

VOORZITTER:

Gerben Jorritsma, *Investment Consultant,
Board Member, Lecturer, InvestmentEASE*

DEELNEMERS:

Xavier Blaiteau, *bfinance*

Ilia Chelomiansky, *Fidelity International*

Charles Cresteil, *BNP Paribas Asset Management*

Gerard Fitzpatrick, *Russell Investments*

Harald Henke, *Quoniam Asset Management*

Martin Prins, *APG Asset Management*

Sid Swaminathan, *BlackRock*

Foto: Mark van den Brink Fotografie



FACTORBELEGGEN IS PER DEFINITIE RESULTAATGERICHT

Door Hans Amesz

Factorbeleggen in vastrentende waarden is de afgelopen jaren populairder geworden. Dat komt mede doordat lage beleggingsrendementen inmiddels gemeengoed zijn geworden. Je moet echter wél weten waar factorbeleggen zinvol kan worden toegepast.



Wat zijn jullie ervaringen met factorbeleggen in vastrentende waarden? Hoe sterk geloven jullie erin en waar zien jullie aanvullende aandachtsgebieden?

Xavier Blaiteau: 'Factorbeleggen is een groeiend segment in de markt. Voor beleggers is het een manier om duidelijk inzicht te krijgen in het rendement en in zekere zin kan het ook duidelijkheid en transparantie bieden met betrekking tot de belangrijkste drijfveren van het portefeuillerisico en -rendement. In dat opzicht geloof ik zeker in factorbeleggen in vastrentende waarden. Als consultant nemen wij geen uitgesproken standpunt in over factorstrategieën: we zijn niet bijzonder kritisch of sceptisch als het om factorbeleggen in fixed income gaat. We willen pragmatisch blijven en ervoor zorgen dat onze klanten de strategieën begrijpen en ze

selecteren op basis van wat ze doen, niet op basis van wat ze niet doen.'

Ilia Chelomianski: 'Wij geloven sterk in factorbeleggen binnen fixed income en credit. Ik denk dat het om een nog onderbelicht gebied gaat en dat het dus te vroeg is om specifieke emittenten te bekritisieren. Het is tegelijkertijd wel belangrijk factorbeleggen als een beleggingsbenadering te beschouwen. Veel van de studies die ik heb gezien, zijn voornamelijk educatief van aard. Dat is natuurlijk interessant, maar gezien het hoge niveau van illiquiditeit in de vastrentende markten, vooral op dit moment, denk ik dat factormodellen beleggingswaardig moeten zijn en rekening moeten houden met de reële transactiekosten. Dat is een van de kritiekpunten met betrekking tot factorbeleggen in fixed income. Verder denk ik dat het eenvoudig vertalen van

> **Gerben Jorritsma** is een zelfstandige Beleggingsprofessional, Bestuurder en Trainer. Zijn brede ervaring en kennis op het gebied van beleggen heeft hij opgedaan als Belegger en Senior-Manager in internationale rollen bij ING Groep, MN Services en ABN AMRO. Momenteel is Jorritsma verbonden aan InvestmentEASE, IPFOS, Nyenrode Business Universiteit, Hogeschool Avans en levert hij een actieve bijdrage aan de kwaliteit en integriteit van de beleggingssector als Bestuurslid van CFA Society VBA Netherlands.



Foto: Mark van den Brink Fotografie



> **Xavier Blaiteau** is Senior Associate bij bfinance. Hij trad in februari 2017 in dienst bij bfinance als Analist voor het Public Market-team. Eerder werkte Blaiteau twee jaar voor Lyxor Asset Management op het gebied van managerselectie voor zowel beleggingsfondsen als hedgefondsen. Blaiteau heeft een MSc in Finance van ESSCA, Frankrijk.

factoren in de aandelenmarkt naar de vastrentende markt niet zo goed werkt.'

Gerard Fitzpatrick: 'Ik geloof absoluut in factorbeleggen, maar het is natuurlijk niet de totale oplossing. Het helpt zeker als klanten op zoek zijn naar een bepaald resultaat: een bepaald rendement met een bepaald niveau van geminimaliseerd risico. Er is uiteindelijk sprake van zogenoemd outcome investing, waar factor investing een sterke rol in kan spelen omdat het per definitie resultaatgericht is. Bij factorbeleggen telt vooral de ervaring en niet zozeer de backtesting. Je moet bijvoorbeeld weten onder welke handelsomstandigheden en in welk tijdsbestek het werkt. Ik denk dat er een goede kans bestaat om vooruitgang te boeken met betrekking tot een beter begrip van de portefeuilles van klanten.'

