

Alpha Mapping

One-size-fits-all is passé

Auteur
Farid Kabbaj

Introductie

De tijd dat institutionele beleggers simpelweg wel of niet geloven in actief management ligt achter ons. Er kan worden betwist of een pensioenfonds nog in staat is om in elke markt te profiteren van markt-inefficiënties. Een overschot aan analisten die naar dezelfde bedrijven kijken, in combinatie met high frequency traders die de laatste basispunten wegkappen voor de neus van institutionele beleggers, kunnen dit lastig maken. Aan de andere kant is er

een aantal beleggingscategorieën salonfähig geworden waar de keuze voor passief management onmogelijk of overduidelijk suboptimaal is. Verder heeft de opkomst van goedkope en eenvoudig te implementeren factor indices (smart bèta) voor een scala aan mogelijkheden tussen actief en passief gezorgd.

De keerzijde hiervan is dat de voorheen ‘simpele’ keuze tussen actief en passief management er niet makkelijker op geworden is. In plaats van een gestandaardiseerde one-size-fits-all oplossing zijn er alleen maar meer opties bijgekomen waarvan de aantrekkelijkheid voor elke belegger zeer kan verschillen. Maar zeker in de huidige lage-rente-omgeving, waarin de voorspelde rendementen voor veel categorieën historisch laag zijn, kan een juiste keuze voor de wijze van beleggen wél het verschil maken. Aangezien beleggers een beperkt risicobudget (zowel economisch als onder Solvency II / het FTK) en een beperkt kostenbudget beschikbaar hebben, is het zinvol om actief management alleen daar in te zetten waar de kans op toegevoegde waarde het grootste is.

Om de toegenomen complexiteit het hoofd te bieden zetten we in dit artikel uiteen hoe de besluitvorming op een systematische wijze te benaderen is.

Alpha mapping per beleggingscategorie

Het verschil tussen een actieve en een passieve implementatie kan per beleggingscategorie opgedeeld worden in drie componenten, een verschil in kosten (TER), een verschil in verwacht rendement (alpha) en een verschil in risico (tracking error). Een institutionele belegger moet een bewuste keuze maken welke bronnen van rendement ze wil aanboren gegeven haar kostenbudget, risicobudget en beleggingsvisie. Dit klinkt eenvoudig, maar hoe kom je tot een visie op de beleggingswijze die moet worden toegepast per beleggingscategorie? Er zijn een aantal belangrijke factoren die hierbij in ogenschouw genomen moeten worden, deze werken we hieronder uit.

Liquiditeit

Hoe moeilijk is het om te handelen? Vanuit een risicoperspectief zijn er nadelen aan passief beleggen in sterk illiquide markten met inefficiënte benchmarks. Gezien de lange termijn horizon die inherent is aan een lage liquiditeit, door zowel de kostencomponent alsmede de geringe



mogelijkheden tot handelen, moet iedere individuele belegging met zorg worden uitgezocht en worden gemonitord. Voorbeelden zijn beleggingen in private equity, aandelen small cap en direct vastgoed. Op het moment dat de liquiditeit boven een bepaalde tolerantiegrens komt, wordt de impact van deze factor minder.

Voor een goed ontwikkelde passieve markt is een hoge liquiditeit vereist.

Efficiëntie van de benchmark

Een belangrijke overweging is de mate waarin een benchmark representatief is voor de onderliggende markt. Hier zitten per beleggingscategorie flinke verschillen tussen (waarbij we de verschillen in kwaliteit tussen de diverse aanbieders van benchmarks onderling buiten beschouwing laten). Het is in een liquide markt niet alleen makkelijker om snel een portefeuille samen te stellen, maar ook om een benchmark te bepalen. De meest efficiënte benchmarks vinden we daarom terug in aandelenmarkten van ontwikkelde economieën.

Minder efficiënte benchmarks zien we in de obligatiemarkten en private markten. Door de lagere liquiditeit worden deze vaak geconstrueerd met optimalisatietechnieken om het marktrisico te repliceren. Ook geldt voor obligatiebenchmarks dat de grootste schuldenaar de grootste weging krijgt toegewezen, wat weinig met marktefficiëntie te maken heeft en een ongewenst risico kan vormen. Ook zijn benchmarks van obligatiemarkten vaak relatief traag met het toevoegen van nieuwe sectoren en beleggingsinstrumenten. Dit heeft gevolgen voor de representativiteit. Voor alternatieve beleggingscategorieën, zoals private equity en infrastructuur, zijn de benchmarks vaak weinig representatief.

