

Factorbeleggen aandelen

IN DEZE UPDATE

Wisselend beeld voor factoren in turbulent eerste kwartaal

- Aandelenmarkten startten het jaar met forse verliezen. Voornaamste redenen zijn het verkrappende monetaire beleid van de belangrijkste centrale banken om inflatie te bestrijden en de Russische invasie in Oekraïne.
- Value, momentum en low volatility hadden een goed kwartaal; small cap en quality bleven achter bij de markt.
- Het rendement van het Achmea IM Wereldwijd aandelenfonds was dit kwartaal -5,0%. De benchmark, de MSCI World Index (net total return, euro) liet dit kwartaal een rendement van circa -3,1% zien, waarmee het fonds achter bleef bij de benchmark met ongeveer 2,0%.
- De Achmea IM Global Defensive Equity strategieën wisten de verliezen te beperken in de neerwaartse en volatiele markt en behaalden dit kwartaal een rendement van -3,0%. De benchmark, de MSCI World Index (hedged to EUR), behaalde een rendement van -4,8%. Daarmee bleef de portefeuille de benchmark voor met 1,8%.

AUTEURS



René Wijnen,
Portfolio Manager
Equities



Mark Voermans,
Senior Portfolio
Manager Equities



THEMA

Betere duurzaamheids- integratie via een kwantitatieve portefeuilleconstructie

Om een aandelenportefeuille van goede kwaliteit te construeren, dient een portefeuille manager rekening te houden met veel exposures, zoals de portefeuille-exposures naar drijvers van rendement en risico (zoals wetenschappelijke factoren als value, momentum, low volatility, quality en small cap) en exposures naar sectoren en landen.

Bij duurzaamheidsintegratie ligt de nadruk op het opbouwen van exposures die aansluiten bij de duurzaamheidsdoelstelling van de klant. Bij de combinatie van duurzaamheidsintegratie en reguliere gewenste exposures, dient de portefeuille manager bij een portefeuilleconstructie dus met veel portefeuillekarakteristieken rekening te houden. Om al deze karakteristieken/exposures op een efficiënte manier in de portefeuille te integreren, is een kwantitatief portefeuilleconstructie proces bij uitstek geschikt.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

Sentiment op aandelenmarkten slaat om

De aandelenmarkten begonnen het jaar met forse verliezen met als voornaamste reden de aankondiging van de belangrijkste centrale banken om het monetaire beleid te verkrappen om de oplopende inflatie te beteugelen. Gedurende het kwartaal nam daarnaast de Russische dreiging aan de Oekraïense grens verder toe. Deze toenemende dreiging en de uiteindelijke oorlog die volgde op de invasie van 24 februari zorgden voor veel onrust op financiële markten en stuwden de inflatie in de eurozone tot recordniveaus als gevolg van de stijgende energie- en grondstoffenprijzen. Ondanks de aanhoudende onrust rondom de oorlog herstelden de markten zich in de tweede helft van maart, waardoor het negatieve rendement op kwartaalbasis beperkt bleef.

Op sector niveau was een hoge mate van dispersie te zien. De stijgende energieprijzen pakte gunstig uit voor de energy sector, die de overige sectoren ver achter zich liet. De slechtst presterende sectoren dit kwartaal waren consumer discretionary, communication services en IT. De MSCI World index (net TR in EUR) daalde met -3,1%. De hedged MSCI World index daalde met -4,8%.

Value in de plus, quality in de min

De factoren value, momentum en low volatility sloten het kwartaal positief af. De value factor presteerde vooral goed in januari en daalde licht in de volgende maanden. Deze goede performance kwam deels doordat groeibedrijven, welke onderwogen worden door de value factor, aanzienlijke koersdalingen doormaakten vanwege de oplopende rentes. De momentum factor bleef de eerste twee maanden dicht bij de nul, maar eindigde in de laatste maand van het kwartaal alsnog in de plus. De low volatility factor had eveneens een goed kwartaal, al verloor ook deze factor gedeeltelijk zijn performance tijdens de stijgende markt aan het eind van het kwartaal. De quality en small cap factoren eindigden het kwartaal in de min. Dit kwam



De IT-sector presteerde relatief slecht in het eerste kwartaal

mede door de onderweging van deze factoren naar de goed presterende energy sector. De quality factor had daarnaast ook een overweging naar de slecht presterende IT sector.