Sid Swaminathan: 'Wij geloven in factorbeleggen omdat we van mening zijn dat de traditionele premies in de verschillende asset classes kunnen worden onderverdeeld in factorpremieën en dat er rendementen gemaakt kunnen worden door exposure naar deze factoren. Ik vind ook dat factorbeleggen meer resultaatgericht is dan andere vormen van beleggen. Wat voor factoren in de aandelenmarkt opgaat, kan inderdaad niet zomaar worden toegepast op de vastrentende markt, want die markt is uniek op het gebied van complexiteit, uitvoerbaarheid en – nog belangrijker – transactiekosten. Elke vorm van factoronderzoek in vastrentende waarden moet met dit alles rekening houden.'

Harald Henke: 'Het is belangrijk om realistische verwachtingen te hebben over wat factorbeleggen in vastrentende waarden wel en niet kan bewerkstelligen. De aanpak werkt het beste als je een groot universum hebt: bijvoorbeeld 15.000 investment grade-obligaties wereldwijd. Het grote voordeel van factorbeleggen in vastrentende waarden is het consequent kunnen

oogsten van risicopremies. Wat betreft de sceptis: je moet de valkuilen of potentiële valkuilen van factorbenaderingen kennen en zorgvuldig opereren om die te vermijden. Het model moet robuust zijn en factoren moeten implementeerbaar zijn. Liquiditeit is een issue. Als er bijvoorbeeld een factor is die twee- tot driehonderd procent turnover in een portefeuille vereist, kan beleggen in deze factor moeilijk zijn in periodes waarin de liquiditeit beperkt is. Als de factor als het ware afbreekt bij een turnover van vijftig of honderd procent, is het model zeker niet robuust. Het laatste punt dat ik wil noemen, is dat je altijd de grenzen van je model moet kennen en moet weten met welke issues je in je model te maken krijgt.'

Martin Prins: 'Ik geloof dat factorbeleggen in vastrentende waarden zinvol is. Factorbeleggen is geworteld in een solide economische theorie, het is empirisch bevestigd en ook met succes toegepast in de praktijk. Factorbeleggen is evidence-based. Natuurlijk is factorbeleggen geen free lunch. Er zijn wel degelijk risico's en onzekerheden aan verbonden. Je kunt alleen van factorpremieën profiteren als je beschikt over een doordachte portefeuilleconstructie, goed risicomanagement en een adequate handelsstrategie. Dit vereist de juiste vaardigheden en vakmanschap.'

Charles Cresteil: 'Vastrentende markten vormen een zeer groot beleggingsuniversum, dat zich heel goed leent voor een op factoren gebaseerde beleggingsstrategie. In feite hebben wij meer dan tien jaar factorgebaseerde beleggingsoplossingen beheerd op vastrentend gebied. We zijn begonnen met staatsobligaties en in de afgelopen vijf jaar hebben we ook gewerkt met bedrijfsobligaties. Daarmee moet je de beperkingen van factorbeleggen kennen en realistische verwachtingen hebben over waar je het zinvol kunt toepassen. Wel bij staats- en bedrijfsobligaties, maar bij gesecuritiseerde schulden is het bijvoorbeeld veel twijfelachtiger.'

Wat is de theoretische en wetenschappelijke basis voor factorbeleggen in vastrentende waarden?

Prins: 'Er zijn wat mij betreft drie categorieën van theoretische

Ik vind dat factorbeleggen meer resultaatgericht is dan andere vormen van beleggen.

argumenten die het rendement van factorbeleggen verklaren. De eerste categorie gaat over argumenten die het rendement verklaren als een beloning voor risico. De tweede categorie betreft argumenten die voortkomen uit behavioral finance, zoals onder- of overreactie op nieuws. De derde categorie die factorpremies verklaart, komt voort uit structurele onevenwichtigheden, bijvoorbeeld de bekende fallen angel-premie.'

Het praktische bewijs van het nut van factorbeleggen in vastrentende waarden is er. Hoe sterk is het wetenschappelijk bewijs?

Fitzpatrick: 'Uit onderzoek van de Europese businessschool EDHEC (École des hautes études commerciales du nord) is gebleken dat het niveau van gerespecteerd academisch onderzoek op dit gebied niet heel sterk of robuust is. Vermogensbeheerders, die vaak ook zelf beschikken over wetenschappelijke onderzoeken, kunnen daaraan in hoge mate hun eigen interpretatie geven. Als er een verhoogde acceptatie ontstaat ten aanzien van de wetenschappelijke robuustheid van factorbeleggen, zal dat ertoe leiden dat de vraag van (institutionele) beleggers naar factorbeleggen in vastrentende waarden toeneemt en dat zij vraagtekens zetten bij het betalen van hogere kosten voor actief beheer in niet-factorbeleggen.'

