

Nieuws en de dollar

G.J. Almekinders en M. Rovers*

Belangrijke veranderingen in de dollarkoers kunnen vaak worden teruggevoerd op economische en politieke ontwikkelingen. Een verband tussen 'nieuws' en de dollarkoers ligt derhalve voor de hand. Toch blijkt dit verband moeilijk aan te tonen. De beschikbare onderzoeksresultaten duiden er zelfs op dat de invloed van nieuws op de dollar statistisch niet significant is. Valutahandelaren blijken, zeker op de korte termijn, meer houvast te hebben aan chartisme.

In 1973 stortte het Bretton Woods systeem van vaste wisselkoersen ineen. Sindsdien heerst er grote onzekerheid ten aanzien van het koersverloop van de Amerikaanse dollar. Terwijl de onderlinge nominale wisselkoersen van de valuta's die samen het Europese Monetair Stelsel vormen in de loop van de tijd aanzienlijk minder fluctuaties zijn gaan vertonen, lijkt de waarde-ontwikkeling van de dollar als nooit te voren te zijn overgeleverd aan de grillen van speculanten.

In de populaire financiële pers probeert men dagelijks 'een verhaal te bedenken' bij de meest recente koerssprongen. Dikwijls wordt een waardeverandering van de Amerikaanse dollar in verband gebracht met het vrijkomen van nieuwe informatie omtrent economische ontwikkelingen. Daarnaast worden vaak ook politieke ontwikkelingen van belang geacht ter verklaring van het wisselkoersverloop. In dit artikel inventariseren we de bevindingen van het veelvuldige empirisch onderzoek dat de laatste jaren is verricht naar de invloed van nieuws op het verloop van flexibele wisselkoersen.

Genoemd empirisch onderzoek kan in twee categorieën worden ingedeeld. De eerste categorie van onderzoek onderscheidt zich van de tweede doordat een exacte definitie van nieuws wordt gehanteerd. Valutahandelaren beschikken over een kalender waarop staat aangegeven op welke dagen de realisaties van bepaalde macro-economische variabelen

van officiële zijde worden bekend gemaakt. Nieuws wordt gedefinieerd als het verschil tussen de gerealiseerde en de vooraf verwachte waarde. Zo kunnen valutahandelaren voor een bepaalde maand rekenen op een handelstekort van de Verenigde Staten van \$ 6 miljard. De aankondiging van een feitelijk tekort dat \$ 3 miljard hoger is, wordt beschouwd als nieuws dat aanleiding geeft tot een bijstelling van de verwachtingen van valutahandelaren omtrent het toekomstig koersverloop van de Amerikaanse dollar. In empirische studies wordt daarbij onderzocht of er over langere tijd een systematisch verband bestaat tussen onverwacht hoge (lage) maandelijkse handelsbalanstekorten en wisselkoersdalingen (-stijgingen).

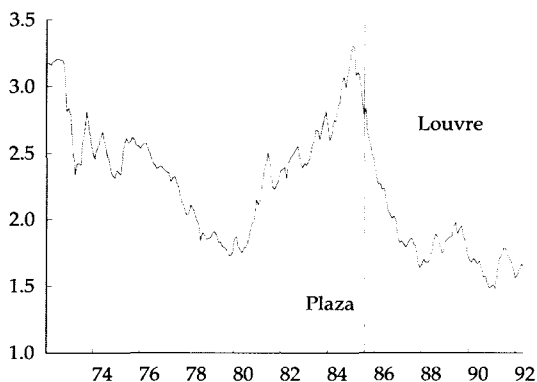
Uit figuur 1 valt af te leiden dat het sluiten van het Plaza-akkoord en het Louvre-akkoord tussen de monetair autoriteiten van de belangrijkste Westerse industrielanden nieuwsfeiten zonder weerga waren. De onderzoeken uit de eerste categorie kunnen het effect van dergelijke eenmalige nieuwsfeiten niet vaststellen. De tweede categorie onderzoeken, in de hoofdstuk aangeduid als Reuters-analyse, voorziet hier wel in.

In het onderstaande staat de vraag centraal hoe het beste kan worden aangekeken tegen het koersvormingsproces op valutamarkten. Begonnen wordt met een korte beschouwing van de relevante theorieën.