Achmea IM Global Defensive Equity strategieën beperken verliezen in dalende markt

In de neerwaartse en volatiele markt van het eerste kwartaal dit jaar, weten de Achmea IM Global Defensive Equity strategieën de verliezen te beperken en daardoor outperformance te realiseren. Het rendement van de Global Defensive Equity portefeuille was dit kwartaal -3,0%. De benchmark, de MSCI World Index (hedged to EUR), behaalde een rendement van -4,8%. Daarmee bleef de portefeuille de benchmark voor met 1,8%. De portefeuille had einde kwartaal een ex-ante standaard deviatie van 10,4%. Dit was ongeveer 36% lager dan de benchmark die een standaard deviatie van 16,3% had.

Betere duurzaamheidsintegratie via een kwantitatieve portefeuilleconstructie

Speed read:

- Market cap beleggen veroorzaakt disbalans in de exposures naar stijl- en duurzaamheidsfactoren.
- Achmea IM adviseert klanten daarom om bij het construeren van een aandelenportefeuille met een specifieke duurzaamheidsdoelstelling, deze te controleren voor exposures naar de drijvers van risico en rendement (sectoren, landen, stijlfactoren en individuele aandelen).
- Gegeven de vele aspecten in de portefeuilleconstructie waarmee rekening gehouden moet worden, is een kwantitatief proces het meest geschikt.

Kwantitatieve portefeuilleconstructie geeft grip op de vele gewenste portefeuille exposures

Om een efficiënte aandelenportefeuille te construeren dient een portefeuille manager rekening te houden met de portefeuille-exposures naar alle drijvers van rendement en risico. Denk daarbij aan (wetenschappelijke) factoren¹ als value, momentum, low volatility, quality en small cap. Maar ook sectoren, landen en aandelenspecifieke exposures. Een market cap portefeuille neemt deze aspecten slechts in beperkte mate mee. Market cap beleggen creëert een portefeuille waarbij het meest wordt belegd in bedrijven met een hoge waardering (lage value-score) en kent een enorme overweging naar large caps. Dit terwijl academisch onderzoek aantoont dat een lage waardering en een small cap tilt op lange termijn tot betere risico-rendementskarakteristieken leidt.

Bij duurzaamheidsintegratie zal een portefeuille manager exposures genereren naar duurzaamheidskarakteristieken die aansluiten bij de duurzaamheidsdoelstellingen van de klant. Wanneer duurzaamheidsintegratie wordt geïmplementeerd

met een market cap benadering leidt dit tot betere duurzaamheidskarakteristieken. Echter, het effect op overige drijvers van risico en rendement is dan willekeurig geweest en mogelijk ongewenst. Hieronder (figuren 1 en 2) laten we zien dat duurzaamheidsintegratie goed samen kan gaan met verbeteringen van de andere relevante portefeuille-exposures. Om die reden is Achmea IM een voorstander van kwantitatieve portefeuilleconstructie voor een aandelenportefeuille waarbij zowel factorbeleggen als duurzaamheid efficiënt in een aandelenportefeuille een plek kunnen krijgen.

Een kwantitatief portefeuilleconstructie proces is in staat om de belegger grip te geven over alle relevante exposures:

- Exposures naar de drijvers van risico en rendement (value, momentum, quality, low volatility en small cap).
- Exposures naar duurzaamheidskarakteristieken die aansluiten bij de duurzaamheidsdoelstelling van een belegger.
- Exposures naar sectoren, landen en individuele aandelenposities om goede diversificatie af te dwingen en concentratie te voorkomen.

Market cap belegt in dure large caps

Een op market cap gebaseerde portefeuille belegt het meeste in bedrijven die het goed hebben gedaan. Dit zijn vaak bedrijven met positief momentum. Momentum exposure heeft over de lange termijn laten zien waarde toe te voegen, maar is daarnaast gevoelig voor crashes. Ook zal een market cap strategie vaak te dure aandelen kopen en veruit het meeste beleggen in de grootste bedrijven. De exposures van de market cap portefeuille naar quality en low volatility zijn weliswaar op dit moment goed, dat is echter lang niet altijd het geval. Hieronder het factorprofiel

1 Fama, E.F. and K.R. French, "The Cross Section of Expected Returns", Journal of Finance 47, 1992

Jegadeesh, N. and Titman, S., "Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency", The Journal of Finance, 48(1), pp.65-91, 1993

Sloan, R., "Do stock prices fully reflect information in accruals and cash flows about future earnings?", 1996

Clarke, R., de Silva, H. and Thorley, S., "Minimum-variance portfolios in the US equity market", Journal of Portfolio Management, pp.10-24, 2006

