

# KWARTAALUPDATE FACTORBELEGGEN AANDELEN

Q3 2020 | OKTOBER 2020

Achmea Investment Management

## Thema

### Is growth een rendementsfactor geworden?

De koersstijgingen van de laatste jaren van vooral Amerikaanse technologiebedrijven, doet regelmatig de vraag rijzen of de growth factor een rendementsfactor is, zoals value, momentum en quality dat zijn. Achmea IM heeft dit onderzocht en geconcludeerd dat dit niet het geval is. Over een langere periode en onder verschillende marktomstandigheden gemeten weet growth niet te overtuigen en blijft de factor sterk achter bij value, quality en momentum. <lees verder op pagina 3>

#### Herstel aandelenmarkten zet door - factorbeleggen had het moeilijk:

- Wereldwijde aandelenmarkten stijgen dit kwartaal.
- De laatste maand was echter een neerwaartse beweging te zien, veroorzaakt door de aanwakkerende tweede coronagolf.
- Opgaande markten zijn slecht nieuws voor low volatility. Ook value had een slecht kwartaal; momentum en quality hielden het hoofd net boven water.
- Achmea IM's geïntegreerde multi-factor strategie bleef 1% achter bij de MSCI World index.



## Colofon

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

### Auteurs



Dennis Thé,  
Head of Equity



Louis Hu,  
Quantitative Portfolio Manager Equity

### Contact



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

# Goed kwartaal afgesloten ondanks angst voor een tweede coronagolf.

Na een goed tweede kwartaal, gingen de aandelenbeurzen ook het derde kwartaal omhoog. Ook economische cijfers zagen er voornamelijk goed uit dit kwartaal. Aandelenkoersen gingen gedurende het kwartaal weliswaar omhoog, maar in september daalden de beurzen vanwege de tweede coronagolf en politieke onrust (de verkiezingen in de VS en de Brexit). De MSCI World (Net TR in EUR) ging 3,4% omhoog (juli -0,5%, augustus 5,5% en september -1,5%) en staat 'year-to-date' op -2.6%.

## Sectorpositionering draagt positief bij

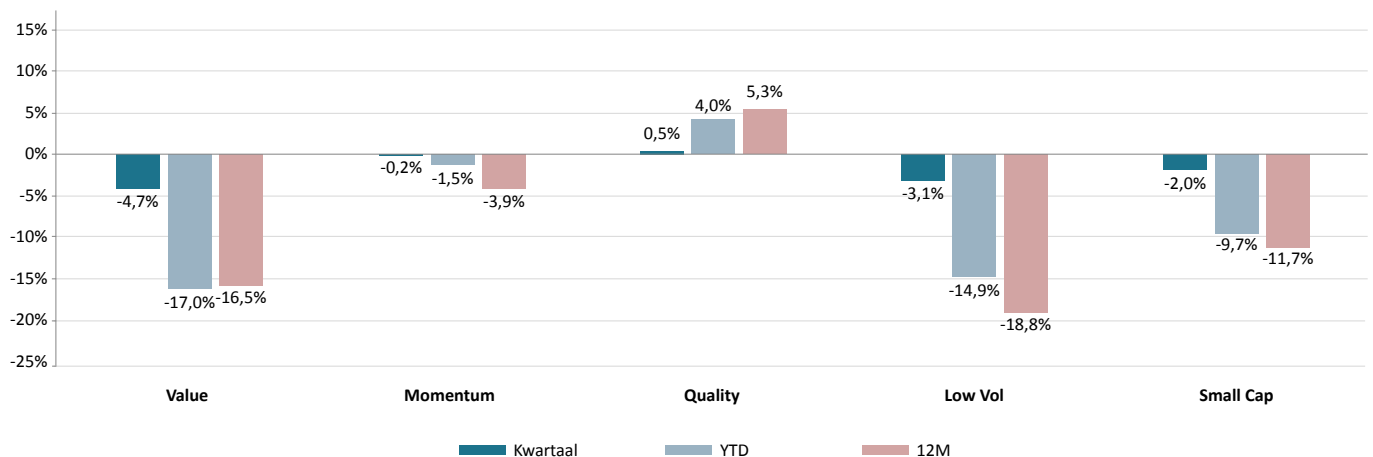
De dispersie tussen de best en slechtst presterende sector was groot dit kwartaal. Waar Consumer Discretionary ruim 11% omhoog ging, ging de Energy-sector ruim 19% omlaag. Daarnaast waren de sectorbewegingen dit kwartaal in lijn met de bewegingen over het gehele jaar. Consumer Discretionary en IT deden het goed en Energy, Financials en Real Estate presteerden slecht. Onze value factor wordt sectorneutraal geïmplementeerd, maar de momentum, quality en low volatility factoren zijn momenteel