Aanwezigheid en kostenvoordeel van de passieve oplossingen

Een belangrijke reden om voor passief te kiezen is het kostenvoordeel. Om dit te realiseren moeten de passieve producten bestaan en kostenvoordeel opleveren voor een institutionele belegger. Vooral bij de minder toegankelijke markten, waar minder producten aanwezig zijn met een kleinere omvang, is dit niet altijd het geval. In zulke gevallen kan het voor een institutionele belegger goed mogelijk zijn

om een actieve strategie te vinden die goedkoper is dan een passieve ETF.

Verwachting outperformance

In de meeste beleggingscategorieën is het mogelijk om actieve managers te vinden van een hoog niveau. Aan de andere kant is het in sommige beleggingscategorieën nu eenmaal makkelijker om alpha te behalen dan in andere. Binnen de portefeuilleconstructie ligt het dan ook voor de hand om actief management juist te gebruiken bij die beleggingscategorieën waar het naar verwachting de hoogste toegevoegde waarde zal geven (netto risico rendementsverhouding).

Als we de vier hiervoor genoemde factoren tezamen nemen voor de belangrijkste beleggingscategorieën waar Nederlandse pensioenfondsen in belegd zijn dan kunnen we al tot voorlopige conclusies komen. Tabel 1 geeft een overzicht hiervan.

Door te kijken naar de karakteristieken van de markt zien we dat er voor de meeste beleggingscategorieën een duidelijk beeld ontstaat, behalve voor aandelenmarkten. Deze markt is zo groot en veelzijdig dat we hier in meer detail naar willen kijken om tot een conclusie te kunnen komen.

Verdere uitwerking van alpha mapping binnen aandelen

In deze sectie kijken we naar factoren die van invloed kunnen zijn op het potentiële succes van actieve managers. Dit wordt gecombineerd om tot een rangschikking te komen van aandelenmarkten naar kans op outperformance door actief management.

Diepte van de benchmark

Volgens het concept van de Fundamental Law of Active Management (Grinhold 1989, Clarke, de Silva en Thorley 2002) heeft een generieke actieve manager in potentie een groter aantal onafhankelijke keuzes te maken in een diepe markt. Dus hoe dieper de markt hoe meer mogelijkheden om een beleggingsstijl uit te drukken in actieve positionering. Markten met een groot aantal onderliggende namen zijn bijvoorbeeld US Small Cap en Global, terwijl Australië, Canada en de UK kleinere markten zijn.

Tabel 1 Alpha mapping per beleggingscategorie

Asset Class	Liquiditeit & Transparantie	Efficiënte benchmark	Passief aanwezig (kostenvoordeel)	Verwachting outperformance	Voorlopige conclusie
LDI Staats & Swaps	Hoog	Custom	Hoog	Laag	(Semi) Passief
Vastrentend (Global Agg)	Midden	Laag/Midden	Midden	Hoog	Actief
Vastrentend (Global Credit)	Midden	Laag/Midden	Midden	Midden/Hoog	Actief
Vastrentend (HY & EMD)	Laag	Laag	Laag	Hoog	Actief
Aandelen (Global Developed)	Hoog	Hoog	Hoog	Midden	Onbepaald
Aandelen (Emerging Markets)	Laag/Midden	Midden	Midden	Hoog	Onbepaald
Real Assets (Commodities)	Hoog	Midden	Hoog	Laag	Passief
Real Assets (Other)	Laag	Laag	Laag	Midden	Actief

Bron: Russell Investments, 31 december 2014

Concentratie binnen de benchmark

In markten waar de concentratie erg hoog is, zoals in Nederland waar Unilever, Koninklijke Olie en ING meer dan 40% van de AEX uitmaken, hebben actieve portefeuilles over het algemeen een substantieel aandeel in de hoofdfondsen. Door niet in de hoofdfondsen te beleggen neemt de manager een te groot risico. Aan de andere kant heeft de manager nu minder ruimte om actieve posities in te nemen, waardoor een hogere concentratie dus minder kansen voor actief management geeft. Ook hier verwachten we dat de small cap indices een lage concentratie hebben, terwijl bijvoorbeeld Australië, Canada en de UK meer concentratie hebben.

Analisten coverage

De hoeveelheid analisten per bedrijf geeft een maatstaf voor de effectiviteit waarin bedrijfsinformatie wordt verzameld, verwerkt en aan beleggers wordt doorgegeven. Markten met een lagere coverage bieden een hogere kans tot het toevoegen van waarde door actief management (Grossman en Stiglitz, 1980). De meer geavanceerde belegger kan als het ware haar eigen informatie-asymmetrie creëren.

