

KWARTAALUPDATE FACTORBELEGGEN AANDELEN

Q4 2020 | JANUARI 2021

Achmea Investment Management

Thema Wake-up call voor diversificatie

De aandelenmarkt in de huidige tijd kenmerkt zich, net als in de jaren 1998-2000, door een klein aantal Amerikaanse technologie-gerelateerde bedrijven die het rendement van de aandelenmarkt grotendeels bepalen. Tijdens deze bubbels werkt diversificatie in het nadeel van beleggers; succesvol actief beleggen lijkt alleen mogelijk door die paar mega-caps nog meer gewicht te geven dan in de index. Factorbeleggen heeft hier onder te lijden, aangezien diversificatie juist één van de pijlers is van factorbeleggen [<lees verder op pagina 3>](#).

9 november 2020: een mooie dag tegen Covid-19, de slechtste dag voor de momentum factor

- Wereldwijde aandelenmarkten stijgen dit kwartaal stevig door.
- 9 November bereikte goed nieuws over twee coronavaccins de markten en profiteerden aandelen en sectoren die eerder hard geraakt waren door de coronacrisis. Deze draai veroorzaakte een crash van de momentum factor.
- Achmea IM's geïntegreerde multi-factor strategie had stevig te lijden onder deze momentum-crash, maar blijft desondanks goed scoren in een peer group* analyse.



* Bron: Peer group analyse door Achmea IM van de Achmea IM multi-factor strategie in eVestment. De analyse heeft 16 peers op 1-jaar horizon geïdentificeerd, 14 peers op 3-jaars horizon en sinds inceptie (5,5 jaar geleden) 10 peers.

Colofon

Deze kwartaalupdate Factorbeleggen Aandelen is een uitgave van Achmea Investment Management.
www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

Auteurs



Mark Voermans,
Senior Portfolio Manager equities



René Wijnen,
Portfolio Manager equities

Contact



Jeroen van Rumund,
Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl
06 224 559 26

Aandelenbeurzen eindigen 2020 in een rechte lijn omhoog

Veel landen gingen eind 2020 opnieuw in lockdown, maar de brexit-deal, de uitkomst van de Amerikaanse verkiezingen en de succesvolle ontwikkeling van twee coronavaccins zorgden voor een sterk laatste kwartaal in 2020. Aandelenmarkten gingen na een slechte oktober maand in november en december in een rechte lijn omhoog. De MSCI World (net TR in EUR) ging in het vierde kwartaal 9,2% omhoog en over het gehele jaar 6,3%.

9 november 2020: donkere dag voor momentum

Ondanks sterke economische- en marktomstandigheden was dit kwartaal een erg slecht kwartaal voor factorbeleggen. Op 9 november kwam het positieve nieuws dat de onderzoeken naar twee coronavaccins waren afgerond en voor beide vaccins goedkeuring aangevraagd kon gaan worden. Zowel aandelen als sectoren die dit jaar zwaar te lijden hadden gehad door de coronacrisis deden het hierna goed.

Tegelijkertijd gingen aandelen die eerder dit jaar goed gepresteerd hadden onderuit. De sectoren Energy en Financials profiteerden (op 9 en 10 november) met respectievelijk 17% en 9% en de IT sector ging deze dagen 2% onderuit. 9 November was de slechts denkbare dag voor de momentum factor, aangezien deze belegd was in de aandelen en sectoren die over het gehele jaar goede resultaten hadden laten zien. Ook over het gehele kwartaal presteerde de momentum factor hierdoor slecht.