Wisselkoerstheorieën

In de loop van de tijd is een groot aantal zogenaamde structurele wisselkoersmodellen ontwikkeld ter verklaring van het verloop van flexibele wisselkoersen¹. Twee hoofdcategorieën van modellen laten zich hierbij onderscheiden. Ten eerste, de modellen

Figuur 1
Nominale wisselkoers van de dollar in Duitse markten (maand-gemiddelden)



* G.J. Almekinders is als assistent in opleiding verbonden aan de Katholieke Universiteit Brabant, vakgroep Algemene economie. M. Rovers schreef een doctoraalscriptie over de invloed van nieuws op wisselkoersen. Zij danken S. Eijffinger en F. Verhulst voor commentaar op een eerdere versie van dit artikel.

1. Voor een overzicht hiervan zij verwezen naar H. Visser, Exchange rate theories, *De Economist*, 1989, blz. 16-46.

die worden gerekend tot de stroombenadering van de wisselkoers. In deze benadering wordt de wisselkoers gezien als de relatieve prijs van binnenlandse en buitenlandse goederen. Centraal staat de veronderstelling dat de wisselkoers zich steeds zo aanpast dat de totale betalingsbalans van een land in evenwicht is. De stroommodellen deden met name opgang in de jaren zeventig. Gegeven het feit dat het internationale kapitaalverkeer aan allerlei restricties onderhevig was, meende men op basis van de stroommodellen te mogen verwachten dat de valuta van een land met een tekort op de handelsbalans in waarde zou dalen als gevolg van het aanbodoverschot van deze valuta op de wisselmarkt. Een systematisch positief verband tussen saldi op de handelsbalans en de waarde van valuta's is echter nooit gevonden. Korte termijn wisselkoersfluctuaties laten zich met deze modellen al helemaal niet verklaren.

De tweede categorie structurele wisselkoersmodellen die we onderscheiden wordt vaak aangeduid als de voorraadbenadering. In deze portefeuillemodellen wordt de wisselkoers gezien als relatieve prijs van twee financiële activa (in casu valuta's). Voorraadgrootheden zijn in zoverre van belang dat de wisselkoers zich zo moet aanpassen dat de economische subjecten bereid zijn de beschikbare voorraad geld en obligaties aan te houden.

Het monetaire model van de wisselkoers is een populaire variant van de voorraadmodellen. Een vergroting van het geldaanbod in het binnenland leidt in dit model, onder overigens gelijkblijvende omstandigheden, tot een proportionele depreciatie van de binnenlandse valuta. Factoren die leiden tot een vergroting van de vraag naar de binnenlandse valuta (afhankelijk van de gepostuleerde geldvraagfunctie, een vergroting van de binnenlandse productie, een hogere binnenlandse inflatie of een lagere binnenlandse rente) leiden in het monetaire model van de wisselkoers tot een appreciatie van de binnenlandse valuta. Ten aanzien van de bruikbaarheid van de voorraadmodellen bij het verklaren van het feitelijke wisselkoersverloop concluderen MacDonald en Taylor dat:

"...the asset approach models have performed well for some time periods, such as the interwar period, and, to some extent, for the first part of the recent floating experience (that is, 1973-1978); but they have provided largely inadequate explanations for the behavior of the major exchange rates during the latter part of the float"².

De vrijwel algemeen heersende opvatting is dat in de structurele wisselkoersmodellen te veel wordt voorbijgegaan aan de rol van verwachtingen. Het meest recente onderzoek is er dan ook op gericht inzicht te verkrijgen in de handelwijze van particuliere valutamarktparticipanten in het algemeen en de wijze waarop zij hun wisselkoersverwachtingen vormen in het bijzonder.