Blaiteau: 'In vergelijking met aandelen is wetenschappelijk onderzoek naar factorbeleggen in vastrentende waarden achtergebleven. Een van de belangrijkste redenen was de gebrekkige kwaliteit van gegevens en informatie. Die lijkt te verbeteren en als gevolg daarvan wordt er meer en meer onderzoek gedaan naar factorbeleggen in vastrentende waarden.'

Henke: 'Als het gaat om eurocredits was de kwaliteit van de gegevens, zeker in de jaren voor de financiële crisis, aanzienlijk slechter dan vandaag de dag. Betrouwbare tijdreeksen van data zijn er nog niet zo lang en daarom is het geen verrassing dat de totale hoeveelheid onderzoek die op het gebied van factorbeleggen in vastrentende waarden wordt geproduceerd, veel kleiner is dan op het gebied van factorbeleggen in aandelen.'

> **Ilia Chelomianski** is Portefeuillemanager binnen het Systematic Fixed Income (SyFI) team van Fidelity. Hij trad in 2016 in dienst bij Fidelity als Investment Director voor verschillende strategieën, waaronder op maat gemaakte institutionele portefeuilles die door het SyFI-team worden beheerd. Voor Fidelity heeft hij drie jaar voor Source UK Services gewerkt. Eerder heeft hij een aantal Fixed Income-posities bekleed bij investeringsbanken en vermogensbeheerders. Chelomianski heeft een BSc in General Management van de EBS Universiteit, Duitsland.

Je kunt alleen van factorpremies profiteren als je beschikt over een doordachte portefeuilleconstructie, goed risicomangement en een adequate handelsstrategie. Dit vereist de juiste vaardigheden en vakmanschap.

Cresteil: 'In de afgelopen jaren hebben tal van onderzoeksrapporten de wetenschappelijke bevindingen over factoren uitgebreid tot bedrijfsobligaties en treasuries. Wel moet bedacht worden dat factorbeleggen niet alleen gebaseerd is op wetenschappelijke theorie, maar ook voortbouwt op praktijkervaring. De meeste factoren die we gebruiken voor bedrijfsobligaties zijn bekend bij kredietanalisten en ratingbureaus, maar ze worden anders en op een niet-systematische manier gebruikt.'

Niettemin is factorbeleggen in vastrentende waarden in de afgelopen jaren populairder geworden. Wat is de reden hiervoor?

Henke: 'Wij doen al vijftien jaar aan factorbeleggen in vastrentende waarden en hebben ons altijd afgevraagd waarom het niet vaker werd toegepast. En toen, plotseling, sprong opeens iedereen op de trein. Dat is naar mijn mening deels te wijten aan het feit dat lage beleggingsrendementen gemeengoed zijn geworden, wat betekent dat de outperformance van de asset manager relatief belangrijker is geworden. Het tweede punt is waarschijnlijk diversificatie. Als je een quant manager combineert met een fundamentele manager, krijg je meestal een meer stabiele overall alpha. Verder is, zoals gezegd, de datakwaliteit toegenomen, waardoor het makkelijker is een robuust model te maken.'

Prins: 'De toegenomen populariteit van factorbeleggen komt voort uit een toegenomen vraag, gecombineerd met een beter aanbod. Aan de vraagkant zijn de lage rente-omgeving, de



Foto: Archief Fidelity



Foto: Archief BNP Paribas AM

> **Charles Cresteil** is Quantitative Investment Specialist bij BNP Paribas Asset Management (BNPPAM). In deze functie is hij verantwoordelijk voor kwantitatieve beleggingen en de ontwikkeling van BNPPAM's kwantitatieve beleggingsactiviteiten met een focus op factor-based vastrentende strategieën. Cresteil werkt sinds 2004 bij BNPPAM, eerst als Quantitative Portfolio Manager en daarna van 2009 tot 2012 als Investment Strategist binnen het Asset Allocation & Strategy-team. Eerder werkt hij als Kwantitatief Analist bij Société Générale Corporate and Investment Banking. Cresteil heeft een MSc in Computerwetenschappen en Toegepaste Wiskunde aan ENSEEIHT.

lage spreads en de behoefte aan diversificatie al genoemd. Ik denk ook dat beleggers steeds kostenbewuster worden en dat factorbeleggen relatief kostenefficiënt kan worden geïmplementeerd. Sommige beleggers zijn teleurgesteld over het rendement van passieve investeringen, met name in credits. Factorbeleggen kan een aantrekkelijk alternatief zijn voor deze categorie, omdat daardoor tegen marginaal hogere kosten een beter rendement kan worden behaald. Aan de aanbodzijde vormen de verbeterde beschikbaarheid en kwaliteit van data een belangrijke factor in de verklaring van de toegenomen populariteit van factorbeleggen in credits.'

