

WETENSCHAP EN PRAKTIJK

MEER SHARPE BIJ HET OOGSTEN VAN FACTORPREMIES

Door Joop Huij

Steeds meer institutionele beleggers alloceren assets naar factorpremies, maar wat is de beste aanpak? Joop Huij toont de resultaten van een efficiëntere benadering voor het oogsten van factorpremies ten opzichte van smart-beta factorindices.

SMART-BETA FACTOR BENADERINGEN HEBBEN VALKUILEN

Factorbeleggen is een beleggingsbenadering op basis van factorpremies, zoals waarde, momentum en lage volatiliteit. Wetenschappelijk onderzoek toont aan dat deze benadering tot hogere Sharpe-ratio's leidt dan beleggen op basis van benchmarks gewogen naar marktkapitalisatie. Smart-beta factor benaderingen hebben weliswaar bewezen dat ze factorpremies kunnen benutten, maar kennen wel een aantal valkuilen. Voorbeelden hiervan zijn het nemen van onbeloofde risico's, hogere transactiekosten als gevolg van veel handelen en negatieve effecten van andere factorpremies.

In figuur 1 worden de rendementen en risico's van drie smart-beta factorindices ten opzichte van de markt weergegeven.

De smart-beta factorindices werden vertegenwoordigd door respectievelijk de MSCI World Value Weighted-index, de recent geïntroduceerde AQR Momentum-index en de MSCI World Minimum Volatility-index. De markt wordt vertegenwoordigd door de MSCI World index. Alle drie de smart-beta factorindices laten hogere Sharpe-ratio's zien (rendement over cash gedeeld door het risico). Het oogsten van factorpremies kan echter efficiënter.

RESULTATEN VAN EEN EFFICIËNTERE AANPAK

Ons Quantitative Research-team houdt zich bezig met het analyseren, evalueren en ontwikkelen van meer efficiënte factorstrategieën. Deze strategieën vermijden de valkuilen van smart-beta indices en leiden tot een verdere verbetering van de Sharpe-ratio's.

Een eerste valkuil is het nemen van onbeloofde risico's. Vaak worden factorpremies toegeschreven aan een bijbehorend hoger risico. Een voorbeeld hiervan is de waarde factorpremie. Deze wordt veelal in verband gebracht met een extra hoog faillissementsrisico. Dit is het risico dat een bedrijf niet aan de financiële verplichtingen van zijn crediteuren kan voldoen en failliet gaat. Eigen onderzoek toont echter aan dat het niet nodig is om meer faillisse-

mentsrisico te accepteren om de waarde premie te oogsten. Met minder risico is zelfs een hogere factorpremie haalbaar. Voor het effectief oogsten van factorpremies is het dus belangrijk om te onderzoeken welk risico wel en welk risico niet beloofd wordt.

In veel academisch onderzoek naar factorpremies wordt geen rekening gehouden met transactiekosten. Dit blijkt echter een belangrijk aspect voor een efficiënte implementatie. Veel aan- en verkopen en bijbehorende transactiekosten kunnen immers de premie van een bepaalde factor teniet doen. Een geavanceerde strategie vermijdt deze tweede valkuil van onnodige transacties en de bijbehorende kosten.

Een derde valkuil is de kans op een negatieve exposure naar andere bewe-

zen factorpremies. Ook in dit geval kan het positieve effect van het oogsten van de ene factorpremie teniet worden gedaan door de negatieve effecten van andere premies. Een meer geavanceerde strategie heeft een bepaalde factor als uitgangspunt, maar houdt vervolgens ook rekening met de effecten van andere factorpremies.



Naast het voorkomen van bovenstaande valkuilen is het ook van belang om meer exposure naar factorpremies te bereiken door een hogere concentratie en een grotere 'active share': het percentage van aandelenposities dat afwijkt van de index. De resultaten van strategieën met een meer geavanceerde aanpak worden weergegeven in figuur 2. Over de gehele linie zijn de verbeteringen in de Sharpe-ratio's afkomstig van zowel een toename van het rendement als een afname van het risico.

OPTIMALE MIX HANGT AF VAN VOORKEUR BELEGGER

Het Quantitative Research-team heeft verschillende benaderingen onderzocht voor het samenstellen van factorpremie portefeuilles: een gelijkgewogen (1/N) portefeuille, een portefeuille met een maximaal rendement, een portefeuille met een minimale volatiliteit en een risicogewogen portefeuille.

Al deze portefeuilles laten een verbetering zien in de Sharpe-ratio van 0,14 voor de markt tot circa 0,5 - 0,7 voor de verschillende factorpremieportefeuilles. Er bestaan echter aanzienlijke verschillen tussen de rendementen, volatiliteit en trackingerrors. De optimale portefeuille hangt af van specifieke voorkeuren van beleggers, zoals de stabiliteit van de dekingsgraad of het maximaliseren van het verwachte rendement.

