

PTAM Global Allocation 10/2023

Bespreking van het beheer in het lopende kwartaal

PTAM Global Allocation is een gemengd fonds dat gericht is op een neutraal beleggingsprofiel. De asset allocatie wordt bepaald op basis van de optimalisatie van het verwachte nuts criterium van Von Neumann-Morgenstern. Hierbij wordt het verschil berekend tussen de verwachte returns van de diverse asset klassen en de variantie (en scheefheid) van de kansverdeling van de betrokken returns. De risico-componenten worden gewogen door middel van een aversiecoëfficiënt die overeenstemt met het gekozen beleggingsprofiel.

De verwachte returns worden ingeschat op basis van een grondige macro-economische analyse van de relevante variabelen. Dit zijn met name rentevoeten, verwachte inflatie, vereiste risicopremies en de verwachte groei van bedrijfsresultaten. De correlaties tussen de diverse assetklassen wordt berekend op basis van scenario-analyse. Het asset allocatiemodel wijst momenteel een optimale mix van 64% in aandelen, 16% in obligaties en 20% cash.

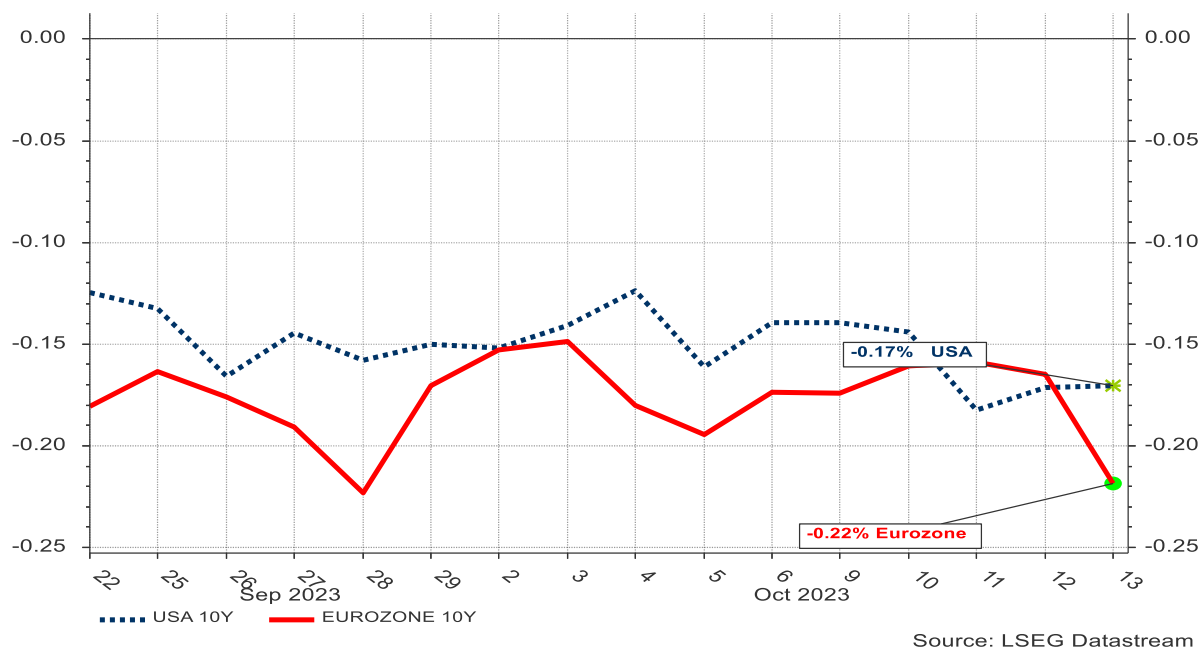
De aangewende methode voor asset allocatie laat toe om de toegekende gewichten te optimaliseren over geografische zones, sectoren en beleggingsthema's en bepaalt tevens de gewenste looptijden en muntkeuze van obligaties.

De concrete invulling hiervan met individuele keuzes van aandelen en obligaties is gebaseerd op een selectiemodel waarbij de kwaliteit van bedrijf wordt afgewogen ten opzichte van zijn relatieve koerswaardering. De kwaliteit van een bedrijf wordt onder meer bepaald door haar verwachte investeringsrendement en haar groeivoet, rekening houdend met diverse risico-componenten. De keuze voor kwaliteit als selectiecriterium is het gevolg van de gunstige statistische eigenschappen van deze stijlfactor, zowel in opgaande als neerwaarts gerichte markten.