Chelomianski: 'Er zijn meer vermogensbeheerders actief op het gebied van factorbeleggen dan vroeger. Dat heeft zeker te maken met de beschikbaarheid van betere gegevens, maar ik denk dat het ook te maken heeft met het feit dat de transparantie aan de obligatiekant de afgelopen jaren is toegenomen. Beleggers maken al bijna vijftig jaar gebruik van factorstrategieën in de aandelenwereld en bewegen nu langzaam in de richting van investment grade credit en verder naar high yield-markten. Zij raken meer gewend aan de factorbenadering in deze asset classes. Het heeft er natuurlijk ook mee te maken dat deze portefeuilles 'schoon' en makkelijk te implementeren zijn, aangezien factorstrategieën vaak zijn

opgebouwd om posities in afzonderlijke emittenten te kunnen innemen, waarbij macrofactoren zoals duratie en kredietrisico neutraal worden gehouden ten opzichte van de benchmark.'

Wat zijn de belangrijkste factoren die in de verschillende segmenten van de vastrentende markten moeten worden toegepast?

Swaminathan: 'Credit is de categorie waarin we het meeste onderzoek hebben gedaan naar factoren. Binnen credit zijn macrofactoren, zoals groei, reële rentes en inflatie, en stijlfactoren, zoals waarde, momentum, carry, kwaliteit, size en lage volatiliteit, de belangrijkste factoren om rekening mee te houden. Rentemarkten worden gedomineerd door macrofactoren.'

Fitzpatrick: 'Transparantie is essentieel. Daardoor kunnen klanten zien waar het rendement vandaan komt en kunnen ze zeggen: 'Dit is waar ik me op moet richten. Dit zijn de beste strategieën die er zijn.' Dat kan dan op de meest efficiënte en betrouwbare manier bereikt worden. Het stelt klanten in staat om hun fee-budget in te zetten, of het nu gaat om alpha-beleggingen binnen vastrentende waarden, of om bijvoorbeeld pure alpha en hogere rendementsstrategieën. Klanten moeten geholpen worden om weloverwogen beslissingen te kunnen nemen.'

Is ESG (Environmental, Social and Governance) een factor?

Cresteil: 'ESG is erg belangrijk, maar wij vinden dat het niet als 'stijlfactor' moet worden gebruikt. Voor ons is ESG eerder een additionele beleggingsdoelstelling. Wij passen het toe in de opbouwfase van de portefeuille en streven daarbij naar een verbetering van de ESG-score van de portefeuille ten opzichte van de benchmark. Omdat factorbeleggen in wezen bestaat uit het gebruik van een op regels gebaseerde benadering om uitgevende instellingen te selecteren, is het van nature 'ESG-integratie compatible'. Ik geloof dat het vermogen om ESG op een soepele manier te integreren ook zal bijdragen aan de verbreiding van factorbeleggingsstrategieën.'



Chelomianski: 'Wij integreren ESG-gegevens in onze emittent-factorconstructies. We hebben geconstateerd dat duurzaamheid excess returns kan genereren. We implementeren ESG overigens niet alleen om redenen van performance. Het is een opzichzelfstaande doelstelling van een portefeuille.'

Is er een verschil tussen obligatie- en emittent-factoren?

Chelomianski: 'Wij zijn van mening dat er een aanzienlijk verschil is tussen de factoren voor obligaties en de factoren voor emittenten. Wij creëren eerst factoren op het niveau van de issuer. Als we beginnen met het opbouwen van de portefeuille, gaan we vervolgens obligatiespecifieke factoren toepassen om de juiste obligaties te selecteren van de betreffende emittent, die in principe de hoogste factor-exposure hebben. Het is dus belangrijk te differentiëren tussen bond- en emittentfactoren.'

Henke: 'Het maakt inderdaad een groot verschil of je naar obligaties of naar emittenten kijkt. Wij geven er sterk de voorkeur aan om te modelleren aan de kant van de emittenten, maar dan schuif je de complexiteit door naar de implementatiefase van de portefeuille.'

Hoe verschilt de implementatie van factorbeleggen in vastrentende waarden ten opzichte van aandelen?

Blaiteau: 'De implementatie van factorbeleggen in aandelen is veel gemakkelijker dan die in vastrentende waarden. Een emittent geeft slechts één aandeel uit, maar dezelfde uitgevende instelling kan wel vijftien, twintig obligaties uitgeven met verschillende looptijden, niveaus van liquiditeit, embedded optionality, enzovoort.'

Henke: 'Er is veel meer complexiteit in vastrentende waarden dan in aandelen. Dit heeft belangrijke implicaties voor de feedback loops in de waardeketen. Je moet bijvoorbeeld een sterke feedback hebben van de handel en de liquiditeitsmeting naar de portefeuilleconstructie. Je moet ook het

Voor echt goedkope index-oplossingen zal er altijd een markt zijn, want beleggers zullen blij zijn met exposure naar de marktbeta tegen een concurrerende prijs.

proces van modellering naar portefeuillebeheer grondig bekijken.'