Structurele modellen in nieuwsvorm

De algemene activa-marktbenadering van de wisselkoers geeft aan waarom en hoe de waarde van buitenlandse valuta's uitgedrukt in eenheden binnenlandse valuta (S_t) verandert in het geval de verwachtingen van private valutamarktparticipanten

veranderen. Als zodanig betreft het een nadere specificering van de bovengenoemde structurele modellen. In eerste instantie wordt gesteld dat twee factoren bepalend zijn voor de hoogte van de wisselkoers op tijdstip t . Ten eerste de op tijdstip t gerealiseerde waarden van fundamentele economische variabelen die zijn begrepen in de verzameling Z_t . Ten tweede, de op tijdstip t verwachte verandering in de wisselkoers voor de periode tussen de tijdstippen t en $t+1$ ($E_t[S_{t+1} - S_t]$). Hierbij is E_t de verwachtingen-operator. Derhalve ziet de basisvergelijking die ten grondslag ligt aan de algemene activamarktbenadering er als volgt uit:

$$S_t = Z_t + b E_t [S_{t+1} - S_t] \quad (1)$$

De coëfficiënt b geeft de gevoeligheid weer van de huidige waarde van de wisselkoers voor de verwachte verandering.

De kosten verbonden aan het verwerven, aanhouden en opnieuw van de hand doen van vreemde valuta's zijn relatief laag. Binnen de algemene activamarktbenadering van de wisselkoers wordt dan ook aangenomen dat speculanten eventuele depreciatieverwachtingen in hun volle omvang zullen uitbuiten zodat deze neerslaan in de huidige contante wisselkoers. In dit verband is het gebruikelijk om rationele verwachtingen te postuleren. Dit houdt in dat valutamarktparticipanten handelen alsof zij het onderhavige model kennen en bovendien geen systematische fouten maken bij het voorspellen van de toekomstige wisselkoers. In dat geval kan (1) na intertemporele substitutie worden herschreven tot:

$$S_t = \frac{1}{1+b} Z_t + \frac{1}{1+b} \sum_{k=1}^{\infty} \left(\frac{b}{1+b}\right)^k E_t [Z_{t+k}] \quad (2)$$

De waarde van k geeft aan hoeveel perioden valuta-handelaren in de toekomst vooruitzien. De wisselkoers op tijdstip hangt niet alleen af van huidige ($k=0$: Z_t), maar ook van de verwachte toekomstige waarden ($k>0$: $E_t[Z_{t+k}]$) van relevante fundamentele economische factoren. Eenvoudig is in te zien dat de laatsten een geringere invloed hebben op de huidige koers naarmate deze verder in de toekomst gerealiseerd worden.

Volgens veel onderzoekers impliceert vergelijking (2) dat pas recht wordt gedaan aan de eventuele relevantie van structurele wisselkoersmodellen indien ze geschat worden in de volgende nieuwsvorm:

$$S_{t+k} - E_t[S_{t+k}] = \alpha + \beta_j (Z_{j,t+k} - E_t[Z_{j,t+k}]) + \epsilon_{t+k} \quad (3)$$

In de praktijk van het empirisch onderzoek wordt voor k steeds de waarde 1 genomen. De tussen tijdstip t en $t+1$ optredende onverwachte wisselkoersverandering, zijnde het verschil tussen de feitelijke koers op tijdstip $t+1$ en de op tijdstip t verwachte koers voor de volgende periode, wordt verklaard uit een constante (α), de over dezelfde tijdspanne gemeten onverwachte verandering in de waarde van een fundamentele macro-economische factor Z_j , en

2. R. MacDonald en M.P. Taylor, *Exchange rate economics: a survey*, IMF Staff Papers, nr. 1, 1992, blz. 1-57.

een storingsterm (ϵ_{t+1}). Welke de relevante macro-economische variabelen zijn en in welke richting nieuws omtrent deze variabelen de wisselkoers naar verwachting doet veranderen (het teken van de β -coëfficiënten in (3)) ligt besloten in de keuze van het onderliggende wisselkoersmodel. De valutamarkt wordt efficiënt genoemd indien alle beschikbare relevante informatie zonder vertraging in de wisselkoers wordt verwerkt. In het kader van vergelijking (3) houdt dit in dat moet gelden dat $\alpha = 0$ en dat de statistische eigenschappen van de storingsterm aan bepaalde voorwaarden voldoen³.

