De index verbergt de schade

Beschrijving

Momentumbeleggers hebben de zwaarste factorcorrectie in bijna twee decennia achter de rug. De vorige keer dat de factor zo hard werd afgestraft, stond het financiÃ«le stelsel zelf ter discussie. Deze keer noteert de brede Amerikaanse index ongeveer tweeÃ«nhalf procent onder zijn hoogste stand ooit. Wie alleen de slotstanden volgt, heeft niets bijzonders gezien.

De optiemarkt vertelt het andere deel van het verhaal. De impliciete spreiding onder Amerikaanse largecaps op een maandshorizon is gestegen naar het hoogste niveau sinds 2020, terwijl de impliciete correlatie tussen de vijftig grootste namen in de index dicht bij een historisch dieptepunt blijft hangen. Beleggers rekenen er dus op dat individuele aandelen hard bewegen, maar niet meer dezelfde kant op. Het verschil tussen winnaars en verliezers is zelden zo groot geweest.

Wat spreiding en correlatie werkelijk meten

Hier zit het mechanisme dat veel beleggers onderschatten. De beweeglijkheid van een index is niet de som van de beweeglijkheid van de onderdelen. Correlatie is het doorgeefluik. Zolang aandelen samen bewegen, telt hun beweeglijkheid op tot indexniveau. Zodra ze uit de pas lopen, heffen ze elkaar op en blijft de index kalm terwijl de onderdelen alle kanten op schieten.

Vergelijk het met een orkest waarin elke musicus voluit speelt, maar niemand nog dezelfde maat aanhoudt. Achterin de zaal blijft het volume gelijk. Wie op het podium staat, hoort iets heel anders. De index is die zaal, de portefeuille staat op het podium. Dat verklaart waarom de gebruikelijke risicometers deze episode nauwelijks registreerden. Een index die twee procent onder zijn top staat en een beweeglijkheidsindex die niet uitslaat, suggereren rust. Ondertussen was de schade geconcentreerd in Ã©Ã©n specifieke manier om die markt te bezitten, en juist in de manier waarop de meeste beleggers hem dit jaar bezaten.

Waarom de factor het hardst werd geraakt

Momentum is dit jaar een goed presterende strategie geweest, en daarmee de drukst bezette. Wanneer vrijwel iedereen hetzelfde bezit, ontbreekt de marginale koper op het moment dat de eerste verkoper zich meldt. Wat volgde was geen heroverweging van waarderingen maar een liquidatie: gedwongen verkopen door producten met een hefboom, versterkt door het wegvallen van de prijsongevoelige koper die winnaars maandenlang automatisch had opgepikt.

Daaronder ligt een misverstand dat structureler is dan deze twee weken. Een factorstrategie klinkt als spreiding. Er zitten honderden namen in en er ligt een systematische regel onder. Maar een regel die voorschrijft dat je koopt wat het hardst is gestegen, koopt in een smalle markt telkens hetzelfde thema. De spreiding binnen de momentumfactor zelf, dus het verschil tussen de winnaars en de verliezers binnen die ene strategie, was dit voorjaar de grootste sinds 1990. Dat was geen technisch detail maar een waarschuwing: honderden namen die allemaal dezelfde risicobron delen zijn geen portefeuille, maar werken als Ã©Ã©n positie met veel regels eromheen.

Rotatie, geen liquidatie

Er is een tweede reden om dit geen crash te noemen. Als geld de markt zou verlaten, zag je dat overal terug. Dat is niet wat er gebeurde. Energie, financiÃ«le waarden, vastgoed en dagelijkse consumptiegoederen hielden stand of stegen, en de gelijkgewogen index bleef nagenoeg vlak. De pijn was chirurgisch en viel vrijwel volledig op de drukst bezette namen aan de speculatieve rand van het thema.

Dat is precies wat lage correlatie in de praktijk betekent. Kapitaal verdwijnt niet, het verhuist. Wie het verkeerde deel van de markt bezat, verloor in een week tientallen procenten waarin de index zelf niets deed. Wie de brede markt bezat, merkte er weinig van. Beide beleggers kijken naar hetzelfde jaarcijfer op hun scherm en hebben een totaal verschillende maand achter de rug.

Wat een belegger hiermee moet

Het eerste is een kwestie van meten. In een omgeving met hoge spreiding en lage correlatie zegt het risico van de index weinig over het risico van uw portefeuille. Beweeglijkheidsindices meten de zaal, niet het podium. De relevante vraag is niet hoeveel de markt beweegt, maar hoeveel van uw rendement afhangt van Ã©Ã©n thema.

Het tweede is discipline. Wie een momentumpositie heeft, herweegt terug naar het neutrale gewicht in plaats van de winnaar te laten doorgroeien tot hij de portefeuille domineert. Dat voelt jarenlang als het afknippen van rendement en verdient zich terug in precies de laatse weken.

Het derde is een kans. Wanneer aandelen niet meer samen bewegen, wordt selectie weer bepalend voor het resultaat. Dat is het klimaat waarin actief beleggen zijn kosten kan terugverdienen. Dez hoog momentumaandelen zijn in kort tijd in de uitverkoop, met dezelfde nuance als altijd: een omgeving waarin de goede keuze meer oplevert, is ook een omgeving waarin de verkeerde keuze meer kost. De index is een gemiddelde, en een gemiddelde is nooit iemands portefeuille.

Han Dieperink, Chief Investment Officer

Disclaimer

Abonneer op deze nieuwsbrief via www.aureus.eu/nieuwsbrief