Cresteil: 'Een verschil met factorbeleggen in aandelen houdt verband met het andere rendementsprofiel; obligaties bieden niet hetzelfde opwaartse potentieel als aandelen. Als je een obligatie van goede kwaliteit koopt en aanhoudt, verdien je in feite het rendement van de obligatie en is je opwaarts potentieel in wezen beperkt. Als gevolg hiervan zal de manier waarop je bijvoorbeeld kwaliteit of waarde definieert verschillen, ook al gaat het om bedrijven voor zowel aandelen als bedrijfsobligaties.'

Zijn er, misschien vanuit het perspectief van behavioral finance, specifieke factoren die moeilijk te implementeren zijn in vastrentende waarden?

Prins: 'Ja, momentum is een goed voorbeeld. Als de horizon van het momentum kort is, kan de uitvoering van een in theorie waardevol signaal in minder liquide markten alle alpha opeten. Het rendement na transactiekosten zou dan nul zijn of zelfs negatief. Dus nogmaals: succesvol zijn in factorbeleggen in vastrentende waarden vereist een doordachte portefeuilleconstructie, maar vooral ook een adequate handelsstrategie.'

Swaminathan: 'Momentum is zeker een factor die moeilijk te implementeren is in vastrentende waarden. Uit door ons uitgevoerd onderzoek blijkt dat ook de factor grootte een rol speelt. Over het algemeen geldt dat de kleinere emissies minder geanalyseerd worden en er dus potentieel een soort

> **Gerard Fitzpatrick** is Head of Fixed Income Portfolio Management bij Russell Investments. Hij is direct verantwoordelijk voor het beheer van de Fixed Income-fondsen in EMEA en is uiteindelijk verantwoordelijk voor de performance van alle Fixed Income-fondsen van Russell Investments wereldwijd. Fitzpatrick zit in het Global Investment Strategy Committee, Investment Leadership team en geeft regelmatig commentaar op fixed income en op bredere marktkwesties in de wereldwijde media.



Foto: Archief Russell Investments



> Dr. Harald Henke werkt sinds november 2006 bij Quoniam Asset Management. Hij is verantwoordelijk voor de performance en is het gezicht van fixed income voor het bedrijf. Hiervoor was hij Hoofd Fixed Income Research, waar hij verantwoordelijk was voor de ontwikkeling van kwantitatieve modellen voor bedrijfsobligaties en interest rate forecasts. Dr. Henke studeerde economie aan de Goethe Universiteit in Frankfurt am Main. Hij promoveerde aan de Universiteit Viadrina in Frankfurt an der Oder op het gebied van de empirische analyse van de microstructuur van de markt, met een focus op de kapitaalmarkten van emerging markets.

van beleggingspremie in zit. Maar vanwege bijvoorbeeld geringe liquiditeit en hoge transactiekosten kan het er uiteindelijk aanzienlijk minder aantrekkelijk uitzien.'

Hoe positioneer je factorbeleggen? Kunnen we factorbeleggen gebruiken als screening- en/of relative value-instrument?

Blaiteau: 'Vanuit een historisch perspectief kunnen we zien dat de traditionele vastrentende managers in de loop der jaren verschillende instrumenten hebben ontwikkeld om hun besluitvormingsproces te ondersteunen. Ik denk dat deze

Het is dus belangrijk te differentiëren tussen bond- en emittentfactoren.

Financial Investigator stelde Mary Pieterse-Bloem, Global Head Fixed Income en Lid van het Beleggingscomité van ABN AMRO Private Banking, ook twee vragen over Factor Investing en Smart beta in Fixed income.

Gelooft u in de toegevoegde waarde van factorbeleggen in fixed income?

'Ja, voor bedrijfsobligaties geloof ik daar zeker in. Uit academisch onderzoek is gebleken dat factoren rendementen op de lange termijn significant kunnen beïnvloeden. Dat blijkt in de eerste plaats uit mijn eigen onderzoek, waarin ik voor deze categorie obligaties landen- en industrie factoren onderscheid. Mijn onderzoek toont aan dat deze twee factoren door de tijd heen variëren en dat veelal de landenfactoren dominant zijn. Hetzelfde blijkt ook uit het onderzoek van Patrick Houweling, die de rendementen onderverdeelt in factoren die ook vaak voor aandelen

instrumenten voortdurend zijn geëvolueerd en verfijnd om vandaag de dag een meer opzichzelfstaande systematische managementtool te worden, die zowel de relatieve waarde als de meer fundamentele metriek integreert.'