In principe liggen aan de ontwikkeling van elke bilaterale wisselkoers nieuwsfeiten uit beide betrokken landen ten grondslag. In de praktijk van het empirisch onderzoek wordt, op een enkele uitzondering na, uitsluitend het effect van Amerikaans nieuws op bilaterale dollarkoersen onderzocht⁴. Uit recent onderzoek zou opgemaakt kunnen worden dat dit niet geheel ten onrechte is gebeurd⁵. Hierin wordt namelijk het leeuwedeel van de variantie van veranderingen in de bilaterale dollarkoersen van de Duitse mark, de Japanse yen en het Britse pond toegeschreven aan nieuws van Amerikaanse origine.

Empirische resultaten van 'nieuws'-studies

Structurele modellen in nieuwsvorm

Gegevens omtrent het verloop van verklarende variabelen uit de traditionele stroom- en voorraadmodellen voor de wisselkoers zijn slechts beschikbaar op kwartaal- of maandbasis. Dit wordt weerspiegeld in de bekende maar tegelijkertijd ook 'ouderwetse' nieuwsstudie van de hand van Hoffman en Schlagenhaut⁶. Zij schatten een zevental gangbare structurele wisselkoersmodellen in nieuwsvorm voor vier bilaterale dollarkoersen over de periode januari 1973 - december 1981 op basis van maand- en kwartaalcijfers. Als benadering voor de (niet waargenomen) onverwachte wisselkoersverandering kozen zij het verschil tussen de contante koers en de een periode vertraagde eenmaands-, respectievelijk driemaands-termijnkoers. De verwachte waarde van een verklarende variabele werd met een autoregressief proces bepaald op basis van gerealiseerde waarden van deze variabele in de voorgaande perioden.

De geschatte coëfficiënten in de nieuwsmodellen bleken veelal niet statistisch significant dan wel significant met een teken dat niet viel te rijmen met de achterliggende theorie. Opvallend was wel dat de verklaringskracht van met kwartaalcijfers geschatte verbanden groter was dan die op basis van maandcijfers. Op dit resultaat wordt hieronder nog teruggekomen.

Het grote aantal empirische onderzoeken dat vanaf het midden van de jaren tachtig is uitgevoerd naar de invloed van nieuws, concentreert zich op wisselkoersbewegingen van dag tot dag en zelfs binnen een dag. Structurele wisselkoersmodellen in nieuwsvorm zijn minder geschikt om het koersverloop op een dergelijk korte termijn te verklaren. Immers, de handelsdagen waarop geen macro-economisch nieuws vrijkomt zijn veruit in de meerderheid. We bespreken de resultaten van twee alternatieve onderzoeksmethoden: 'event studies' en Reuters-analyse.

Event studies

In event studies worden de feitelijke wisselkoersveranderingen die optreden gedurende een handelsdag waarop nieuws bekend wordt gemaakt gerelateerd aan het verschil tussen de verwachte en gerealiseerde waarde van de nieuwsfactor. De verwachtingen van valutahandelaren ten aanzien van nieuwsfactoren als het maandelijks handelstekort van de Verenigde Staten, de geldgroei en de omvang van de werkloosheid aldaar worden in recente event studies veelal benaderd door de gemiddelde waarde van de in enquêtes van het onderzoeksbureau Money Market Services Inc. door de respondenten opgegeven voorspellingen. Omdat deze voorspellingen daags voor de officiële bekendmaking van de feitelijke cijfers in financiële dagbladen als de Wall Street Journal worden gepubliceerd, mag aangenomen worden dat 'de marktverwachting' bij iedereen bekend is.

Slechts in enkele gevallen wordt een systematisch verband gevonden tussen nieuws en wisselkoersveranderingen. Daarbij lijkt het van cruciaal belang te zijn dat de onverwacht hoge of lage realisatie van een macro-economische grootheid in de visie van valutahandelaren naar alle waarschijnlijkheid zal leiden tot een beleidsreactie van de monetaire of budgettaire autoriteiten. Zo ging, tot het einde van de jaren zeventig, een onverwacht hoge geldgroei (M1) in de Verenigde Staten gepaard met een depreciatie van de dollar. Dit veranderde met ingang van oktober 1979. De Amerikaanse centrale bank kondigde in die maand aan een strikt anti-inflatie beleid te gaan voeren. Vanaf dat moment ging het bekend worden van een onverwacht hoge geldgroei in de Verenigde Staten gepaard met een appreciatie van de Amerikaanse dollar, vooruitlopend op een geïnduceerde monetaire verkrapping⁷.