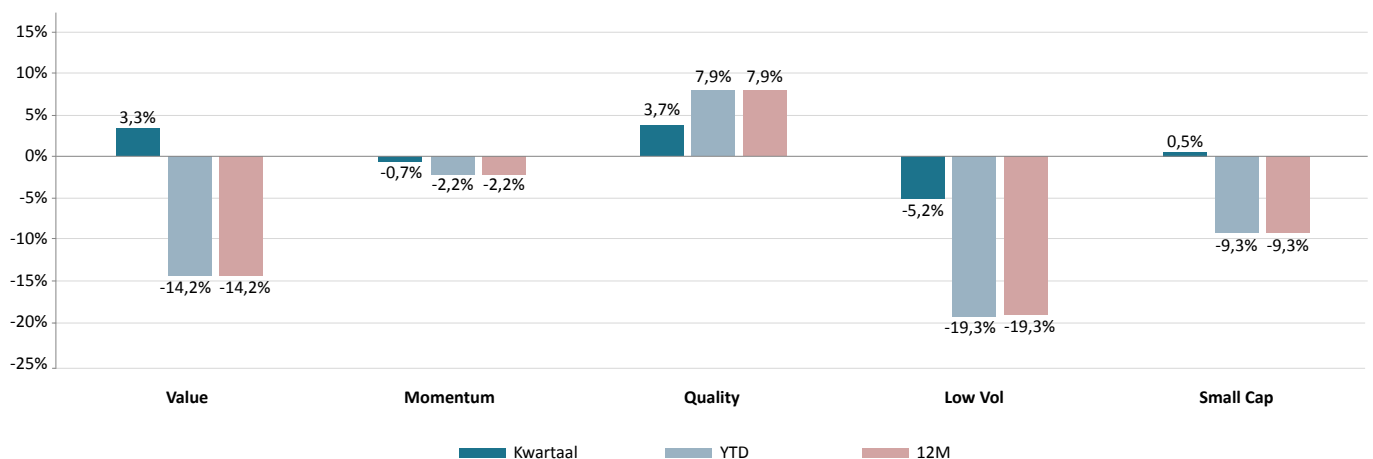
Value en quality presteerden deze dagen wel goed en over het gehele kwartaal presteerden ze beide ook beter dan de markt,

ondanks dat de sectorpositionering van quality negatief bijdroeg. De low volatility factor presteerde, vanwege de sterk opgaande markt, vanuit rendementsperspectief nog slechter dan de momentum factor. Los van aandeel-specifieke effecten, werd de low volatility factor hard geraakt door overweging naar de slecht presterende Consumer Staples sector. Quality en momentum hadden dit kwartaal net als de low volatility factor geen gunstige sectorpositionering. Vooral door onderwegingen naar de sectoren Energy en Financials had de sectorpositionering een negatieve bijdrage aan de relatieve rendementen van deze twee factoren.

Achmea IM multi-factor strategie presteert dit kwartaal slechter dan peers

Nadat de Achmea IM multi-factor strategie jarenlang de meeste peers voor wist te blijven (sinds inceptie en op 1- en 3-jaars basis presteert de strategie in de top 25% van de peer group), was november 2020 een slechte maand voor de door Achmea IM gekozen multi-factor strategie. Momentum crashte 9 en 10 november door een ommekeer van de markt. De sector- en aandelenspecifieke effecten die momentum negatief raakten, waren wel gunstig voor de value factor. Maar omdat Achmea IM de value factor sectorneutraal implementeert, wisten wij niet van die positieve value-sectoreffecten te profiteren. De multi-factor strategie presteerde dit kwartaal bijna 2,5% slechter dan haar benchmark (de MSCI World index) waardoor ook het year-to-date resultaat op ruim 2% underperformance eindigde.

Grafiek 1: Achmea IM factorrendementen, long-only, gelijk gewogen top 20% per factor, TR Gross in euro



Bron: Achmea IM, FactSet

Data per 31 december 2020. De tabel laat de long-only rendementen zien van de vijf door Achmea IM geïdentificeerde factoren value, momentum, quality, low volatility en small cap.

Thema

Wake-up call voor diversificatie

Speed read

- Er is sprake van marktdominantie van enkele grote Amerikaanse technologie-gerelateerde bedrijven. Die zorgt ervoor dat diversificatie minder goed functioneert, terwijl diversificatie juist één van de pijlers van factorbeleggen is. Hierdoor wordt de performance van factorbeleggen geraakt.
- Zolang het rendement van de markt slechts door enkele aandelen wordt bepaald, lijkt de enige manier om de markt voor te blijven die paar dominante aandelen te overwegen.