Chelomianski: 'Het is allemaal begonnen aan de relative value-kant. Wij selecteren obligaties in principe op relative value en streven naar een risicogewogen rendement dat hoger is dan dat van de index. Dit doen we door emittenten te kiezen die beter gepositioneerd zijn, gebaseerd op basis van fundamentele, waarderings- en sentimentfactoren en obligaties die goedkoper zijn binnen een specifieke emittent. We kijken naar obligaties die goedkoop worden verhandeld ten opzichte van hun eigen curve en naar obligaties die worden verhandeld op het steilste deel van de curve, vergelijkbaar met de analyse van nieuw uitgegeven obligaties in de markt.'



significant blijken, te weten: waardering, laag risico, momentum en omvang.'

Voegt investeren in factor investing of smart beta-strategieën nog waarde toe als je rekening houdt met de transactiekosten?

'Hetzelfde onderzoek toont aan dat deze factorstrategieën nog steeds significant zijn, zelfs na transactiekosten.'

Fitzpatrick: ‘Het is belangrijk om heel duidelijk en transparant te zijn over de rol van factorbeleggen in de portefeuilles. Klanten willen dat graag zien. Je moet dus van tevoren uitleggen waarom factorbeleggen in een portefeuille wordt opgenomen, waarom het waarde toevoegt ten opzichte van de huidige portefeuille en ten opzichte van andere belangrijke keuzes die er zijn. Aan de risicokant moet worden aangetoond dat factorbeleggen nuttig is, op gebieden zoals de bijdrage aan het liquiditeitsbeheer, de correlatie met andere strategieën en hoe het zou kunnen helpen en beschermen in een stresstestomgeving.’

Henke: ‘Het is nooit of/of, maar altijd en/en. Een goede waardefactor is in staat om vooral de crisiskandidaten te vermijden. Door dat te doen, ontstaat automatisch een outperformance. Van veel van onze klanten horen we dat ze diversificatie belangrijk vinden. Door een factorbenadering te vermengen met een fundamentele benadering ontstaat een diversificatievoordeel. Kijken naar afzonderlijke factoren kan nuttig zijn als screeningsinstrument. Zo is bijvoorbeeld gebleken dat het aandelenmomentum bij toepassing op bedrijfsobligaties gemiddeld genomen een vrij goede voorspeller is van een ratingverlaging. Door te kijken naar de performance van het aandeel, krijg je wellicht inzicht in hoe een rating van een obligatie zich in de toekomst kan ontwikkelen. En als je wilt bepalen of je wilt deelnemen aan een nieuwe emissie, kan kijken naar factoren ook nuttig zijn.’

Swaminathan: ‘We hebben wat multifactorwerk gedaan in het combineren in credits van bijvoorbeeld de factoren waarde en kwaliteit. Dat werkte vrij goed, maar het werkelijk focussen op een single-factor als een screeningtool leverde het meeste succes op. Overigens denk ik dat factorbeleggen als screening- én als relative value-instrument gebruikt kan worden. Het allerbelangrijkste voor ons is dat factorbeleggen transparant is en op regels is gebaseerd.’

Cresteil: ‘Wij hebben ervoor gekozen om factorbeleggen als een opzichzelfstaande strategie te beschouwen en niet om een soort beoordelingsanalyse te vermengen met factoren. Als je begint met het combineren van een op factoren

Ik denk dat een allocatie naar factor investing gekoppeld aan een aantal traditionele actieve benaderingen een goede manier is om vooruit te komen.

gebaseerde benadering met meer oordelende elementen, dan bestaat het risico dat je daar wat transparantie verliest. En transparantie is juist een van de redenen waarom factorbeleggen populair is.’

Prins: ‘Factorbeleggen gaat in principe over de relatieve aantrekkelijkheid van assets. Dus technisch gezien kun je dit gebruiken als een relative value-instrument. Ik denk echter dat er meer waarde zit in een systematische toepassing van factorbeleggen. En wel om twee redenen. Ten eerste denk ik dat een systematische implementatie leidt tot een beter geoptimaliseerde en gebalanceerde portefeuille. Ten tweede zal een systematische toepassing voorkomen dat je het slachtoffer wordt van gedragsmatige valkuilen, wat wellicht eerder zou kunnen gebeuren in een meer discretionair beleggingsproces.’

Als je je beweegt op het gebied van factorbeleggen, moet het dan deel uitmaken van je investment beliefs?

Fitzpatrick: ‘Wij geloven sterk in een door overtuigingen gestuurde benadering van beleggen. Dat helpt bij het nemen van beslissingen en het bieden van transparantie aan klanten over het soort risico’s dat je neemt. Er moet geen misverstand bestaan over hoe asset managers over factorbeleggen denken. Zij moeten duidelijk naar klanten communiceren dat factorbeleggen deel uitmaakt van hun investment beliefs, hoe het kan worden ingezet en op welke gebieden.’