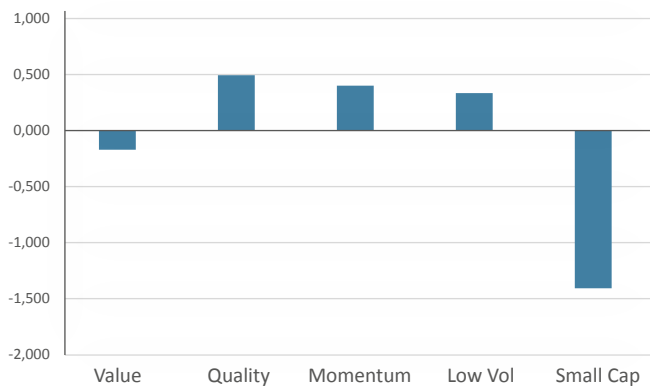
Ang, Goetzmann & Schaefer, "The Efficient Market Theory and Evidence: Implications for Active Investment Management", Foundations and Trends in Finance, Vol5, No. 3, 2010

Fama, E.F. and K.R. French, "A Five-Factor Asset Pricing Model", 2013

Novy-Marx, R., "The other side of value: The gross profitability premium", Journal of Financial Economics, 108(1), pp.1-28, 2013

van de MSCI Wereld ², waaruit blijkt dat small cap sterk onderwogen is, en quality en in iets mindere mate momentum en low volatility overwogen zijn. In onze optiek is deze portefeuille dan ook niet in balans en zal over langere tijd niet de gewenste resultaten leveren.

Figuur 1: Factorprofiel MSCI wereld (ultimo Q1 2022)



Bron: Achmea IM

Duurzaamheidsintegratie verbetert exposures naar relevante duurzaamheidskarakteristieken

De laatste jaren is duurzaamheidsintegratie steeds relevanter geworden. Een doelstelling hierbij kan zijn om gemiddeld meer te beleggen in bedrijven die beter aansluiten bij de duurzaamheidsthema's die de eindbelegger het meest relevant acht.

Als illustratie laten we zien hoe de exposures van een portefeuille naar zowel de MSCI ESG-score als naar de losse drie scores (de E, S en G-scores van MSCI) en de stijfactoren veranderen wanneer we een best-in-class portefeuille ontwikkelen van de 50% best scorende aandelen op de MSCI ESG-scores. Dit doen we op een sector-neutrale manier om te garanderen dat de sector-exposures van de uiteindelijke portefeuille aansluiten bij de sectorgewichten van de oorspronkelijke MSCI Wereld.

Uiteraard verbetert een portefeuille die bestaat uit de 50% best scorende bedrijven op basis van MSCI ESG-score, het ESG profiel (idem de exposure naar de losse E-, S- en G-scores van MSCI). Tegelijkertijd verbeteren de exposures naar de low volatility en small cap factor, blijft exposure naar value min of meer gelijk en nemen de exposures naar quality en momentum af. Conclusie: door een best-in class-benadering is het resulterende factorprofiel van deze portefeuille niet meer optimaal. Vanuit risico-/rendementsperspectief is deze portefeuille niet goed in balans.

