

Mgr Maciej Bitner

Katedra Bankowości i Finansów WNE UW
Specjalista Instytutu Misesa do spraw rynków finansowych
Analityk Wealth Solutions

Czy Hipoteza Efektywnego Rynku Finansowego ma implikacje inwestycyjne?

Wstęp

Książka¹ profesora z Princeton, Burtona G. Malkiela nie jest jedynie, a nawet przede wszystkim publikacją popularnonaukową. Gdyby *A Random Walk Down Wall Street* zdawał wyłącznie sprawę ze stanu badań nad Hipotezą Efektywnego Rynku Finansowego (HERF), nie sprzedaloby się pewnie ponad milion egzemplarzy tej fascynującej książki.

Kluczowy dla graczy giełdowych (którzy stanowią zapewne większość nabywców *Random Walk...*), jest zapewne podtytuł – *sprawdzona historycznie strategia skutecznego inwestowania*. Malkiel rzeczywiście prezentuje w niej swoje przesłanie inwestycyjne – twierdzi, że najlepszą strategią gry na giełdzie jest „kup i trzymaj”. Zastanowimy się, czy liczne argumenty przedstawione przez profesora z Princeton rzeczywiście skłaniają do takiego wniosku.

Trzy tezy Malkiela

Zacznijmy od przedstawienia podstawowych założeń w odniesieniu do rynku akcji, na jakich opiera się w swojej książce Malkiel. W środowisku inwestorów nie zostałyby one z pewnością uznane za kontrowersyjne. Po pierwsze, stopa zwrotu jest, średnio rzecz biorąc, dodatnia, przy czym od generalnie pozytywnego trendu może dojść w międzyczasie do znacznych korzystnych i niekorzystnych odchyień. Po drugie, długookresowa stopa zwrotu (nachylenie linii trendu) zależy od zmienności kursów – innymi słowy – im bardziej ryzykowne akcje, tym w długim okresie więcej można na nich zarobić.

Do tych prawidłowości Malkiel dołącza argumentację, którą można zebrać wokół trzech tez. Każda z nich, jeśli jest prawdziwa, prowadzi do wniosku, że:

(W) Strategia „kup i trzymaj” jest dla przeciętnego gracza giełdowego najlepszą strategią inwestycyjną.

Teza pierwsza jest następująca:

(T1) Nie ma możliwości systematycznego przewidywania, co będzie działo się z kursami akcji w krótkim i średnim terminie.

Jeśli rzeczywiście jest tak, jak głosi T1, to nikt nie może podać racjonalnej prognozy ani dla ceny pojedynczej akcji, ani dla rynku jako całości. W takim razie należy wyciągnąć wnioski z jedynej sprawdzonej informacji, że rynki akcji w długim okresie pozwalają znacząco pomnażać kapitał i zastosować strategię „kup i trzymaj”. Każdy inny sposób grania na giełdzie zajmuje jedynie

¹ B.G. Malkiel, *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton&Company, New York 2007. Wydanie polskie: *Błądząc po Wall Street*, WIG Press 2003. W dalszej części będę się odwoływał do paginacji najnowszego wydania amerykańskiego.

czas, generując przy tym zbędne koszty transakcyjne. Gdyby nie przekonały kogoś dowody na T1, autor *Random Walk...* może odwołać się w uzasadnieniu swojego wniosku do drugiej tezy:

(T2) Badania wskazują, że profesjonalisci nie są systematycznie w stanie wygenerować stopy zwrotu wyższej niż ta, którą można otrzymać inwestując na szerokim rynku.

T2 głosi w gruncie rzeczy, że T1 jest prawdziwa empirycznie – nawet jeśli nie byłoby rozstrzygających teoretycznych argumentów na rzecz T1, to rynek w praktyce funkcjonuje tak, jakby była prawdziwa. Jeśli zaś profesjonalistom nie udaje się pobić rynku, to płacone im wynagrodzenie nie jest dobrą inwestycją; należy unikać aktywnie zarządzanych funduszy inwestycyjnych bądź rachunków – lepiej zainwestować w indeks. Gdyby jednak okazało się, że z jakiś powodów nie uznajemy T2, w pozostaje jeszcze trzecia teza:

(T3) Strategia „kup i trzymaj” jest najlepszą strategią inwestycyjną, jeśli sami nie wiemy, że jesteśmy skutecznym profesjonalistami.