MEER INFORMATIE OVER ROBECO ONDERZOEK NAAR FACTORBELEGGEN

Dit artikel is een samenvatting van het whitepaper 'Efficient factor-investing strategies', die als bijlage beschikbaar is bij deze editie van Financial Investigator. Er is nog veel meer onderzoek van Robeco over factorbeleggen beschikbaar via www.Robeco.com/quant.

ONAFHANKELIJKE VALIDATIE ROBECO ONDERZOEK

Als pionier op het gebied van kwantitatief beleggen stimuleert Robeco ook extern onafhankelijk onderzoek. Robeco heeft aan Kees Koedijk, Alfred Slager en Philip Stork gevraagd om aanvullend onderzoek te doen naar aanleiding van het rapport van Ang, Goetzmann en Schaefer. Daarnaast worden ook haar eigen resultaten op het gebied van factorbeleggen gevalideerd en verder aangevuld.

Het onderzoeksrapport 'Beleggen in Systematische Factorpremies' is recent verschenen. U kunt dit rapport aanvragen via Robeco.com/factorpremies. «

Dit artikel is geschreven door
Joop Huij, Quantitative researcher
bij Robeco en Associate Professor of
Finance aan de Rotterdam School of
Management.

Figuur 2: Efficiënte factorstrategieën

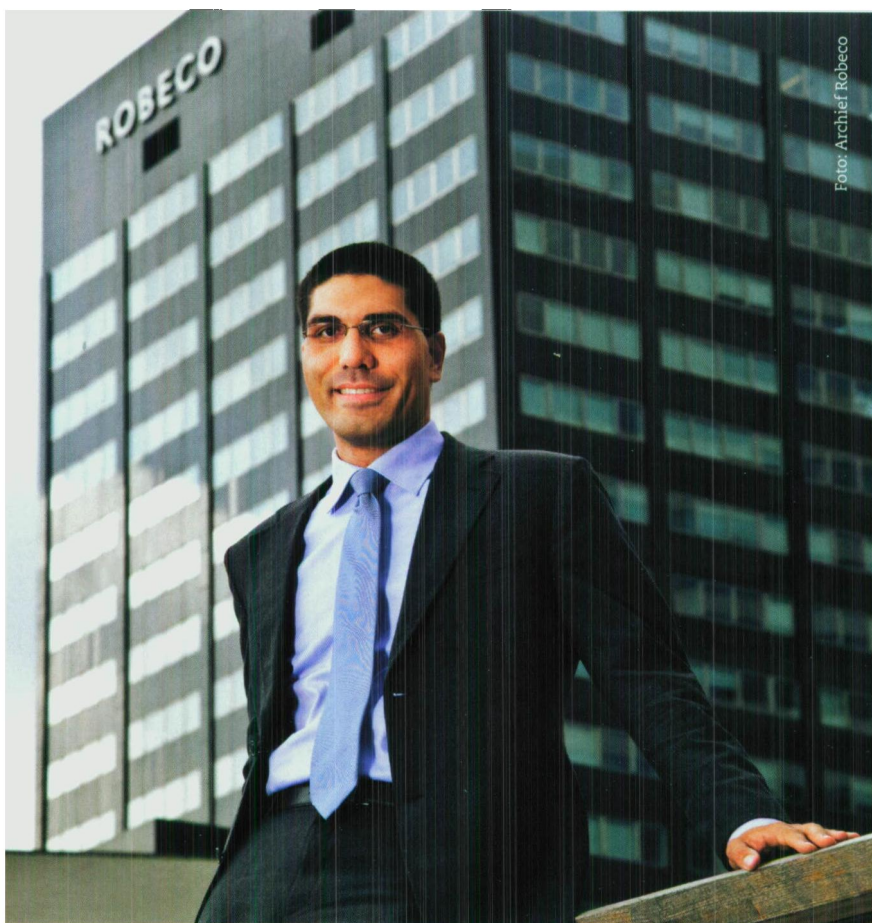
	Markt	Waarde	Momentum	Lage volatiliteit
Rendement boven cash	2,1%	8,0%	7,9%	7,1%
Risico (volatiliteit)	15,5%	14,7%	16,5%	10,6%
Sharpe-ratio	0,14	0,54	0,48	0,67

Bron: Robeco Quantitative Strategies. De steekproef heeft betrekking op de periode van juni 1988 tot en met december 2011. Rendementen zijn na aftrek van 75 basispunten transactiekosten. Voor lage volatiliteit gebruiken we werkelijk gerealiseerde Conservative Equity-cijfers sinds september 2006. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.

Figuur 1: Smart-beta factorindices

	Markt	Waarde	Momentum	Lage volatiliteit
Rendement boven cash	2,1%	3,6%	3,1%	2,9%
Risico (volatiliteit)	15,5%	15,6%	16,7%	11,6%
Sharpe-ratio	0,14	0,23	0,19	0,25

Bron: Robeco Quantitative Strategies. De steekproef heeft betrekking op de periode van juni 1988 tot en met december 2011. Rendementen zijn na aftrek van 75 basispunten transactiekosten. De waarde van uw beleggingen kan fluctueren. In het verleden behaalde resultaten bieden geen garantie voor de toekomst.



Joop Huij