> **Martin Prins** is Lead Quant Credit bij APG Asset Management. In deze rol is hij verantwoordelijk voor de multi-factor credit beleggingsstrategie. Daarnaast is Prins in de rol van Lead Quant Solutions verantwoordelijk voor het R&D van portfoliomanagementoplossingen en advies. Voordat hij in 2013 bij APG Asset Management kwam werken, was hij Hoofd van het Quantitative Strategies-team bij ING Investment Management (nu NN Investment Partners). Prins heeft meer dan 25 jaar ervaring in asset management, waar hij zich voornamelijk heeft gericht op quant research in fixed income en strategisch advies aan institutionele klanten. Hij behaalde in 1995 zijn Master Econometrie aan de Erasmus Universiteit Rotterdam.



Foto: Archief APG Asset Management



Foto: Archief BlackRock

> Sid Swaminathan, Managing Director, is als Hoofd Core Portfolio Management EMEA binnen Global Fixed Income bij BlackRock verantwoordelijk voor de Systematic Fixed Income (SFI)-portefeuilles. Samen met een team van SFI-experts bepaalt hij de strategische prioriteiten voor deze portefeuilles en stemt hij de samenwerking af met de Active Fundamental Fixed Income-teams in EMEA. Swaminathan werkt sinds 2005 bij BlackRock, inclusief zijn jaren bij Barclays Global Investors (BGI), dat in 2009 met BlackRock fuseerde. Bij BGI was hij onder meer verantwoordelijk voor multisector-portefeuilles.

Gaat factorbeleggen de goedkope beta-beleggingsoplossingen of actieve beleggingsoplossingen vervangen? Wat zal de rol van factorbeleggen zijn in de beleggingsportefeuilles?

Swaminathan: 'Er zal altijd ruimte zijn voor alle drie de beleggingsoplossingen, dus ik denk niet dat de ene de andere zal gaan vervangen. Voor echt goedkope indexoplossingen zal er altijd een markt zijn, want beleggers zullen blij zijn met exposure naar de marktbeta tegen een concurrerende prijs. Beleggers zullen naar verwachting ook bereid zijn te betalen voor pure alpha. Hiertussen is ruimte voor factorbeleggen.'

Chelomianski: 'Ik ben het ermee eens dat factorbeleggen ergens tussen passief en actief beleggen in zit. Factoronderzoek kan een bijdrage leveren aan de fundamentele beoordeling van een actieve portefeuille. Een punt om te vermelden is wel dat passief beleggen in vastrentende waarden anders is dan passief beleggen in aandelen, omdat een marktgewogen portefeuille-constructie in het geval van obligaties niet altijd zinvol is. Immers, het is vaak niet rationeel om meer geld te geven aan kredietverstrekkers met een hogere schuld.'

Blaiteau: 'Managers van factorbeleggingsstrategieën in vastrentende waarden zijn van mening dat hun strategieën laag gecorreleerd zijn met traditionele oplossingen in fixed income. Factorbeleggen kan werken als een diversificatiefactor, wat voordelig kan uitpakken.'

Fitzpatrick: 'Er zijn drie mogelijke oplossingen genoemd: de traditionele actieve manager, de betaprovider en de factoroplossing. Als je op één van de drie wedt, loop je een kans om te verliezen, maar een zorgvuldige verdeling over alle

drie kan een optimale weg zijn om vooruit te komen. Dat is, denk ik, een interessante optie voor de toekomst.'

Prins: 'Daar ben ik het helemaal mee eens. Ik zou ook niet op één paard wedden, maar diversifiëren. Actief en passief beheer van kredietportefeuilles kunnen goed samengaan met factorbeleggen.'

Zal er, net als bij aandelen, een met Ang, Goetzmann en Schaefer vergelijkbare gamechanger worden geïntroduceerd waardoor we anders tegen portefeuillebeheer in fixed income gaan aankijken?

Prins: 'De wereld van vastrentende waarden is conservatiever dan die van aandelen, dus veranderingen gaan langzamer. Maar ik ben ervan overtuigd dat factorbeleggen in fixed income de weg van factorbeleggen in aandelen zal volgen.'

Chelomianski: 'Ik denk dat het nog te vroeg is om het over een game changer te hebben en zeker te vroeg om te denken dat factorbeleggen de voornaamste manier wordt om in fixed income te investeren. Er zijn teveel verschillende modellen en we weten niet welke kant het de komende vijf tot tien jaar opgaat.'

Fitzpatrick: 'Factorbeleggen is geen wondermiddel, maar er moet wel meer aandacht aan worden besteed door vastrentende beleggers. De tijd zal leren wie wint: de traditionele obligatiebelegger of de factorbelegger in fixed income. Ik denk dat een allocatie naar factor investing gekoppeld aan een aantal traditionele actieve benaderingen een goede manier is om vooruit te komen.'

