

Factorbeleggen bij obligaties steeds meer omarmd

Factorbeleggen in obligaties is nog niet zo bekend en erkend als factorbeleggen in aandelen. Maar er zit een flinke groei in de markt, zo bleek tijdens het webinar dat Financial Investigator organiseerde over Fixed Income Factor Investing. Vier experts gingen met elkaar in discussie en kwamen tot de conclusie dat de implementatie van een goede factorstrategie van grote invloed is op de uiteindelijke resultaten.

Door Harry Geels

IN HET KORT

Door een verbeterde data-kwaliteit wint factorbeleggen in obligaties aan populariteit.

De keuze voor factorbeleggen in obligaties wordt vaak gemaakt vanuit het oogpunt van diversificatie.

Factorbeleggen voegt nieuwe bronnen van alpha toe, terwijl tegelijkertijd door stijlspreiding de risico's dalen.

Voor factoren als Value, Momentum, Carry en (vooral bij high yield) Quality bestaat veel wetenschappelijk bewijs. Ook Size is een bekende factor.

Ondanks afgenomen liquiditeit kunnen beleggers door een slimme omgang met big data toch efficiënt handelen.

Wat maakt factorbeleggen bij obligaties speciaal en wat maakt het anders dan bij aandelen? En groeit de acceptatie voor deze vorm van beleggen?

Mary-Pieterse Bloem opent de discussie met de stelling dat factorbeleggen met obligaties eigenlijk pas recent onder de aandacht van beleggers is gekomen, nadat het eerst succesvolle acceptatie heeft gekregen bij aandelen. De wat latere start bij obligaties heeft volgens haar te maken met de kwaliteit van de data. Svetlana Borovkova bevestigt de datakwestie, maar constateert tevens dat nu de datakwaliteit beter is geworden, niet alleen bestaande factoren beter

worden onderbouwd, maar dat er ook nieuwe gevonden kunnen worden, zeker aangezien de obligatiemarkten verre van efficiënt zijn. Dat er nu goede databases bestaan, betekent overigens niet dat alle data uit het wat verdere verleden goed zijn. Dit geeft nog wel wat uitdagingen bij het backtesten van factorstrategieën. Harald Henke merkt op dat factoren bij aandelen en obligaties anders werken, zelfs met het oog op een gemeenschappelijke factor als Value. Die heeft het volgens hem bij aandelen jarenlang moeilijk gehad, maar bij obligaties ziet hij hier een prima prestatie. Momentum heeft de laatste jaren bij aandelen soms tot flinke drawdowns geleid, maar bij obligaties juist veel minder. Veel factoren worden ook anders berekend.

Xavier Blaiteau ziet de laatste jaren steeds meer belangstelling voor factorbeleggen in obligaties, hetgeen ook hij mede toeschrijft aan de sterk verbeterde datakwaliteit. Wat eveneens heeft bijgedragen aan de toegenomen populariteit van factorbeleggen in obligaties, is het groeiende aantal wetenschappelijke onderzoeken naar het bestaan van obligatiefactoren. Uit een enquête van twee jaar geleden bleek dat het aantal strategieën voor factorbeleggen (over het hele kredietpectrum van staatsleningen, credits, high yield en EMD) de afgelopen drie jaar is verdubbeld. Blaiteau ziet ook dat klanten met factorbeleggen een aanvulling zoeken op de bestaan-

de obligatieportefeuilles die doorgaans fundamenteel of ook wel passief worden beheerd.

Pieterse-Bloem sluit zich hierbij aan. Rabobank heeft nu een deel van de obligatieportefeuille omgezet naar factorbeleggen, niet alleen vanwege de betere resultaten, maar juist ook vanwege het diversificatie-argument. Henke vult aan dat hij het diversificatie-argument het vaakst hoort bij zijn klanten. Factorbeleggen voegt nieuwe bronnen van alpha toe, terwijl tegelijkertijd door stijlspreiding de risico's dalen, zo geeft hij aan. De resultaten van factorstrategieën zijn ook duidelijk minder gecorreleerd met de andere, meer traditionele vormen van obligatiebeleggen. Vanwege de lage volatiliteit van de beleggingscategorie is potentiële alpha met factorbeleggen lager bij obligaties dan bij aandelen, maar is de alpha wel stabiel. Bovendien is er nog relatief weinig concurrentie in de markt van factorbeleggen met obligaties, hetgeen meer potentiële alpha oplevert, stelt Henke.

Wat zijn de meest bekende factoren? Moeten beleggers kiezen voor een single factor- of een multi factorbenadering?

