To παζλ της τεχνικής & θεμελιώδους ανάλυσης

Τα πραγματικά δεδομένα για τις πλέον δημοφιλείς επενδυτικές στρατηγικές. Πόσο αποδίδει η τοποθέτηση με βάση κινητούς μέσους όρους. Τα μυστικά των "αποτελεσματικών" αγορών. Γράφει ο Δρ Π. Ξυδώνας.

*Δημοσιεύθηκε:* ***27 Μαΐου 2013 - 07:48***

Μία από τις πιο σημαντικές έννοιες της σύγχρονης χρηματοοικονομικής θεωρίας είναι αυτή των αποτελεσματικών αγορών (efficient markets). Μια αγορά θεωρείται αποτελεσματική όταν όλες οι πληροφορίες διαχέονται άμεσα εντός αυτής και αντανακλώνται πλήρως στις τιμές των χρεογράφων, με αποτέλεσμα να μην είναι δυνατή η επίτευξη υπερκερδών ή μη κανονικών κερδών (abnormal profits). Ως μη κανονικά αναφέρονται τα κέρδη τα οποία παράγονται από αποδόσεις που υπερβαίνουν κατά πολύ τις αποδόσεις που παρέχει η αγορά.

Ανάλογα με το είδος της διαθέσιμης πληροφορίας, ο Fama (1970) διακρίνει τρεις μορφές αποτελεσματικότητας: α) την **ασθενή** (weak form efficiency), β) την η**μιισχυρή** αποτελεσματικότητα (semi-strong form efficiency) και γ) την **ισχυρή** (strong form efficiency).

Μια αγορά είναι ασθενώς αποτελεσματική όταν ένας επενδυτής είναι αδύνατον να πραγματοποιήσει σε αυτή μη κανονικά κέρδη, κάνοντας χρήση πληροφοριών όπως οι τιμές και οι αποδόσεις των χρεογράφων, οι όγκοι των αγοραπωλησιών και άλλα ιστορικά δεδομένα συναλλαγών. Μια αγορά είναι ημιισχυρώς αποτελεσματική όταν ένας επενδυτής είναι αδύνατον να πραγματοποιήσει σε αυτή μη κανονικά κέρδη, κάνοντας χρήση δημόσια διαθέσιμων πληροφοριών, όπως τα οικονομικά αποτελέσματα και τα θεμελιώδη μεγέθη εταιρειών, οι ανακοινώσεις εξαγορών και συγχωνεύσεων και γενικότερα οι ειδήσεις σχετικά με την πορεία της οικονομίας. Τέλος, μια αγορά είναι ισχυρώς αποτελεσματική όταν ένας επενδυτής είναι αδύνατον να πραγματοποιήσει σε αυτή μη κανονικά κέρδη, κάνοντας χρήση οποιασδήποτε πληροφορίας, είτε δημόσια διαθέσιμης, είτε διαθέσιμης σε εσωτερικό επίπεδο (inside information).

Οι εμπειρικοί έλεγχοι που έχουν γίνει κατά καιρούς αναφορικά με την εξέταση της αποτελεσματικότητας των στρατηγικών της τεχνικής ανάλυσης είναι ιδιαίτερα εκτεταμένοι. Στις εργασίες των Lehmann (1990), Jegadeesh (1990, 1993) και Bondt and Thaller (1985, 1987), μετοχές των δύο μεγαλύτερων χρηματιστηρίων των ΗΠΑ (NYSE και AMEX) κατατάσσονται επαναληπτικά σε φθίνουσα σειρά, με κριτήρια τις εβδομαδιαίες, μηνιαίες, ημιετήσιες, ετήσιες, τριετείς και πενταετείς ιστορικές αποδόσεις τους.

Στη συνέχεια, με τις μετοχές που κάθε φορά κατατάσσονταν στις υψηλότερες και χαμηλότερες θέσεις, με βάση τις αποδόσεις τους, σχηματίστηκαν αντίστοιχα **δύο τύποι χαρτοφυλακίων**: α) τα χαρτοφυλάκια υψηλών αποδόσεων (winner portfolios) και β) τα χαρτοφυλάκια χαμηλών αποδόσεων (loser portfolios).

