

Factorbeleggen is flauwekul

Kent u dat gevoel? U wilt net aan een karweitje beginnen waar u nogal tegenop ziet. Het tuinhek schilderen, de heg knippen, of iets anders waar u eigenlijk niet zoveel van af weet maar waarbij het wel opvalt als u het verknalt. En dan blijkt dat iemand anders dit werkje voor u heeft opgeknapt.



Welnu, dat overkwam mij ook toen ik wilde beginnen aan het schrijven van deze column. Net toen ik de spreekwoordelijke pen op papier wilde zetten verscheen in de PensioenPro van Het Financiële Dagblad een verhaal van Geert Dekker “Waarom factorbeleggen een luchtspiegeling kan zijn”. Een titel die veel belofde en mijn vooringenomen gevoel van misnoegen bij deze vorm van beleggen eer aandeed. Het artikel van Dekker was gebaseerd op twee veel breder onderbouwde artikelen die ik als voorbereiding op het schrijven van deze column al had opgeduikeld (maar nog niet had gelezen). De verhalen van James Montier en de man die de kleren van de keizer het eerst bij de naam noemde, Robert Arnott. Allebei lezenswaardig. Want; informatief, goed onderbouwd in de stellingen en humoristisch. En als neoklassiek opgevoede en vervolgens door de gedragseconomie bijgeschaafde econoom snap ik eigenlijk best wel welk spel bij factorbeleggen word gespeeld. Vergeet u die heg en dat tuinhek dus maar even en laten we eens bij het begin beginnen; waar komt factorbeleggen eigenlijk vandaan?

Factor analyse is geen analyse van factoren

Samen met velen van u heb ik ooit geleerd dat het risico omtrent het verwachte rendement van de markt of van de schatting daarvan, een marktindex, opgebouwd is uit het rendement van een onbenoembaar aantal factoren die daarbij niet één op één te koppelen zijn aan gebeurtenissen in de werkelijke wereld. Naast een basis in het bekende capital asset pricing model (CAPM) wordt de relatie tussen risicofactoren en rendement van een andere kant benaderd in de arbitrage pricing theorie

(APT) van Ross (1976). In de APT wordt met de statistische techniek “factor analyse” (doorgaans: de principale componenten variant) voor de variabele “marktrendement” bepaald door welke achterliggende factoren deze kan worden verklaard. Uiteraard geldt de relatie alleen in Neo Klassiek wonderland waarin markten perfect en compleet zijn. De academische schoonheid van deze theorie is voor mij onbetwist en zit vooral in het verder binnenbrengen van het arbitrage denken in portefeuilletheorie (voordien onder meer al bekend geworden door de optie pricing theorie).

Maar dit academische “dansen op de evenwichtsbalk” was voor “practici” wat onbevredigend: “wat kan je nou met zo’n theorie waar de belangrijkste factoren onbenoemd blijven”. Impliciet werd hiermee bedoeld: hoe kan ik hier nu geld mee verdienen. Daarom werd in een iets later stadium door Ross (met Chen en Roll) de theorie “uitgebreid” door aan de onbenoembare factoren toch economische grootheden te koppelen. Verrassingen (onvoorziene veranderingen) in inflatie, de rentecurve, het BNP, credit spreads werden genoemd als belangrijkste economische grootheden die de factoren zouden kunnen representeren. De zorgvuldigheid waarmee de uitleg gebeurde is in de tijd verloren gegaan. Belangrijk punt is dat hiermee het eigene van factor analyse, de onafhankelijke factoren, wordt losgelaten.

In plaats hiervan wordt nu gebruik gemaakt van analyse van factoren. Ook een statistische techniek maar waarbij factoren vaak apart van elkaar met regressieanalyse worden onderzocht en in het geheel niet onafhankelijk hoeven te zijn.

Veel gespin, weinig wol

Welnu, op deze manier zijn in de loop van de tijd zogenoemde factoren als “Momentum, Waarde, Omvang, Kwaliteit, Volatiliteit” populair geworden, al dan niet gegoten in een ander jasje of voorzien van een ander accent. Nog mooier: met regressieanalyse kan je het verband tussen rendement en iedere denkbare soort gebeurtenissen analyseren. Dat is nog eens wat anders dan die onduidbare en dus onbruikbare factoren uit factor analyse! Uiteraard moeten de te bouwen portefeuilles wel fris worden verpakt. Welnu, daarin word je niet teleurgesteld.