FANGMAN-T

De laatste vijf jaren werd de stijging van de MSCI World index voor een groot deel gedreven door slechts een klein aantal bedrijven. Waar in normale marktomstandigheden de grootste tien bedrijven van de index ongeveer goed zijn voor een bijdrage van rond de 15% van het totale rendement van de index, was dit de laatste drie jaren bijna 40% en in 2020 ongeveer 50%. Deze dominante bedrijven waren de grote Amerikaanse technologie-gerelateerde bedrijven Apple, Microsoft, Amazon, Tesla, Facebook, Netflix, Alphabet en NVIDIA (enkele jaren geleden nog de "FAANG" bedrijven genoemd, maar nu uitgebreid tot "FANGMAN-T").



De MSCI World index is, door de grote gewichten van deze bedrijven, een redelijk geconcentreerde index. De index bestaat uit circa 1600 aandelen en heeft momenteel meer dan 13,5% gewicht in de grootste 5 namen. De enige manier om de laatste vijf jaren die index voor te blijven, lijkt een nog meer geconcentreerde portefeuille te maken met meer gewicht dan de MSCI World index naar deze mega-caps.



Factorbeleggen en diversificatie: twee handen op één buik

Factorbeleggen is een beleggingsstrategie die zich kenmerkt door exposure naar "factoren" (kenmerken van aandelen die historisch het risico en rendement van aandelen verklaren) en goede portefeuillediversificatie. Factoren als quality en momentum hadden geen moeite om de dominante Amerikaanse bedrijven te selecteren vanwege hun goede winstgevendheid (quality) en sterk positieve trend (momentum). De uitdaging van factorbeleggen zat de laatste vijf jaren vooral in de goede portefeuillediversificatie. Door de (grote) hoeveelheid verschillende aandelen in de portefeuille van factorbeleggers en door het gebruik van sectorlimieten (eigenschappen van goede diversificatie) was doorgaans het gewicht van de grote namen lager dan die van de index. Zelfs wanneer de meeste van de dominante aandelen in een factorportefeuille zaten, bleek het, vanwege goede portefeuillediversificatie, toch niet voldoende.



Hoe ver kun je een bubbel opblazen?

Deze moeilijke periode voor factorbeleggen is geen unicum. Eind jaren '90 waren de grootste 10 bedrijven in de index vergelijkbaar dominant. De dotcom-bubbel, die in 2000 barstte, zorgde in de aanloop naar de crash op een vergelijkbare manier voor vele moeilijke jaren voor factorbeleggen. Pas toen de bubbel barstte en diversificatie weer tot leven kwam, wist factorbeleggen weer mooie resultaten te laten zien. Ondanks deze twee moeilijke perioden, heeft factorbeleggen het over de laatste 25 jaar goed gedaan; diversificatie loont op lange termijn. In perioden als deze, waarin de prestaties van aandelenbeurzen hoofdzakelijk van slechts een handjevol aandelen komen, is het voor diversificatie en factorbeleggen wachten op betere tijden.

Grafiek 2: Aandeel van de grootste 10 bedrijven in de MSCI World



Bron: Achmea IM, MSCI, FactSet, data van maart 1996 tot en met november 2020

Toch weer diversificatie

Vergeleken met andere factorbeleggers, zijn de resultaten de laatste jaren van Achmea IM factorbeleggen goed geweest. We hebben de MSCI World index niet kunnen verslaan, maar bleven er relatief dichtbij. De redenen hiervoor waren:

- Achmea IM implementeert de value factor sectorneutraal, waardoor we binnen value een neutrale positie naar de sectoren van de dominante Amerikaanse bedrijven hadden.
- Achmea IM neemt de index als vertrekpunt. Vervolgens bouwen we de factor exposure van daaruit op. Onze strategieën hanteren passende maximale actieve gewichten, voor individuele aandelen, sectoren en landen. Hierdoor zijn we in de meeste strategieën niet of beperkt onderwogen geweest naar de dominante aandelen. We waren helaas ook niet voldoende overwogen om de markt te kunnen verslaan.

