

Bij factorbeleggen dreigt over-engineering

DOOR HARRY GEELS

Op 29 mei 2018 organiseerde Financial Investigator het seminar Factor Investing across Asset Classes bij Achmea Investment Management in Zeist. We evalueerden hierna de bevindingen van deze dag met dagvoorzitter Gerben Jorritsma, Global Head of Investment Strategy & Portfolio Expertise bij ABN AMRO Bank.

In 2012 organiseerde Financial Investigator het eerste seminar over factorbeleggen. We zijn nu zes jaar verder. Heeft factorbeleggen in deze periode een ontwikkeling doorgemaakt?

'Sommige onderdelen van factorbeleggen zijn de laatste jaren mainstream geworden, althans voor institutionele beleggers. Veel vermogensbeheerders zijn er ook serieus mee bezig, zelfs partijen die van oudsher vooral klassiek passief beleggen. Tegelijkertijd zien we dat de ontwikkeling van het product factorbeleggen nog steeds niet klaar is. Ergens zijn we het er nu met elkaar over eens dat factorbeleggen potentieel waarde toevoegt, maar de ene beheerder gaat veel verder dan de andere. De invulling verschilt van beheerder tot beheerder. Dat zagen we ook tijdens het seminar. Er waren soms duidelijk sterk uiteenlopende overtuigingen te horen. Er lijkt een woud aan toepassingen te bestaan, waardoor een belegger door de bomen niet altijd meer het bos kan zien.'

Voordat we die verschillende toepassingen nader bespreken, even terug naar het begin. Waar is het zaadje geplant dat factorbeleggen deed ontkiemen?

'Dit gaat terug naar de discussie die tientallen jaren geleden begon over alpha, ofwel de outperformance van actieve

beheerders ten opzichte van de marktportefeuille zoals Markowitz die in de jaren vijftig van de vorige eeuw definieerde. De vraag of alpha mogelijk was en hoeveel alpha dan zou mogen kosten, stond steeds meer ter discussie. Eigenlijk raakte alpha, mede door allerlei wetenschappelijke studies, een beetje in diskrediet. Meer dan zeventig procent van de actieve beheerders behaalt geen outperformance. Een belangrijke oorzaak hiervoor zijn de kosten. Daarna ontstond de discussie actief versus passief. Passief beleggen nam een vlucht, maar veel beleggers hadden hier moeite mee. Met passief beleggen krijgt de belegger immers alleen het markttrendement, en meestal minder omdat passieve producten ook kosten in rekening brengen. Toen ontstond de discussie of we de markt, de kosten nauwlettend in acht nemend, slimmer konden volgen. Zijn er factoren die meer rendement kunnen genereren dan het markttrendement? Daar kwam bij dat er steeds meer studies aantoonde dat alpha – als die er al is – voor een belangrijk deel uit factoren zoals low volatility, size, momentum, value en quality kan worden verklaard. De vraag van de laatste jaren is of we factorbeleggen nu actief of passief moeten implementeren, of het in bepaalde markten (lees efficiënte of minder efficiënte markten) nu beter werkt dan in andere markten en of het ook toegevoegde waarde biedt voor andere beleggingscategorieën, zoals obligaties en grondstoffen. De meningen hierover kwamen ook tijdens het seminar weer uitgebreid aan de orde. Ondanks de waaier aan visies ontbrak overigens op het seminar nog wel een dimensie van factorbeleggen, namelijk of er ook factoren zijn waarbij we de top-down asset allocatie kunnen bepalen. Dat zullen vanzelfsprekend macro-economische factoren zijn. Aandelenrendementen kunnen dan bijvoorbeeld top-down worden verklaard door economische groeiverwachtingen, inflatie, volatiliteit, rente en grondstoffenprijzen. Dit is minder productgerelateerd, dus wellicht dat dit daarom tijdens het seminar niet aan de orde is gekomen.'

Terug naar de waaier aan toepassingen. Hoe vullen jullie factorbeleggen bij ABN AMRO in? En hoe kijkt u tegen al die toepassingen aan?

'In ons factormandaat hebben we een naïeve strategie in de zin dat we aandelenportefeuilles opdelen in vier gelijkgewogen factorportefeuilles: quality, value, low volatility en momentum. Voor ieder van de vier portefeuilles geldt dat de helft actief en de helft passief wordt ingevuld. De gedachte hierachter is dat we niet te veel willen engineeren. Er zijn beheerders die proberen de optimale allocatie tussen factoren te vinden, maar



Foto: Ruben Eshuis Fotografie

GERBEN JORRITSMa

dan ontstaat vaak een nadruk op een of twee factoren, wellicht omdat die het in de afgelopen tien jaar goed hebben gedaan. We willen goed gediversifieerd zijn tussen de verschillende factoren. We herbalanceren ook regelmatig. We timen factoren ook niet. De vraag is altijd of het proces niet optimaler kan. Wij willen hier niet te ver in gaan. Het is net als met diversificatie tussen aandelen: het eenenveertigste aandeel in de portefeuille voegt niet zo heel veel extra diversificatie meer toe. Meer factoren dan vier voegt ook niet veel meer toe. Er zijn echter diverse aanbieders die wel de uitdaging aangaan om meer factoren te zoeken, of aan factortiming doen.'

Dan is er ook nog de discussie of de performance-meting van een factorstrategie moet worden gedaan ten opzichte van een reguliere marktkapitalisatie-gewogen benchmark of juist een benchmark die ook op basis van de betreffende factoren wordt gewogen. Het kan ingewikkeld worden.

