

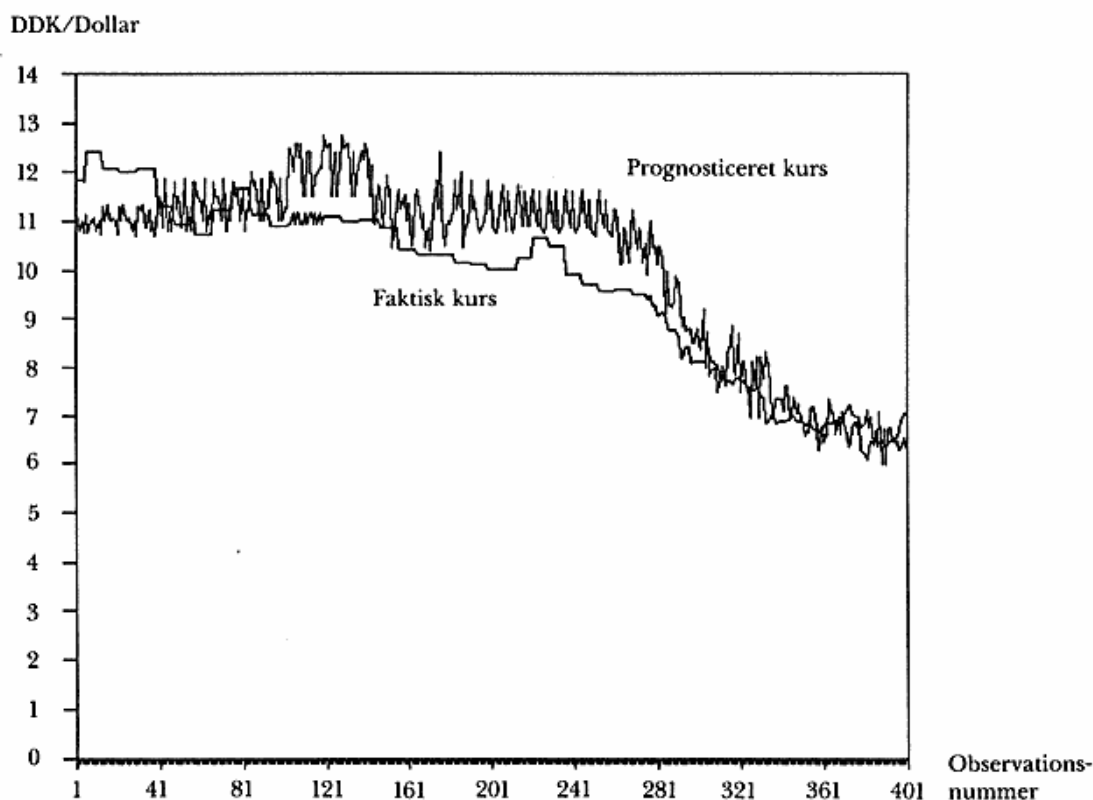
Kan dollarkursen forudsiges?

Af Erik Strøjer Madsen og Jørgen Ulff-Møller Nielsen

Har bankerne ved hjælp af EDB en speciel evne til at se ind i fremtiden? På valutaområdet blev dette spørgsmål især relevant efter 1973, hvor hovedvalutaerne begyndte at flyde mod hinanden. Artiklen behandler 401 3-måneders bankprognoser for dollarkursen offentliggjort i dagbladet Børsen i perioden 1984 til 88. Generelt er disse prognoser af ringe værdi. Dette kan umiddelbart ses ved at

sammenholde den prognosticerede kurs med den faktiske, som det er gjort i figur 1. I begyndelsen er der tale om en undervurdering og herefter en overvurdering af dollaren. Det viser sig, at der i gennemsnit er tale om en overvurdering på ca. 5 pct., ligesom prognoserne kun i 52 pct. af tilfældene angiver den rigtige retning for kursudviklingen, altså næsten fifty fifty.¹⁾

401 valutakursprognoser sammenlignet med den faktiske kurs.



Figur 1.

