Robert Van Beek Ben Granjé

Feiten en factoren
We blijven zoeken

VFB BELEGGERS ZIJN OVER het algemeen rationele mensen. Ze gebruiken technische analyse, fundamentele analyse, NAIC… met andere woorden Evidence-Based beleggers! Beleggers die een methode gebruiken gebaseerd op onderzoek. Een beter beleggingsrendement is dan het gevolg van het voorkomen van beleggersvalkuilen, uitgebreid onderzoek, slimme besluitvorming, beperken van risico's, marktkennis en, soms toch ook wat geluk.

De vraag die een belegger zichzelf zou moeten durven stellen, is of betere rendementen van de portefeuille wel degelijk alfa is (de return boven wat de markt in zijn geheel presteert), dus toe te schrijven aan de expertise van de belegger. Of is het bèta, dus gewoon hoe de beurs in zijn geheel presteerde: wat je krijgt omdat je in de markt was? (belegd bedrag)

Een overzicht en korte introductie in een materie die de laatste jaren bij (professionele) beleggers ontzettend actueel is geworden, en stilaan bij een breder publiek toegepast wordt: Factor-Based beleggen. Bent u klaar om uzelf te wapenen tegen uw emoties, uw irrationele beslissingen en uw Behavior Gap? Bent u in staat om uw systematisch opgebouwde beleggingsportefeuille, gebaseerd op feiten, research, onderzoek en bewijs te beheren?

Evidence based investing: Factoren zijn bepalend voor rendement (en risico)

DE RESULTATEN VAN BELEGGINGSPORTEFEUILLES kunnen grotendeels verklaard worden door blootstelling aan specifieke markten of risico's: factoren genoemd. Die factoren, die voor aandelen en obligaties gedeeltelijk anders zijn, zijn inmiddels voldoende aangetoond door een enorme hoeveelheid wetenschappelijk onderzoek. Daarin worden honderden factoren geïdentificeerd, maar de huidige consensus inzake de belangrijkste bronnen voor rendement focust op een tien tot vijftien factoren.

Bij Factorbeleggen werkt de belegger in de praktijk voornamelijk op basis van indexen, zoals S&P Dow Jones, MSCI of Fama/French. Praktische uitwerkingen daarvan vinden we bij enkele grote namen in de beleggingswereld: Vanguard, Blackrock iShares, Dimensional Fund Advisors, Robeco, BNY Mellon, Allianz GI, Amundi, BNP Paribas, NNIP, Lyxor en Northern Trust.

> *"We komen toch weer terug op de grootste bedreiging van uw lange termijn rendement: kan u zichzelf onder controle houden?"*

Begrippen zoals Value (Warren Buffet doet vast een belletje rinkelen, want misschien wel de grootste value belegger ooit), Low- volatility/LowVol, Multi-Asset en Smart Bèta strategieën klinken u wellicht bekend in de oren Sinds een aantal jaren leeft de discussie of beleggers beter af zouden zijn met een passief beheer, eerder dan met een actieve strategie. De media oversimplificeerde dat tot 'Koop gewoon een index ETF en dan ben je er.' Fake news?! De realiteit is natuurlijk genuanceerder. Factorbeleggen wordt wel eens gezien als 'de derde weg' en probeert het beste uit twee werelden samen te brengen: 'Passief beleggen' bestaat niet, want ook bij een passieve strategie moet je continu monitoren en je exposure bijsturen.

De toekomst begint bij… de historie en de feiten

IN ONDERZOEK EN LITERATUUR zijn inmiddels honderden factoren de revue gepasseerd. Baanbrekend werk is verzet door de eerdergenoemde Eugene Fama en Kenneth French, die met hun Three Factor Model (later vier factoren) een oplossing wilden bieden voor de anomalieën (onverklaarde afwijkingen) in rendementen bij het Capital Asset Pricing Model (CAPM) van William Sharpe. Het CAPM keek eigenlijk altijd maar vanuit één factor naar aandelenwaarderingen.