onderworpen naar de sector Energy, wat deze factoren ten goede kwam. Daarnaast zijn momentum en quality overwogen naar de sector IT en is de quality factor tevens overwogen naar Consumer Discretionary. Daarmee pakte de sectorpositionering van de factoren dit kwartaal goed uit. Momentum en quality wisten, mede door die sectorpositionering, dit kwartaal positief af te sluiten. Value en low volatility bleven dit kwartaal achter bij de markt. Bij de value factor is dit vooral het gevolg van negatieve aandelen-specifieke effecten. De slechte prestatie van de low volatility factor werd veroorzaakt door de hoofdzakelijk opgaande trend in de markt.

## Achmea IM multi-factor strategie had een moeilijk kwartaal

Het Achmea IM multi-factor model had een lastig kwartaal en presteerde 1% minder dan haar benchmark. Dit werd vooral veroorzaakt door de value factor en aandelen-specifieke effecten. "Year-to-date" staat de multi-factor strategie inmiddels wat relatieve performance betreft dichtbij nul.

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



Bron: Achmea IM, FactSet

Data per 30 september 2020. De grafiek laat de long-only rendementen zien van de vijf door Achmea IM geïdentificeerde factoren value, momentum, quality, low volatility en small cap.

# Thema

## is growth een rendementsfactor?

### Speed read

- Growth presteert de afgelopen jaren aanzienlijk beter dan de MSCI World index.
- De factor evenaart over de afgelopen 5 jaar de performance van de factoren momentum en quality.
- Over een langere periode en onder verschillende marktomstandigheden gemeten, weet growth niet te overtuigen en blijft de factor sterk achter bij value, quality en momentum.
- Door het gebrek aan een persistent onderscheidend vermogen en een lastig conceptuele onderbouwing voldoet de factor voor Achmea IM niet aan de criteria om als rendementsfactor te kwalificeren.

### Sterke outperformance van growth geeft reden om de factor nader te bekijken

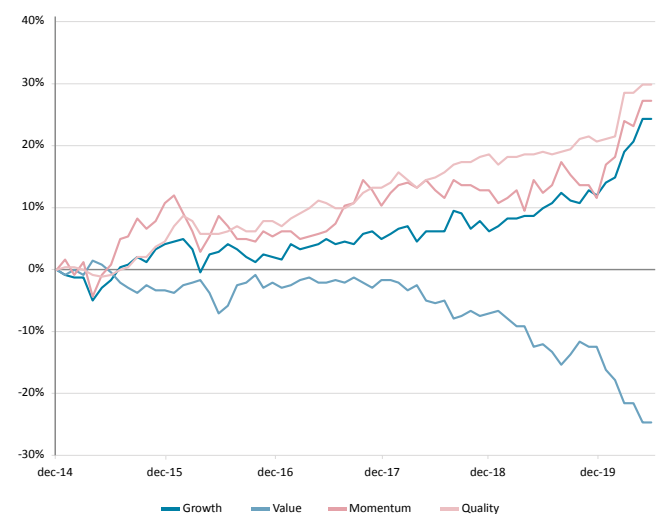
Growth is een factor die belegt in bedrijven waarvan verwacht wordt dat ze bovengemiddeld gaan groeien.

De performance van growth is vaak inverse aan die van value, maar de twee factoren zijn niet elkaars tegengestelde. De afgelopen jaren heeft de MSCI World Growth index aanzienlijk beter gepresteerd dan de MSCI World index. Met name de meest recente periode is het verschil in rendement verder toegenomen. De veelal als growth gekenmerkte aandelen van 's werelds grootste bedrijven als Facebook, Amazon, Apple, Google en Microsoft hebben de laatste jaren een substantieel hoger rendement behaald dan de MSCI World index. Dit geeft voldoende reden om growth nader te onderzoeken om te bepalen of deze factor als Achmea IM rendementsfactor te kwalificeren is.

### Growth presteert over de afgelopen 5 jaar vergelijkbaar met momentum en quality

Om te onderzoeken of het mogelijk is om de excess return van de growth factor te oogsten, isoleren we het effect van de growth factor. Voor ons onderzoek gebruiken we een combinatie van veel gebruikte historische en vooruitkijkende sub-factoren. Onderstaande grafiek toont dat de growth factor de afgelopen 5 jaar een sterk positief rendement heeft behaald. Daarmee evenaart growth de goede performance van factoren als quality en momentum, die Achmea IM identificeert als rendementsfactoren. De value factor toont, conform verwachting, een vrijwel gespiegeld beeld met de growth factor en presteert over de afgelopen 5 jaar teleurstellend.