In de huidige samenstelling blijven obligaties onderwogen, maar hun relatieve gewicht in de asset allocatie is geleidelijk toegenomen over de laatste weken. Dit gebeurde vooral ten nadele van de cashpositie en slechts in mindere mate ten koste van de aandelenposities. De gemiddelde Modified Duration van de beleggingsportefeuille bedraagt momenteel 3,75 jaar met een gemiddeld lopend rendement van 4.45%.

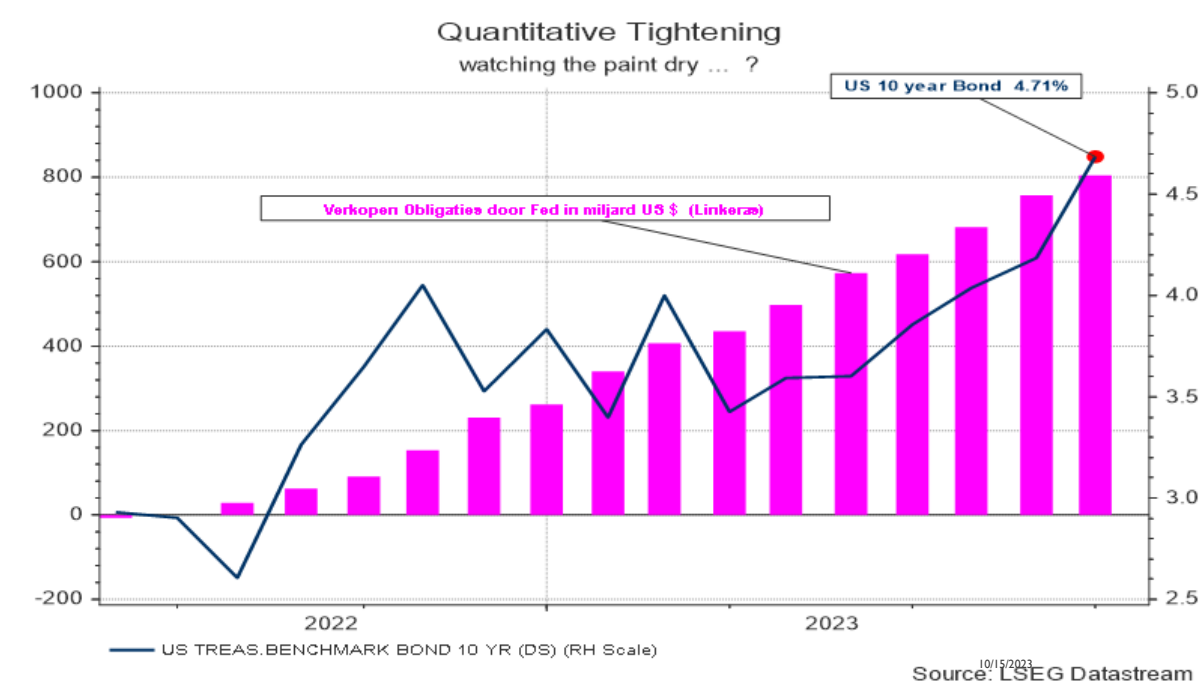
De onmiddellijke toekomst van obligatiekoersen verwijst weliswaar nog steeds naar een oneffen pad maar het geboden rendement biedt momenteel al een aanzienlijke buffer tegen verwachte risico's. Het dalingspotentieel van de lange termijnrente in de VS en de Eurozone over de komende kwartalen blijft evenwel beperkt tot een 20-tal basispunten.

Grafiek 1: Verwachte beweging van de rente op 10 jaar (Europese en Amerikaanse overheid)



Vooral de systematische verkopen van overheidsobligaties door de centrale banken houdt een meer uitgesproken daling van de lange termijnrente tegen. Meer nog: Deze massale en abrupte afbouw van obligatieposities op de balans van de centrale banken stuwde de lange termijnrente recent een onverwachte nieuwe hoogte.

