

# KWARTAALUPDATE FACTORBELEGGEN AANDELEN

Q2 2020 | JULI 2020

Achmea Investment Management

## Thema: Value sectorneutraal

Achmea Investment Management kiest bij haar eigen factorbeleggen producten voor een sector-neutrale invulling van de factor value. De keuze voor het niet toestaan van sectorafwijkingen in de value factor is in de basis conceptueel-strategisch van aard. Daarnaast zien we dat de sector-neutrale value variant minder risicobudget nodig heeft, om een vergelijkbaar rendement te behalen, dan de niet sector-neutrale tegenhanger < lees meer op pagina 3 >.

### Aandelenmarkten herstellen - factorbeleggen werkt zoals verwacht:

- Sterk herstel van wereldwijde aandelenmarkten
- Opgaande markten zijn slecht nieuws voor low volatility. Value en momentum blijven achter, maar quality presteerde wel goed
- Achmea IM's geïntegreerde multi-factor strategie presteerde beter dan de MSCI World index.

### Value sectorneutraal - Efficiënt gebruik van sectorruimte in een factor investing strategie:

- Value factoren zijn meer geschikt om aandelen binnen sectoren te vergelijken dan aandelen over verschillende sectoren
- Factoren als momentum en quality zijn meer geschikt om sectorruimte in te vullen
- Het sectorneutraal implementeren van value resulteert in een betere informatie ratio



## Colofon

Deze Update Factorbeleggen Aandelen is een uitgifte van Achmea Investment Management. [www.achmeainvestmentmanagement.nl](http://www.achmeainvestmentmanagement.nl)

### Auteurs



Dennis Thé,  
Head of Equity



Mark Voermans,  
Senior Portfolio Manager Equities

### Contact



Jeroen van Rumund,  
Business Development Director,  
[Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl](mailto:Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl)  
06 224 559 26

# Overview factorrendementen

Dit kwartaal, waarin de aandelenbeurzen hard omhoog gingen, is de opgelopen schade van het eerste kwartaal grotendeels teniet gedaan. Hoewel de schade aan economieën door de Corona-crisis groot is, was er dit kwartaal weer positief macro-economisch nieuws. Ook de enorme steunpakketten van overheden hielpen de negatieve trend te doorbreken. De MSCI World index (Net TR in EUR) ging in april ruim 11% omhoog en steeg in mei en juni respectievelijk 3,2% en 1,7%. Na één van de slechtste kwartalen ooit werd het tweede kwartaal 2020 daarmee met 16,6% rendement een van de beste kwartalen ooit en is de index 'year-to-date' hersteld tot -5,8%.

IT en Consumer Discretionary waren op sectorniveau de drijvende kracht achter deze opgaande beurzen, waar Utilities, Consumer Staples, Real Estate en Financials relatief slecht presteerden. De drie grootste bedrijven ter wereld naar marktkapitalisatie (Apple, Microsoft en Amazon) maakten samen maar liefst circa 10% van de MSCI World index uit, een forse stijging ten opzichte van hun gewicht ultimo 2019 van circa 7%.

### Sectorbewegingen weer bepalend voor factorperformances

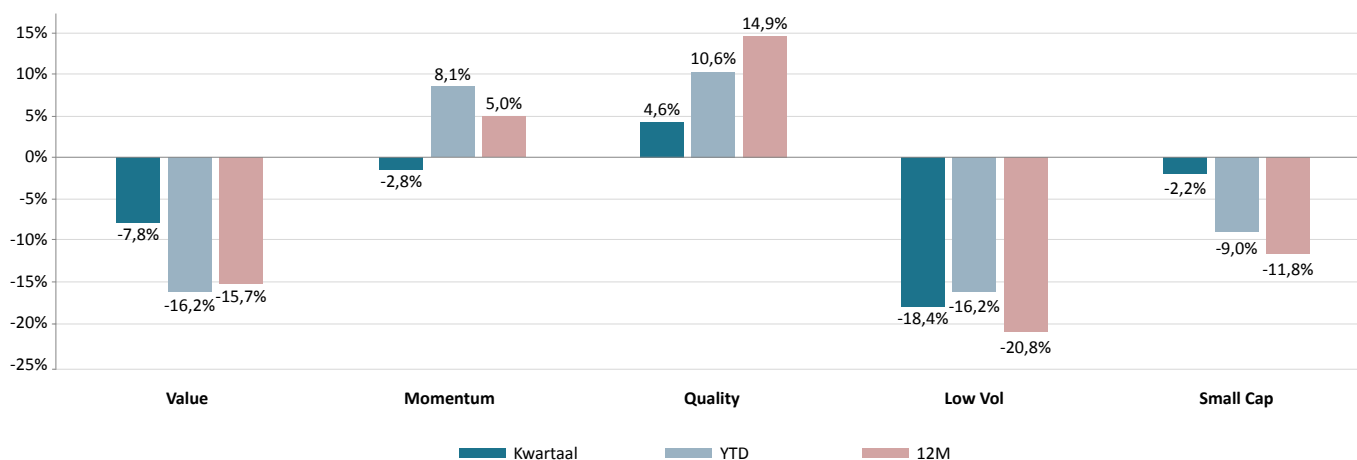
Los van de opgaande beurs, waren de sectorbewegingen een belangrijke reden voor de slechte performance van de low volatility (en low beta) factor. In de crisis presteerden defensieve en cyclische sectoren weinig onderscheidend, in de opvolgende opgaande markt waren het vooral de laag volatiele (defensieve)

