

KWARTAALUPDATE

Quant Aandelen

IN DEZE UPDATE

Marktbeeld en rendement

- Renteverwachtingen en economische groei drukken het aandelenrendement
- Defensieve sectoren blijven achter door stijgende rente
- Stijlfactoren realiseren overwegend outperformance
- Goed derde kwartaal zorgde voor lichte outperformance ten opzichte van benchmark

AUTEURS



René Wijnen,
Portfolio Manager
Equities



Ralph Sandelowsky,
Senior Portfolio
Manager

THEMA

Rendementsimpact van ESG keuzes zichtbaar maken

De vermogensbeheerwereld heeft recentelijk een aanzienlijke transformatie ondergaan, waarbij niet-financiële keuzes, met name op het gebied van ESG-criteria (environmental, social en governance), steeds belangrijker zijn geworden voor institutionele beleggers. Dit vormt een uitdaging voor traditionele attributiemethoden, die niet in staat zijn om rendementen op te splitsen in financiële en niet-financiële keuzes. Het is essentieel om een passende methodologie te ontwikkelen om de impact van deze keuzes op de portefeuillesamenstelling en rendement nauwkeurig te evalueren.

[Lees verder op pagina 3 →](#)

Marktbeeld en rendement

Renteverwachtingen en economische groei drukken het aandelenrendement

De aandelenmarkten wisten in het derde kwartaal de opgaande lijn van de twee eerdere kwartalen niet door te trekken. Ondanks de gestaag dalende kerninflatie, zowel in de VS als in de Eurozone, verhoogden de centrale banken de beleidsrentes. Daarnaast waren veel marktparticipanten verrast door de uitspraak van de Amerikaanse centrale bank dat deze beleidsrentes langer dan verwacht hoog zullen blijven. De kapitaalmarktrentes gingen fors omhoog, vooral in de maand september. De Duitse 10-jaars rente bereikte het hoogste niveau sinds 2011. De verwachtingen voor de wereldeconomie zijn het afgelopen kwartaal verslechterd, en met name de rentegevoelige sectoren, zoals de huizenmarkt, ondervonden grote hinder van de oplopende financieringskosten. Deze kosten sijpelen ook door in de rest van de economie met afnemende groei en een laag ondernemersvertrouwen tot gevolg.

De MSCI World Index (net total return in euro) daalde met -0,5%. Gemeten in euro's werden de lagere aandelenkoersen deels gecompenseerd door de daling van de euro ten opzichte van de US dollar. De MSCI World index (Hedged to EUR) behaalde een fors lager rendement van -3,0%.



Value en Low Beta presteerden goed gedurende het kwartaal.

Stijlfactoren realiseren overwegend outperformance

De Achmea IM stijlfactoren lieten het afgelopen kwartaal een overwegend positief beeld zien. De value factor presteerde gedurende het hele kwartaal goed en eindigde dit kwartaal op een ruime plus. De value factor is hiermee ook de sterkst presterende factor dit jaar. De defensieve low beta factor presteerde vooral goed in de maanden augustus en september toen de markt negatief rendeerd. De quality factor begon het kwartaal licht negatief maar wist dit gedurende het kwartaal om te buigen in een bescheiden plus. De overweging van de quality factor naar de sterk presterende energy sector en onderweging naar de slecht presterende real estate en utility sectoren droegen daar mede aan bij. Een vergelijkbare onderweging naar de real estate en utility sectoren hielpen ook de momentum factor licht in de plus te eindigen. De small cap factor bleef licht achter dit kwartaal.

Rendement

Het Achmea IM wereldwijd aandelenfonds had een goed derde kwartaal. Het noteerde een absoluut rendement van nagenoeg nul terwijl de benchmark met 0,5% daalde. Hiermee staat het fonds voor dit jaar zowel absoluut (+12,16%) als relatief (+0,16%) in de plus. De benchmark, de MSCI World Index (net TR in EUR) behaalde over het huidige jaar een rendement van 12,0%.