T3 mówi nam, że skoro nie ma żadnych kryteriów pozwalających *ex ante* stwierdzić, kto jest w stanie formułować dobre prognozy, to nie ma sensu powierzać inwestowania ekspertom, bowiem razem specjaliści i tak wypadają gorzej od rynku – przeciętny profesjonalista, na którego usługi byśmy się zdecydowali, nie zarobi średnio więcej, niż da nam zakup koszyka akcji na szerokim rynku.

W kolejnych sekcjach tekstu pokażemy, że Malkiel dysponuje słabszymi argumentami teoretycznymi i świadectwami empirycznymi niż potrzeba dla uzasadnienia powyższych tez. W szczególności postaramy się przedstawić racje przemawiające za tym, że T1 jest fałszywa, za T2 nie przemawia jak dotąd żadne badanie empiryczne, a prawdziwości T3 nie jesteśmy w stanie ocenić, choć są powody, by przypuszczać, że nie ma ona statusu powszechnego prawa.

(Nie)możliwość prognoz

Malkiel nigdzie nie stwierdził wprost, że T1 jest prawdziwa. Zdarza mu się nawet dystansować się od niej. Bezkompromisowym zwolennikiem HERF w jego książce jest Akademia – wspólnota uczonych badających rynek finansowy, która niemal jednogłośnie uznaje jego efektywność². „Mamy trzy wersje [Hipotezy Efektywnego Rynku Finansowego] – 'słabą', 'półsilną' i 'silną'. Wszystkie trzy wyrażają ogólną ideę, że **za wyjątkiem długookresowych trendów przyszłe ceny akcji są trudne, jeśli nie niemożliwe do przewidzenia**” (Malkiel, s. 100). „Wspólnota akademicka wydała swoją opinię. Analiza fundamentalna nie jest lepsza od analizy technicznej – nie umożliwia inwestorom osiągnięcia ponadprzeciętnych zysków” (Malkiel, s. 172). Dalej czytamy, że „wszystkie, informacje odnośnie oczekiwanego wzrostu zysków i dywidend oraz wszystkie możliwe korzystne i niekorzystne scenariusze wpływające na firmę, które mogą być badane na drodze analizy fundamentalnej, są już odzwierciedlone w cenie jej akcji” (Malkiel, s. 174).

Profesor z Princeton sam uważa się za członka Akademii i trudno przypuszczać, by jego poglądy i sympatia znajdowały się daleko od niej. Wprawdzie w jednym miejscu stwierdza: „(...) nie jestem gotowy, jak wielu moich kolegów akademików, przekreślać całego pola badań [analizy technicznej i fundamentalnej]. (...) muszę przyznać, że wyjątki od reguły efektywnego rynku istnieją. No dobrze, jest ich kilka” (Malkiel, s. 176), nie znaczy to jednak, że Malkiel w HERF nie wierzy – być może nie chce być uznany za dogmatyka (co nie przystoi członkowi Akademii) i dlatego dopuszcza od T1 nieliczne wyjątki.

Problem HERF, choć dostarczył wielu inspiracji do badań, które bardzo pomogły zrozumieć, jak kształtują się stopy zwrotu na rynku finansowym oraz w jaki sposób pośredniczy on w przekazywaniu informacji, nie wydaje się być ostatecznie rozstrzygalny empirycznie. Oto jak w skrócie wygląda dyskusja nad T1 na gruncie badań ilościowych.

² Dobre, niezaangażowane sprawozdanie z badań (Beechey, Gruen, Vickery 2000).

Powstają liczne prace starające się podważyć T1³, wskazujące na różne strategie, które czy to w oparciu o przeszłe szeregi cen, czy to o informacje ze spółek przynoszą ponadprzeciętne zyski. Na takie dowody Malkiel i jego zwolennicy mają jednak gotowy zestaw odpowiedzi. Przede wszystkim istnieje nieskończenie wiele strategii inwestycyjnych, które w oparciu o przeszłe dane dadzą znakomite wyniki. Przypadkowe trafienie na takie strategie jest bardzo prawdopodobne, zwłaszcza że grupa naukowców, którzy się tym zajmują jest dość liczna. Ponieważ nie publikuje się prac badaczy, którzy żadnej ponadprzeciętnej metody inwestowania nie odkryli, w czasopiśmie naukowych jest z konieczności nadreprezentacja badań przemawiających przeciw HERF. Większość z nich opisuje strategie, których nie da się z równym powodzeniem powtórzyć w przyszłości.