¹⁾ Nærværende artikel gengiver hovedresultaterne fra Erik Strøjer Madsen og Jørgen Ulff-Møller Nielsen, *Forecasting Exchange Rates - The Market vs. the Experts*. Rapporten kan fås ved henvendelse til forfatterne.

Kan dollarkursen forudsiges?

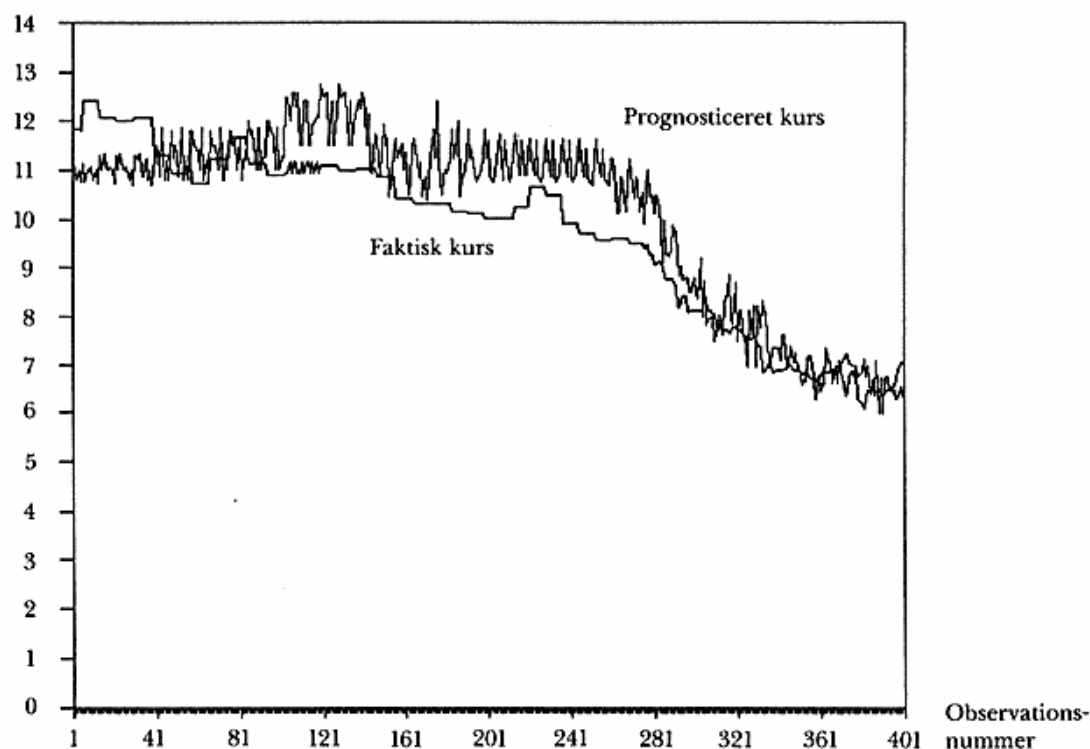
Af Erik Strøjer Madsen og Jørgen Ulff-Møller Nielsen

Har bankerne ved hjælp af EDB en speciel evne til at se ind i fremtiden? På valutaområdet blev dette spørgsmål især relevant efter 1973, hvor hovedvalutaerne begyndte at flyde mod hinanden. Artiklen behandler 401 3-måneders bankprognoser for dollarkursen offentliggjort i dagbladet Børsen i perioden 1984 til 88. Generelt er disse prognoser af ringe værdi. Dette kan umiddelbart ses ved at

sammenholde den prognosticerede kurs med den faktiske, som det er gjort i figur 1. I begyndelsen er der tale om en undervurdering og herefter en overvurdering af dollaren. Det viser sig, at der i gennemsnit er tale om en overvurdering på ca. 5 pct., ligesom prognoserne kun i 52 pct. af tilfældene angiver den rigtige retning for kursudviklingen, altså næsten fifty fifty.¹⁾

401 valutakursprognoser sammenlignet med den faktiske kurs.

DDK/Dollar



Figur 1.

¹⁾ Nærværende artikel gengiver hovedresultaterne fra Erik Strøjer Madsen og Jørgen Ulff-Møller Nielsen, *Forecasting Exchange Rates - The Market vs. the Experts*. Rapporten kan fås ved henvendelse til forfatterne.