Οι μέσες αποδόσεις των χαρτοφυλακίων αυτών υπολογίστηκαν για μεγάλα χρονικά διαστήματα και συγκρίθηκαν με τις μέσες αποδόσεις των αντίστοιχων χαρτοφυλακίων αγοράς. Με τον τρόπο αυτό προέκυψαν οι διαφορές αποδόσεων των winner-loser χαρτοφυλακίων από αυτές των χαρτοφυλακίων αγοράς. Οι μέσες τιμές των διαφορών αυτών κανονικοποιήθηκαν τέλος σε ετήσια βάση. Τα ποσοστά αυτά παρουσιάζονται στον Πίνακα 1.

**Πίνακας 1: Αποδόσεις στρατηγικών ορμής και αντίθεσης**

|  |  |
| --- | --- |
| Συχνότητες και χρονικά διαστήματα υπολογισμού αποδόσεων | Ετησιοποιημένες διαφορές αποδόσεων |
| Χαρτοφυλάκιο υψηλών αποδόσεων | Χαρτοφυλάκιο χαμηλών αποδόσεων |
| Εβδομαδιαίες αποδόσεις περιόδου 1962-1986 για τα άνω και κάτω 50% όλων των μετοχών σε NYSE και ΑΜΕΧ | -24,9 % | 89,8 % |
| Μηνιαίες αποδόσεις περιόδου 1929-1982 για τα άνω και κάτω 10 % όλων των μετοχών σε NYSE και ΑΜΕΧ | -11,6 % | 12,1 % |
| Ημιετήσιες αποδόσεις της περιόδου 1962-1989 για τα άνω και κάτω 10 % όλων των μετοχών σε NYSE και ΑΜΕΧ | 8,7 % | -3,5 % |
| Ετήσιες αποδόσεις της περιόδου 1929-1982 για τα άνω και κάτω 10 % όλων των μετοχών σε NYSE και ΑΜΕΧ | 5,0 % | -16,1 % |
| Τριετείς αποδόσεις της περιόδου 1926-1982 για τις πρώτες και τελευταίες 35 μετοχές σε NYSE | -1,7 % | 6,5 % |
| Πενταετείς αποδόσεις της περιόδου 1926-1982 για τις πρώτες και τελευταίες 50 μετοχές σε NYSE | -12,4 % | 7,2 % |

Είναι φανερό ότι σε έναν πολύ βραχυπρόθεσμο (μία εβδομάδα έως ένας μήνας) ή πολύ μακροπρόθεσμο ορίζοντα (τρία έως πέντε έτη), οι στρατηγικές αντίθεσης (contrarian strategies), δηλαδή οι τοποθετήσεις σε μετοχές των οποίων οι τιμές πέφτουν υπήρξαν αποτελεσματικές. Αντίθετα, σε έναν μεσοπρόθεσμο ορίζοντα (έξι μήνες έως ένα έτος) αποτελεσματικές υπήρξαν οι στρατηγικές ορμής (momentum strategies), δηλαδή οι τοποθετήσεις σε μετοχές των οποίων οι τιμές ανεβαίνουν. **Δεν ταυτοποιήθηκε δηλαδή κανένα συστηματικό και τυποποιημένο πρότυπο κερδών.**

Επιπλέον, η κριτική που ασκείται στις παραπάνω στρατηγικές, όπως και στο σύνολο των στρατηγικών της τεχνικής ανάλυσης, εστιάζει στο ότι η υλοποίησή τους συνδέεται με υψηλά κόστη συναλλαγής (transaction costs), καθώς απαιτείται ανασχεδιασμός μεγάλης συχνότητας. Σε αρκετές δε περιπτώσεις **τα κόστη συναλλαγής είναι δυνατόν να εξανεμίσουν πλήρως τα κέρδη** που μπορεί να αποφέρει μια τέτοια ενεργητική διαχείριση, σε σχέση πάντα με τα χαρτοφυλάκια της αγοράς.

Στο πλαίσιο άλλων εμπειρικών ελέγχων, οι Brock et al. (1992) εξετάζουν την αποτελεσματικότητα στρατηγικών κινητών μέσων μεταβλητού ή σταθερού διαστήματος (variable or fixed length moving average strategies) και στρατηγικών διάσπασης (trading range breakout strategies).