De afgelopen jaren waren geen succesvolle jaren voor factorbeleggen. Echter, de factorbeleggen-strategieën van Achmea IM scoren relatief goed in peer group analyses. Het wachten is tot diversificatie weer beloond wordt en factorbeleggen weer kan werken. De recente opleving van de value factor lijkt een eerste teken van deze ommekeer.

Factorbeleggen bij Achmea IM

Achmea IM implementeert factorbeleggen als core aandelenportefeuille. De aandelenportefeuilles die het aandelenteam van Achmea IM ontwikkelt voor klanten kennen exposures naar vijf factoren: value, momentum, quality, low volatility en small cap. Onze factorportefeuilles maken gebruik van geïntegreerde multi-factor modellen.

Onze strategieën laten exact de bedoelde exposures zien

We zien in praktijk dat factorbeleggen-strategieën van concurrenten niet altijd de factor exposures in portefeuilles aanbrengen zoals beloofd is aan klanten. Soms zien we zelfs negatieve exposures naar factoren. Een belangrijk kenmerk van de factorstrategieën van Achmea IM, is dat we in de portefeuilles die wij voor klanten beheren na iedere rebalancing exact de exposures aanbrengen

zoals is beloofd aan die klanten. Dit is te danken aan het feit dat onze strategieën rekening houden met onbedoelde neveneffecten en zodanig geen onevenwichtige over- of onder exposures hebben naar individuele factoren.

De exposure naar ieder van de vijf factoren, hangt af van de doelstelling van de klant. In de basis onderscheiden we daarbij de volgende doelstellingen:

1. Maximaal rendement of informatieratio (maximaal rendement binnen beperkte tracking error-ruimte). Dit zijn de Global Multi-Factor- en Global Enhanced-strategieën.
2. Maximale Sharpe ratio en risicoreductie. Dit is het geval bij de Global Defensive-strategie.

In onderstaand overzicht staan deze strategieën in een fictieve ‘efficient frontier’ gebaseerd op historische rendementen en op basis van onze verwachtingen.

Grafiek 3: ‘Efficient Frontier’ van de Achmea IM Factor Beleggen producten



Bron: Achmea IM, januari 2021

De Global Multi-Factor- en Global Enhanced-strategieën gebruiken de value, momentum en quality factoren om aandelen te selecteren. In de portefeuilleconstructie fase controleren we ook voor de exposures naar de twee overige factoren: low volatiliy en small cap. We zorgen ervoor dat de portefeuille geen negatieve exposure naar low volatility heeft en dat de small cap tilt niet te bepalend wordt.

De Global Defensive strategie is een variant van een Minimum Variance strategie waarbij, naast de minimalisatie van portefeuillerisico, ook exposure naar de value, momentum en quality factoren wordt nagestreefd.

Naast het feit dat onze strategieën exact de bedoelde exposures laten zien in de portefeuilles, zijn er nog twee kenmerken waarmee de Achmea IM factorstrategieën zich onderscheiden van andere factorproducten in de markt:

- Goed gebalanceerde exposure naar de small cap factor**

We zijn van mening dat de small cap factor op langere termijn een premie oplevert, maar dat deze kleiner en grilliger is dan de value, momentum en quality factor. Bij het construeren van een portefeuille zal een belegger altijd afwijken van de market cap weging van de benchmark en daarmee doorgaans exposure naar de small cap factor genereren. Veel factorstrategieën in de markt neigen naar gelijk gewogen portefeuilles (waarbij alle aandelen ongeveer hetzelfde gewicht krijgen). Wij zorgen in onze strategieën ervoor dat de exposure naar de small cap factor niet dominant wordt en limiteren deze exposure op maximaal de helft van de gemiddelde exposure van de drie “rendements”-factoren (value, momentum en quality).
- Value sector neutraal**