Den næsten turbulente udvikling på valuta-markederne i 80'erne har ofte ført til en lige så turbulent udvikling i virksomhedernes årsresultat. Dette har fået mange virksomheder til i særlig grad at interessere sig for valutaområdet. Virksomheder kan naturligvis terminssikre deres kortfristede dispositioner i fremmed valuta, men i praksis holder en stor del af virksomhederne åbne positioner og pådrager sig dermed en valutakursrisiko. Årsagen hertil kan være bekvemmelighed; terminssikring tager tid, og det er ikke gratis. På den anden side, må en beslutning om ikke at terminssikre være baseret på en forventning (måske ubevidst) om, at valutakursen ikke ændrer sig synderligt eller ændrer sig i en retning, der er gunstig for virksomheden, så valutakursrisikoen er lille. For disse virksomheder kan valutakursprognoserne have stor økonomisk betydning, og der kan derfor være grund til nærmere at undersøge deres troværdighed.

Terminkursen som prognose

Som det er velkendt fra litteraturen (se f.eks. Levich, 1985) kan terminkursen – under visse forudsætninger – opfattes som markedets forventning til den fremtidige kontantkurs. Fra 1984 til 1988 har 3-måneders terminkursen på dollars imidlertid været en dårlig prognosemager, idet den kun i 20 pct. af tilfældene har angivet den rigtige retning for den fremtidige kontantkurs på dollars. Yderligere har terminkursen i gennemsnit overvurderet dollaren med ca. 5 pct.

Da terminstillægget ifølge den dækkende renteparitetsteori alene er bestemt af renteforskellen mellem de to involverede valutaer, er det nærliggende at forklare terminkursens overvurdering af den fremtidige dollarkurs ved Danmarks store udlandsgæld. Denne gæld gør det i udenlandske investorers øjne specielt risikabelt at investere i Danmark, hvorfor de kræver sig kompenseret gennem et risikotillæg. Den heraf følgende højere danske rente påvirker derfor terminstillægget

positivt, hvorfor terminkursen vil overvurdere den fremtidige kontantkurs.

Kan bankerne slå markedet?

Da terminkursen afspejler en risikopræmie og dermed bliver en dårlig prognosekilde må man forvente, at bankerne er bedre til at forudsige kursudviklingen. Generelt kan dette ikke bekræftes.

Med hensyn til angivelse af den rigtige kursretning skyder bankerne under ét rigtig i 52 pct. af tilfældene, altså ikke meget bedre end plat og krone, men dog bedre end terminsmarkedet.

Med hensyn til den gennemsnitlige prognosefejl viser tabel 1, at både terminkursen og bankerne overvurderer dollaren med ca. 5 pct. Dog giver terminkursen et mere sikkert skøn, da gennemsnittet af de kvadrerede afvigelser ligger mere end 30 pct. under bankprognosernes. Så har man aversion mod risiko, skal man holde sig til terminkursen.

	Gennemsnits afvigelse (pct.)	Gennemsnit af kvadrerede afv.
Banker	4,7	0,59
Terminsmarked	5,1	0,40

Tabel 1: Prognosefejl for banker og terminsmarkedet

Kan der tjenes på bankernes prognoser?

For at undersøge dette spørgsmål har vi foretaget et profittest. Det bygger på den antagelse, at virksomheder baserer deres forventning til den fremtidige kurs på bankernes valutakursprognoser, når de afgør om, der skal terminssikres. Forventes kontantkursen at ligge over terminkursen, er det en fordel at undlade terminssikring af f.eks. eksporttilgodehavender, hvorimod gæld i fremmed valuta bør terminssikres.

For at stille de enkelte bankprognoser ens, antages det, at der disponeres med det samme beløb ved hver prognose, nemlig 100 kr. Forventes kontantkursen at ligge over terminskursen, købes der valuta på termin, og der sælges, hvis kontantkursen forventes at ligge under terminskursen. Hvis prognosen går i opfyldelse, bliver der tale om en gevinst for virksomheden ved de pågældende terminstransaktioner, hvorimod en forkert prognose vil medføre tab.