Creteil: 'Het potentieel van factorbeleggen in vastrentende waarden is groot, maar het wordt beperkt door een geringer aanbod van vermogensbeheerders die factorgebaseerde strategieën in vastrentende waarden aanbieden, omdat dat gecompliceerder is dan bij aandelen. Niettemin geloof ik dat de zaak vanuit beleggingsoogpunt net zo sterk is als bij

De tijd zal leren wie wint: de traditionele obligatiebelegger of de factorbelegger in fixed income.

aandelen, vanwege de noodzaak tot diversificatie en het beheersen van de exposure naar factoren.'

Wat valt er te zeggen over de toegevoegde waarde van factorbeleggen in de huidige turbulente marktomstandigheden?

Prins: 'De afgelopen maanden, het eerste kwartaal en ook april, zijn erg moeilijk geweest voor actief beheer in het algemeen. Verschillende managers hebben zeer uiteenlopende prestaties laten zien, wat voor mij het belang van diversificatie van managers benadrukt. Tegelijkertijd zie je dat credit-factorbeleggingen geen extreme drawdowns hebben vertoond. Het is daarom terecht om te constateren dat factorbeleggen in credits deze test heeft doorstaan. Of dit in de toekomst de populariteit zal vergroten, is moeilijk te voorspellen, omdat veel andere factoren, zoals marktliquiditeit en transactiekosten, ook een rol spelen.'

Swaminathan: 'Onze factorproducten, die voornamelijk gericht zijn op kwaliteit, hebben het in moeilijke marktomstandigheden relatief goed gedaan. We zijn hier in 2007 mee begonnen, dus we hebben al twee crises, de Grote Financiële Crisis en de euro-soevereiniteitscrisis, doorgemaakt vóór de huidige coronacrisis. Factoren als kwaliteit zijn door deze gebeurtenissen versterkt en het niveau van bewustwording en waardering voor systematische of quant creditstrategieën is verhoogd.'

De afgelopen maanden hebben verschillende managers zeer uiteenlopende prestaties laten zien, wat voor mij het belang van diversificatie van managers benadrukt.

Henke: 'Fundamentele strategieën die sterk gericht zijn op de 'carry'-factor hebben het de afgelopen vier jaar vrij goed gedaan, misschien met uitzondering van 2018. Ik denk dat wat we nu in het eerste kwartaal van dit jaar en april hebben gezien, misschien wat licht kan werpen op het inherente risico van deze strategieën en de grote ontreddering die ze kunnen veroorzaken. Het is de afgelopen vier jaar moeilijk geweest om met deze strategieën te concurreren en nu zou het kunnen dat beleggers meer risicobewust worden en meer rekening houden met een meer risicobewuste benadering, zoals factorbeleggen.'

Cresteel: 'Onze factorgebaseerde obligatieportefeuilles waren zeer veerkrachtig in de dalende markt. Dat illustreert, geloof ik, twee dingen. Ten eerste dat factorstrategieën minder kwetsbaar zijn tijdens periodes van marktstress en ten tweede is het voor investeerders cruciaal om hun posities te diversifiëren tussen op factoren gebaseerde investeringen en meer traditionele strategieën.' «

CONCLUSIE

Factorbeleggen is een groeiend segment van de markt. Het is geworteld in een solide economische theorie, het is empirisch bevestigd en ook met succes toegepast in de praktijk. Factorbeleggen is meer resultaatgericht dan vele andere vormen van beleggen.

Het grote voordeel van factorbeleggen in vastrentende waarden is de mogelijkheid om consequent risicopremies te kunnen oogsten in de loop van de tijd. De toegenomen populariteit van factorbeleggen komt voort uit een groeiende vraag, gecombineerd met een beter aanbod. Aan de vraagkant spelen de lage rente-omgeving en de behoefte aan diversificatie een rol. Beleggers worden ook steeds kostenbewuster en factorbeleggen kan relatief kostenefficiënt worden geïmplementeerd.

De implementatie van factorbeleggen in vastrentende waarden is wel moeilijker dan in aandelen. Succesvol zijn in factorbeleggen in vastrentende waarden vereist een doordachte portefeuilleconstructie, maar vooral ook een adequate handelsstrategie. Factorbeleggen kan als screening- én als relative value-instrument worden gebruikt. Het is transparant en op regels gebaseerd. Transparantie is zeker een van de redenen waarom factorbeleggen populair is.

Op factoren gebaseerde obligatieportefeuilles waren zeer veerkrachtig in dalende markten, wat illustreert dat factorstrategieën minder kwetsbaar zijn tijdens periodes van marktstress. Het is daarom goed mogelijk dat beleggers meer risicobewust worden en meer rekening gaan houden met risicobewuste benaderingen als factorbeleggen.