12% tot 14% tot tussen \$16,17

en \$16,47 per aandeel. Over het algemeen waren de resultaten van Intuit beter dan verwacht, maar er was zeker een groot verschil in prestaties binnen het bedrijf tussen de relatieve kracht van de zakelijke producten en de zwakte in belastingsoftware en kredietproducten. De overnames van Mailchimp en Credit Karma hebben de balans van het bedrijf bezwaard met een aanzienlijke goodwill en hogere schulden, ondanks het feit dat de financiële structuur van het bedrijf erg goed blijft. De verwachte economische groeivertraging zou het moeilijker moeten maken voor Intuit om een volgehouden groeitraject te realiseren. Omwille van deze risico's en de relatief hoge waardering hebben we besloten om ook hier een optiestrategie te bouwen om de risico's gedeeltelijk af te dekken. We zagen in september ook wat insidersverkopen wat ons tot bijkomende voorzichtigheid noopt.

Ook **IBM (+6,07%)** kende een goed kwartaal waarbij de koers hoger klom tegen de stroom in. In oktober kwam IBM bovendien met uitstekende kwartaalcijfers naar buiten die beter waren dan de markt had verwacht. Bovendien verhoogde het bedrijf haar verwachtingen met betrekking tot de vrije kasstroom die het dit jaar zal realiseren. Zo denkt IBM dat het ongeveer 10,5 miljard dollar vrije kasstroom zal verdienen, een stijging van 1 miljard tegenover vorig jaar. Bovendien slaagt deze IT reus er eindelijk in om de groei te versnellen. Zo verwacht het een omzetgroei van 3-5% tegenover vorig jaar. Vooral het softwaresegment verraste positief dankzij een toenemende vraag naar het Watson X AI-platform van IBM. IBM heeft de reputatie van een logge reus te zijn en kampt al jaren met een dalende omzet ondanks een hoge rendabiliteit. De laatste maanden zien we stilaan dat het groeipotentieel toeneemt. IBM blijft tenslotte massaal investeren in verschillende domeinen, gaande van halfgeleiders waar IBM een strategisch partnerschap heeft gevormd met het Japanse Rapidus, over de hybride cloudtoepassingen, artificiële intelligentie en kwantumcomputing. Vooral deze laatste twee domeinen zouden bij een succesvolle ontwikkeling van een commercieel levensvatbare kwantumcomputer een bijzonder winstgevend activiteit kunnen worden.

Cisco kondigde in september de overname aan van het cyberbeveiligingsbedrijf Splunk voor een bedrag van USD 28 miljard. Nu bedrijven hun IT-infrastructuur verschuiven naar cloudcomputing neemt het belang van een veilig en betrouwbaar netwerk almaar toe. Met Splunk kan Cisco zijn recurrente inkomsten verhogen en versterkt het zich in cyberbeveiliging en netwerkobservatie en wordt Cisco minder afhankelijk van de netwerkapparatuurbusiness. Cisco's gezonde balans, hoge vrije cashflow en het betrouwbare dividend maken van de Amerikaanse netwerkreus een solide investering. Eerder in augustus was Cisco ook al met sterke kwartaalcijfers naar buiten gekomen. De kwartaalomzet was gestegen met 16% tot 15,2 miljard dollar terwijl de winst per aandeel met 43% steeg.