Grote bedrijven in ontwikkelde markten zullen de grootste analisten coverage hebben. Kleinere bedrijven in minder ontwikkelde markten zullen minder gevolgd worden door analisten.

Dispersie van rendementen (cross sectional volatility)

In tijden dat de hele markt stijgt of daalt, is het voor actief management moeilijker om waarde toe te voegen. Recent hebben we gezien dat door quantitative easing, waar centrale banken een sturende rol op de koersen hadden, een periode van risk-on risk-off ontstond. Op het moment dat de dispersie van rendementen stijgt (een hoge cross sectional volatility), is er sprake van een hogere outperformance voor een gelijk niveau van gerealiseerde voorspellingen. Hierdoor stijgt de toegevoegde waarde van goede actieve managers (Gorman, Sapra en Weigard 2010). Deze factor is het meest veranderlijk over tijd en heeft daarmee de grootste impact op veranderingen in de rangschikking over korte periodes.

Liquiditeit

Dit is eerder besproken. Bij een lage liquiditeit zien we een grote impact, die afneemt naarmate de liquiditeit toeneemt.

Tabel 2 Correlatie met Alpha op aandelenmarkt

	Correlatie met Alpha
Concentratie	-0,38
Liquiditeit	-0,43
Analisten Coverage	-0,52
Dispersie rendementen	0,34
Diepte	0,30

Bron: Russell Investments, 2 juli 2014

Ter illustratie hebben we deze analyse toegepast op de aandelenmarkt, waar we 17 markten met elkaar vergelijken op basis van algemeen aanvaarde referentie-indices. We zien dat de correlatie van de verschillende factoren hoog is, en in de juiste richting wijst.

In tabel 3 zijn de resultaten weergegeven van de ranking, waarbij we per factor een rangschikking gemaakt hebben en voor het totaal ieder van de factoren een gelijk gewicht toekennen. Een belangrijke kanttekening is dat deze factoren niet stabiel zijn over tijd. Vooral de dispersie kan snel veranderen. Het is dus zaak om de analyse periodiek te herzien.

Als we deze rangschikking interpreteren moeten we ons er van bewust zijn dat verschillen in benchmarkconstructie kunnen leiden tot hogere of lagere positionering. Een benchmark als de S&P 500 zal bijvoorbeeld niet erg hoog scoren op diepte van de benchmark. Het is dus van belang dat de benchmarks in deze analyse een goede representatie geven van de benchmarks binnen de strategische asset allocatie.

Op basis van de alpha mapping exercitie kunnen we stellen dat er verschillen te constateren zijn tussen de verschillende individuele markten binnen wereldwijde ontwikkelde aandelenmarkt. Bij een gespreide aandelenportefeuille zien we dan ook vaak een combinatie van actief en passief als optimaal resultaat.

Hoe past smart bèta in de portefeuille?

De laatste jaren heeft smart bèta een grote vlucht genomen. Smart bèta strategieën geven een passieve exposure naar een bepaalde factor (bijvoorbeeld low volatility) of een combinatie van factoren (fundamenteel geeft een combinatie van value en small cap).

Op basis van de beleggingsvisie van een belegger kan worden besloten om bepaalde stijltits toe te voegen. Hierbij is zorgvuldigheid nog geboden. Een vaak toegepaste benadering is om per mandaat of per beleggingscategorie te bepalen wat de factortilt is. Maar elke combinatie van beleggingen leidt tot andere stijlexposures, waarbij zelfs een gematigde verschuiving in de allocatie tussen de managers de factortilt significant kan beïnvloeden en leidt tot onbewuste positionering.

Onbewuste positionering komt met grote regelmaat voor in portefeuilles en is vaak een belangrijke bron van onverwachte afwijkende resultaten. Een voorbeeld is de structurele onderweging naar de Verenigde Staten en overweging naar Emerging Markets die rond 75% van de wereldwijde aandelenmanagers aanhoudt.