Maar hoe selecteer je dan in dat factor-oerwoud de factoren die in alle marktomstandigheden voor aandelen en bedrijven dominant zijn, en bepalend voor hun rendement en risico? We stipuleren een aantal criteria ter overweging:

- Consistentie: een factor moet – net als de belegger zelf – een lange adem hebben: de factor houdt stand gedurende lange periodes en onder verschillende economische regimes. Zoniet geldt dit fenomeen niet als goede factor;
- Universaliteit: een goede factor overstijgt landen, regio's, sectoren en categorieën;
- Significantie: een factor moet robuust zijn in diverse markt- en bedrijfsomstandigheden;
- Implementeerbaarheid: een factor moet toepasbaar zijn in je portefeuille. Wat heb je aan theoretische perfectie waar je in de praktijk geen belegging rond kunt bouwen? Ook de kost van de implementatie is belangrijk, want als hoge kosten het rendement wegvreten, is de factor niet relevant;
- Intuïtief: een factor moet verklaarbaar zijn, door logica, risico of menselijk ge-

drag. 'Fantastische' beleggingstechnieken zijn vaak 'te mooi om waar te zijn.'
- Diversificatie: blootstelling aan diverse factoren is de enige 'free lunch' op de financiële markten. Laad je portefeuille dus vol, eet zoveel mogelijk!

We bespreken een aantal veelgebruikte factoren die ook in uw portefeuille zinvol kunnen zijn, en verder onderzoek waard zijn:

Waarde en omvang: Size Factor

ONGEACHT DE GEHANTEERDE DEFINITIE voor waarde zijn er significante verschillen in rendement tussen groei- en waarde aandelen. Voor omvang geldt: small-cap aandelen leveren gemiddeld hogere rendementen op dan large-cap aandelen (het kan u verrassen maar de Sharpe ratio toont niet altijd duidelijk dat small cap-portfolio's een beter voor risico gecorrigeerd rendement opleveren). Vaak nemen portfeuilles een blootstelling aan value aandelen, maar als we het hogere rendement daarvan corrigeren voor de meerwaarde die volgt uit de Size factor, blijft er van deze laatste niet altijd per definitie meer over. Dus Size en Value zijn belangrijk om ook in samenhang te bekijken.

Smart bèta

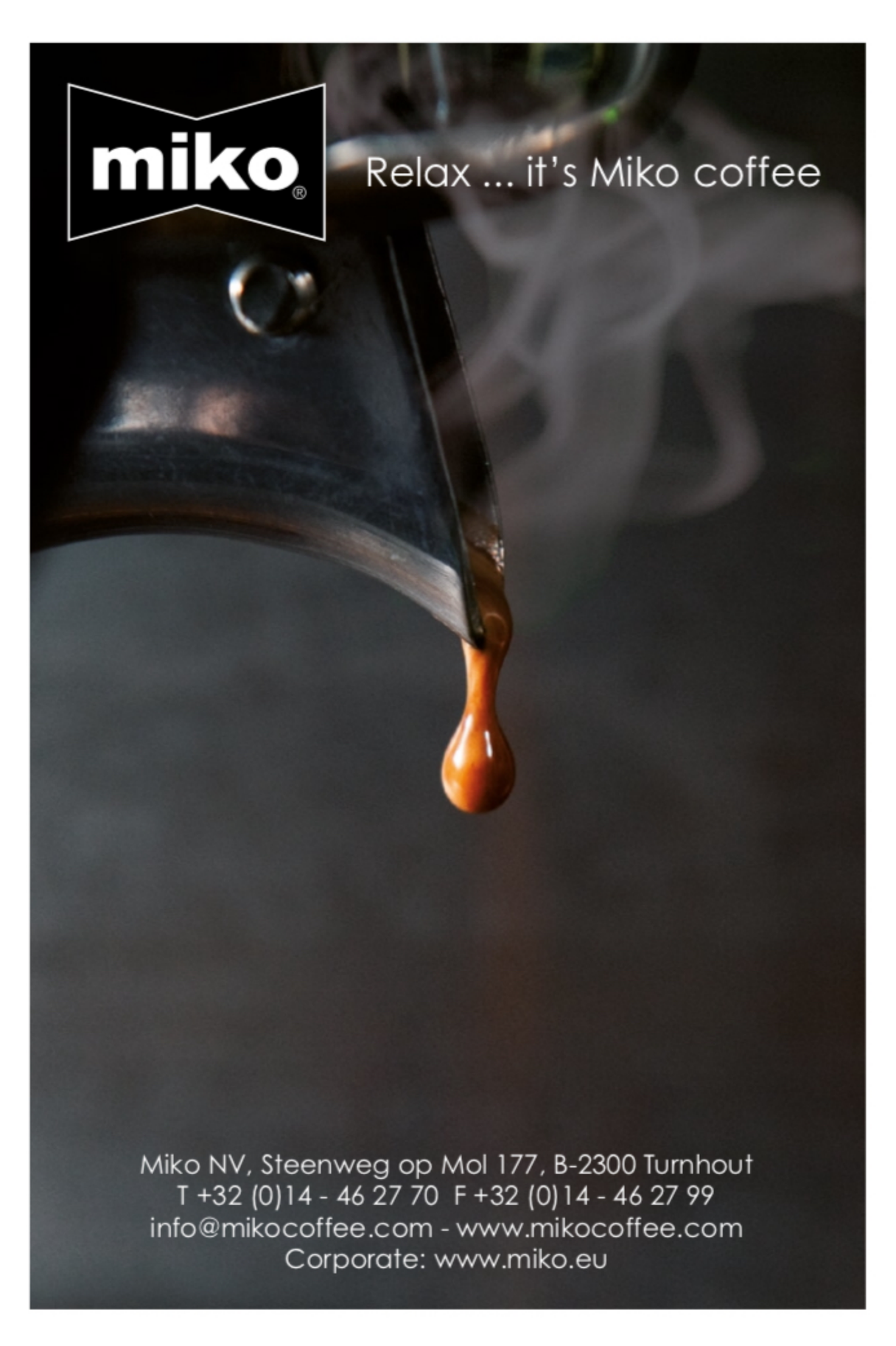
LAGE BÈTA-AANDELENPORTEFEUILLES HEBBEN CONSISTENT aantrekkelijkere sharpe ratio's dan hoge bèta-aandelenportefeuilles, ook na aftrek van transactiekosten. Maar let op want op enig moment kunnen deze lage bèta aandelen dermate populair worden dat dit effect verdwijnt ('Dimensions in Popularity,' een onderzoek door Morningstar naar de invloeden van brede verschuivingen in sentiment op de markt). In het boek Your Complete Guide to Factor-Based Investing kan je lezen dat in periodes waar beleggers een voorkeur hebben voor waarde-aandelen, de return van lage bèta-strategieën jaarlijks gemiddeld 2% boven het marktgemiddelde liggen, met minder volatiliteit en een standaarddeviatie van 13,5% tegen 16,5% voor de Amerikaanse markt!

