

Capital Wars – The Rise of Global Liquidity

Review door Frank Vinke – Senior strateeg – PGGM Advies Vermogensbeheer

Over liquiditeit wordt veel geschreven en gezegd. Tegelijk blijft het een ongrijpbaar concept. Waaruit bestaat liquiditeit, hoeveel ervan zit er in het wereldwijde financiële systeem, hoe ontwikkelt de hoeveelheid en aard van liquiditeit zich? En wat betekent dit voor beleggers?

Michael Howell doet in dit boek een poging dit te duiden. In de jaren tachtig werkte hij voor Salomon Brothers, waar zijn afdeling pionierde op het gebied van het gebruik van liquiditeitsanalyse voor beleggingsbeslissingen. In 1996 richtte hij het bedrijf Cross-Border Capital op, dat wereldwijd liquiditeit meet en inzichtelijk maakt middels liquiditeitsindices.

Het boek bevat een indrukwekkende hoeveelheid kennis, data en meningen, zonder een al te duidelijke structuur of heldere afdrank. Die complexiteit maakt het geen makkelijk boek om te lezen. Wel openbaart zich gaandeweg een fascinerende denkwereld.

De onderliggende overtuiging in de boek is dat liquiditeit een, en vaak dé, drijvende kracht is achter de bewegingen van economieën en financiële markten. De standaard economische leerboeken bevatten hier volgens hem een gat. Daar wordt bijvoorbeeld het hele financiële aspect afgedaan met de identiteit $S=I$ (sparen = investeren), als een sluitpost in feite, in plaats van als bron van economische ontwikkelingen. Ook kijken leerboeken, gemakzuchtig, naar netto stromen, terwijl juist bruto stromen, én de beschikbaarheid van liquiditeit op de verschillende plekken in het systeem, van belang is.

Inzichten

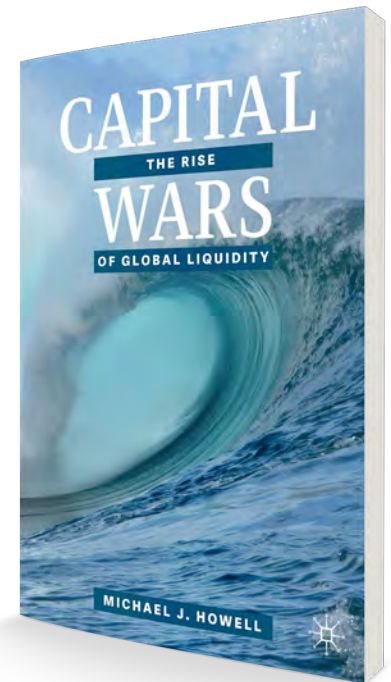
Het boek kwam net voor de COVID 19 crisis uit. Bevat het inzichten om de ontwikkelingen sindsdien te begrijpen? Daar lijkt het wel op. In de afgelopen lente en zomer herstelden financiële markten krachtig, ondanks een economie in diepe recessie en onzekerheid op een historisch hoog niveau. Dit heeft menigeen verrast, maar waarschijnlijk niet Howell. Hij citeert onder andere de bekende hedge fund manager Druckenmiller (1988): "Looking at the great bull markets of this century, the best

environment is a ... slow economy that the Federal Reserve is trying to get going".

Op diverse onderwerpen komt de zeggingskracht van Howell's liquiditeitsdataset tot uiting.

In Howells denkraam wordt de prijs van geld niet in rente gemeten maar in de waarde van de munt. Er is 'goede' liquiditeit die aansterkend werkt op een munt. Die komt voort uit economische waardevermeerdering door de private sector. En er is 'slechte liquiditeit', die verzwakkend uitwerkt op de munt, die ontstaat als centrale banken meer geld scheppen dan de economie nodig heeft. Deze twee factoren zijn verwerkt in een 'Forex risk index'. Voor de USD laat Howell zien dat die index voorspelkracht heeft voor de ontwikkeling van de handelsgewogen waarde van de USD 12 maanden later. Die verklaart over de periode van 1986 tot 2019 34% van de variantie van de US. Een dergelijke voorspelkracht is opmerkelijk voor de, als vrij onvoorspelbaar te boek staande, dollar wisselkoers.

Een tweede voorbeeld waar de analyse van Howell mij overtuigt is de waardering van aandelen, en wat deze waardering zegt over toekomstige rendementen. Hij betoogt dat de koerswinstverhouding (P/E) van bedrijven een voorspellende factor vormt, maar geen rekening houdt met liquiditeit. Hij biedt als alternatief een maatstaf, die de allocatie naar riskante versus veilige beleggingen beschrijft (de R/S, zijnde de waarde van aandelen gedeeld door de waarde van staatsobligaties plus cash). De gedachte erachter is dat veel liquiditeit in de markt zorgt voor hogere allocaties naar riskante beleggingen, en omgekeerd, maar dat dat tijdelijk is vanwege middelpuntzoekendheid in risicobereidheid van beleggers. Hij laat zien dat de 'CAPE index', een veelgebruikte P/E maatstaf, voor de periode 1980-2019, 21% van de variantie in het VS aandelenrendement (twee jaar vooruit) weet te



Auteur: Howell (2019),
Uitgever: Palgrave MacMillan
ISBN: 978-3030392871

verklaren, tegenover 39% voor de R/S maatstaf. Die laatste is dus informatiever. Ook deze bevinding onderschrijft de historische voorspelkracht van maatstaven die rekening houden met liquiditeit.

Langetermijn implicaties voor beleggers

Het boek overtuigt mij ervan dat liquiditeit een factor van betekenis is, en een plek verdient in beleidsanalyse. De kracht ervan zit vooral in het doorgronden van economische en financiële cycli.

Howell richt de slotpagina van zijn boek aan beleidsmakers, en wel met een vermaning: de kwaliteit van de wereldwijde liquiditeit neemt af doordat er steeds minder risicovrije obligaties in circulatie zijn (vooral als gevolg van opkopen door centrale banken). Dat duwt de private sector richting het gebruik van minder veilig onderpand, wat het systeem van mondiale liquiditeit meer volatiel en procyclisch maakt. De boodschap aan langetermijn beleggers is wellicht deze: wees op toekomstige instabiliteit voorbereid.