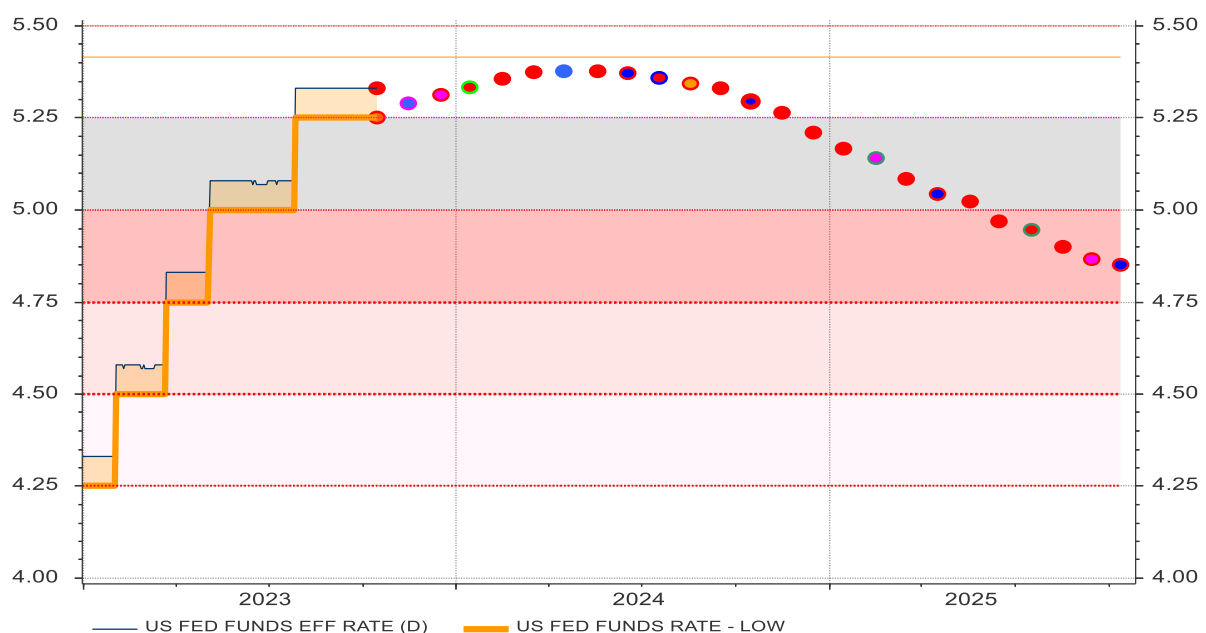
Grafiek 2: Verkopen van obligaties door de Amerikaanse centrale bank



De beleidsrente lijkt intussen zijn piekniveau in zicht te hebben, waardoor de korte termijntarieven stabiliseren. Er wordt weinig of geen rekening gehouden met een verdere toename van het depositotarief van de ECB, gelet op de trage maar graduele afname van de kerninflatie in de Eurozone.

De afname van de dreiging van de inflatie-indicatoren is echter onvoldoende om eventuele rentedalingen in het onmiddellijke vooruitzicht te stellen. De swapmarkten houden pas rekening met een ontspanning van de Europese beleidsrente in 2025. Ook in de VS wordt momenteel slechts in beperkte mate rekening gehouden met een verdere toename van de beleidsrente, maar het dalingspotentieel is beperkt en pas voorzien in het najaar van 2024.

