

# Gebrek aan liquiditeit is een belangrijke frictie in financiële intermediatie

Op 17 april 2024 is Lennart Dekker gepromoveerd aan Tilburg University op zijn proefschrift 'Essays on Asset Liquidity and Investment Funds'. In dit artikel licht hij het concept liquiditeit toe en de manier waarop dit financiële intermediatie door beleggingsfondsen beïnvloedt op basis van de conclusies in zijn proefschrift.

Het concept liquiditeit refereert aan het gemak, de snelheid en de kosten die gepaard gaan met het verhandelen van financiële activa. Gebrek aan liquiditeit is een belangrijke frictie in financiële markten. Wanneer markten illiquide zijn, kan het moeilijker en duurder worden om activa snel te kopen of te verkopen zonder significante prijsconcessies te moeten doen. Dit kan leiden tot grotere prijsschommelingen en verhoogde volatiliteit. Voldoende liquiditeit is daarom essentieel voor het goed functioneren van financiële markten.

In een van de hoofdstukken in mijn proefschrift bestudeer ik hoe passieve beleggingsfondsen een minder liquide benchmark index repliceren. In de afgelopen jaren zijn Chinese kapitaalmarkten steeds meer toegankelijk geworden voor buitenlandse investeerders. Vanaf mei 2018 zijn Chinese A-aandelen, die genoteerd zijn in het vasteland van China, opgenomen in de toonaangevende index voor opkomende markten van de indexprovider MSCI. Ik onderzoek hoe fondsen met een passieve beleggingsstrategie reageren op deze indexwijziging. Er is sterk bewijs dat zij een afweging maken tussen het minimaliseren van liquiditeitskosten en het minimaliseren van afwijkingen ten opzichte van de index. Passieve fondsen concentreren hun posities namelijk in de grootste, meest liquide A-aandelen en vermijden de kleinste, minder liquide A-aandelen in de index. Vervolgens blijkt dat vooral de grootste, meest liquide A-aandelen een verhoogde correlatie met indexrendementen vertonen na opname in de index. Een mogelijke verklaring hiervoor is dat de verhoogde aanwezigheid van westerse institutionele beleggers het aan-

deel van Chinese particuliere beleggers naar beneden heeft gebracht. Omdat het handelsgedrag van particuliere beleggers vaak geassocieerd wordt met hogere volatiliteit in de onderliggende aandelen, zou een afname van particuliere beleggers in deze markt kunnen verklaren waarom de aandelenrendementen minder volatiel zijn geworden en meer met de index zijn gaan meebewegen. De bevindingen in dit hoofdstuk benadrukken dat liquiditeit een belangrijke rol speelt in de replicatiestrategieën van passieve beleggers, wat vervolgens invloed heeft op het effect van indexopname op de onderliggende aandelen.

Daarnaast analyseer ik de liquiditeitsmismatch in open-einde bedrijfsobligatiefondsen. Deze fondsen bieden hun investeerders doorgaans dagelijkse onttrekkingen aan, terwijl ze beleggen in activa die gekenmerkt worden door beperkte liquiditeit. Immers, de bedrijfsobligatiemarkt is minder liquide dan bijvoorbeeld de markt voor staatsobligaties of aandelenmarkten, aangezien veel bedrijfsobligaties niet vaak verhandeld worden en de transactiekosten in deze markt relatief hoog zijn. Wanneer de onttrekkingsvoorwaarden van een fonds niet aansluiten op het liquiditeitsprofiel van de activa waarin het fonds belegt, is er sprake van een liquiditeitsmismatch. Wanneer deze fondsen met grote terugbetalingsverzoeken te maken krijgen, kan dit tot gedwongen verkoop van bedrijfsobligaties leiden en bijdragen aan een verdere marktontwrichting. Mijn onderzoek wijst uit dat tijdens de coronacrisis in maart 2020, fondsen met grotere liquiditeitsbuffers minder bedrijfsobligaties verkochten en beter presteerden. Dit suggereert dat hogere liquiditeitsbuffers procyclisch handelsgedrag kunnen reduceren. De mate waarin fondsbeheerders liquiditeit internaliseren is dus van belang op de stabiliteit van onderliggende markten.

Ook bestudeer ik de relatie tussen de liquiditeitsmismatch en fondsrendementen over een langere steekproefperiode. Hieruit volgt

dat fondsen die in minder liquide bedrijfsobligaties beleggen, onderpresteren ten opzichte van meer liquide fondsen. Dit effect is het sterkst gedurende tijden van stress, wanneer bedrijfsobligatiefondsen doorgaans met significante terugbetalingsverzoeken te maken hebben. Om aan dergelijke terugbetalingsverzoeken tegemoet te komen, kunnen fondsbeheerders tijdens zulke perioden dus genoodzaakt zijn om bedrijfsobligaties te verkopen tegen ongunstige prijzen en hoge transactiekosten, wat het fondsrendement negatief beïnvloedt. Met andere woorden, de effectieve beleggingshorizon van een open-einde bedrijfsobligatiefonds sluit niet altijd aan op het liquiditeitsprofiel van de bedrijfsobligatiemarkt. Tevens is deze bevinding het meest uitgesproken voor fondsen die in high-yield obligaties beleggen. Dit kan verklaard worden door het feit dat high-yield fondsen doorgaans met grotere onttrekkingsverzoeken te maken krijgen ten tijden van stress, en dus genoodzaakt kunnen zijn om grotere hoeveelheden obligaties in een illiquide markt te verkopen. Al met al zijn mijn bevindingen consistent met de hypothese dat een liquiditeitsmismatch een negatieve invloed kan hebben op behaalde fondsrendementen.

Lennart Dekker, Beleidsadviseur Financiële Stabiliteit bij De Nederlandsche Bank