Kapitaalmarktrentes gingen fors omhoog. En de uitspraak van de Fed dat beleidsrentes langer hoog zullen blijven, kwam voor veel marktparticipanten als een verrassing.

Defensieve sectoren blijven achter door stijgende rente

Gemeten in lokale valuta noteerden vrijwel alle sectoren een negatief kwartaalrendement. De energy sector was hierbij de grote uitzondering. De sector steeg met ruim 11% geholpen door de fors hogere olieprijs. De slechtst presterende sectoren waren de utility, real estate en consumer staples sectoren. Deze typisch defensieve sectoren hebben de meeste tegenwind ondervonden van de stijgende rente.

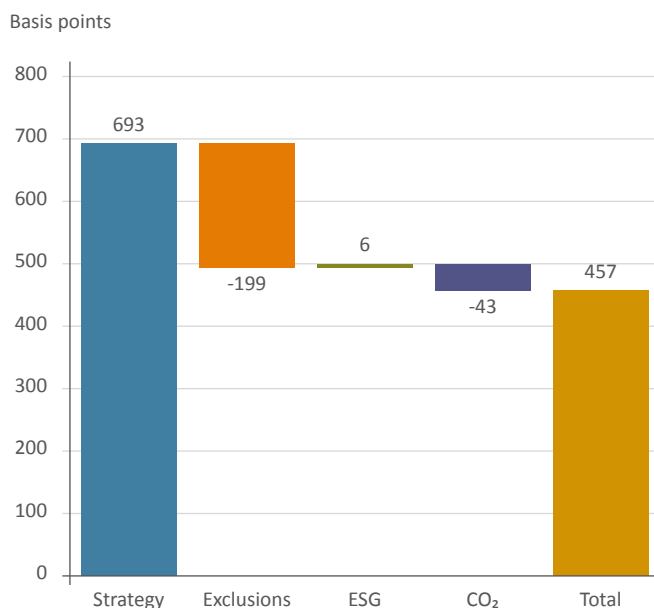
THEMA

Rendementsimpact van ESG keuzes zichtbaar maken

De afgelopen jaren heeft de vermogensbeheerwereld een aanzienlijke transformatie ondergaan, met een groeiende erkenning van het belang van niet-financiële keuzes. Beleggen op basis van environmental, social en governance (ESG) criteria is inmiddels niet meer weg te denken in de portefeuille van een institutionele belegger. Bij ESG integratie wordt in het beleggingsproces naast de bestaande financiële doelstellingen een nadruk gelegd op bredere maatschappelijke en milieudoelstellingen. Deze criteria omvatten thema's zoals klimaatverandering, arbeidsnormen en bedrijfsethiek.

Beleggers hanteren verschillende benaderingen, waaronder uitsluiting, engagement en het integreren van ESG criteria in de portefeuille. Aanvankelijk accepteerden beleggers kleine afwijkingen van benchmarks, met de verwachting hiermee maatschappelijke waarde toe te voegen. Maar naarmate het belang van ESG-keuzes binnen het beleggingsproces toenam, werd de invloed van niet-financiële factoren op het rendement groter.

Figuur 1: Decompositie van actief rendement naar keuze



Bron: Achmea IM

Traditionele attributiemethoden vormen een uitdaging

Deze verschuiving vormt een uitdaging voor de traditionele performance attributiemethoden, welke niet in staat zijn om rendementen te scheiden in financiële en niet-financiële keuzes. Bij de laatste doelen we op portefeuillekeuzes welke aan duurzaamheidsdoelstellingen gerelateerd zijn. Een passende methodologie kan de effecten van deze twee categorieën op de portefeuillesamenstelling nauwkeurig onderscheiden, om zodoende zowel het beleggingsproces van een (actieve) beheerder als de impact van alle niet-financiële keuzes op de portefeuille adequaat te beoordelen.

