



Meerstemmig praten helpt niet

Auteur(s):

Jansen, D.J.,
Haan, J. de

De auteurs zijn werkzaam bij De Nederlandsche Bank respectievelijk de Rijksuniversiteit

Groningen Ze bedanken Het Financieele Dagblad voor het beschikbaar stellen van hun Bloomberg-terminal en Elmer Sterken, Peter Vlaar, Peter van Els en Lex Hoogduin voor nuttig commentaar.

j.de.haan@eco.rug.nl

Verschenen in:

ESB, 87e jaargang, nr. 4389, pagina 908, 13 december 2002

Brubriek:**Trefwoord(en):**

monetair, beleid

Volgens sommigen is de externe waarde van de euro negatief beïnvloed door uitspraken van ecb-topfunctionarissen. Deze negatieve effecten van uitspraken treden inderdaad op, maar blijken beperkt van omvang te zijn.

De verwachtingen over de kracht van de euro waren bij de introductie van de munt hoog gespannen. Vooral nog lijkt de euro echter geen sterke valuta te zijn. Tussen 1 januari 1999 en mei 2002 is de nieuwe munt gedaald van 1,18 naar ongeveer 0,90 euro per dollar. Een mogelijke verklaring voor deze koersval is een gebrek aan vertrouwen van de valutamarkten in de Europese Centrale Bank (ecb). Allereerst waren er de schermutselingen rondom de benoeming van Wim Duisenberg. Vervolgens werden er nogal eens ongelukkige en tegenstrijdige uitspraken gedaan door ecb-topfunctionarissen. Noyer, de voormalige vice-president van de ecb, gaf in een interview aan dat de ecb zich terdege bewust is van de problematiek: "We speak much and with many voices"¹.

Onderzoek

In dit artikel onderzoeken we twee zaken. Allereerst gaan we na of er een negatief verband bestaat tussen uitspraken van ecb-topfunctionarissen en de euro-dollar-koers. Vervolgens analyseren we in hoeverre pogingen van de ecb om de euro verbaal te ondersteunen, effect hebben gehad. Om een zo volledig mogelijke dataset met uitspraken te construeren, hebben wij de Bloomberg-nieuwsdienst doorzocht. Voor de periode tussen

1 januari 1999 en 17 mei 2002 hebben wij in totaal 936 berichten met uitspraken van centrale bankiers geselecteerd. De uitspraken zijn gedaan door leden van de bestuursraad van de ecb, waarbij we een onderscheid maken tussen leden van de ecb-directie en presidenten van de nationale centrale banken. Aangezien we ook relatief veel uitspraken van Bundesbank-topfunctionarissen anders dan de president tegenkwamen, zijn deze ook meegenomen. De uitspraken hebben in alle gevallen betrekking op het gehele eurogebied.

Bundesbank vaak aan het woord

tabel 1 geeft het aantal malen weer dat een centrale bankier volgens Bloomberg in het nieuws is gekomen. De tabel laat eveneens totalen zien voor de diverse groepen die we onderscheiden. Het eerste dat opvalt is dat er veel uitspraken worden gedaan door vertegenwoordigers van de Bundesbank. De president van de Bundesbank wordt het vaakst genoemd². De overige Bundesbank-functionarissen komen daarnaast opgeteld 95 keer in het nieuws. Verder is het opvallend dat de presidenten van de nationale centrale banken als groep vaker genoemd worden dan de directie van de ecb. President Duisenberg komt slechts 109 keer in het nieuws. Ten slotte valt op dat ook Liebscher (Oostenrijk) en Quaden (België) zeer veel geciteerd worden. Vooral de laatste doet regelmatig controversiële uitspraken.

Tabel 1. Uitspraken ingedeeld naar persoon

	aantal uitspraken
directie ecb	363
Domingo Solans	30
Duisenberg	109
Hämäläinen	22
Issing	97
Noyer	72
Padoa-Schioppa	33
presidenten centrale bankena	478
Liebscher	59
Quaden	31
Tietmeyerb	29

Trichet		99	
Weltekec	178		
Bundesbank-president			207
andere Bundesbank-functionarissen			95
totaal aantal uitspraken			936

- alleen getoond indien meer dan 25 observaties.
- 1 januari 1999 - 31 augustus 1999.
- 1 september 1999 - 17 mei 2002.

Koers omhoog praten

[tabel 2](#) beschrijft waar de uitspraken over gaan. We maken een onderscheid in uitspraken over het monetaire beleid en overige uitspraken. Binnen de eerste categorie onderscheiden we uitspraken over de rente en over de twee pijlers van de monetaire beleidsstrategie van de ecb. [tabel 2](#) laat zien dat 276 van de 936 uitspraken over de rentevoet gingen. De tabel toont verder dat de tweede pijler vaker genoemd wordt dan de eerste. We vonden slechts 99 uitspraken over de geldhoeveelheid en ongeveer vier keer zoveel uitspraken over groei dan wel inflatie.