Bij de slechtste presteerders vinden we helaas heel wat namen terug. Zoals eerder gezegd zien we een aantal negatieve ontwikkelingen in de sector van de alternatieve energie. Binnen de portefeuille waren onder meer de bedrijven **Orsted (-40%)** en **Deme (-16,8%)** daar het slachtoffer van evenals **SQM (-17,8%)**. Bij de vorige kwartaalresultaten op 10 augustus had Orsted geen waarschuwing gegeven over problemen bij Amerikaanse windmolenparken. Orsted handhaafde hun verwachtingen voor een operationele winst van 20-23 miljard DKK (exclusief de inkomsten uit nieuwe partnerschappen) en hogere winsten uit het Offshore segment. De verrassing was dan ook groot toen het op 29 augustus bekendmaakte een aanzienlijke waardevermindering te zullen boeken op Amerikaanse offshore ontwikkelingsprojecten. De redenen zijn stijgende kosten voor de bouw van de windmolenparken omwille van hogere grondstofkosten, hogere inflatie, hogere rentevoeten en problemen bij toeleveranciers. De beurskoers ging diezelfde dag met meer dan 25% onderuit. We hebben het aandeel nadien verkocht. We hebben het probleem van de stijgende financieringslasten en hogere kosten onderschat. We zijn echter van mening dat een snelle oplossing weinig waarschijnlijk is. We zijn immers van mening dat Orsted hogere tarieven zal moeten heronderhandelen om de kostenstijgingen te compenseren. Dat lijkt ons op korte termijn weinig kans op slagen te hebben. Immers, binnen een jaar zijn er presidentsverkiezingen in de VS terwijl de inflatie nog steeds te hoog is. In dergelijke context zal de politiek



niet happig zijn om de tarieven te heronderhandelen. Het feit dat offshoreprojecten geannuleerd worden of met vertraging kampen heeft ook een impact op maritieme bedrijven zoals Deme. Na de halfjaarresultaten kreeg ook Deme een flinke klap omdat de winstgevendheid lager was dan verwacht. Toch meent Deme dat het beste nog moet komen. Het orderboek groeide 37% tot een recordbedrag van 7,7 miljard euro. Offshore Energy vertegenwoordigt zo'n 40% van de activiteit van Deme. Deme staat er verder financieel sterk voor. De schuldgraad bedraagt 1,4 keer de brutobedrijfswinst terwijl het bedrijf net belangrijke investeringen heeft afgerond en verschillende nieuwe schepen in de vaart heeft genomen. Deme zal in de komende jaren de vruchten plukken van deze investeringen aangezien deze schepen vanaf nu ook zullen bijdragen aan de resultaten van het bedrijf.

**Het fonds behaalt de maximale score inzake duurzaamheid bij Morningstar van 5 wereldballen en heeft ook een lage Morningstar carbon risk score 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. Daarnaast kan het fonds ook in alle activaklassen investeren.

**MFP Best Strategies fonds** verloor tijdens het derde kwartaal 6,18%, waardoor het rendement sinds het begin van het jaar op -5,65% uitkomt.

Door enerzijds de zwakke prestaties binnen het absolute return thema en anderzijds de rentevoeten die op het hoogste niveau noteren sinds vele jaren werd de portefeuille drastisch gewijzigd. De meeste absolute return fondsen werden verkocht, waarbij nog slechts 4 fondsen in de portefeuille zijn gebleven, zijnde Pictet Mandarin, Nordea Alpha 15MA, Helium Selection fund en Lumyna – BofA MLCX Commodity Alpha. Deze absolute return fondsen vertegenwoordigen ongeveer een derde van de portefeuille. Daarnaast werd zowat de helft van de portefeuille geïnvesteerd in individuele obligaties, van kredietwaardige emittenten en met beperkte looptijden. Verder wordt nog steeds een optiestrategie in eigen beheer gedaan, wat een bijkomende motor voor het fonds blijft. Tenslotte is het fonds vrij defensief gepositioneerd en heeft het een aanzienlijke cashbuffer die schommelt rond de 15%.

Op die manier moet het fonds een nieuw groeitrajec kunnen doorlopen. In functie van de opportuniteiten verwachten we de absolute return fondsen verder af te bouwen.

### Onelife T.I.N.A. Fund

T.I.N.A. staat voor "There is No Alternative". De doelstelling van The T.i.N.A. Fund bestaat erin om kapitaalgroei te genereren op lange termijn. Hiervoor belegt het fonds voornamelijk in wereldwijde aandelen. Toch beschikt het fonds over de nodige flexibiliteit en kan het fonds in functie van de marktomstandigheden of de visie van de beheerders posities innemen in andere activaklassen en instrumenten zoals obligaties, beleggingsfondsen, met inbegrip van ETF's en cash, waarbij elke activaklasse tussen 0% en 100% van de portefeuille kan vertegenwoordigen, hoewel het fonds op lange termijn hoofdzakelijk in de activaklasse van de aandelen wil beleggen. De portefeuille heeft als benchmark 100% MSCI World index.

