

# GEVOLGEN VAN DE 'BETA FADE'

Door Yoram Lustig

**In de brede rally sinds de wereldwijde financiële crisis zijn veel beleggers afhankelijk geworden van het marktrendement: beta. De komende tien jaar zal alpha uit actief beheer waarschijnlijk echter steeds belangrijker worden.**

Sinds de wereldwijde financiële crisis hebben beleggers zich in groten getale op indexfondsen en exchange-traded funds (ETFs) gestort en in het algemeen heeft het passief volgen van de index goed voor hen gewerkt. Maar in de toekomst zal deze benadering waarschijnlijk niet meer de aantrekkelijke rendementen van de afgelopen tien jaar opleveren. Naarmate er een 'beta fade' optreedt, zullen actief beheer en de selectie van een actieve beheerder veel belangrijker worden om beleggers te helpen hun rendementsdoelen te bereiken. De inherente inefficiënties en tekortkomingen van

indexfondsen – die in een stijgende markt gemakkelijk terzijde kunnen worden geschoven – zijn dan lastiger te negeren. Tegelijkertijd zouden lagere marktrendementen ook 'het uur van de waarheid' voor actieve beheerders kunnen inluiden: goed voor degenen die consistent alpha genereren, maar mogelijk de genadeklap voor degenen die dat niet kunnen.

## DE OPKOMST VAN PASSIEF BELEGGEN

Er zijn verschillende redenen voor de toenemende populariteit van passief beleggen in de afgelopen jaren. Wet- en regelgeving dwingen adviseurs steeds meer om de best mogelijke beleggingen of de beste prijs-kwaliteitsverhouding te vinden bij de keuze van beleggingen. Het is vaak het gemakkelijkst de belegging met de laagste kosten te kiezen om aan de regels te voldoen, en passief is meestal goedkoper dan actief.

Een andere reden voor de opmars van passief beleggen is dat alpha zeldzaam en duur kan zijn. Veel actieve beheerders behalen geen hoger rendement dan de marktindices, zeker niet na aftrek van kosten. Daarom verkiezen veel beleggers middelmatigheid boven beheerdersrisico: ze nemen liever genoeg met de zekere, maar vrij stabiele underperformance van benchmarks (passief) dan het risico van zwaardere underperformance (actief).

Zolang het beta-rendement hoog is, is het gunstig om passief een index te volgen. Sinds de wereldwijde financiële crisis van 2008 hebben de centrale banken de rentes drastisch verlaagd, de markten overspoeld met geld en de prijzen van aandelen en obligaties opgedreven.

## HOEVEEL KAN HET MARKTRENDEMENT NOG STIJGEN?

In de afgelopen decennia zijn de obligatierendementen in de ontwikkelde landen gedaald, soms tot onder nul. Het is onwaarschijnlijk dat obligaties in de toekomst door dalende rentes in waarde zullen stijgen. Bovendien bieden ze nu ook een veel lager effectief rendement dan tien jaar geleden, zodat het rendement uit renteinkomsten veel lager zal zijn. Onder deze omstandigheden kan een actieve beheerder aanzienlijke waarde toevoegen door kansen op te sporen en risico's te beperken.

De afgelopen tien jaar behaalde de S&P 500 Index een opzienbarend totaalrendement van 8,3% per jaar. In Figuur 1 is te zien dat de hoogte van de Shiller K/W, die uitgaat van het gemiddelde over de afgelopen tien jaar, in het verleden een goede aanwijzing was voor het rendement van de S&P 500 Index in de volgende tien jaar. Begin dit jaar was deze maatstaf, ook wel CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings ratio) genoemd, gestegen naar meer dan 30. Historisch gezien was het gemiddelde totaalrendement van de S&P 500 Index bij deze stand van de CAPE in de daarop volgende 10 jaar slechts circa 3,5% per jaar.

Op basis van deze waarderingsratio, zonder rekening te houden met andere factoren die de prestaties van de aandelenmarkt kunnen beïnvloeden, bestaat de kans dat de aandelenrendementen de komende tien jaar veel lager zullen zijn dan in het vorige decennium.

## GEVOLGEN VAN EEN MINDER VERGEVINGSGEZIND KLIMAAT

Het volgen van een marktgewogen index leidt automatisch tot een aantal gedragingen die niet optimaal zijn. Zolang de markten stijgen,



Yoram Lustig

is het gemakkelijk deze 'slechte gewoonten' te negeren. Maar als de rally inzakt, wordt inefficiënt beleggersgedrag problematischer. Voorbeelden van suboptimale beleggingspatronen zijn: laag kopen en hoog verkopen, niet op het juiste moment winst nemen, geen flexibiliteit om de portefeuille te herschikken, niet-selectief kopen, gedwongen verkoop en potentiële belastinginefficiënties.