Den indtjente profitsum ved at følge alle bankernes prognoser var 736 kr. Da der kunne tjenes 28.395 kr., hvis prognoserne altid var korrekte, udgør gevinsten kun 3 pct. Resultatet er statistisk insignifikant på 5 pct. niveau, og konklusionen er, at der generelt ikke er penge at tjene ved at følge bankernes råd, specielt når der også tages hensyn til transaktionsomkostningerne.

Er der forskel på bankerne?

Selv om bankerne generelt er dårlige prognosemagere, kan nogle banker naturligvis være bedre end andre. Dette fremgår da også af tabel 2, hvor undersøgelsens 18 banker er vurderet ved hjælp af retningstestet og profittestet nævnt ovenfor. For 4 banker er andelen af prognoser med den rigtige retning således signifikant større end de 50 pct., der fås, hvis prognoserne er rent tilfældige. Og for 5 banker er der tale om en signifikant positiv profit.

Konklusionen er derfor, at man ikke kan anvende valutakursprognoser i flæng. De skal udvælges omhyggeligt, da ikke enhver specialist er ekspert. Et helt tilsvarende resultat er opnået i de få udenlandske undersøgelser, der foreligger på området.

Problemet er da at udvælge de prognoseinsti-

Retnings- og profittest for 3 måneders valutaprognoser

Bank	Retningstest ¹	Profittest ²	Observationer
Aktivbanken	,30	-,46	43
Andelsbanken	,33	-,45	46
Bikuben	,69	,48*	16
Bank of America	,23	-,70	31
Citi Bank	,54	,16	41
Chase Manhattan Bank	,70*	,55*	37
Den Danske Bank	,40	,00	30
Handelsbanken	,79*	-,58*	28
Jyske Bank	,76*	,50*	42
Provinsbanken	,70	,18	10
Standard Chartered	,82*	,79*	11
SDS	,44	-,19	43
6 banker med under 10 obs.	,57	,05	23
I alt	,52	,03	401

Tabel 2.

Noter:

*) Signifikant på 5 pct. niveau.

1) Andelen af prognoser, hvor kursretningen er forudsagt korrekt.

2) Andelen af spekulationsprofit, der kunne tjenes ved fuld information.

tutter, der er eksperter, men dette kan være en vanskelig opgave. Vi har yderligere undersøgt dette aspekt ved at opdele materialet i to perioder. Og her viste det sig, at der er en tendens til, at den bank der er god i en periode er dårlig i den næste eller modsat. Det vil sige, at eksperterne ikke er stabile over tid, hvilket vanskeliggør udvælgelsen. Dette resultat er imidlertid svagt, da materialets omfang ikke tillader at drage alt for håndfaste konklusioner på dette område.

Referencer

- Madsen, E.S. og Nielsen, J. U-M., »Forecasting Exchange Rates-The Market vs. the Experts«. Nationaløkonomisk institut, Handelshøjskolen i Århus, 1988.
- Levich, R.M., »Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behaviour, Rate Determination and Market Efficiency«. Handbook of International Economics, vol. 2, edited by R.W. Jones and P.B. Kenen, Elsevier Science Publishers B.V., 1985.

tutter, der er eksperter, men dette kan være en vanskelig opgave. Vi har yderligere undersøgt dette aspekt ved at opdele materialet i to perioder. Og her viste det sig, at der er en tendens til, at den bank der er god i en periode er dårlig i den næste eller modsat. Det vil sige, at eksperterne ikke er stabile over tid, hvilket vanskeliggør udvælgelsen. Dette resultat er imidlertid svagt, da materialets omfang ikke tillader at drage alt for håndfaste konklusioner på dette område.

Referencer

- Madsen, E.S. og Nielsen, J. U-M., »Forecasting Exchange Rates-The Market vs. the Experts«. Nationaløkonomisk institut, Handelshøjskolen i Århus, 1988.
- Levich, R.M., »Empirical Studies of Exchange Rates: Price Behaviour, Rate Determination and Market Efficiency«. Handbook of International Economics, vol. 2, edited by R.W. Jones and P.B. Kenen, Elsevier Science Publishers B.V., 1985.