Achmea IM implementeert de value factor sectorneutraal. Historisch gezien zijn er altijd verschillen geweest in waarden in sectoren op basis van de groeiverwachtingen van de sector. Zo zijn op dit moment bijvoorbeeld IT bedrijven relatief duur en Financials relatief goedkoop. Wij willen bedrijven selecteren omdat ze het goed doen relatief ten opzichte van hun peers en niet hele sectoren overwegen omdat deze relatief goedkoop zijn. Onze onderzoeken en live resultaten laten zien dat een sector neutrale value factor even goed presteert als een value factor waar sectorafwijkingen wel worden toegestaan en dat met een lagere tracking error. We vinden het ook logischer om bedrijven binnen een sector met elkaar te vergelijken op basis van de value factor.

Disclaimer

Achmea Investment Management B.V. (“Achmea IM”) heeft de informatie in dit document met zorg samengesteld. Deze informatie is alleen bestemd voor gekwalificeerde beleggers en/of professionele beleggers zoals bedoeld in de Wet op het financieel toezicht (“Wft”). Dit document is of bevat (i) geen aanbod of uitnodiging om financiële instrumenten te kopen, te verkopen of te verhandelen (in de zin van 1:1 Wft), (ii) geen beleggingsaanbeveling of beleggingsadvies (in de zin van 1:1 Wft), en (iii) geen juridisch of fiscaal advies. Raadpleeg in voorkomende gevallen een juridisch of fiscaal adviseur. Achmea IM raadt u af een (beleggings)beslissing uitsluitend te baseren op de in dit document opgenomen informatie. Achmea IM is niet aansprakelijk voor schade die het gevolg is van een dergelijke (beleggings)beslissing. De informatie in dit document is (mede) gebaseerd op informatie die Achmea IM van betrouwbaar geachte informatiebronnen heeft verkregen. Achmea IM garandeert niet de betrouwbaarheid van die bronnen en de juistheid en volledigheid van de van die bronnen verkregen informatie. De informatie in dit document is puur informatief en u kunt daaraan geen rechten ontleen. Alle informatie is een momentopname, tenzij uitdrukkelijk anders is aangegeven. Het verstrekken van dit document na de oorspronkelijke publicatiedatum is geen garantie dat de hierin opgenomen informatie op die latere datum nog juist en volledig is. Achmea IM heeft het recht om deze informatie zonder aankondiging te wijzigen. Het noemen van rendementen op beleggingen in dit document dient uitsluitend als uitleg en toelichting. Achmea IM spreekt daarmee geen verwachting uit over het rendement of koersverloop van die beleggingen. De waarde van uw belegging kan fluctueren en in het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst. De informatie in dit document is gebaseerd op door Achmea IM gemaakte aannames. Het is mogelijk dat andere aannames worden gemaakt dan de door Achmea IM gemaakte aannames. De door Achmea IM getrokken conclusies zijn daarom niet noodzakelijkerwijs juist en/of volledig. U mag de informatie in dit document alleen voor eigen persoonlijk gebruik kopiëren. U mag de informatie niet overnemen, vermenigvuldigen, distribueren of openbaren zonder schriftelijke toestemming van Achmea IM. Alle informatie (teksten, foto’s, illustraties, grafisch materiaal, handelsnamen, logo’s, woord- en beeldmerken) blijft eigendom van of in licentie bij Achmea IM en wordt beschermd door auteursrecht, merkenrecht en/of intellectueel eigendomsrecht. Er worden geen rechten of licenties overgedragen bij gebruik van of toegang tot deze informatie. Uitgegeven door: Achmea Investment Management B.V., statutair gevestigd te Zeist en kantoorhoudende te Zeist (Handelsregister nr. 18059537). Achmea IM is geregistreerd bij de Autoriteit Financiële Markten (“AFM”) in Amsterdam als een beheerder van beleggingsinstellingen als bedoeld in artikel 2:65a Wft en is onder deze vergunning bevoegd tot het verlenen van de beleggingsdiensten als opgenomen in het door de AFM gehouden register.

21.01.0045 21_01