Neem als voorbeeld, een portefeuille met een onderweging naar de energiesector, terwijl energie beter presteert dan de bredere benchmark. Traditionele attributiemethoden zijn prima in staat om de impact van deze onderweging op het rendement te attribueren en antwoord te geven op de vraag "wat" er is gebeurd. Echter, deze methoden missen het vermogen om een diepgaander begrip te bieden over "waarom" deze onderweging in de eerste plaats bestond. Is het te wijten aan de strategie van de portefeuillebeheerder, aan uitsluitingen, aan ESG-beoordelingen of aan koolstofreductie? Of, het meest waarschijnlijk, door een combinatie van deze keuzes?

Nieuwe methodologie Achmea Investment Management biedt inzicht

Achmea Investment Management heeft een methodologie ontwikkeld die precies dit doet. Het biedt meer transparantie over de impact van verschillende portefeuillekeuzes die de rendementen van een portefeuille ten opzichte van een benchmark verklaren. En kan dit ook in de loop van de tijd volgen. Dit is zeer waardevolle informatie voor vermogensbeheerders, asset owners, beleggingsadviseurs en toezichhouders.

Figuur 1 laat zien wat met de Achmea IM-methodologie kan worden bereikt. Het totale rendement kan worden opgesplitst in rendement van de beleggingsstrategie, uitsluitingen, sturing op ESG karakteristieken en CO₂-reductie. Deze vier keuzes zijn slechts een voorbeeld; de Achmea IM-methodologie kan toegepast worden op allerlei portefeuillekeuzes die van invloed zijn op de relatieve gewichten, zoals verschillende niveaus van tracking-error, land- of sectorlimieten, verschillende niveaus van turnover limieten, verschillende beleggingsuniversa, enzovoort. De mogelijkheden zijn eindeloos.

De toegevoegde waarde van deze methodologie ligt in de hoge mate van transparantie die ze biedt aan alle betrokken partijen bij het beheer van een beleggingsportefeuille. Deze methodologie laat de toegevoegde waarde van portefeuille managers zien onafhankelijk van de ESG-keuzes. Institutionele beleggers kunnen deze inzichten gebruiken bij de implementatie van niet-financiële keuzes, of bij verantwoording aan deelnemers over de impact van niet-financiële keuzes op het rendement van de portefeuille. En toezichthouders kunnen de beslissingen van beleggers beter evalueren, allemaal op basis van deze methodologie.

Nieuwe aanpak is robuust voor complexe interacties

Een ander belangrijk voordeel van deze aanpak is dat deze nauwkeurig omgaat met interacties die optreden tussen uitsluitingen (of andere niet-financiële keuzes) en de strategie van een beheerder. Dit geldt zelfs voor de passieve implementatie van ESG-indices waarbij naast uitsluitingen weliswaar geen duidelijke strategie is, maar vaak ook tegelijkertijd sturing plaatsvindt op basis van ESG-factoren zoals klimaatrisico, CO₂-reductie en tracking-error minimalisatie worden toegepast op de index.

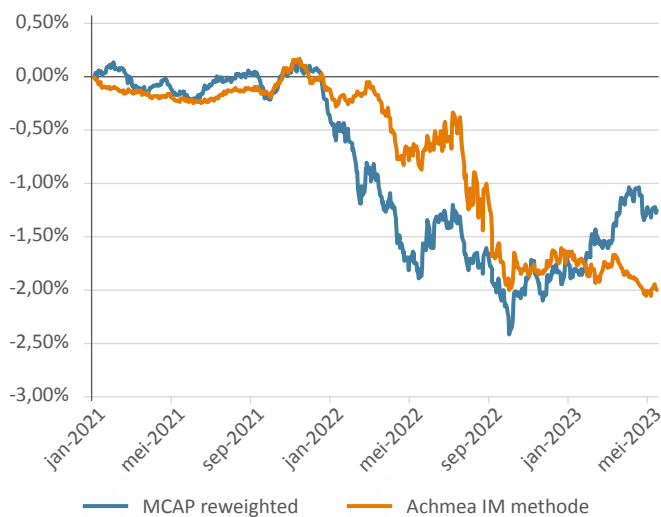
In zowel actief als passief beheer wordt het effect van uitsluitingen vaak geschat door eenvoudig de index te herwegen zonder de uitgesloten namen op basis van marktkapitalisatie. Dit heeft als gevolg dat het uitgesloten indexgewicht proportioneel wordt