Tabel 2. De inhoud van de uitspraken

	aantallen	na
monetair beleid		
rente	276	
eerste pijler (m3)	99	
tweede pijler		
groei	359	
inflatie	403	
overige uitspraken		
waarde euro	227	
koersdoel versus inflatie	220	
interventie	71	

- aangezien een bericht uitspraken over meer dan één categorie kan bevatten, tellen de aantallen niet op tot het totaal van 936 uit tabel 1.

De categorie 'overig' bevat allereerst uitspraken over de verwachte richting van de eurokoers. In totaal vonden wij 227 van dit soort uitspraken. Het opvallende is dat het merendeel van deze uitspraken een positieve boodschap bevat over de munt. Herhaaldelijk wordt benadrukt dat de euro ruimte heeft om te appreciëren. De ecb heeft, met andere woorden, sterk haar best gedaan de euro verbaal te ondersteunen. Dit verschijnsel staat ook wel bekend als 'talking up the currency'.

Dubbelzinnig

De ecb hanteert geen doelstelling voor de externe waarde van de euro. Toch let de bank scherp op koersontwikkelingen vanwege een mogelijk effect van een depreciatie op de inflatie. Hierdoor ontstaat een zekere dubbelzinnigheid. Aan de ene kant moet benadrukt worden dat de euro niet van belang is, terwijl aan de andere kant aangegeven moet worden dat de euro er wel degelijk toe doet. Dit roept de vraag op of dit soort berichten misschien tot verwarring heeft geleid op de valutamarkt. Wij vonden 220 uitspraken in deze categorie, die in de tabellen als 'koersdoel versus inflatie' staat weergegeven. Tot slot vonden wij nog 71 uitspraken over de mogelijkheid van een interventie op de valutamarkt om de euro te ondersteunen.

Effecten van uitspraken

We hebben van elke uitspraak het verwachte effect op de koers vastgesteld en die uitspraak de waarde 1, 0 of -1 toegekend. Als bijvoorbeeld een centrale bankier aangeeft dat de rente in de eurozone verhoogd dient te worden, dan krijgt deze uitspraak de waarde 1, want de hogere rente maakt beleggen in euro's aantrekkelijker. Wanneer de uitspraak is dat de euro voldoende potentie heeft om te appreciëren, dan krijgt deze uitspraak eveneens de waarde 1 omdat de euro verbaal wordt ondersteund. Om te bekijken of het uitmaakt wie de uitspraak doet, hebben we ook aparte dummy-variabelen voor alle centrale bankiers geconstrueerd. Als de uitspraak afkomstig is van Duisenberg, heeft de Duisenberg-dummy de waarde 1 en als de uitspraak gedaan is door een andere centrale bankier is deze dummy 0. We hebben vervolgens de dagelijkse verandering van de wisselkoers gerelateerd aan de huidige en twee vertraagde waarden van de geconstrueerde variabelen. Als controlevariabelen nemen we vier vertraagde waarden op van de wisselkoersverandering ³.

Negatief verband

[tabel 3](#) laat zien dat er een significant negatief verband bestaat tussen uitspraken over de rente, de geldhoeveelheid en de groei enerzijds en de euro-dollar-wisselkoers anderzijds. Daarnaast blijkt dat uitspraken over het monetaire beleid meer effect hebben dan de overige uitspraken. Van deze laatste categorie vinden we alleen bij uitspraken over een mogelijke interventie op de valutamarkt een effect.

Tabel 3. Welke uitspraak heeft effect?

effect op wisselkoers:	dag 0	na 1 dag	na 2 dagen

rente	7,8 (0,84)	-24,6 (-2,69) ***	6,0 (0,64)
m3	4,4 (0,51)	-18,03 (-2,13) ***	-22,35 (-2,64) ***
groei	-2,86 (-0,67)	-3,42 (-0,81)	-11,57 (-2,71) ***
inflatie	-7,16 (-1,42)	-1,22 (-0,24)	1,94 (0,39)
euro	1,03 (0,20)	-3,44 (-0,65)	-3,29 (-0,63)
koersdoel versus inflatie	5,20 (1,02)	0,00 (0,02)	-1,04 (-0,20)
interventie	2,26 (0,21)	22,22 (2,08) ***	-4,58 (-0,43)

De waarden van de coëfficiënten zijn vermenigvuldigd met een factor 10.000.

De getallen tussen haakjes zijn de t-waarden.

***/**/* = significant op 5/10/15-procentsniveau.

Pogingen om de euro verbaal te ondersteunen blijken geen invloed te hebben. Dit kan een aantal dingen betekenen. De uitspraken kunnen geen nieuws meer bevatten, omdat de inhoud al in de koers verwerkt is. Ook is het mogelijk dat de markt onvoldoende vertrouwen heeft in de ecb om dit soort uitspraken te geloven. Verder blijkt dat uitspraken over de mogelijke gevolgen van de depreciatie van de euro voor het beleid geen effect hebben.