Gdyby jednak udało się wskazać na taką, która systematycznie przynosi ponadprzeciętne zyski (oczywiście po uwzględnieniu kosztów transakcyjnych), to wtedy obrońcy HERF powiedzą, że w użytym w badaniu modelu niewłaściwe wycenia się ryzyko (tzw. *bad model problem*). Innymi słowy, przewyższająca rynkową stopa zwrotu osiągnięta została nie dzięki jakiejś niezauważonej do tej pory przez rynek strategii, lecz wskutek zwiększenia ryzyka inwestycyjnego. Indywidualne przypadki osób skutecznie inwestujących na giełdzie bez systematycznie opracowanej strategii traktowane są podobnie – bądź jako ryzykanci, bądź jako nieświadomi beneficjenci błędzenia przypadkowego (naszą uwagę zwracają oni, a nie dostrzegamy tysięcy, którym powiodło się gorzej niż średnio na rynku).

Całkiem przekonujące mogą wydawać się badania, z których wynika, że zakup akcji, gdy współczynnik C/Z dla rynku jest niski, przynosi nawet do trzech razy wyższą stopę zwrotu, niż gdy jest wysoki (Malkiel, s. 256). I na to jest jednak dobre wyjaśnienie. Niski współczynnik C/Z bierze się stąd, że stopy procentowe są generalnie wyższe przeważnie na skutek większego ryzyka lub wyższej spodziewanej inflacji. W takiej sytuacji trudno, żeby akcje przynosiły w dłuższym okresie mniejszą stopę zwrotu niż bezpieczne papiery rządowe. Z drugiej strony jednak – włączenie inflacji do analizy może być dla zwolenników strategii „kup i trzymaj” kłopotliwe. Jak wyjaśnić np. to, że w całkiem długim horyzoncie inwestycyjnym, w latach 1969-1989, realna stopa zwrotu z indeksu S&P500 w skali roku wyniosła -1.9%? Trochę niepokoi, że 20 lat stosowania „sprawdzonej historycznie strategii” obniżyło realną wartość portfela o jedną trzecią.

Nie brakuje też badań mających T1 potwierdzić. Najczęściej polegają one na testowaniu popularnych strategii na różnych rynkach w różnych okresach i wskazywaniu, że osiągnięte stopy zwrotu nie różnią się *in plus* od tego, co można otrzymać, kupując odpowiedni dla danego rynku indeks. Przeciwnicy HERF od razu jednak oprotestowują takie badania – ich zdaniem analizuje się strategie zbyt prymitywne i w dodatku niedopasowane do danego rynku, dlatego zwolennicy HERF wolą pokazywać, że – niezależnie od tego, jakie techniki stosują – menedżerowie funduszy inwestycyjnych i tak nie są w stanie uzyskać rezultatów lepszych niż rynkowa średnia. Badane fundusze stanowią jednak tak dużą część rynku, z którym są porównywane, że stopa zwrotu z ich portfeli musi być z konieczności zbliżona do portfela rynkowego. Badanie zaś, które wykazuje, że rynkowa stopa zwrotu po odjęciu opłaty za zarządzanie ulega zmniejszeniu, niczego odnośnie umiejętności menedżerów nie dowodzi.

Zwolennicy HERF odpowiadają na to, że wystarczy w takim razie pokazać, że nawet ci zarządzający, którym udało się przebić rynek, nie są w stanie robić tego systematycznie. I dowodzą, że to, iż kiedyś fundusz przyniósł ponadprzeciętne wyniki, w żaden sposób nie predysponuje go do osiągnięcia podobnych w przyszłości. To też jednak można tłumaczyć rozmaicie. Przede wszystkim menedżer funduszu może zmienić miejsce pracy (pogarszając wynik lepszego funduszu i poprawiając gorszego), czego nie uwzględnia się w takich badaniach. Oprócz tego presja na powtórzenie wyniku może powodować, że zarządzający starają się tak budować swoje portfele, by przebić średnią nawet za cenę wybrania nieoptymalnych strategii (maksymalizując prawdopodobieństwo przebicia indeksu, a nie wartość oczekiwaną swojej inwestycji). Kierują się bowiem innymi pobudkami niż faktyczni inwestorzy, gdyż ich wynagrodzenie nie jest bezpośrednio