sectoren die het slecht deden: Utilities, Consumer Staples en Real Estate. De low volatility factor is overwogen naar deze defensieve sectoren. Ook de onderweging naar IT en Consumer Discretionary raakte de low volatility factor hard. De andere defensieve factor, quality, was de enige factor die het hoofd boven water hield. Vooral de sectorpositionering van quality hielp daarbij. Quality was het afgelopen kwartaal overwogen naar de goed presterende Consumer Discretionary en IT sectoren en onderwogen naar de slecht presterende Utilities en Financials sectoren. De momentum factor had ondanks een overweging naar IT geen sterk kwartaal, mede door een onderweging naar Consumer Discretionary en een overweging naar Utilities. Value (sectorneutraal) presteerde, net als de small cap factor, slecht.

### Goede prestaties Achmea IM multi-factor strategie; factoren individueel presteren ondermaats

Ondanks de matige long-short prestaties van de factoren value en momentum, wist onze multi-factor strategie de markt bijna 1% voor te blijven. Dit is grotendeels toe te schrijven aan de portefeuillepositionering naar de factoren. Met name de long-kant van momentum presteerde dit kwartaal aanzienlijk beter dan de short-kant van de factor. Doordat de Achmea IM multi-factor strategie long-only wordt beheerd, drijft met name de long-kant van de factor performance het portefeuillerendement.

Tabel 1: Achmea IM factor investing factorrendementen, Long-Short, TR Gross in euro



Bron: Bloomberg, Achmea IM

Data per 30 juni 2020. De tabel laat de long/short rendementen zien van de vijf door Achmea IM geïdentificeerde factoren value, momentum, quality, low volatility en small cap.

## Thema: Value sectorneutraal

### Efficiënt gebruik van sectorruimte in een factor investing strategie

- Value factoren zijn meer geschikt om aandelen binnen sectoren te vergelijken dan aandelen over verschillende sectoren
- Factoren als momentum en quality zijn meer geschikt om sectorruimte in te vullen
- Het sectorneutraal implementeren van value resulteert in een betere informatie ratio

Achmea Investment Management kiest bij haar eigen factorbeleggen producten voor een sector-neutrale invulling van de factor value. De keuze voor het niet toestaan van sectorafwijkingen in de value factor is in de basis conceptueel-strategisch van aard. Daarnaast zien we dat de sector-neutrale value variant minder risicobudget nodig heeft om een vergelijkbaar rendement te behalen dan de niet-sectorneutrale tegenhanger. Hierdoor blijft er meer risicobudget over om op andere manieren in te zetten ten behoeve van het behalen van rendement. Onze analyse laten verder zien dat factoren als momentum en quality beter geschikt zijn om sectorruimte mee in te vullen dan dat value daartoe in staat is.

De factor value is sinds 2007 amper omhoog gegaan. Historisch gezien is value echter nog steeds de best presterende factor. In onze factorstrategie neemt deze dan ook een prominente plaats in. Onze analyse laat zien dat de sector-neutrale value variant sinds 2007 ruim 6% beter presteert dan de niet sector neutrale variant. In onze modellen is de value factor dan ook sinds 2018 sectorneutraal. Over de periode 2018-2019 heeft dit

geresulteerd in ongeveer 1% betere performance in onze multi-factor strategie dan het geval zou zijn geweest bij de niet sector-neutrale variant. Overigens hebben beide value varianten sinds 1996 een vergelijkbaar rendement laten zien. Tot 2007 was het rendement van de niet sector-neutrale variant hoger.