Uit [tabel 4](#) volgt dat we weinig verband vinden tussen uitspraken van verschillende centrale bankiers en de wisselkoers. Een uitzondering hierbij is de groep topfunctionarissen van de Bundesbank (exclusief de Bundesbank-president). Het effect dat we hier vinden is in eerste instantie positief, daarna negatief. Tevens is er een significant negatief verband tussen uitspraken van Tietmeyer en Welteke en koersbewegingen op de dag zelf. Bij uitspraken van Trichet nemen we eveneens een effect waar, maar pas na twee dagen. De uitspraken van Duisenberg lijken slechts een gering effect te hebben op de wisselkoers.

Tabel 4. Maakt het uit wie het zegt?

effect op wisselkoers	dag 0	na 1 dag	na 2 dagen
groepen			
directie ecb	1,19 (0,28)	-0,00 (-0,14)	-7,47 (-1,73) **
ncb-presidenten	-4,77 (-1,17)	3,9 (1,00)	-5,93 (-1,46) *
Bundesbank (excl. president)	14,20 (2,03) ***	-11,77 (-1,70) **	-12,05 (-1,73) **
individueel			
Duisenberg	-10,79 (-1,61) *	2,36 (0,35)	-6,98 (-1,04)
Tietmeyer	-31,23 (-2,73) ***	15,89 (1,39)	9,24 (0,79)
Welteke	-7,02 (-0,42)	3,41 (0,20)	-2,9 (-1,64) *
Welteke	-9,22 (-1,68) **	3,99 (0,74)	-3,66 (-0,67)
Bundesbank-president	-12,15 (-2,46) ***	5,77 (1,19)	-1,89 (-0,38)
Trichet	8,21 (1,24)	2,02 (0,31)	-14,68 (-2,22) ***

De waarden van de coëfficiënten zijn vermenigvuldigd met een factor 10.000.

De getallen tussen haakjes zijn de t-waarden.

***/**/* = significant op 5/10/15-procentsniveau.

a 1 januari 1999 - 31 augustus 1999.

b. 1 september 1999 - 17 mei 2002.

Lessen voor de ecb

Er blijkt een negatief verband te bestaan tussen uitspraken van ecb-functionarissen en de euro-dollar-wisselkoers. De uitspraken die het meeste effect hebben, gaan over het monetair beleid. Pogingen om de euro verbaal te ondersteunen of om de positie van de euro binnen het beleid toe te lichten, hebben geen effect gehad. Uitspraken van de Bundesbank-president hebben het sterkste effect.

Wat betekent dit nu voor de ecb? Allereerst is het interessant om te zien dat de Bundesbank-

president meer aandacht lijkt te krijgen van de valutamarkten dan de overige presidenten. Dit zou erop kunnen duiden dat de ecb nog te weinig reputatie heeft opgebouwd en dat de valutamarkten als gevolg hiervan nog sterk letten op uitspraken vanuit de Bundesbank. Verbaal interveniëren is daarnaast weinig succesvol gebleken. Het advies aan de ecb luidt dan ook om haar energie niet langer hieraan te verspillen. Tot slot lijkt het te simplistisch om te concluderen dat de uitspraken van de ecb de koersval van de euro veroorzaken. De effecten die we vinden zijn zeer beperkt van omvang als we ze afzetten tegen de grote daling van de euro-dollar-wisselkoers. Bovendien verklaren de uitspraken slechts een zeer klein deel van de variatie in de wisselkoers.

De belangrijkste effecten liggen bij uitspraken over het monetaire beleid. Het feit dat deze uitspraken ook effect op de wisselkoers hebben, maakt de taak van de ecb niet gemakkelijker. Het is echter van groot belang dat de ecb over het beleid blijft communiceren. Eventuele negatieve effecten op de wisselkoers kunnen daarbij ingecalculeerd worden.

Dit kan efficiënter geschieden als de ecb haar communicatiebeleid stroomlijnt. Op dit moment voeren te veel verschillende personen namens de ecb het woord. Op zich hoeft het dan geen verwondering te wekken dat de financiële markten zich nog sterk richten op de Bundesbank. Communicatie met de buitenwacht zou in onze optiek geconcentreerd moeten worden bij één persoon, te weten de president van de ecb. [tabel 1](#) laat zien dat twee zaken moeten veranderen om dit te bereiken: de president van de ecb moet actiever gaan communiceren en de presidenten van nationale centrale banken moeten een stap terug doen

1 Geciteerd in Bloomberg, 22 november 2000.

2 Tot 31 augustus 1999 was Tietmeyer president; hij werd opgevolgd door Welteke.

3 Deze methode lijkt op die van G. Galati en C. Ho, Macroeconomic news and the euro/dollar exchange rate, Bank voor Internationale Betalingen, Bazel, werkdocument nr. 105, 2001. Deze auteurs hebben onderzocht in hoeverre nieuwe feiten over macroeconomische ontwikkelingen invloed hebben op de euro/dollar-wisselkoers.