³ HERF często rozumiana jest szerzej niż T1 – efektywność traktuje się ponadto jako racjonalność bądź słuszność wyceny aktywów na daną chwilę. Stąd w ramach HERF bada się np. to, czy można uzasadnić fundamentalnie krach z 1987 r. lub bańkę internetową. Dla naszych rozważań ta problematyka nie ma jednak większego znaczenia – liczy się nie to, czy rynek wycenia coś nieracjonalnie, lecz czy da się na nieracjonalnej wycenie zarobić więcej niż rynkowa średnia. Dla inwestorów ważna jest HERF w formie T1, czyli tak, jak prezentuje ją Malkiel w wyróżnionym pogrubioną czcionką fragmencie.

powiązane z wynikiem funduszu (czynnik agencji), co jednak nie świadczy o ich niekompetencji prognostycznej. Poza tym to, że ktoś zatracił umiejętność skutecznego prognozowania, nie znaczy, iż jej wcześniej nie posiadał, a ponadprzeciętne stopy zwrotu były wynikiem szczęśliwego trafu.

Choć badania empiryczne poświęcone HERF są bardzo interesujące, nie wydają się być bliskie rozstrzygnięcia, czy T1 jest prawdziwa. Na szczęście jednak obie strony sporu dysponują kilkoma dobrymi argumentami teoretycznymi.

Zwolennicy T1 zwracają uwagę na to, że wszystkie strategie inwestycyjne są samoniszczące – ich odkrycie i stosowanie przez graczy wywoła takie zmiany cen, które usuną możliwość ponadprzeciętnego zysku. Nie da się już też zarobić na informacji (jak Nathan Rothschild, który zdobył fortunę zakupiwszy akcje zaraz po bitwie pod Waterloo, gdyż został powiadomiony o jej wyniku o dzień wcześniej przez błyskawicznie wysłanego gołębia) – w dzisiejszym świecie rozchodzi się ona błyskawicznie i potencjalni sprzedawcy od razu wiedzą, że ich dobro jest więcej warte. „Poza tym, nowa fundamentalna informacja o firmie (wielki strajk w kopalni, śmierć prezesa itp.) jest także nieprzewidywalna. W rzeczy samej, sukcesywne pojawianie się wiadomości na jej temat musi być losowe. Gdyby wiadomość nie pojawiała się losowo, to jest, gdyby zależała od jakichś wcześniejszych wiadomości, nie byłaby w ogóle wiadomością” (Malkiel, s. 146).

Podobne obserwacje czyni Hayek. Zwraca on uwagę na to, że rynek, by był w stanie funkcjonować, musi być do pewnego stopnia efektywny: „(...) dla jednostki przyszłe ruchy większości cen są nieprzewidywalne (ponieważ sygnalizują wydarzenia, o których w większości nie może mieć ona pojęcia). Wynikłe stąd ryzyko może być najlepiej ograniczone poprzez oparcie kalkulacji cen przyszłych na cenach bieżących, od których tamte mogą odchylić się w jedną lub drugą stronę o dowolny procent. Średnia wartość prawdopodobnych przyszłych zmian będzie właściwym estymatorem, tylko gdy wynosi zero, a więc zbiega się z zachowaniem dużej liczby cen, które są dość sztywne i nieruchliwe” (Hayek 1990, s. 71). „W rzeczy samej, funkcją cen jest komunikowanie, jak to najszybciej możliwe, sygnałów zmian, o których jednostka nie może wiedzieć, ale do których jej plany muszą być dostosowane. **Ten system działa dlatego, że bieżące ceny są dość dobrymi wskaźnikami, jakie będą najprawdopodobniej ceny w przyszłości (...)**” (Hayek 1990, s. 86).

Wydaje się, że powyższym argumentom trudno coś zarzucić, nie oznacza to jednak, że przewidywanie cen akcji jest niemożliwe. Zwolennicy HERF⁴ wypowiadają jakieś prawdy na temat rynku, ale nie sposób twierdzić, że wynika z nich wprost T1. Jeszcze do ich argumentów powrócimy.