herverdeeld op basis van de omvang van een bedrijf. Hoewel deze aanpak voor de hand ligt, negeert deze de interactie met de beleggingsstrategie van de portefeuille of met andere ESG-keuzes. Immers, een value manager zou bij dezelfde uitsluitingen andere aandelen terugkopen dan een groeimanager. Het negeren van de interactie tussen beleggingsstrategie en uitsluitingen kan verkeerde conclusies veroorzaken in de attributie, zoals figuur 2 laat zien.

Inzichten in de dominante drijfveren van een strategie

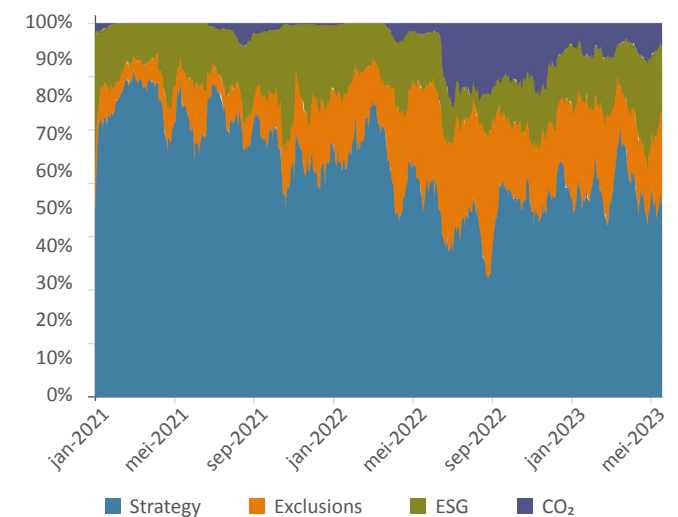
Bovendien kunnen inzichten gegeven worden over de dominantie van de verschillende keuzes op het gerealiseerde rendement¹. Zo toont figuur 3 dat de impact van de beleggingsstrategie op het totale rendement van de portefeuille in de loop van de tijd is afgenomen. Dit kan komen door een aangescherpt ESG-beleid of door verhoogde volatiliteit van bijvoorbeeld de uitsluitingen zelf. Deze inzichten kunnen een discussie tussen vermogensbeheerder en asset owner aanwakkeren over de invulling van het beleggingsmandaat. Het zou kunnen dienen als basis om mogelijke turnover- of tracking-error limieten te versoepelen. Of het kan een inzicht zijn voor een asset owner om over te stappen van actief naar passief beheer, aangezien het merendeel van het extra rendement wordt gegenereerd door de eigen niet-financiële keuzes, in plaats van door de beleggingsstrategie van de vermogensbeheerder.

Figuur 2: Vergelijking van performance impact van uitsluitingen over 2021 / 2023H1



Bron: Achmea IM

Figuur 3: Actief rendement verklaart per keuze



Bron: Achmea IM

¹ Hierbij bedoelen we de dominantie van de verschillende factoren in het vaststellen van het totale rendement, deze maatstaf ligt in lijn met hoe de decompositie van een gerealiseerde tracking error eruit zou zien

Methodologie gebaseerd op machine learning

De Achmea IM-methodologie is gebaseerd op Shapley values. Shapley values zijn een concept uit de coöperatieve speltheorie en wordt veel toegepast in machine learning. Shapley values bieden een systematische en eerlijke methode om bijdragen toe te wijzen aan deelnemers in een samenwerkend spel. Of het nu gaat om het beoordelen van de waarde van spelers in een teamsport, het toekennen van individuele bijdrage voor het succes van een groepsproject, het verklaren van de belangrijkste variabelen in een machine learning model, of zelfs het toewijzen van relatieve performance van een beleggingsstrategie, Shapley values bieden een gedetailleerde en rechtvaardige oplossing.