Tijdens het derde kwartaal van 2023 ging het fonds licht achteruit met 1,59%. Tijdens het vorige kwartaal hadden we een aantal wijzigingen doorgevoerd in de portefeuille, waarbij concreet het gewicht van de technologiesector werd verhoogd en een aantal value gerelateerde posities werden verkocht. Er werden in het afgelopen kwartaal geen nieuwe wijzigingen doorgevoerd.

Tijdens het afgelopen kwartaal zagen we dat de volledige portefeuille het relatief goed deed. De meeste fondsen eindigde het kwartaal lager, maar in dergelijke context bleef de daling van de iShares MSCI World ESG beperkt tot -0,73%, met dank ook aan de sterke dollar. Verder viel ditmaal het fonds JP Morgan Asean Equity op met een positief rendement van 1%. Ook Invesco MSCI China hield het verlies beperkt tot -0,76%.

Aan de onderzijde waren slechts twee negatieve uitschieters, zijnde Comgest Growth (-8,49%) en M&G Gopal Listed Infrastructure dat erg te lijden had onder de stijgende rentevoeten. Al bij al is de portefeuille mooi gebalanceerd en het rendement erg bevredigend in deze moeilijke context.

## Patronale Life Future Stability Fund

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 gebalanceerd risicoprofiel en behaalt zijn beleggingsdoelstelling door te investeren in passieve indexfondsen. Het fonds wordt actief beheerd en hanteert een maandelijkse herbalancing.

Het fonds **Patronale Life Future Stability verloor 2,44% tijdens het derde kwartaal.**



Sinds de start van het jaar bedraagt het rendement -0,36%. Tijdens het afgelopen kwartaal gingen de Europese staatsobligaties overwegend lager door de stijging van de rente. Het gevoeligste aan de rentestijging zijn de obligaties met de langste looptijden. De iShares Eur Inflation Linked ETF verloor 3,19%, terwijl de Invesco Eur Government Bonds 3,17% daalde. De Amerikaanse obligaties profiteerden dan weer van de stijging van de dollar, waardoor overwegend positieve rendementen werden gerealiseerd op deze posities. Zo won de Invesco US Treasury 3-7 year 1,87%. De meest

kortlopende obligaties kenden eveneens een positief kwartaal, zowel de Europese als de Amerikaanse obligaties.

Wat de aandelenposities betreft hebben we enkele opvallende uitschieters in de portefeuille. Aan de positieve kant zagen we een mooie stijging van het Europese vastgoed dat 6,04% hoger klom. Ook de positie in iShares Global Timber & Forest kende een sterk kwartaal met een klim van 7,14% terwijl de iShares Digital Security 3,79% steeg. Tenslotte was er een fors negatieve uitschieter, zijnde de alternatieve energie. De ETF iShares Global Clean Energy ging 17,39% onderuit.

## Onelife B Invest Medium Fund

Het objectief van het fonds is een stabiele groei van het kapitaal aan te bieden, gedurende de aanbevolen beleggingshorizon, via een gediversifieerde portefeuille die een blootstelling biedt aan de aandelen- en obligatiemarkten. De toebedeling van de activa geschiedt volgens een methode van flexibele asset allocatie en kan alle activaklassen, alle sectoren en alle geografische zones bevatten, in functie van de marktopportunities. Het geïnvesteerde gedeelte in aandelen of in aandelenfondsen kan variëren van 0% tot 50%, afhankelijk van de marktomstandigheden. Het resterende gedeelte wordt geïnvesteerd in obligaties, obligatiefondsen en/of monetaire instrumenten.

Tijdens het derde kwartaal daalde het fonds met 3,98%. Binnen de portefeuille investeren we in aandelen via het fonds MFP Raphael's Ethical Choice, dat een flexibele aandelenallocatie heeft. Verder heeft het fonds een positie in Amerikaanse bedrijfsobligaties, waarvan gedeeltelijk het wisselrisico werd afgedekt. Verder omvat de portefeuille nog een deel absolute return strategieën die fors afgebouwd werden. Het fonds heeft een evenwichtige spreiding over de verschillende activaklassen.