Przedtem jednak należy przypomnieć ważny fakt, który powinien pomóc w naświetleniu dyskusji nad T1. Otóż często „nawet specjaliści piszący o finansach nie rozumieją, że transakcje giełdowe nie przynoszą zysków ani strat, lecz stanowią jedynie odzwierciedlenie zysków i strat powstających w handlu i produkcji. (...) O tym, że jedne akcje drożeją, a inne tanieją, decyduje ostatecznie postawa konsumentów” (Mises 2007, s. 441). Innymi słowy, bycie akcjonariuszem spółki giełdowej nie jest jakościowo niczym innym od bycia przedsiębiorcą. Przedsiębiorcy zaś z całą pewnością dokonują trafnych przewidywań zachowań konsumentów (są za to nagradzani zyskiem). Trudno w takim razie zaprzeczyć, że mogą przewidzieć w dużym stopniu i los swoich firm, które od tych zachowań zależą. Nie ma sensu więc mówić o niemożliwości prognoz w ogóle – stanowią istotny element gospodarki rynkowej.

Nic dziwnego w takim razie, że powtarzalne strategie inwestycyjne są samoobalające się, przedsiębiorczości nie da się bowiem załgoritmizować: „zysk i strata [przedsiębiorcy] są zawsze czymś odbiegającym od 'normy', zjawiskiem towarzyszącym zmianie, której większość nie potrafiła przewidzieć, wydarzeniem mającym znamiona 'braku równowagi'” (Mises 2007, s. 257). Z drugiej

⁴ Hayek oczywiście nie był zwolennikiem HERF, choć przytoczony fragment można wykorzystać w argumentacji na jej rzecz. Stanowisko samego Hayeka dobrze uzupełnia następujący cytat: „Dostosowania te prawdopodobnie nigdy nie są, rzecz jasna, 'doskonałe' w tym sensie, w jakim ekonomiści wyobrażają to sobie w swych analizach stanu równowagi. Obawiam się jednak, że nasze teoretyczne nawyki przystępowania do tego problemu z założeniem bardziej lub mniej doskonałej wiedzy niemal wszystkich uczestników systemu gospodarczego spowodowały, iż trudno nam dostrzec rzeczywistą funkcję mechanizmu cen, i skłoniły do przyjęcia dość mylących standardów oceny jego efektywności” (Hayek 1998, s. 99-100). Hayek jednak nawet we wcześniejszym fragmencie nie dowodzi, że prognozowanie jest niemożliwe, a jedynie że z konieczności jest trudne.

strony jednak, „nieustające zmiany gustów, dostępnych zasobów oraz możliwości technologicznych zawsze zapobiegają temu, żeby proces dochodzenia rynku do stanu równowagi zbliżył się kiedykolwiek do zakończenia” (Kirzner 1997, s. 72). Dzięki temu „w żywym, nieustannie zmieniającym się społeczeństwie rynkowym sprawny przedsiębiorca zawsze może zarobić” (Mises 2007, s. 258).

Z jakich narzędzi korzysta w takim razie przedsiębiorca przy formułowaniu prognoz? Najważniejszym z nich jest rozumienie⁵. Trafnie charakteryzuje je Karol Pogorzelski: „aby oszacować dynamikę przyszłych cen, trzeba przewidzieć, jak będą zmieniały się preferencje ludzi. W tym celu przedsiębiorca, a w szczególności organizator, dysponuje rozumieniem, tym samym narzędziem, jakim posługuje się historyk rekonstruujący subiektywne czynniki przebiegu zdarzeń historycznych. Skuteczność rozumienia ma swoje źródło w tym, że każdy człowiek ma bezpośredni dostęp do własnych, subiektywnych przeżyć, które decydują o przebiegu podejmowanych przez niego działań. Dzięki tej wiedzy ludzie są w stanie odgadywać motywacje kryjące się za działaniami innych osób. Dzieje się to nie w sposób czysto przypadkowy, ale dzięki intuicji, specjalnemu zmysłowi dającemu pewien ograniczony dostęp do przeżyć psychicznych innych ludzi” (Pogorzelski 2008, s. 27).

Choć „specjalny zmysł” brzmi trochę dziwnie, rozumienie jest nam dobrze znane i posługujemy się nim na co dzień. Gdy zaczniemy korzystać z tej zdolności w większej skali, uczynimy pewien krok w stronę zostania przedsiębiorcą. Rozważmy następujący przykład. Przyjaciel przychodzi do nas ze świeżo ukończonym rękopisem książki. Wydawca powiedział mu, że jest skłonny ją dać do druku, ale tylko jeżeli autor sam wyłoży część środków. Po przeczytaniu dzieła nie mamy wątpliwości – to pewny bestseller. Zrozumieliśmy, że książka trafia w gusta innych ludzi; wiemy, że jeśli będą przeżywać ją podobnie jak my, z przyjemnością wydadzą kilkadziesiąt złotych na swój egzemplarz. Na podobnej zasadzie możemy obejrzeć najnowszą kolekcję firmy odzieżowej i zrozumieć, że innym klientom też się ona nie spodoba, co przełoży się na wyniki firmy.