Toepassingen van Shapley values

Shapley values zijn ontwikkeld door Lloyd Shapley in de vroege jaren '50 als een middel om gezamenlijke opbrengsten of resultaten eerlijk te verdelen onder deelnemers in coöperatieve spellen. In deze spellen werken spelers samen om een gemeenschappelijk doel te bereiken. De bijdrage van elke speler kan variëren afhankelijk van de interacties met anderen. Shapley values proberen de volgende vraag te beantwoorden: "Hoeveel moet elke speler ontvangen als zijn of haar aandeel van de totale opbrengst, rekening houdend met hun unieke bijdragen binnen de context van de samenwerking?"

In het domein van machine learning hebben Shapley values aan populariteit gewonnen vanwege hun vermogen om modelvoorspellingen te interpreteren en uit te leggen. Ze bieden een robuust kader om te begrijpen waarom een bepaalde voorspelling is gedaan, en werpen licht op de importantie van individuele kenmerken of variabelen bij het bepalen van de uitkomst. Deze interpretatie is cruciaal in verschillende toepassingen, zoals kredietbeoordeling, medische diagnose, autonoom rijden en vermogensbeheer, waar begrip van de redenering van het model van vitaal belang is voor vertrouwen en verantwoording.

Shapley values bezitten hoog gewaardeerde eigenschappen

De belangrijkste kracht van Shapley values ligt in hun transparantie en consistentie. Ze volgen drie fundamentele principes:

- Efficiëntie:** De totale bijdrage van alle spelers is gelijk aan het totale resultaat, zodat geen waarde resterend blijft. Deze eigenschap garandeert een rechtvaardige verdeling van beloningen in coöperatieve spellen en nauwkeurige kenmerkentoewijzing in machine learning.
- Symmetrie:** Shapley values behandelen alle deelnemers op gelijke wijze wat betreft hun bijdrage. Spelers met vergelijkbare bijdragen ontvangen gelijke beloningen, wat een rechtvaardige omgeving bevordert.
- Lineariteit:** De Shapley value van een coalitie is de som van de Shapley values van haar individuele leden. Dit maakt een eenvoudige aggregatie van bijdragen in complexe scenario's mogelijk.

Nobelprijs Shapley benadrukt maatschappelijk belang

Het baanbrekende werk van Lloyd Shapley over Shapley values in de coöperatieve speltheorie werd bekroond met de hoogste eer in het veld van wetenschap en economie. In 2012 werd Lloyd Shapley gezamenlijk bekroond met de Nobelprijs voor Economische Wetenschappen, samen met Alvin E. Roth, voor hun uitzonderlijke bijdragen aan de theorie van stabiele toewijzingen en de praktijk van marktontwerp. Deze Nobelprijs benadrukt de diepgaande impact van Shapley values, niet alleen als een theoretisch concept, maar ook voor hun praktische toepassingen bij het oplossen van real-world allocatieproblemen; variërend van het matchen van patiënten en ziekenhuizen tot eerlijke verdeling van middelen in verschillende economische contexten, tot het toewijzen van relatieve rendementen van een beleggingsportefeuille. Shapley's Nobelprijs benadrukt de blijvende relevantie en betekenis van Shapley values bij het vormgeven van de benadering van rechtvaardigheid en besluitvorming in zowel de economie als in machine learning.

Dit baanbrekende nieuwe attributiemodel kan gebruikt worden om de transparantie in performance attributie te verbeteren. Hierdoor zijn betere discussies over de richtlijnen van beleggingsmandaat denkbaar, wat mogelijk leidt tot betere beleggingsrendementen.



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 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 Renier Brenninkmeijer, Business Development Director, Renier.brenninkmeijer@achmea.nl, +31 6 201 384 74
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. Dit is reclame. Raadpleeg het prospectus van het Achmea wereldwijd aandelen fonds voordat u een beleggingsbeslissing neemt. Rendementen uit het verleden bieden geen garantie voor de toekomst. 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.