Grafiek 3: Verwachte evolutie van de Amerikaanse beleidsrente



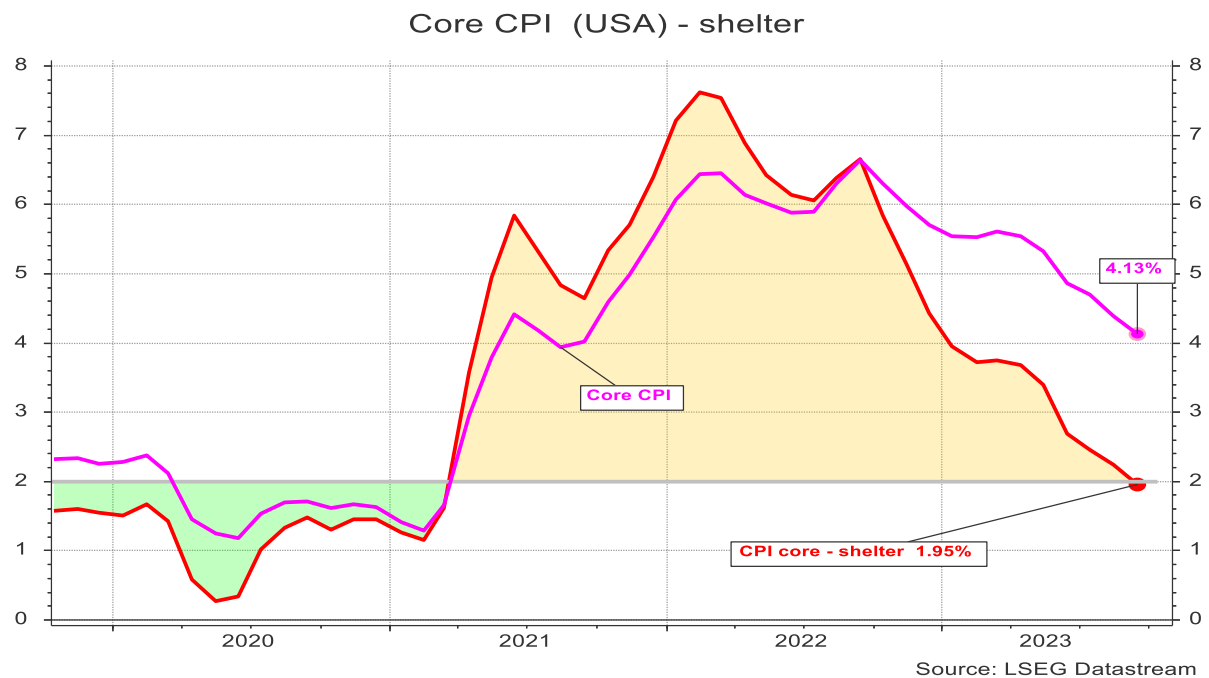
Source: LSEG Datastream

De kans dat de Fed in december of januari zijn rentetarieven verder zou optrekken bedraagt slechts 30%, maar deze aanname kan snel wijzigen wanneer de afname van de kerninflatie verder zou vertragen of, zoals de recente trend van de algemene inflatie-indicatoren uitwees, zelfs dreigt terug toe te nemen. Dit laatste was evenwel vooral het gevolg van de gestegen energieprijzen in de VS. Daarenboven blijkt uit een verdere analyse van de kerninflatie dat de voornaamste opwaartse component voortkomt uit de aanhoudend hoge huurprijzen. Dit is een rechtstreeks gevolg van de renteverhogingen die de Fed in de laatste 18 maanden heeft doorgevoerd.

Enerzijds zijn door de hogere beleidsrente de financieringskosten aanzienlijk toegenomen, hetgeen in de huurprijzen wordt doorgerekend. Anderzijds heeft de sterk toegenomen hypotheekrente de nieuwbouw aanzienlijk vertraagd, waardoor het aanbod aan

huurwoningen is afgenomen terwijl de vraag nog verder toenam. Na correctie voor de huurprijs-evolutie volgt de Amerikaanse kerninflatie een relatief geëffend, neerwaarts georiënteerd pad. Hierdoor is de druk om de beleidsrente verder te verhogen afgenomen, ondanks de recente publicatie van de CPI- en PPI-indicatoren die op het eerste gezicht onaangename verrassingen inhielden.

Grafiek 4: Evolutie van de Amerikaanse CPI-kerninflatie, voor en na correctie voor de evolutie van de huurprijzen.



De aandelenposities van de beleggingsportefeuille van PTAM Global Allocation blijven intussen geconcentreerd op de thema's die volgens onze methodiek de belangrijkste groeikansen bieden. Enerzijds heeft dit betrekking op consumptie-gerelateerde aandelen en bedrijven in de gezondheidssector, meer bepaald in die segmenten die het meest gericht is op de bestedingspatronen van een verouderende bevolking. Dit breed gespreide accent eist 44% van de aandelenpositie voor zich op.

Een tweede belangrijke groep van aandelen (36%) is terug te vinden in de technologiesector, meer bepaald in die deelgebieden waar bedrijven succesrijk actief zijn in automatisatie, robotisering en cloudapplicaties en ondersteunende producten en diensten hiervoor leveren, zoals AI, Nanotechnologie, high-end semiconductoren, netwerkspecialisten en cybersecurity. Aanvullend wordt een beperkte selectie van hoogkwalitatieve bedrijven aangehouden in de industriële sfeer (15%) en materiaal- en nutsbedrijven (5%).