## Rendementen beheer

Collective Funds	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	2023
MFP Raphael's Ethical Choice Fund A ACC	3,55%	0,47%	0,81%	-0,79%	-0,03%	2,78%	2,11%	-2,59%	-2,99%				3,17%
MFP Raphael's Ethical Choice Fund B ACC	3,48%	0,41%	0,75%	-0,85%	-0,09%	2,72%	2,04%	-2,66%	-3,06%				2,58%
MFP Best Strategies Fund A ACC	3,06%	0,19%	-1,20%	0,25%	-0,81%	-0,87%	-0,22%	-3,84%	-1,53%				-4,98%
Onelife T.I.N.A	3,02%	-0,37%	-0,43%	-0,05%	-0,01%	2,11%	2,05%	-1,17%	-2,42%				2,64%
Onelife Monetary Strategy plus	0,10%	0,12%	0,14%	0,16%	0,20%	0,20%	0,22%	0,23%	0,24%				1,63%
Onelife B Invest Medium	2,85%	-0,11%	0,51%	-0,59%	-0,23%	1,49%	1,18%	-2,33%	-2,84%				-0,21%
Onelife Monetalis Risk Control Model	0,70%	-0,40%	-0,01%	-0,54%	0,12%	-0,08%	0,18%	-1,70%	-1,49%				-3,20%
Patronale All-In-One	1,25%	0,37%	-1,89%	0,14%	-0,62%	0,04%	0,96%	-1,19%	-0,86%				-1,83%
Patronale Future Stability	2,91%	-0,31%	-0,43%	-0,61%	-0,27%	0,87%	1,35%	-1,43%	-2,34%				-0,36%
PI Global Opportunities	4,43%	-1,82%	0,35%	-0,44%	1,76%	-1,21%	-0,44%	-1,59%	-1,61%				-0,73%
Fonds Dédiés	Jan	Feb	Mar	Apr	May	Jun	Jul	Aug	Sept	Oct	Nov	Dec	2023
Individual Equities	7,08%	0,85%	2,28%	-1,62%	0,32%	2,96%	1,97%	-1,41%	-4,26%				8,03%
Funds & ETF's Dynamic Plus	3,51%	0,06%	-1,07%	-0,46%	0,15%	2,58%	2,50%	-1,60%	-2,27%				3,28%
Funds & ETF's Dynamic	3,20%	0,06%	-1,01%	-0,32%	0,02%	1,81%	1,85%	-1,69%	-2,11%				1,70%
Funds & ETF's Balanced	2,58%	0,07%	-0,59%	-0,22%	0,29%	1,10%	1,38%	-1,21%	-1,85%				1,49%
Funds & ETF's Defensive	1,85%	-0,09%	-0,35%	0,06%	0,29%	0,31%	0,81%	-1,07%	-1,75%				0,02%
Funds & ETF's Conservative	0,89%	-0,07%	0,43%	-0,09%	0,35%	-0,40%	0,23%	-0,78%	-1,40%				-0,86%
ETF Dynamic Plus	3,98%	-1,07%	-1,54%	-1,73%	0,33%	2,12%	3,89%	-2,61%	-1,63%				1,49%
ETF Dynamic	3,65%	-0,53%	-1,01%	-0,94%	0,32%	1,54%	3,89%	-2,01%	-1,56%				3,21%
ETF Balanced	2,87%	-0,14%	-0,47%	-0,62%	0,45%	0,92%	2,10%	-1,31%	-1,52%				2,21%
ETF Defensive	1,94%	0,11%	-0,07%	-0,39%	0,53%	0,50%	0,93%	-0,41%	-1,53%				1,59%
ETF Conservative	2,55%	-0,79%	-0,53%	0,34%	0,47%	-0,27%	0,32%	-0,02%	-1,40%				0,62%
Option Strategy risk budget 5%	1,44%	-1,25%	-1,94%	2,44%	-1,81%	1,94%	-0,87%	-10,17%	-4,33%				-14,19%

De rendementen van MFP-fondsen, PL Future Stability, Onelife Monetary Plus, Onelife B Invest Medium en de optie-strategie 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)