Αναφορικά με την περίπτωση των στρατηγικών κινητών μέσων μεταβλητού διαστήματος, υπολογίστηκαν για ένα **διάστημα 25,000 ημερών** **διαπραγμάτευσης** (1897-1986), οι λόγοι των τιμών κλεισίματος του δείκτη Dow Jones Industrial Average (DJIA), προς τους αντίστοιχους κινητούς μέσους 200 ημερών. Τις ημέρες όπου η τιμή του λόγου ήταν μεγαλύτερη της μονάδας προτεινόταν η αγορά του δείκτη, ενώ τις ημέρες όπου η τιμή του λόγου ήταν μικρότερη της μονάδας προτεινόταν η πώληση του δείκτη. Στη βάση αυτή υπολογίστηκαν οι μέσες ημερήσιες αποδόσεις, κανονικοποιημένες σε ετήσια βάση, τόσο για τις συνεδριάσεις όπου υπήρχε σήμα πώλησης, όσο και για τις συνεδριάσεις όπου υπήρχε σήμα αγοράς. Όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, η αποτελεσματικότητα της παραπάνω στρατηγικής περιορίζεται μόνο στην περίπτωση των σημάτων αγοράς.

**Πίνακας 2: Αποδόσεις στρατηγικών κινητών μέσων και στρατηγικών διάσπασης**

|  |  |
| --- | --- |
| Τύπος ελέγχου | Ετησιοποιημένες μέσες αποδόσεις |
| Σήμα αγοράς | Σήμα πώλησης | Διαφορά αποδόσεων |
| Στρατηγικές κινητών μέσων μεταβλητού διαστήματος | 10,7 % | -6,1 % | 16,8 % |
| Στρατηγικές κινητών μέσων σταθερού διαστήματος | 13,8 % | -4,8 % | 18,6 % |
| Στρατηγικές διάσπασης | 11,8 % | -5,8 % | 17,6 % |

Καθώς μια στρατηγική κινητού μέσου μεταβλητού διαστήματος μπορεί να οδηγήσει σε εκτίναξη του κόστους συναλλαγών λόγω καθημερινής αγοράς-πώλησης, μια διαφοροποιημένη έκφραση αυτής είναι η στρατηγική κινητού μέσου σταθερού διαστήματος. Με βάση αυτή, μια τοποθέτηση αγοράς προτείνεται μόνο όταν η τιμή του παραπάνω λόγου **από μικρότερη της μονάδας γίνεται μεγαλύτερη** (και αντίστροφα για μια τοποθέτηση πώλησης). Όταν συμβεί αυτό η τοποθέτηση διατηρείται τουλάχιστον για δέκα ημέρες. Και πάλι όμως, όπως φαίνεται στον Πίνακα 2, η αποτελεσματικότητα της στρατηγικής περιορίζεται μόνο στην περίπτωση των σημάτων αγοράς.

Παρόμοια με την αποτελεσματικότητα των στρατηγικών κινητών μέσων υπήρξε και η αποτελεσματικότητα των στρατηγικών διάσπασης, με βάση τις οποίες μια τοποθέτηση αγοράς προτείνεται μόνο όταν η τιμή μιας μετοχής κλείσει σε υψηλότερο επίπεδο από εκείνο του κινητού μέσου 200 ημερών.

Από την παραπάνω ανάλυση, καθίσταται σαφές ότι το πλαίσιο της αποτελεσματικότητας των αγορών **δεν επιβεβαιώνει κατά τρόπο συνεπή τη χρησιμότητα των στρατηγικών τεχνικής ανάλυσης**, καθώς η ανάπτυξη αυτών βασίζεται στην αξιοποίηση δημόσια διαθέσιμων πληροφοριών. Αυτό βέβαια δεν σημαίνει ότι η τεχνική ανάλυση δεν συνιστά χρήσιμο εργαλείο μελέτης. Από την άλλη πλευρά, δεν συμβαίνει το ίδιο με τις στρατηγικές θεμελιώδους ανάλυσης. Οι εμπειρικοί έλεγχοι που σχετίζονται με αυτές αναδεικνύουν την ύπαρξη ισχυρών ανωμαλιών στις αγορές, η εκμετάλλευση των οποίων είναι δυνατόν να οδηγήσει στην πραγματοποίηση μη κανονικών κερδών.