Rozumienie nie jest jedynym narzędziem przedsiębiorcy-akcjonariusza. Informacja ma również kluczowe znaczenie. Nie tylko jednak taka, o której pisał Malkiel. Na działalność firm ma ogromny wpływ „wiedza o konkretnych okolicznościach danego czasu i miejsca. Ze względu na tę właśnie wiedzę każda właściwie jednostka ma pewną przewagę nad wszystkimi innymi, ponieważ posiada jedyne w swoim rodzaju informacje, które można z powodzeniem wykorzystać” (Hayek 1998, s. 92). Wyjść ze swoistego paradoksu wiadomości, który sformułował Malkiel (wiadomość musi być niezależna od informacji ją poprzedzających, by stać się wiadomością ergo nie mamy żadnych aktualnych wiadomości o spółkach – posiadamy bowiem tylko informacje zależne i przeszłe), jest kilka. Po pierwsze, wiadomość może nie należeć do informacji wcześniej publicznie ogłoszonych, lecz do takich, które mieszczą się w zakresie wiedzy o konkretnych okolicznościach danego czasu i miejsca. Po drugie, ponieważ nie wiemy, w jaki sposób dokładnie dane wydarzenie zależy od innych, to samo sformułowanie prognozy nie oznacza sytuacji identycznej z posiadaniem informacji, że to, czego się spodziewamy, faktycznie się wydarzyło. Po trzecie, nie jest nigdzie powiedziane, że wpływ konkretnego, znanego publicznie wydarzenia na losy spółki oceniane jest przez rynek właściwie.

Paradoks wiadomości przywołuje na myśl inny fragment z książki, w którym pogląd Malkiela po głębszym zastanowieniu się również wydaje się rażąco odbiegać od tego, co ludzie uważają na co dzień. Chodzi o bardzo specyficzne używanie słowa „losowy”: „Ludzka natura lubi porządek; ludziom z trudem przychodzi zaakceptowanie pojęcia losowości. Bez względu na to, co prawa przypadku nam mówią, poszukujemy wzorców pośród losowych zdarzeń, gdziekolwiek się one pojawiają – nie tylko na giełdzie, ale nawet przy interpretacji zdarzeń sportowych” (Malkiel, s. 136).

Dostrzeganie wzorców i prawidłowości tam, gdzie ich nie ma, to groźna słabość ludzkiej natury. Pisali o tym naukowcy z dziedziny finansów behawioralnych, a także Nassim Taleb w swojej głośnej książce (patrz szczególnie rozdział 6). Czym innym jest jednak twierdzić, że ludzie często dostrzegają pozorne związki, a czym innym utrzymywać, że żadnych związków nie ma. Słowo „losowy” (*random*) znaczy tyle, co „przebiegający, uczyniony, dziejący się bez określonego celu, powodu **lub** wzorca”⁶. Brak wzorca nie implikuje od razu losowości cen akcji. Wręcz przeciwnie –

⁵ Termin pochodzi od XIX-wiecznego niemieckiego filozofa, Wilhelma Diltheya. Więcej na temat rozumienia jako podstawowego narzędzia badawczego umysłów innych ludzi i ich wytworów można znaleźć w książce Andrzeja Misia (2007, s. 134-135).

⁶ dictionary.reference.com

wiemy, że są one nielosowe. Trudno wprawdzie dokładnie ustalić, jakimi racjami kierują się poszczególni ludzie grający na giełdzie (mogą być najrozmaitsze), ale nikt chyba nie kupuje, ani nie sprzedaje losowo. Za ruchami cen stoją miliardy decyzji, myśli i innych celowych działań – rynek jest wytworem człowieka, efektem i miejscem koordynacji jego planów, a nie dziełem przypadku. Faktycznej losowości cen nie może udowodnić żadne badanie.

Na rozumieniu i specyficznie rozumianej wiedzy praktycznej nie kończy się zestaw narzędzi prognostycznych przedsiębiorcy. Może stosować prognozowanie przyczynowe w oparciu o wiedzę naukową (w tym ekonomiczną) oraz narzędzia szeroko rozumianej autoregresji. Oczywiście te dwie metody mogą nie przynieść ponadprzeciętnych zysków na rynku akcji, gdzie wielu profesjonalistów już je stosuje.

