



Wisselkoersvoorspellingen

Auteur(s):

Jong, E. de

Verschenen in:

ESB, 81e jaargang, nr. 4052, pagina 306, 3 april 1996

Rubriek:

Uit de vakliteratuur

Trefwoord(en):

monetaire, economie

In een klassiek artikel tonen Meese en Rogoff aan dat de monetaire benadering van de wisselkoers de koers van de dollar ten opzichte van de Duitse mark, het Britse pond en de Japanse yen slechter voorspelt dan een random walk¹. Dit betekent dat de huidige koers de beste voorspeller van de toekomstige koers is. Theoretische begrippen als koopkrachtpariteit en het relatieve geldaanbod zijn empirisch blijkaar van weinig belang. Sinds 1983 is veel onderzoek op dit gebied dan ook gericht op het verklaren van wisselkoersbewegingen uit hun eigen verleden. Deze studies hebben betrekking op koersontwikkelingen op korte termijn: een dag of een week. Voor de economische theorie is dit natuurlijk een onbevredigende gang van zaken.

Tot voor kort leek de koopkrachtpariteit wel op te gaan wanneer de steekproef terugging tot de periode voor de tweede wereldoorlog, maar niet na 1973. Recent zijn er echter studies verschenen die er op wijzen dat ook voor de periode na Bretton Woods de wisselkoers met behulp van de economische theorie verklaard en voorspeld kan worden.

Eén van deze studies is die van MacDonald en Marsh². Zij beargumenteren dat eerder onderzoek dat de koopkrachtpariteit toetste ten onrechte veronderstelde dat er evenwicht was op de lopende rekening van de betalingsbalans. Sinds 1973 is dit echter niet meer het geval. Zij nemen daarom de lopende en kapitaalrekening als uitgangspunt. De lopende rekening bestaat uit de handelsbalans en de kapitaalopbrengstenbalans. De handelsbalans wordt op zijn beurt bepaald door de reële wisselkoers (de nominale wisselkoers gecorrigeerd voor inflatieverschillen), terwijl de kapitaalopbrengstenbalans bestaat uit de rente-opbrengsten uit beleggingen in buitenlandse valuta. Het saldo op de kapitaalrekening hangt af van het renteverskil tussen binnen- en buitenland en de verwachte verandering van de wisselkoers.

De hoogte van de wisselkoers wordt dus met name bepaald door de volgende variabelen: het prijsverschil en het renteverskil tussen binnenland en buitenland, de verwachte wisselkoersverandering, en de kapitaalopbrengsten. In het empirische deel van de studie worden de laatste twee variabelen constant verondersteld.

Dit theoretische raamwerk wordt toegepast op dezelfde wisselkoersen als in het artikel van Meese en Rogoff. Elke wisselkoers is op de lange termijn afhankelijk van het prijspeil en de rente op lange termijn in de VS en in het desbetreffende land. Het blijkt dat voor de dollar/pond en de dollar/yen koers de koopkrachtpariteit aangevuld met de lange rente in binnen- en buitenland een stabiel verband oplevert. Voor de dollar/mark koers geldt zelfs dat de koopkrachtpariteit aangevuld kan worden met het renteverskil tussen Duitsland en de VS. Deze verbanden vormen de lange-termijnvergelijkingen. Vervolgens worden deze aangevuld met de korte-termijnveranderingen van bovengenoemde variabelen, en met vergelijkingen die het aanpassingsproces naar het lange-termijnverband beschrijven.

Met behulp van de aldus geschatte vergelijkingen voor de wisselkoers worden voorspellingen gedaan, waarbij de voorspellingshorizon varieert van één tot 24 maanden. Bij deze voorspellingen van de wisselkoers wordt in tegenstelling tot andere studies bij het invullen van de prijzen en de rentevoeten geen gebruik gemaakt van de feitelijke waarden, maar van de waarden die resulteren uit voorspellingen met behulp van vergelijkingen van deze grootheden die in een eerdere fase van de schattingsprocedure zijn opgesteld. Hierdoor wordt de werkelijkheid van het voorspellen beter benaderd. De wisselkoers-voorspellingen blijken voor de langere voorspelhorizons beter te zijn dan die van de random walk. Dit verschil is voor het Britse pond bij een voorspellingshorizon van drie maanden en langer al significant, bij de D-mark na vijf maanden en bij de yen na negen maanden. Voor een horizon van drie en twaalf maanden worden de voorspellingen van het model vergeleken met die van professionele wisselkoersvoorspellers. De laatsten maken niet alleen gebruik van fundamentele analyses maar zij kijken ook naar grafieken met het patroon dat de wisselkoers in het verleden heeft gevolgd. Ook nu blijkt het model het in het algemeen beter te doen dan de individuele professionals.

Mark presenteert een vergelijkbaar optimistisch resultaat over de mogelijkheid om met behulp van de economische theorie de wisselkoers te voorspellen³. Hij toetst niet een specifiek wisselkoersmodel maar veronderstelt dat de wisselkoers in de loop van de tijd terugkeert naar de waarde die door economische factoren wordt bepaald. De in zijn studie gebruikte economische grootheden zijn monetaire variabelen (geldhoeveelheid) en het reële inkomen. De in deze studie opgenomen wisselkoersen ten opzichte van de Amerikaanse dollar zijn de Canadese dollar, de D-mark, de Zwitserse frank en de yen. Ook nu blijkt dat op de langere termijn de economische fundamentals in staat zijn de veranderingen in de wisselkoers te verklaren.

Beide studies kunnen net als het artikel van Meese en Rogoff een ommekeer in het onderzoek naar de wisselkoersvorming betekenen. Hopelijk zullen ze leiden tot een een grotere belangstelling voor economische factoren voor de wisselkoersbepaling en -voorspelling

1 R.A. Meese en K. Rogoff, Empirical exchange rate models of the seventies. Do they fit out of sample?, *Journal of International Economics*, 1983, blz. 3-24.

2 R. MacDonald en I.W. Marsh, *On Casselian PPP, cointegration, and exchange rate forecasting*, University of Strathclyde, 1994.

3 N.C. Mark, Exchange rates and fundamentals: Evidence on long-horizon predictability, *American Economic Review*, 1995, blz. 201-218.