Een ander voorbeeld betreft het effect van de maandelijks bekendmaking van de omvang van het tekort op de handelsbalans van de Verenigde Staten. In de tweede helft van de jaren tachtig groeiden de interne en externe onevenwichtigheden in de Amerikaanse economie. Het Plaza-akkoord van september 1985 en het Louvre-akkoord van februari 1987 weerspiegelden de toenemende internationale bezorgdheid hierover. Deze akkoorden behelsden afspraken om de koers van de Amerikaanse dollar op een lager niveau te stabiliseren zodat het handelstekort van de Verenigde Staten kon worden weggewerkt. Daarmee waren de prioriteiten van de beleidsmakers duidelijk omschreven.

3. Hierbij kan verwezen worden naar A.P.D. Gruijters, De efficiëntie van valutamarkten, een overzicht, *Maandschrift Economie*, 1991, blz. 244-268.

4. T. Ito en V. Roley, News from the US and Japan - which moves the yen/dollar exchange rate?, *Journal of Monetary Economics*, 1987, blz. 255-277.

5. R. Mahieu en P. Schotman, *Neglected common factors in exchange rate volatility*, manuscript, Rijksuniversiteit Limburg, juli 1992.

6. D. Hoffman en D. Schlagenhaut, The impact of news and alternative theories of exchange rate determination, *Journal of Money, Credit and Banking*, nr. 1, 1985, blz. 328-346.

7. C. Hakkio en D. Pearce, *The reaction of exchange rates to economic news*, Federal Reserve Bank of Kansas City, Research Working Paper, nr. 85-01, 1985.

Valutahandelaren gingen de ontwikkeling van het Amerikaanse handelstekort als het ware beoordelen vanuit het standpunt van de beleidsmakers. Het gevolg was dat een onverwachte toename van het handelstekort gedurende de periode 1985-1990 een significante depreciatie van de dollar teweeg bracht terwijl dit tijdens de periode 1980-1985 niet het geval was⁸.

Meer recent stond (de reactie van de beleidsmakers op) de aanhoudende conjuncturele flauwte in de Verenigde Staten in het brandpunt van de belangstelling. Valutahandelaren probeerden hun voordeel te doen door te anticiperen op de vermeende samenhang tussen de stapsgewijze verlagingen van de officiële geldmarkttarieven in de Verenigde Staten enerzijds en de alsmaar tegenvallende ontwikkeling van de 'main economic indicators' aldaar anderzijds. Voor zover ons bekend is het veronderstelde verband tussen nieuws omtrent de ontwikkeling van de conjunctuurindicator en de koersontwikkeling van de Amerikaanse dollar nog niet empirisch onderzocht.

Reuters-analyse

Een groep onderzoekers van de London School of Economics onder leiding van Goodhart maakt gebruik van een relatief nieuwe bron van gegevens: de beeldschermpagina's van het nieuwsagentschap Reuters. Hierop worden letterlijk continu de meest recente bied- en laatkoersen weergegeven waartegen de marktparticipanten die zijn geabonneerd op het systeem bereid zijn valuta's te kopen respectievelijk te verkopen⁹. Naast het grote aantal wisselkoersnoteringen verzamelen Goodhart e.a. ook het relevante nieuws dat op de nieuwspagina's verschijnt. In plaats van vooraf een bepaalde set macro-economische grootheden af te bakenen, wordt in de diverse onderzoeken getracht opvallend grote koersveranderingen achteraf te relateren aan berichten op de nieuwspagina's.

Koersherzieningen worden zeer frequent doorgevoerd. In Londen, de grootste valutamarkt ter wereld, in de Duitse-mark-Amerikaanse-dollarmarkt zijn het er gemiddeld meer dan 5.000 per werkdag. Het gros van de koersherzieningen is slechts beperkt van omvang. Voor zover er koerssprongen worden waargenomen kunnen deze niet of slechts zelden in verband worden gebracht met een nieuwsschok. Koersherzieningen blijken zowel in grootte als in aantal meer samen te hangen met het uur van de dag en het aantal feitelijke transacties in de markt dan met de stroom van nieuws zoals die de handelaren onder meer via de beeldschermen bereikt¹⁰. Opgemerkt zij dat deze onderzoeksmethode pas sinds enkele jaren wordt toegepast. Hierdoor vallen belangrijke nieuwsfeiten als de Plaza- en Louvre-akkoorden buiten de onderzoeksperiode.