Grafiek 2: Factor portefeuillerendementen (long-short) januari 2015 tot juni 2020



Bron: Factset, Achmea IM



### Langere termijn rendement van growth niet overtuigend

Om bij Achmea IM als rendementsfactor te kwalificeren, dient een factor te voldoen aan een aantal criteria:

- Er dient voldoende academisch bewijs te zijn.
- Er is een solide rationale voor het bestaan van de factor.
- De factor geeft een significante contributie aan rendement.
- Is persistent over tijd, universa, regio's en sectoren.
- De factor is implementeerbaar.

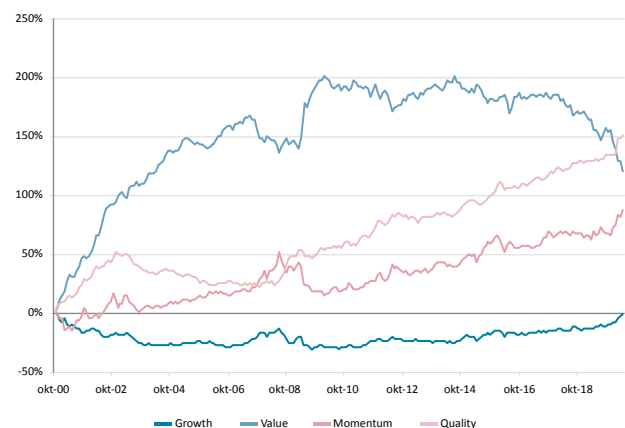
Over de laatste 5 jaar voldoet de growth factor aan het derde criterium (significante contributie aan rendement). Op de lange termijn willen we echter ook de persistentie van de performance terugzien. De laatste jaren hebben aandelenmarkten immers zeer goed gepresteerd en heeft de factor, met uitzondering van Q1 2020 (Corona-crisis), geen veranderende marktomstandigheden meegemaakt. We doen daarom dezelfde analyses voor een langere periode van 20 jaar om te beoordelen of de factor ook in verschillende marktomstandigheden goed presteert. Grafiek 3 toont dat over een periode van 20 jaar de growth factor teleurstellend presteert. Met een rendement van circa 0% over de gehele periode gemeten presteert de factor aanzienlijk slechter dan de rendementsfactoren quality, momentum en value die we bij Achmea IM hanteren.

### Ondanks de goede recente prestaties is growth wat ons betreft geen rendementsfactor

De growth factor presteert in recente jaren aanzienlijk beter dan de MSCI World index. De exposure van de factor naar

moderne bedrijfsmodellen, als die van de sterk groeiende IT-bedrijven, is gevoelsmatig zeer aantrekkelijk. Desondanks is het lastig conceptueel te onderbouwen waarom de factor een hoger rendement verdient dan de MSCI World index. Daarnaast laat de factor op de langere termijn te weinig onderscheidend vermogen zien om opgenomen te worden als rendementsfactor in het Achmea IM beleggingsproces. Het blijft desondanks interessant om de growth factor te volgen en te zien hoe de factor zich in de komende jaren ontwikkelt.

Grafiek 3: Factor portefeuillerendementen (long-short) oktober 2000 tot juni 2020



Bron: Factset, Achmea IM

## 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

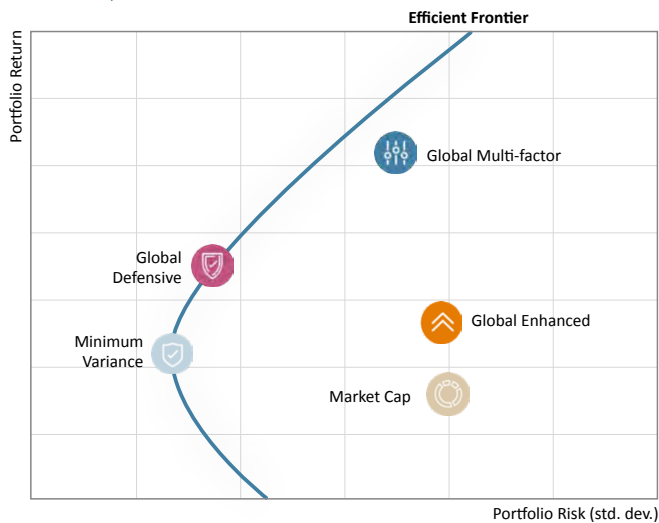
Een belangrijk kenmerk van de factorstrategieën die wij hanteren, is dat de portefeuilles die wij beheren voor onze klanten na iedere rebalancing exact de exposures bieden zoals bedoeld is. Dit is te danken aan het feit dat onze strategieën rekening houden met onbedoelde neveneffecten en zodanig geen onevenwichtige over- of onderexposures 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 4: '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 volatily 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.