2 Bron: Achmea IM, MSCI World Index per 15-04-2022

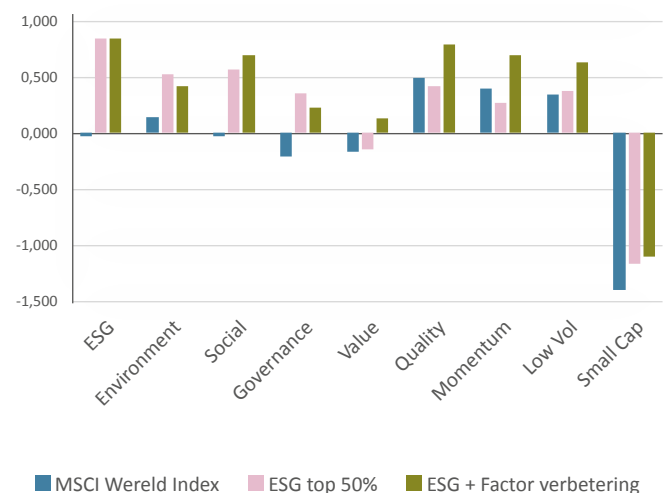


Best of both worlds: ESG-integratie én een vergelijkbaar factorprofiel

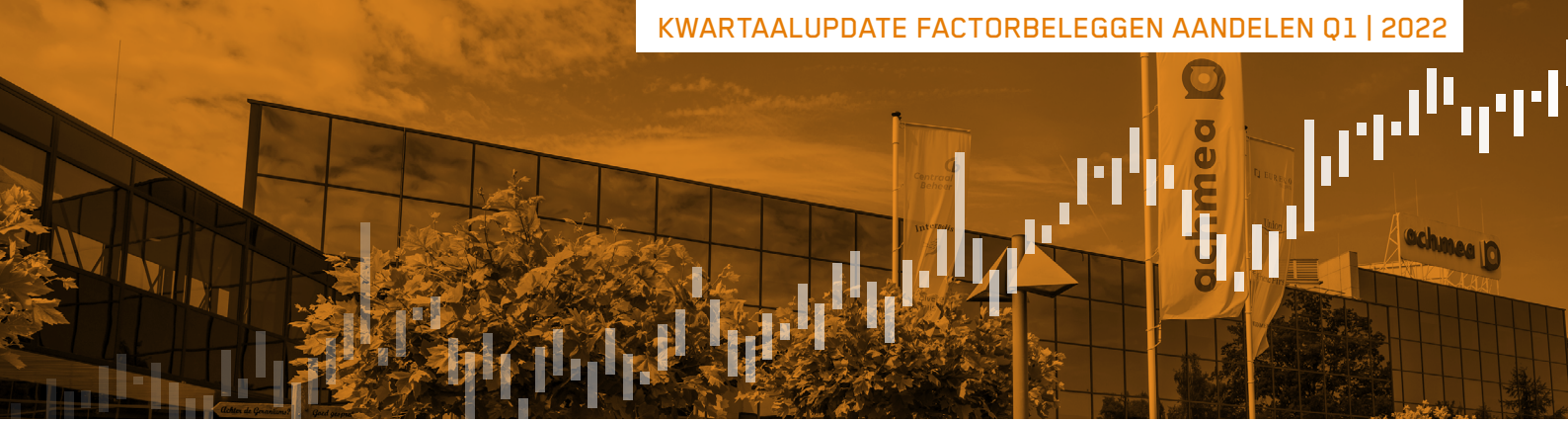
Om tot een goede portefeuille te komen waarin zowel duurzaamheidsintegratie als de overige relevante exposures goed zijn meegenomen, is een kwantitatief portefeuilleconstructie proces zeer geschikt. Zo kan in een portefeuille met verbetering op ESG-gebied tegelijk een verbetering op alle relevante stijfactoren plaatsvinden. Hoewel het duurzaamheidsprofiel in termen van ESG hetzelfde is als bij de best-in-class portefeuille is het verwacht rendement op deze portefeuille hoger en/of het risico lager vanwege het stabielere en betere factorprofiel.

Daarom adviseren wij klanten altijd om bij het construeren van een aandelenportefeuille met een specifieke duurzaamheidsdoelstelling, de portefeuille ook te controleren op exposures naar de drijvers van risico en rendement (sectoren, landen, stijfactoren en individuele aandelen). Hiermee borgen we een betere balans in de portefeuille.

Figuur 2: Vergelijking MSCI Wereld t.o.v. best in class (top 50% MSCI Wereld) en t.o.v. ESG verbetering inclusief factorverbetering, ultimo Q1 2022



Bron: Bloomberg, Achmea IM



Voor meer informatie:



[Investment Highlights, Investment Letter en whitepapers](#)

Wekelijks publiceert ons Investment Strategy team de Investment Highlights met daarin een analyse van de ontwikkeling op de financiële markten. Met onze Investment Letters blijft u op de hoogte van onze visie en van marktontwikkelingen.



[Achmea IM podcasts](#)

Ook te beluisteren op uw favoriete podcast-app, zoekwoord: Achmea Investment Management.



[Achmea IM op youtube](#)

Hier vindt u heldere video's met informatie over de implicaties van het pensioenakkoord, maatschappelijk verantwoord beleggen, risicomangement en het selecteren van de best-passende externe managers.



[Achmea IM op LinkedIn](#)

Volg ons LinkedIn-kanaal voor updates.



www.achmeainvestmentmanagement.nl/institutioneel

E-mail: achmeaim@achmea.nl

Contact:

Neem contact op met uw contactpersoon bij Achmea Investment Management.
Of met Jeroen van Rumund, Business Development Director,
Jeroen.van.Rumund@Achmea.nl, +31 6 224 559 26

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.