Henke begint met de opsomming van de factoren waarvoor veel wetenschappelijk bewijs is en waarover overeenstemming bestaat: Value (het kopen van ondergewaardeerde obligaties), Momentum (meestal het kopen van obligaties van

bedrijven waarvan de aandelenkoers het meeste positieve momentum laat zien), Carry (het kopen van de hogere yields) en vooral bij high yield ook Quality (een focus op bedrijven met stabielere 'earnings'). Pieterse-Bloem vult aan dat ook Size een bekende factor is, meestal gedefinieerd als het aantal uitstaande obligaties van een emitent, waarbij de kleinere emittenten het beter neigen te doen dan de grotere, wat ze mede verklaart doordat 'small-caps' minder gevolgd worden door analisten.

Blaiteau meent dat Size een interessante factor is, die in essentie berust op het binnenhalen van een illiquiditeitspremie. Hij ziet overigens dat diverse factorstrategieën Size nog niet implementeren vanwege de potentieel hogere transactiekosten. Hij stelt verder dat de factoren anders uitwerken in verschillende marktomgevingen. Dat zou pleiten voor een multi factor-benadering, waarmee een 'all-weather profile' verkregen wordt. Henke bevestigt dat de resultaten van een 'blended multi factor'-strategie beter zijn dan een gewogen gemiddelde van losse single factorstrategieën, temeer omdat sommige factoren lastig te implementeren zijn op een stand alone basis.

Borovkova merkt op dat zij bij het testen van strategieën ook nog op andere interessante factoren is gestuit, bijvoorbeeld Sentiment: van een bedrijf dat steeds meer positief nieuws krijgt, gaat de yield naar beneden en vice

versa, vooral bij bedrijven met slechtere ratings. Ze vindt het verder ook belangrijk te testen of de verschillende factoren eigenlijk niet hetzelfde meten. Soms kun je met minder factoren hetzelfde resultaat bereiken. Henke vult aan dat het bij obligaties belangrijk is dat factoren signalen over een wat langere periode geldig blijven, omdat het handelen soms lastig is. Bij aandelen zou je wat hem betreft wel voor hele actieve factorstrategieën kunnen kiezen, omdat aandelen doorgaans sneller en goedkoper te verhandelen zijn.

Pieterse-Bloem brengt nog de ESG-factor op. Zij heeft die met haar onderzoeken op de universiteit nog niet echt kunnen ontdekken als een potentiële bron van alpha, althans als extra alfabron naast de eerdergenoemde factoren. Borovkova sluit af met de opmerking dat als ESG weliswaar geen alpha oplevert, dat het wel kan worden toegepast als het bijvoorbeeld aansluit op de fiduciaire taak van de belegger.

Wat zijn de grootste uitdagingen bij het implementeren van een factorstrategie?

Volgens Blaiteau zijn er vooral twee uitdagingen: de liquiditeit van de obligatiemarkten en de inheerente complexiteit van obligatie-instrumenten (diverse obligaties per emitent, met verschillende senioriteitsniveaus, looptijden, valuta's et cetera).

Vanwege liquiditeitsissues zijn transactiekosten, vooral bij een wat actie-

vere factorbenadering de sleutel voor het succes van een manager. Een manager moet goede traders hebben die ook een zekere ruimte en tijd krijgen om op de juiste momenten te handelen. Bij de selectie van managers is het belangrijk erop te letten dat transactiekosten in alle lagen van het beleggingsproces worden meegenomen, vanaf het definiëren en backtesten van de strategie en portefeuilleconstructie tot uiteindelijk de uitvoering.

Wat betreft de liquiditeit stelt Henke dat deze enerzijds door de centrale banken is afgenomen, maar dat liquiditeit anderzijds een 'big data'-issue is geworden. Er zijn tegenwoordig zoveel datapunten van iedere obligatie bekend, dat beleggers met slimme omgang met die data alsnog efficiënt kunnen handelen. Kijkend naar de gemiddelde slippage door de jaren heen, is deze volgens Henke niet afgenomen, hetgeen er nog altijd op zou wijzen dat markten voldoende liquide zijn.

Pieterse-Bloem vult aan dat centrale banken de liquiditeit weliswaar hebben beïnvloed, maar dat daar de groei van obligatie-ETFs tegenover staat. Die onttrekken enerzijds liquiditeit aan de markt, maar bieden die ook weer aan bij indexaanpassingen. Een goed criterium om beheerders te beoordelen is volgens haar te kijken naar hoeveel alpha er overblijft als er door slechte marktomstandigheden gedurende de helft van de tijd niet gehandeld kan worden. ■



Xavier Blaiteau

Senior Associate, bfinance



Mary-Pieterse Bloem

Head of Investment Office, Rabobank, en Professor in Financial Markets, Erasmus School of Economics



Svetlana Borovkova

Head of Quantitative Modelling, Probability & Partners, en Associate Professor, Vrije Universiteit Amsterdam



Harald Henke

Head of Fixed Income Portfolio Management, Quoniam Asset Management