'Het woud kan gesnoeid worden door van tevoren na te denken of factorbeleggen een stijl of een 'investment belief' is. Het komt neer op de vraag waarom een belegger aan factorbeleggen wil doen. Daarvoor kunnen verschillende redenen zijn, bijvoorbeeld omdat het risico reduceert, ofwel vergelijkbare rendementen tegen een lager risico biedt. Dit schurkt dicht tegen de investment belief van diversificatie aan. Andere scharen factorbeleggen onder een stijl, waarbij dan bepaalde 'tilts' als value worden aangebracht. Dit is een praktischere invulling van factorbeleggen. Als factorbeleggen een belief is, zal een belegger het eerder kopen dan wanneer het als stijl gezien wordt.'

Kunnen institutionele beleggers eigenlijk wel een keuze maken uit de waaier van factoroplossingen?

'We zien dat factorbeleggen steeds meer een onderdeel van het beleggingsmandaat van institutionele beleggers uitmaakt. Hoe dat wordt ingevuld, verschilt per belegger. Veel hangt af van de voorkeuren die de beleggingsteams hebben en of ze daarvoor een goede casus kunnen maken richting het bestuur. Overtuiging speelt hierbij een belangrijke rol. Het is daarbij belangrijk te beseffen dat de waarheid niet bestaat. Financiële markten zijn daarvoor veel te veel in ontwikkeling. De vraag is of een bepaalde factorbenadering onder normale omstandigheden een goede kans van slagen heeft. Op het seminar was iemand die stelde dat hij met een low volatility-strategie heel lang succesvol is geweest. De vraag is dan of dit in de toekomst zo blijft. Low volatility zou weleens een proxy voor obligaties geweest kunnen zijn. Een belangrijk punt is verder dat een factor ook belegbaar moet zijn. Er zijn bijvoorbeeld factoren die empirisch en theoretisch worden bewezen maar die in de praktijk voor grote beleggers lastig toegankelijk zijn. Ik heb wel eens het gevoel dat door over-engineering voorbij wordt gegaan aan het vraagstuk van toegankelijkheid. Overtuigingen ten aanzien van bepaalde factoren ontstaan vaak omdat aan bepaalde factorpremies goede onderbouwingen ten grondslag liggen. Dat kunnen rationale, maar ook gedragsmatige of irrationele verklaringen zijn. Keynote speaker Jason Hsu toonde tijdens het

seminar overigens interessante research. Zo blijkt value beleggen in Azië bijvoorbeeld op andere behavioural biases te berusten dan in de westerse wereld. Factoren die statistisch weliswaar zijn vastgesteld maar geen verklaring hebben, noch rationeel, noch irrationeel, kunnen beter niet toegepast worden.'

Hoe gaat het landschap van factorbeleggen er uiteindelijk uitzien?

'De theorie bestaat al tientallen jaren, maar factorbeleggen wordt in de praktijk nog maar enkele jaren toegepast, ook door ons. Uiteindelijk zullen we het over vijf tot zeven jaar gaan evalueren. Trackrecords zullen worden bestudeerd. En er zal worden vastgesteld of we waarde aan factorbeleggen in een praktijkomgeving kunnen hechten. Het is nu nog te vroeg om te zeggen dat de ontwikkeling is gestopt, alsmede om de vraag te beantwoorden wie er met welke benadering gelijk heeft. Institutionele beleggers zullen niet na een paar jaar het concept al afschrijven of uitbreiden. Die gaan niet over een nacht ijs. Bij de evaluatie spelen twee zaken een rol: de effectiviteit van de strategie, maar ook de manager en zijn capaciteiten om die strategie uit te voeren.'

Kan factorbeleggen ook een modegril blijken te zijn, zoals we bijvoorbeeld met 130/30-strategieën of bepaalde hedge fund-stijlen hebben gezien?

'Om hier een goed antwoord op te geven, moeten we terugrijpen op de eerdere discussie waarom factorbeleggen mijns inziens is ontstaan, namelijk vanwege de teleurstelling over actief beleggen die weer leidde tot meer passief beleggen en in een derde fase tot factorbeleggen als beleggingsvorm tussen actief en passief in. Als actief beleggen in de toekomst wél weer toegevoegde waarde gaat opleveren, bijvoorbeeld omdat er te veel passief geld in de markt zit en/of omdat veel actieve managers tegen lagere kosten gaan beheren, zou de noodzaak tot factorbeleggen kleiner kunnen worden. Het kan ook gebeuren dat factorbeleggen zo populair wordt dat factoren uiteindelijk te duur worden en niet meer hun verwachte rendementen gaan opleveren. Ze gaan dan ten onder aan hun succes. Ik acht de kans hierop echter niet zo groot; bijna alle beleggers doen het namelijk op een verschillende manier. Tot slot zou ik graag willen weten of ESG een factor is. Ondanks alle engineering is dat nog steeds niet goed onderzocht, maar ik verwacht wel dat hierover in de nabije toekomst meer bekend wordt. Sommigen scharen het onder quality en anderen stellen dat ESG een middel is om bepaalde risicovolle aandelen uit de portefeuille te weren. Als de factor bestaat, is het ook noodzakelijk deze te kunnen meten, bijvoorbeeld omdat er aantoonbaar minder risico wordt gelopen, of vanuit een behavioural bias of omdat 'goede' bedrijven gewoon meer rendement opleveren. Hoe de toekomst er ook uit gaat zien, wat factorbeleggen in ieder geval in gang heeft gezet, is het goed nadenken over waar eventuele outperformance van actieve beleggers vandaan komt, over welke risicopremies er in de markt zijn en welke een belegger wel en niet wil oogsten.' «