

WELKE DETERMINANTEN BEPALEN DE FLOWS VAN EUROPESE MUTUAL FUNDS?

Mutual funds kwamen het eerst aan bod in het jaar 1900. Ze kenden pas vanaf 1990 een exponentiële groei, zowel in Europa als in de Verenigde Staten. Afhankelijk van de beleggingsstrategie kan een mutual fund ingedeeld worden in verschillende soorten: aandelenfondsen, obligatiefondsen, gemengde fondsen (mix van aandelen en obligaties), geldmarktfondsen, etc. In Europa vertegenwoordigen de aandelenfondsen het grootste deel van de mutual fund markt, eind 2016 namen ze 36% van de distributie over. Daarna volgen de obligatie-, gemengde - en geldmarktfondsen, met respectievelijk 25%, 15% en 13% (Investment Europe, 2016). In de Verenigde Staten ligt de verdeling enigszins anders, de aandelenfondsen hadden in 2016 een omvang van 52%. (Investment Company Fact Book, z.d.)

Mutual funds zijn belangrijke bijdragers tot de globalisatie van de financiële markten en zijn daarbij één van de hoofdoorzaken van kapitaalflows naar opkomende economieën. Mutual funds komen steeds meer voor in het gezinsinkomen van de consument, ze zijn namelijk de perfecte intermediairs voor sparen en beleggen. Dit ten koste van de traditionele spaarrekening bij banken, waar de historisch lage rente op spaarboekjes ook een grote rol speelt (Trends, 2014). Het belang en de studies omtrent het onderwerp nemen daardoor drastisch toe.

2017 was voor de Europese fondsenindustrie een recordjaar, er werden nog nooit zoveel *inflows* naar mutual funds waargenomen. Samen met een positief marktklimaat resulteerde dit in een vermogen van meer dan 10 triljoen EUR in 2018 voor de Europese mutual fund industrie (Investment Europe, 2018). In de Verenigde Staten kwam dit op een totaal van circa 17 triljoen USD (Statista, 2018). Hieruit blijkt dat Europa nog steeds achterloopt op de Verenigde Staten. Vooral op vlak van totale omvang van de fondsen, gemiddelde grootte van het fonds en marktbelang (Otten & Schweitzer, 2002). Het is dan ook vanzelfsprekend dat de meeste onderzoeken omtrent de flows van mutual funds betrekking hebben op de Verenigde Staten.

Deze paper onderzoekt welke variabelen de mutual fund flows in de Europese Unie bepalen. We gebruiken maandelijkse data van 2000 tot 2018. Zoals vermeld laat Europa hier weinig literatuur over na. Het doel van deze paper is dan om ook voor Europa een beeld te vormen van de oorzaken van mutual fund flow bewegingen voor de periode 2000-2018.

Onze studie focust zich op het bewijzen van de feedback-trader (flow wordt bepaald door rendement), price-pressure (rendement wordt bepaald door de flow) en response-information (zowel rendement als flow worden bepaald door macro-economische variabelen) hypothesen in de Europese Unie. We maken een onderscheid tussen aandelenfondsen, obligatiefondsen, gemengde fondsen en geldmarktfondsen. Geldmarktfondsen worden opgenomen om de vlucht naar liquiditeit te testen i.e. flight-to-safety. Investeerders vluchten naar veiligere effecten, zoals effecten op korte termijn en met weinig risico zoals geldmarktfondsen. Ons onderzoek focust zich op drie belangrijke hypothesen:

- 1) Is de flow-rendement relatie ook van toepassing op Europese mutual funds? Zo ja, welke vorm vertoont deze relatie (lineair vs. niet-lineair)?
- 2) Is er ook sprake van de feedback-trader of price-pressure hypothese voor Europese mutual funds?
- 3) Is er bewijs van de response-information hypothese in de Europese mutual fund industrie?

De flow-rendement relatie werd getest aan de hand van zes verschillende rendementen, namelijk de rendementen van S&P500, STOXX 50, STOXX 600 en Duitse, Griekse & Amerikaanse overheidsbenchmark. Vooral de aandelenindices hebben effect op de aandelen- en gemengde flow, obligatie- en geldmarktflow reageren op veranderingen van zowel de aandelen- als overheidsindices. Het bestaan van de flow-rendement relatie in de Europese Unie wordt wel degelijk vastgesteld. Hierna testten we de richting van deze relatie, m.a.w. veroorzaakt flow de rendementen (price-pressure) of veroorzaken rendementen de flow (feedback-trader). Dit werd getest met Granger-Causation modellen. Voor zowel de aandelenflow als de obligatie- en gemengde flow vinden we bewijs voor de feedback-trader hypothese. Rendementen Granger-veroorzaken de flows. De geldmarktflow daarentegen vertoont geen significant verband met zijn vertraagde rendementen. Voor de periode 2000-2018 kunnen we dus de price-pressure hypothese verwerpen en de feedback hypothese ondersteunen. Deze resultaten liggen in lijn met de onderzoeken van Edward & Zhang (1998), Fortune (1998), Fant (1999) en Oh & Rwanda (2007). Echter, tijdens de crisisperiode (2007-2008) is er wel sprake van de price-pressure hypothese voor de obligatie-, gemengde en geldmarktflow. Volgens Edward & Zhang (1998) kan er sprake zijn van price-pressure indien er een extreme periode is van negatieve netflow en lage rendementen.

Tijdens de crisis werden daadwerkelijk veel deelbewijzen verkocht, waardoor de fondsprijzen naar beneden werden gedrukt. Ook de vorm van de relatie werd getest, is er sprake van een lineaire of eerder een niet-lineaire vorm? Dit werd getest aan de hand van kwadratische rendementen en verschillende dummy's. Er wordt ondersteuning gevonden voor de niet-lineaire vorm van de relatie. Ook merken we dat investeerders significanter reageren op positieve rendementsveranderingen dan op negatieve rendementsveranderingen (van meer dan 2%), enkel de gemengde flow vertoont een sterker significant verband met de negatieve veranderingen. Als laatste testten we de information-response hypothese. De flows werden geregresseerd op verschillende economische variabelen die ofwel goed nieuws ofwel slecht nieuws voorspelden. Deze hypothese werd getest aan de hand van heteroskedasticiteit-gecorrigeerde regressies en aan de hand van Granger-Causality modellen. Door beide methodes toe te passen houden we zo ook rekening met de gelijktijdige relaties, wat bij het gebruik van enkel de Granger-methode niet mogelijk is. We vinden dat economische variabelen wel degelijk een significant effect vertonen op de flows, maar in het geval van de aandelen- en de obligatieflow blijft het rendement van STOXX 600 nog steeds de flow te verklaren ondanks het toevoegen van de macro-economische variabelen. Voor de aandelen- en obligatieflow vinden we dus bewijs van feedback-trader en information-response hypothese. Gemengde flow daarentegen toont wel volledig bewijs van de information-response hypothese zoals Rakowski & Wang (2009), Jank (2012) en Kopsch & Song (2015). Hier blijkt het rendement geen significant effect meer te hebben wanneer de economische variabelen toegevoegd worden. Voor de geldmarktflow vinden we geen enkel bewijs van de feedback-trader hypothese, noch voor de information-response hypothese.