

Ceteris paribus

HET WOORD AAN...

Albert Menkveld

Albert Menkveld is hoogleraar Finance aan de Vrije Universiteit Amsterdam en research fellow aan het Tinbergen Instituut.



handelsprijs en vergroot zo de transactiekosten van de institutionele belegger. De grote belegger profiteert dus van HFT's bij kortlopende orders, maar heeft er last van bij langlopende orders.

Waar werkt u op dit moment aan?

Ik onderzoek of *high frequency traders* (HFT's) de transactiekosten van grote institutionele beleggers, zoals grote pensioenuitvoerders, beïnvloeden, en indien dit het geval is, in welke richting. HFT's zijn geautomatiseerde handelssystemen die kunnen reageren op allerlei signalen en sinds het begin van de eeuw niet meer weg te denken zijn van de financiële markten. Van belang is de vraag of de HFT's 'meewinds' met de institutionele beleggers handelen (zodat beide tegelijkertijd kopen of verkopen) of niet. Bij meewinds handelen wordt de prijsdruk voor de door de institutionele belegger verhandelde effecten groter, wat de uitvoeringskosten opdrijft. Bij 'tegenwinds' handelen zijn deze kosten juist lager. We baseren ons onderzoek op gegevens van de Zweedse markt betreffende de top tien HFT's en vier grote institutionele beleggers.

Wat zijn uw bevindingen?

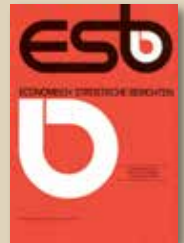
Door de automatiseringsslag, en met name de opkomst van HFT's, lijkt de kwaliteit van de markt te zijn gestegen. Zo is het verschil tussen de bied- en laatprijs in de markt aanzienlijk geslonken. Dit is gunstig voor de belegger. Denk maar aan het wisselen van vreemde valuta voor een vakantie. We hebben het liefst dat bied- en laatkoers aan elkaar gelijk zijn. Voor de kleine belegger is het terugbrengen van verschillen tussen bied- en laatprijzen gunstig. De grote beleggers kunnen hun order echter niet in één transactie op de markt zetten, maar brengen de order (meestal binnen een dag) in een groot aantal kleinere orders naar de markt. Uit ons onderzoek blijkt dat in de eerste uren van dit proces HFT's tegenwinds handelen, ze treden als het ware op als een intermediair voor de grote beleggers door te kopen op het moment dat de grote belegger verkoopt. Dit is gunstig voor de institutionele belegger. Het blijkt echter dat als het uitvoeren van de totale order door de grote belegger lang duurt, HFT's meewinds gaan handelen. Dit drijft een wig tussen de gemiddelde en de initiële

Welke lessen kan de beleidsmaker trekken uit uw onderzoek?

Laten we vooropstellen dat de institutionele beleggers ook een moderniseringsslag gedaan hebben. Het blijkt echter dat ze hierin nog stappen kunnen maken. Institutionele beleggers zouden kunnen zoeken naar een marktstructuur die ze gunstiger uitkomt, hiervoor is voldoende creativiteit te vinden op de markt. Daarnaast zouden *dark pools* soelaas kunnen bieden. In een dark pool worden grote orders verhandeld zonder dat dit de prijs beïnvloedt, omdat de bied- en laatkoersen niet zichtbaar zijn. Deze methodiek is echter niet zonder bezwaren, omdat deze orders feitelijk niet bijdragen aan prijsvorming.

UIT DE OUDE ESB-DOOS

VALSEMUNTERIJ?



In de periode na de tweede wereldoorlog lijken zich in guldenswaarden geen vervalsingsaffaires van macro-economisch belangrijke omvang in Nederland te hebben voorgedaan. In de periode waarvoor cijfermateriaal beschikbaar is belooft het in een jaar achterhaalde valse geld nooit meer dan 0,02% van de chartale geldhoeveelheid. Het is zeer onwaarschijnlijk dat in de daaraan voorafgaande periode waarin zich geen omvangrijke vervalsingsaffaires hebben voorgedaan, dit wel het geval is geweest. Zo van valsemunterij de afgelopen vijftwintig jaren in Nederland enige macro-economische invloed is uitgegaan, is dit indirect via vertrouwenseffecten gebeurd. Zoals eerder opgemerkt leiden deze in eerste instantie tot veranderingen in de samenstelling van de chartale geldcirculatie en slechts in het uiterste geval tot een vlucht uit het chartale geld.

Boeschoten, W.C. en P.D. van Loo (1984) Valsemunterij. ESB, 69(3486), 1196-1202.