Ik verwijs u naar de bekende www.ishares.com waar u onder “popular strategies” (...) zo maar 40 “smart beta” fondsen treft. Ook bij Morningstar, Robeco, Rabo, enzovoorts, is een breed aanbod met prozaïsche en wervende namen voorhanden. En er is altijd wel een moment dat één van deze fondsen opvallend goed rendeert. Want bovenal is de vraag natuurlijk wat u als belegger opschiet met al deze varianten op het thema. En beter nog; is de bewering van factor beleggers dat factor beleggingen lange termijn outperformance

laten zien ten opzichte van doorsnee cap weighted strategieën valide. En als dat dan al gebeurt, is het dan de bedoelde factor die voor de outperformance zorgt of is er iets anders aan de hand. In het onderzoek van Arnott (2013) staan deze vragen centraal. Om de stelling te onderzoeken bouwt hij portefeuilles die aansluiten bij elf gedefinieerde factoren. Meer dan 1000 aandelen over de periode 1964 – 2012 worden gebruikt. Er wordt onderscheid naar landen en regio's gemaakt. Ik vertrouw het de heer Arnott toe om zaken als survival bias en valuta effecten netjes te behandelen. Om het leuk te maken bouwt hij ook "inverse portefeuilles" waarin aandelen de tegengestelde gewichten krijgen als in de bedoelde factorportefeuilles. Als extra laat Arnott de aap van Malkiel nog een portefeuille samenstellen. Vervolgens worden de resultaten in risico en rendement vergeleken met Cap Weighted en Equal Weighted indices. De uitkomsten zijn hilarisch. Iedere strategie blijkt het beter te doen dan de Cap Weighted index. Factor portefeuilles, inverse portefeuilles, Apen portefeuille. Allemaal. Arnott komt tot de conclusie dat omdat *alle* portefeuilles het beter doen de reden moet liggen in het feit dat *alle* portefeuilles afwijken in termen van "Size" ten opzichte van de capital weighted index. Er zitten meer small caps in. Ook de oververtegenwoordiging van aandelen met een relatief lage book to value t.o.v. de cap weighted index geldt unaniem voor alle onderzochte portefeuilles. Ergo. Alle humbug is terug te voeren op bekende fenomenen: Value en Size (twee hoofd factoren uit het Fama French / Carhart vier factor model).

De rest is aangetoond niet van invloed op het lange termijn rendement.

Altijd maar weer Keynes

Dat wil niet zeggen dat factor portefeuilles in het algemeen voor een kortere periode volgens Arnott niet kunnen outperformen. Dat komt dan door slimme marketing. De onderzochte aandelen stegen in waarde doordat de markt verwachtte (er werd hun verteld) dat ze goed gingen presteren, de vraag steeg en dus ook de prijs. De aandelen worden dus simpelweg duurder zonder dat er een structurele aan de factor toe te rekenen component aan het werk is. En dan zijn we weer terug bij Keynes. Je hoeft niet te weten wat een goed aandeel is, je moet weten wat de markt denkt welk aandeel gaat stijgen. Niks mis mee, maar geen "magische" factor beloning. Zou de financiële industrie dit niet zelf hebben geweten? Met al die slimme jongens en meisjes die er werken? Al die "natuurkundigen en wiskundigen" die, als waren zij aapjes uit de oost, de quantafdelingen bevolken? Flauwekul. Het zou van een grote treurigheid zijn als een industrie waar miljarden in omgaan niet in staat is om dit boven tafel te halen. Dus er is meer aan de hand. Waarom zou je een nieuw wiel uitvinden als je het oude wiel voor je klanten kan vermommen? Als je weet dat je klant keer op keer valt voor hetzelfde argument waarom zou je je aanpak dan veranderen? Goud uit lood maken, South Sea bubble, Nifty Fifty, Internet manie enzovoorts, allemaal floreerden ze door een mooi verhaal dat een tikje mysterieus klinkt en de hebzucht aanspreekt. En nu: factoren die je extra rendement leveren. Flauwekul.

Een schrale troost

In zijn soort is factor beleggen wat minder schadelijk dan beleggingen die echte manies manies of bubbles kunnen veroorzaken. Er is geen sprake van leverage, er wordt iets verkocht dat echt bestaat, de beschikbare hoeveelheid aandelen is zo groot als de markt. Daar vloeit geen bloed uit. Een schrale troost. Maar het blijft treurig dat de sector niet streeft naar echte beleggingsinnovaties maar blijft hangen in gebruiksgemak van de websites, vrolijke jongens met een hipster baardje die de drempel moeten verlagen, thema's benoemen die dicht bij de beleving van de klant liggen, warme suggesties uiten over de relatie tussen factoren en economische ontwikkelingen en de keuze vervolgens bij de klant leggen. Er zijn betere manieren om klantbelangen te dienen. ■

Michael Damm

Literatuur

- Montier, J., (GMO) "No Silver bullets in Investing", White Paper december 2013
- Arnott, R.D., Hsu, J., Kalesnik, V., Tindall, P., The Surprising Alpha from Malkiel's Monkey and Upside Down Strategies", Journal of Portfolio Management, Summer 2013
- Meer Stabiliteit met Factorbeleggen, Financial Investigator nr 4, 2016
- Dekker, G., "Waarom Factorbeleggen een Luchtspiegeling kan zijn", Pensioenpro 13 juni 2016
- Carhart, M. "On Persistence in Mutual Fund Performance." Journal of Finance, Vol. 52, No. 1 (March 1997)
- Ross, S., "The arbitrage theory of capital asset pricing". Journal of Economic Theory, December 1976.