Powyższe rozważania podsumować można stwierdzeniem, które określimy jako Hipotezę Dynamicznie Efektywnego Rynku:

(HDER) Przedsiębiorcy działają tak, by wykorzystać możliwość dodatkowego zysku, przez co te same okazje od jego osiągnięcia nie utrzymują się systematycznie. Warunki na rynku jednak cały czas dynamicznie się zmieniają, tworząc nowe okazje do dodatkowego zysku.

Wykorzystamy ją przy analizie ostatniej tezy.

(Nie)kompetencja profesjonalistów

Jak wspominaliśmy, Malkiel przytacza wiele przekonujących dowodów na to, że inwestowanie w fundusze aktywnie zarządzane jest mniej opłacalne niż związanie swojego inwestycyjnego losu z rynkową średnią. Nie tak jednak brzmi T2. Przypomnijmy ją raz jeszcze ujętą w słynnych słowach Malkiela: „małpa z zasłoniętymi oczami, ciskając rzutki w gazetę otwartą na stronach finansowych, może wybrać portfel, który będzie równie dobry, jak te skrupulatnie wybrane przez profesjonalistów” (Malkiel, s. 24).

By pokazać, że profesjonalści rzeczywiście nie są w stanie przebić rynku, potrzebne by były badania nieco odmienne niż prezentowane w książce. To bowiem, że wartość jednostek funduszy inwestycyjnych rosła w tempie mniejszym od średnich rynkowych, nie oznacza jeszcze, że zarządzający tymi instytucjami mogliby być śmiało zastąpieni przez małpy, co (gdyby zachować ten fakt w tajemnicy) nie wpłynęłoby ujemnie na wyniki funduszy. O takie stwierdzenie można by się pokusić dopiero wtedy, gdyby wynik funduszu powiększony o opłaty za zarządzanie nadal był mniejszy lub równy stopie zwrotu z indeksu. Takich badań Malkiel nie przytacza.

Jeszcze lepszym sposobem przetestowania T2 byłoby zestawienie wyników badanej grupy ekspertów w kilkuletnim horyzoncie inwestycyjnym z jakimś odpowiednio dobranym indeksem. Próba takiego badania był Dartboard Contest przeprowadzany przez Wall Street Journal w latach 1988-2001. Redakcja wprawdzie (ze względu na kosztowne warunki ubezpieczenia od odpowiedzialności cywilnej w stosunku do pracowników) zrezygnowała z pomysłu użycia żywych małp i sama rzucała w strony swojej gazety z notowaniami giełdowymi, za to pierwszy, honorowy rzut pozwolono wykonać samemu Malkielowi.

Wynik zawodów przyniósł triumf ekspertom (byli ponad dwa razy lepsi), choć obie strony ogłosiły zwycięstwo. Malkiel przekonywał, że zadziałał tzw. efekt ogłoszenia (*announcement effect*) – akcje zyskiwały na wartości dlatego, że wytypowali je profesjonalści. Gdyby natomiast liczyć stopę zwrotu od dnia po ogłoszeniu typów, wyniki znacząco by się zmieniły. Trudno powiedzieć, dlaczego zakłada on, że profesjonalści nie dostrzegli w wybranych spółkach jakiś niedocenionych przez rynek walorów, a cały wzrost nastąpił wyłącznie na skutek „owczego pędu” inwestorów-czytelników „Wall Street Journal”. Całe badanie jednak miało tak liczne wady, że trudno je uznać za miarodajny eksperyment⁷. Teza mówiąca o faktycznej niemożliwości prognozowania kursów akcji czeka więc ciągle na wiarygodną empiryczną weryfikację.

⁷ Pełny opis eksperymentu i odniesienia do komentującej go literatury można znaleźć na <http://www.investorhome.com/darts.htm>.

(Nie)oczywista wyższość strategii „kup i trzymaj”

Czy mimo wszystko jednak, skoro nie umiemy **ex ante** wybrać skutecznych profesjonalistów, a fundusze przynoszą mniejsze zyski niż niezarządzane indeksy, nie mamy rozsądnych podstaw, by twierdzić, że strategia „kup i trzymaj” jest najlepszym wyborem inwestycyjnym? Jak stwierdza nasz autor w przedmowie: „inwestorzy zrobiliby lepiej, kupując i trzymając indeks, niż próbując samemu kupować i sprzedawać pojedyncze spółki lub nabywać udziały w aktywnie zarządzanym funduszu (...). Teraz, po ponad trzydziestu pięciu latach jestem jeszcze bardziej utwierdzony w tym przekonaniu (...)” (Malkiel, s. 15).