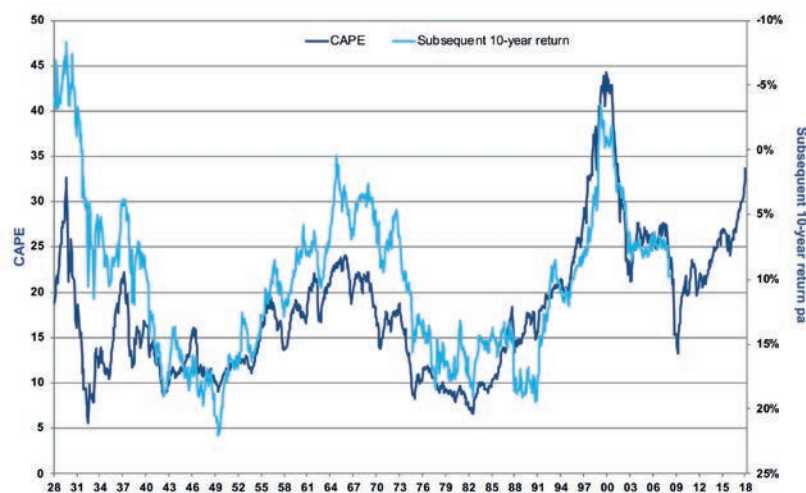
Andere nadelen van passief beleggen die bij een laag beta-rendement problematischer kunnen worden, zijn de impliciete aannames die in indexbeleggen zijn ingebouwd. Door de exposure naar marktgewogen indices krijgt de portefeuille een overweging naar momentum in plaats van waarde. Dit werkt goed zolang de koersen opwaarts bewegen, maar als de trend omslaat, lopen beleggers onevenredig veel risico. Een concentratie van namen in een index kan tot gevolg hebben dat de portefeuille niet goed gespreid is. Daarnaast kan passief beleggen in vastrentende waarden de belegger overwogen exposure geven naar de emittenten met de hoogste schuld in plaats van die met de beste vooruitzichten. Er is geen mogelijkheid om bepaalde namen te mijden – een nadeel bij obligaties, waarbij het mijden van de verliezers soms belangrijker is dan het kiezen van de winnaars. Passief beleggen veronderstelt bovendien dat de leiders en innovators van gisteren ook de leiders van morgen zijn, aangezien de portefeuille overwogen is naar bedrijven die in het verleden het beste presteerden.

### HET VOLGENDE DECENNIUM

Het zwakste punt van passieve indexvolgers is dat er geen aanpassing mogelijk is. Actieve beheerders kunnen winst nemen op rendabele transacties, portefeuilles samenstellen op grond van vooruitblikkende analyses en deze aanpassen aan nieuwe feiten. Daarom denken wij dat de trend naar passief beleggen kan keren, hoogstwaarschijnlijk na een forse marktcorrectie waardoor beleggers zich bewust worden van de tekortkomingen van passief en de voordelen van bekwaam actief beheer.

Wanneer, zoals in het verleden, het marktrendement 8% per jaar is, is passief de markt volgen genoeg om de rendementsbehoeften van de meeste beleggers te

**Figuur 1: Shiller K/W (CAPE) en rendement van de S&P 500 Index in de volgende 10 jaar**



In het verleden behaalde resultaten zijn geen garantie voor de toekomst. CAPE (Cyclically Adjusted Price Earnings ratio P/E10) en S&P 500 Index. Januari 1928 t/m januari 2018. De waarden van de rechter y-as staan in omgekeerde volgorde. Bron: T. Rowe Price, Bloomberg en de website van professor Robert Shiller van Yale University

realiseren. Voor velen was dit een goed alternatief voor de hogere vergoedingen die worden gerekend door actieve beheerders die de benchmark misschien met slechts een procentpunt of zelfs helemaal niet verslaan. Maar als de marktrendementen straks dichterbij de 3% per jaar liggen, is de index volgen niet genoeg om de beleggingsdoelen te bereiken en wordt het genereren van alpha verhoudingsgewijs belangrijker. Het 'beheerdersrisico' zal altijd een aandachtspunt blijven: beleggers moeten beheerders kiezen die in staat zijn houdbare alpha te leveren.

Als zowel de aandelen- als de obligatiemarkt niet goedkoop zijn en de toekomstige rendementen van indexbeleggen waarschijnlijk aanzienlijk minder zijn dan in het verleden, zal actief beheer vermoedelijk nog harder nodig zijn om resultaten te bereiken die beantwoorden aan de verwachtingen en behoeften van de beleggers. Bekwaamheid ('skill') is een belangrijk criterium, omdat veel actieve beheerders het minder goed doen dan hun passieve tegenhangers. De keuze van de juiste beheerder is dan ook de sleutel tot succes. «

**Dit artikel is geschreven door Yoram Lustig, Head of Multi Asset-Solutions, EMEA bij T. Rowe Price.**

- Er zijn verschillende redenen voor de populariteit van passief beleggen in een stijgende markt met een sterke beta. Zal dit in de toekomst zo blijven?
- Passief beleggen in een naar marktgewogen index leidt tot 'slechte gewoonten' die gemakkelijk te negeren zijn, maar als een rally inzakt, wordt inefficiënt beleggersgedrag problematischer.
- Een combinatie van niet-goedkope aandelen- en obligatiemarkten en bescheiden rendementen van indexbeleggen kan ertoe leiden dat bekwaam actief beheer nog harder nodig wordt om resultaten te behalen die beantwoorden aan de verwachtingen en behoeften van beleggers.