Evaluatie van empirische resultaten

De resultaten van het empirisch onderzoek overziend kan gesteld worden dat korte termijn fluctuaties in wisselkoersen zich slechts op beperkte schaal op systematische wijze laten verklaren uit het vrijkomen van nieuws. Goodhart en Figliuoli halen een uitspraak aan van een ervaren valutahandelaar voor wie deze conclusie niet als een verrassing komt: "Measurable reactions appear to be rather few, to

depend upon not just the data relative to expectations but whether these bits of data fit into any sort of important pattern, one that tips the weight of the evidence in favor of one view or another with regard to actual economic performance or central bank's reactions thereto"¹¹.

Het geringe effect van nieuws kan onmogelijk los worden gezien van het eerder gesignaleerde ontbreken van een betrouwbaar model voor de wisselkoers. Doordat valutahandelaren in grote onzekerheid verkeren over het 'ware' wisselkoersmodel weten ze niet hoe ze het nieuws moeten interpreteren. In algemene activamarktmodellen voor de wisselkoers wordt aangenomen dat de valutamarktparticipanten een berekening maken van de langetermijnevenwichtswaarde van een wisselkoers. Vervolgens wordt er voetstoots van uitgegaan dat valutahandelaren posities in gaan nemen om het verschil tussen de op een bepaald moment geldende koers en de op langere termijn verwachte waarde uit te buiten. De Grauwe laat zien dat de verwachte opbrengst van dergelijke transacties wel eens niet zou kunnen opwegen tegen het risico dat eraan verbonden is¹². Om die reden kan het ook riskant blijken te zijn om te handelen op basis van een zo zorgvuldig mogelijke interpretatie van het meest recente macro-economische nieuws.

Alternatieven

Chartisme

Als alternatief zoeken valutahandelaren hun toevlucht in technische analyse, of, meer specifiek, chartisme: het voorspellen van wisselkoersbewegingen op basis van koerspatronen in het recente verleden. De financiële pers heeft zich de bijbehorende vocabulaire van 'weerstandsniveaus', 'steunlijnen' en 'technische koerscorrecties' reeds eigengemaakt. Allen en Taylor hebben getracht het relatieve belang van chartisme te bepalen¹³. Zij ondervroegen meer dan tweehonderd hoofden van valuta-afdelingen van een aantal financiële instellingen dat op de Londense valutamarkt opereert. Bij het vormen van wisselkoersverwachtingen op een termijn korter dan een week zei ongeveer negentig procent van de on-

8. M. Klein, B. Mizrach en R.G. Murphy, Managing the dollar: has the Plaza Agreement mattered?, *Journal of Money, Credit and Banking*, 1991, blz. 742-751; K. Hogan, M. Melvin en D. Roberts, Trade balance news and exchange rates: is there a policy signal?, *Journal of International Money and Finance*, supplement, 1991, blz. s90-s99.

9. Voor een elementaire uiteenzetting over deze gegevensbron zij verwezen naar C. Goodhart en A. Demos, Beschouwingen over de contante guldenkoers via noteringen op het Reutersscherm, *Bank- en Effectenbedrijf*, juni 1992, blz. 28-31.

10. C. Goodhart, 'News' and the foreign exchange market, London School of Economics Discussion Paper, nr. 71, 1990; C. Goodhart en L. Figliuoli, Every minute counts in financial markets, *Journal of International Money and Finance*, nr. 10, 1991, blz. 23-52.