### Value sectorneutraal conceptueel beter

De value factor en alle bijbehorende sub-factoren zijn in zekere zin allemaal subjectief aan een sector, en zijn daardoor minder geschikt om aandelen uit verschillende sectoren met elkaar te vergelijken. De mate waarin sommige value sub-factoren te gebruiken zijn om aandelen in verschillende sectoren met elkaar te vergelijken, varieert. Denk bijvoorbeeld aan de sub-factor book-to-price voor de IT- t.o.v. de Energy sector: de Energy sector heeft veel assets op de balans staan, waar de IT sector vooral intangible assets heeft (welke niet in de boekwaarde meegenomen worden). Hierdoor kan snel een onderweging ontstaan naar de IT sector en een overweging naar de Energy sector. Deze over- en onderwegingen zien wij als ongewenst.

Value-maatstaven zijn beter voor het vergelijken van aandelen binnen sectoren dan over de sectoren heen. Het, door de sectorpositionering, in lijn met de benchmark houden van value-maatstaven, resulteert in de meer afgewogen invulling van de value factor. Dit omdat er minder tot geen ongewenste sectorrisico's in de portefeuille ontstaan.

Daar tegenover staat bijvoorbeeld de factor momentum: deze kijkt uitsluitend naar de ontwikkeling van marktprijzen en is daardoor eenvoudig te vergelijken over verschillende sectoren.



*Grote Amerikaanse bedrijven als Amazon en Apple maken een steeds groter wordend deel van de MSCI World Index uit*

Om die reden zijn wij er van overtuigd, dat een dergelijke factor een meer geschikte kandidaat is om de sectorruimte van de portefeuille in te vullen. Naast het feit dat de niet sector-neutrale versie van de momentum factor conceptueel goed is te verdedigen, blijkt ook uit eigen analyses op meerdere portefeuilleconstructie methoden dat deze invulling van momentum inderdaad een beter resultaat heeft opgeleverd.

**Betere informatie ratio value sectorneutraal**

Om het verschil tussen beide varianten van value in cijfers te vatten, hebben we uitgebreid onderzoek gedaan. Hierbij is gekeken naar verschillende tijdshorizonten en hebben we gebruik gemaakt van eenvoudige en van meer complexe varianten van portefeuilleconstructies.

Deze onderzoeken geven een eenduidig beeld: beide invullingen geven een soortgelijk rendement, maar de tracking error van de sector-neutrale value is duidelijk lager. Daarmee is de informatie ratio (outperformance over de MSCI World gedeeld door de tracking error) van de sector-neutrale value beter dan die van de value met sectorafwijkingen. Voor momentum en quality geldt het tegenovergestelde: die factoren werken beter in een niet sector-neutrale portefeuilleconstructie.

De combinatie van een verbeterd rendements-risico profiel en een conceptueel logischere invulling zorgt ervoor dat wij, als Achmea Investment Management, de voorkeur geven aan een sector-neutrale invulling van de value factor.

## Factorbeleggen bij Achmea IM

Achmea IM heeft factorbeleggen breed geïmplementeerd 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**

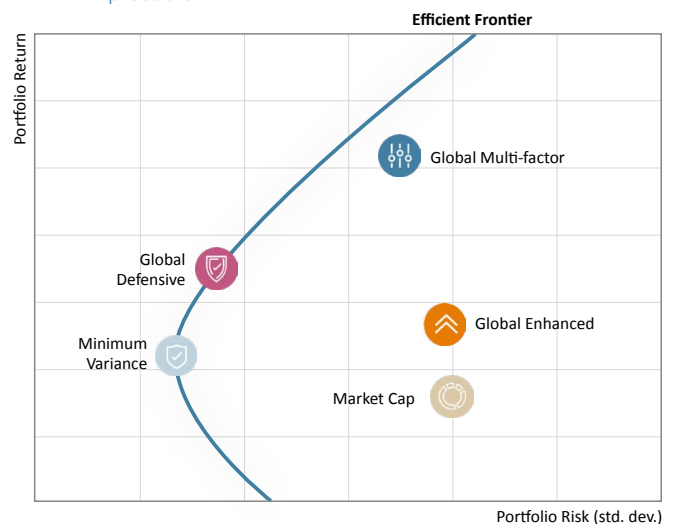
Een belangrijk kenmerk van de factorstrategieën die wij hanteren, is dat de portefeuilles die wij beheren voor onze klanten na iedere rebalancing exact de exposures bieden zoals bedoeld is. Dit is te danken aan het feit dat onze strategieën rekening houden met onbedoelde neveneffecten en zodanig geen onevenwichtige over- of under 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 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 1: 'Efficient Frontier' van de Achmea IM Factor Beleggen producten



Bron: Achmea IM

De Global Multi-Factor- en Global Enhanced-producten 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 volatility 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.

Het Global Defensive product 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 waarderingen 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 beter presteert dan een value factor waar sectorafwijkingen in worden toegestaan. Daarnaast vinden we het ook logischer om bedrijven binnen een sector met elkaar te vergelijken.

#### 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.