Momentum

EEN MOMENTUM-BENADERING WERKT CONSISTENTER bij een zuivere small-cap blootstelling. Maar is bijvoorbeeld al twee decennia niet relevant voor beleggingen in Japanse aandelen. Bij factorstrategieën profiteren beleggers van een gedisciplineerd buy-and-hold-beleid (kopen en houden: langetermijnbeleggen), dat de korte en middellange termijn buiten beschouwing laat. Handelen om te handelen en dito kosten maken, is misschien een leuke bezigheid maar gaat ten koste van je rendement!

Tot slot

GARANTIES ZIJN ER NIET. Alle factoren hebben ook, soms zelfs heel lange, periodes van zwakke prestaties gekend. En dan komen we dus toch ook weer terug op de grootste bedreiging van uw lange termijn rendement: het onder controle houden van uw eigen handel en wandel. Zorg voordat u gaat beleggen dat u de ratio achter de factor en de redenen waarom die op lange termijn blijft bestaan, helder voor ogen hebt. Een positie aanhouden in periodes van zwakker presteren vereist karakter, overtuiging en discipline. Het actieve element betreft de voortdurende evaluatie van de verschillende risico's en blootstellingen, in functie van uw financiële plan. U kan dus uw analyses blijven maken en toepassen, alleen meer macro dan micro georiënteerd. Gelukkig is er voldoende 'evidence' beschikbaar om een factor-benadering te onderbouwen. En tenzij u de grote uitzondering bent die consistent en langdurig de beurs kan verslaan, zal uw portefeuille een mooier resultaat halen met behulp van het selecteren van posities op basis van de juiste factoren.

Redactie 20 november 2018

Ben Granjé en Robert van Beek auteurs van de Nederlandstalige versies van Larry Swedroe, Kevin Grogan en Andrew Berkin's boeken over Factor & Evidence Based Beleggen. "De zoektocht naar Rendement" en Beter rendement met minder risico?" Later dit jaar verschijnt "Alles wat je moet weten over Factor-Based investing. Uw reacties zijn welkom op hello@my-bias.com