11. C. Goodhart en L. Figliuoli, op.cit., 1991, blz. 28.

12. P. de Grauwe, *International money, post-war trends and theories*, Clarendon Press, Oxford, 1989, blz. 160-163.

13. H. Allen en M. Taylor, Charts, noise and fundamentals in the London foreign exchange market, *Economic Journal*, jg. 100, supplement, 1990, blz. 49-59.

dervraagden zich (gedeeltelijk) te baseren op chartisme. Daarbij beoordeelde zestig procent het koop- of verkoopsignaal dat wordt afgeleid uit de 'charts' als ten minste zo belangrijk als het signaal resulterend uit fundamentele analyse. Bij het verlengen van de voorspelhorizon nam het belang dat werd toegekend aan fundamentele analyse successievelijk toe. De wisselkoersverwachting voor over een jaar werd door dertig procent van de ondervraagden volledig bepaald op basis van fundamentele analyse. Daarbij zei vijftientig procent van de deelnemers aan de enquête meer gewicht toe te kennen aan fundamentele analyse dan aan chartisme. Dit laatste stemt overeen met de eerder besproken bevindingen van Hoffman en Schlagenhaut.

Persoonlijke informatie

Valutamarktparticipanten ontbreekt het aan een betrouwbaar model voor de wisselkoers waarop zij kunnen blindvaren bij de interpretatie van vrijkomend nieuws. Als reactie hierop zoeken zij niet slechts hun heil in chartisme. Speculanten letten ook sterk op elkaar en het heersende marktsentiment. Met behulp van een voorbeeld geven we aan hoe op basis van dit gegeven in de literatuur gedacht wordt over de intrinsieke dynamiek van wisselkoersen¹⁴.

Een importeur kan via een bank een opdracht geven tot aankoop van buitenlandse valuta. Voor de valutahandelaren die deze transactie moeten doorvoeren vormt deze order van buitenaf persoonlijke informatie. De levering van buitenlandse valuta aan

de importeur leidt bij de valutahandelaar tot een (grotere) open positie in de betreffende valuta. In de praktijk wordt deze open positie meteen na het ontstaan door een tegengestelde transactie met een andere valutahandelaar ('inside' order) geheel of gedeeltelijk gladgestreken. Deze tweede handelaar gaat vervolgens weer de markt op, enzovoort. De vervolgoorders die het gevolg zijn van de initiële order van buitenaf, vormen op hun beurt weer persoonlijke informatie voor de betrokken valutahandelaren. Dergelijke orders kunnen een eerder vermoeden onder deze handelaren bevestigen dat sprake is van substantiële veranderingen aan de vraag- en/of aanbodkant van de markt. Daarnaast kan steeds de indruk bestaan dat de tegenpartij in de transactie over (persoonlijke) informatie beschikt die mogelijk impliceert dat de huidige wisselkoers niet de 'juiste' is. Een herziening van de door de betreffende handelaren op de beeldschermen doorgegeven bied- en laatkoersen – hetgeen weer informatie voor de rest van de markt is – zonder dat sprake is van het vrijkomen van publiek nieuws, lijkt op grond hiervan een reële mogelijkheid.

Conclusie

In structurele wisselkoersmodellen wordt impliciet dan wel expliciet verondersteld dat valutamarktparticipanten steeds zo goed mogelijk trachten te bepalen wat de implicaties zijn van recent nieuws voor de huidige en toekomstige wisselkoers. Het ontbreekt valutahandelaren echter aan een betrouwbaar model voor de wisselkoers dat aangeeft hoe ze hun verwachtingen moeten bijstellen na het bekend worden van nieuws omtrent wisselkoersbepalende macro-economische variabelen. In empirische studies blijkt nieuws dan ook slechts een systematisch effect op de wisselkoers te hebben indien valutahandelaren een reactiepatroon van beleidsmakers denken te hebben ontdekt.

Speculanten zien op de korte termijn geen brood in een fundamentele analyse van (nieuws omtrent) de onderliggende determinanten van de wisselkoers. In plaats daarvan voorspellen ze wisselkoersbewegingen op basis van koerspatronen uit het recente verleden (chartisme) en door de reactie van de markt te voorspellen op vrijkomend nieuws, geruchten en zich verspreidende particuliere informatie.

Geert Almekinders
Marc Rovers

14. R. Lyons, *Private beliefs and information externalities in the foreign exchange market*, National Bureau of Economic Research, Working Paper Series, nr. 3889, 1991.