Tabel 1: 25 belangrijkste aandelenposities (% uitgedrukt t.o.v. totale portefeuille)

Weight %	Type	NAME
3,28	US0378331005	APPLE
3,21	DK0062498333	NOVO NORDISK 'B'
2,16	US57636Q1040	MASTERCARD
1,89	US5949181045	MICROSOFT
1,62	US02079K1079	ALPHABET 'C'
1,49	US34959E1091	FORTINET
1,31	CH0024608827	PARTNERS GROUP HOLDING
1,27	US67066G1040	NVIDIA
1,13	DE0005190003	BMW
1,10	US3841091040	GRACO
1,07	DE0005104400	ATOSS SOFTWARE
1,02	US4370761029	HOME DEPOT
0,99	US1273871087	CADENCE DESIGN SYS.
0,97	NL0010273215	ASML HOLDING
0,97	CH0025238863	KUEHNE UND NAGEL INTERNATIONAL
0,94	US5500211090	LULULEMON ATHLETICA
0,93	NL0000334118	ASM INTERNATIONAL
0,90	IE00059Y5762	LINDE
0,89	US6833441057	ONTO INNOVATION
0,88	US5627501092	MANHATTAN ASSOCS.
0,88	CH0244767585	UBS GROUP
0,86	US5324571083	ELI LILLY
0,84	US75886F1075	REGENERON PHARMS.
0,84	US91324P1021	UNITEDHEALTH GROUP
0,83	US64110L1061	NETFLIX

De huidige beurswaarderingen in de VS vormen evenwel een bijzonder vraagstuk, waarbij vooral de vereiste risicopremie een laag peil bereikt. Dit betekent dat de huidige koersen weinig buffer bevatten voor toekomstige schommelingen op de aandelenmarkten. Enerzijds is dit niveau toe te schrijven aan de hoge waardering van enkele mega-aandelen, die hun hoge koers/winstverhoudingen te danken hebben aan het feit dat deze bedrijven zowel verder groeipotentieel vertonen in de toekomst en in het heden zeer substantiële inkomsten weten te generen. Anderzijds blikken de Amerikaanse aandelenmarkten verder vooruit in de toekomst dan hun Europese tegenhangers, die relatief goedkoop gewaardeerd blijven.

Bij de waardering van Amerikaanse aandelen wordt voorbijgegaan aan de groeivertragingen die de Amerikaanse economie zullen treffen in het derde en vierde kwartaal van 2023 en wordt het verwachte groeiherstel in 2024 als vertrekpunt genomen. Dit vormt een moedige maar niet noodzakelijk onrealistische startbasis, die ook door ons asset allocatiemodel als uitgangspunt wordt genomen. We zijn er ons ten volle van bewust dat een degelijke waardering echter op frequente basis aan een lakmoestest zal worden onderworpen. Gelet op onze fundamentele overtuiging dat de keuze voor kwaliteitsvolle groei het beste alternatief vormt, zullen dergelijke neerwaartse correcties vandaar telkens als investeringsopportuniteiten worden aanzien.

Door het beperktere groeipotentieel van Europese aandelen, blijft hun koerswaardering meer hinder ondervinden van de zwaartekracht die uitgaat van de huidige groeivertragingen in Europa. De goedkopere waardering van Europese bedrijven in

vergelijking met hun Amerikaanse tegenhangers kan vandaar slechts in beperkte mate als een relatief voordeel worden beschouwd vermits dit gegeven ook het verschil aan groeipotentieel weergeeft.

De aandelenportefeuille blijft vandaar zijn belangrijkste geografische accent leggen in de VS (61%) en in mindere mate in de Eurozone (17%) en de rest van Europa (21%). Slechts een marginaal deel van de aandelenportefeuille is momenteel voorzien voor India en Japan. Gelet op de fundamentele verstoringen in de Chinese economie wordt deze beurs vermeden. Ondanks de overwegingen in de VS wordt de positie in US \$ momenteel niet afgedekt, in tegenstelling tot de eerste helft van 2023.

15/10/2023