Σε [πρόσφατο άρθρο](http://www.euro2day.gr/specials/opinions/132/articles/755458/Article.aspx) υπογραμμίσαμε και αναλύσαμε με ενδελέχεια την αποτελεσματικότητα προσεγγίσεων διαχείρισης χαρτοφυλακίων με τη χρήση κλασικών δεικτών όπως ο BV/MV, ο P/BV, ο P/E, ο PEG κλπ. Εντοπίζεται δηλαδή στην επιστημονική βιβλιογραφία μια πληθώρα ιδιαίτερα σημαντικών ερευνητικών εργασιών διακεκριμένων ερευνητών της σύγχρονης χρηματοοικονομικής, στις οποίες τεκμαίρονται τόσο η ύπαρξη θεμελιωδών ανωμαλιών στις αγορές όσο και η ωφέλεια που μπορεί να παραχθεί από την αξιοποίησή τους.

Συμπερασματικά, η χρησιμότητα μιας ενεργητικής στρατηγικής και γενικότερα η φιλοσοφία της διαχείρισης χαρτοφυλακίου **άπτονται ιδιαίτερα της ανάγκης να προτυποποιηθεί με ακρίβεια το προφίλ ανοχής κινδύνου ενός επενδυτή**. Οι Sharpe et al. (1999) θεωρούν ότι το ερώτημα που τίθεται τελικά έχει να κάνει με το κατά πόσον οι αποδόσεις που επιτυγχάνονται ως αποτέλεσμα μιας ενεργητικής διαχείρισης χαρτοφυλακίου, υπολογισμένες σε μια κανονικοποιημένη βάση κινδύνου, υπερβαίνουν, μετά την αφαίρεση των εξόδων συναλλαγής και διαχείρισης, τις αποδόσεις που προσφέρει η αγορά.

**Με βάση τους Reilly and Brown (2006), μόνο ένας επενδυτής ο οποίος διαθέτει την απαραίτητη τεχνογνωσία ή έχει τη δυνατότητα να λάβει εξειδικευμένη συμβουλευτική υποστήριξη μπορεί να είναι ωφελημένος από μια ενεργητική στρατηγική. Σε αντίθετη περίπτωση, η υιοθέτηση μιας παθητικής στρατηγικής, π.χ. indexing, enhanced indexing κλπ., είναι μονόδρομος.**

***Αναφορές*  :** *Bondt, De, W., Thaler, R., 1985. Does the stock market overreact? Journal of Finance, July, 40 (3).  Bondt, De, W., Thaler, R., 1987. Further evidence of on investor overreaction and stock market seasonality. Journal of Finance, July, 42 (3).  Brock, W., Lakonishok, J., Baron, Le, B., 1992. Simple technical trading rules and the stochastic properties of stock returns. Journal of Finance, December, 47 (5).  Fama, E.F., 1970. Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. Journal of Finance, 20 (5), 383-417.  Jegadeesh, N., 1990. Evidence of predictable behavior of security returns. Journal of Finance, July, 45 (3).  Jegadeesh, N., Titman, S., 1993. Returns to buying winners and selling losers: Implications for stock market efficiency. Journal of Finance, March, 48 (1).  Lehmann, B.N., 1990. Fads, martingales and market efficiency. Quarterly Journal of Economics, February, 105 (1).  Reilly, F., Brown, K., 2005. Investment analysis and portfolio management, 8th edition, Southwestern College Pulblishing.  Sharpe, W.F., Alexander, G.J., Bailey, J.V., 1999. Investments. Prentice Hall International, 6th edition, New Jersey.****\* O Δρ. Παναγιώτης Ι. Ξυδώνας (http://xidonas.blogspot.com) είναι Επιστημονικός Συνεργάτης στο Εργαστήριο Συστημάτων Αποφάσεων & Διοίκησης του Εθνικού Μετσοβίου Πολυτεχνείου, μέλος της Επενδυτικής Επιτροπής Αμοιβαίων Κεφαλαίων στην Attica Wealth Management ΑΕΔΑΚ και Επικεφαλής Έρευνας & Ανάπτυξης στην εταιρεία Cinsight Advisory.***