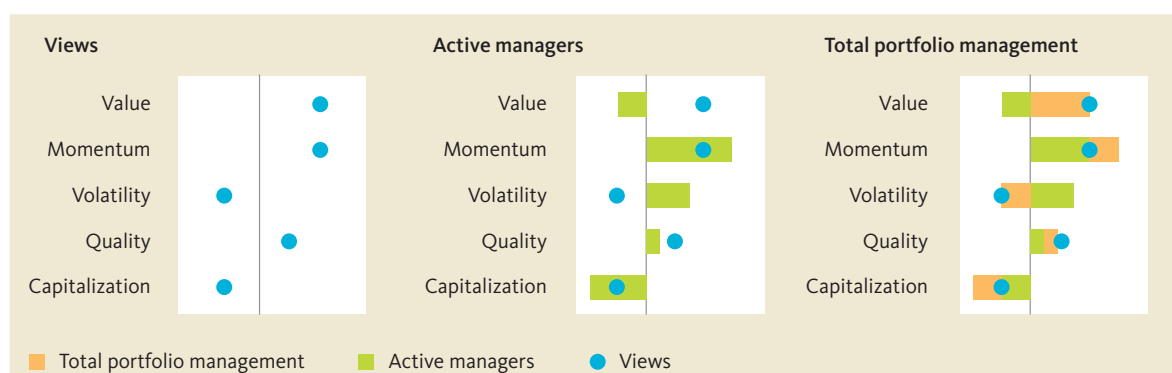
Door een goede monitoring van de gehele portefeuille op basis van een volledige look through, is het duidelijk wat deze tilts op totaalniveau zijn en of ze nog in overeenstemming zijn met het strategisch en tactisch beleid. Als er afwijkingen zijn is het mogelijk om de allocatie naar de verschillende strategieën binnen de portefeuille aan te passen. Het probleem is dat dit op andere plekken ook weer veranderingen teweeg brengt die misschien niet

Tabel 3 Rangschikking markt op basis van factoren

Markt	Diepte	Concentratie	Analisten Coverage	Dispersie rendementen	Liquiditeit	Gemiddelde Rank
US small cap market-oriented	2	1	4	2	14	1
US small cap growth	1	6	5	1	13	2
US small cap value	5	5	2	3	15	3
Japan small cap	4	2	1	9	16	4
Europe small cap	3	4	3	6	17	5
Emerging markets	6	8	6	4	12	6
Global	7	3	15	8	4	7
Asia	8	9	10	7	11	8
Global dev ex US & Canada (EAFE)	9	7	9	15	6	9
US large cap growth	10	13	14	10	1	10
US large cap market oriented	12	10	13	12	2	11
Canada	14	16	8	5	10	12
Japan	11	11	7	17	7	12
US large cap value	13	12	11	14	3	12
Europe large cap ex UK	15	14	12	16	5	15
UK	16	15	16	13	8	16
Australia	17	17	17	11	9	17

Bron: Russell Investments, 31 december 2014

Figuur 1 Smart bèta in actie



gewenst zijn (te vergelijken met draaien aan een kubus). Het is dan vaak efficiënter om met behulp van smart bèta ongewenste afwijkingen te neutraliseren.

Figuur 1 illustreert dit concept.

Hierbij moet nogmaals benadrukt worden dat het doel van deze exercitie niet is om alle factor exposure naar de benchmark te brengen, maar naar factortilts zoals in overeenstemming met het beleggingsbeleid en eventueel tactisch beleid. Dit moet een bewuste keuze zijn binnen de parameters van het risicobudget.

Conclusie

De afweging tussen actief en passief is niet eenduidig. Voor institutionele beleggers is het echter belangrijk om hier een visie op te vormen en het beleggingsbeleid hierop af te stemmen. Door toenemende complexiteit in de markten en een groter aantal beleggingscategorieën is dit er niet makkelijker op geworden. Onzorgvuldigheid in deze afweging kan echter leiden tot ongewenste risico's binnen de portefeuille.

Wij beschrijven hoe een systematische benadering kan leiden tot een evenwichtige combinatie van actief en passief management. Aangevuld met een bewuste blootstelling aan stijlfactoren, met behulp van smart bèta, kan worden zorggedragen dat er geen ongewenste positionering op het totale portefeuilleniveau plaatsvindt. ■

Literatuur

- Grinold, R., 1989, The Fundamental Law of Active Management, Journal of Portfolio Management, vol. 15, no. 3: 30-37.
- Clarke, R., de Silva, H. en Thorley, S., 2002, Portfolio Constraints and the Fundamental Law of Active Management, Financial Analysts Journal September-October.
- Grossman, S. en Stiglitz, J., 1980, On the impossibility of informationally efficient markets, The American Economic Review, Vol. 70, No. 3: 393-408.
- Gorman, L., Sapra, S., Weigand, R., 2010, The role of cross-sectional dispersion in active portfolio management, Investment Management and Financial Innovations, Volume 7, Issue 3.
- Russell Investments, 2015, Total portfolio management, Russell's approach to combining active passive and everything in between, research paper mei.
- Russell Investments, 2014, Alpha Mapping: An analysis of equity asset categories in terms of alpha of skilled investors (data van 17 aandelenbenchmarks 1990 Q3- 2013 Q3), research note juli.

Noot

- 1 Drs. Farid Kabbaj MSc, Director Investment Strategy & Solutions Russell Investments.