Choć nie sposób odmówić T3 tego, że jest, statystycznie rzecz biorąc, słuszna w odniesieniu do historycznych danych, daleko jest jej do uniwersalnego prawa. Załączek kontrargumentacji, którą za chwilę przedstawimy, znajduje się u autora *Random Walk...*: „Być może istotniejszą anomalię stanowi obecnie to, że tak wielu inwestorów kupuje kosztowne, aktywnie zarządzane fundusze zamiast tanich funduszy indeksowych” (Malkiel, s. 267).

Zauważyć należy, że zwolennikowi HERF nie wypada twierdzić czegoś takiego. To, że większość inwestorów dokonuje złego wyboru, powierzając zarządzanie swoimi pieniędzmi profesjonalistom, powinno się dla niego jawić jako systematyczny błąd popełniany na masową skalę. Klienci funduszu inwestycyjnego sami są przedsiębiorcami, ich postępowanie narusza więc także HDER. Powinni wycofać swoje środki i kupić indeks, zwiększając tym samym zyskowność swoich portfeli. Jeśli HDER jest prawdziwa, okazje do dodatkowego zysku wkrótce powinny zniknąć, T3 nie może być zatem bezwzględnie obowiązującą w przyszłości prawidłowością.

Malkiel, o którym nie wiadomo, czy uznaje HDER, mógłby się wprawdzie bronić, że wspomniana nieefektywność nie stwarza okazji do dodatkowych zysków dla osób trzecich, a tylko o takich nieefektywnościach mówi jego teoria. To, że ktoś nie zakręca kranu, przez co więcej płaci za wodę, nie jest nieefektywnością rynku – usunięcie systematycznie popełnianego błędu przyniosłoby bezpośredni zysk tylko osobie popełniającej owo zaniedbanie. Czy rzeczywiście tak jest? Oto jak można wykorzystać odkrycie Malkiela do arbitrażu.

Wystarczy założyć fundusz inwestycyjny, który zaproponuje klientom następującą ofertę – „Wybierzcie dowolny fundusz akcyjny aktywnie zarządzany, a pieniądze powiercie nam. Otrzymacie dokładnie taką stopę zwrotu jak w wytypowanym przez was funduszu konkurencyjnym powiększoną dodatkowo o 0,5%”. Otrzymane od klientów środki trzeba zainwestować oczywiście najtańszym kosztem w szeroki indeks. Ponieważ nasi inwestorzy będą wskazywać różne fundusze, które średnio są o kilka procent rocznie gorsze od rynku, różnicę zatrzymamy dla siebie. Gdyby podjęła się tego instytucja o dużej wiarygodności, projekt mógłby się udać. Klientów różnych towarzystw inwestycyjnych jest tak wielu, że w skali globu do zarobienia jest kilka miliardów.

Widzimy więc, że HERF i T3 się wykluczają. Jeśli profesjonalisci zawsze wypadają średnio gorzej niż rynek, to istnieje stała możliwość powyższego arbitrażu, co kłóci się z hipotezą o efektywności rynku. Nie znaczy to oczywiście, że gdy uznamy fałszywość HERF, T3 musi być prawdziwa. Z tego, co powyżej napisano, wynika, że stwierdzenie o wyższości strategii „kup i trzymaj” może mieć jedynie charakter prawdy historycznej. Relacje pomiędzy zyskownością funduszy zarządzanych i produktów indeksowych należy ująć jako rodzaj dynamicznej równowagi. Rzeczywiście, wydaje się, że do tej pory klienci zbyt wielką część środków powierzali profesjonalistom. To się jednak zmienia i może się okazać, że wkrótce będziemy mieli do czynienia z odwrotną sytuacją (jeśli nie tylko wyłącznie najmniej rentowni, krańcowi profesjonalisci zostaną zwolnieni, lecz także, niejako „z rozpędu”, ich koledzy). Wskazuje na to choćby gwałtownie rosnąca popularność tzw. ETF-ów i innych produktów indeksowych między innymi struktur. Nie można z pewnością stwierdzić, w którym miejscu dynamicznej równowagi znajdujemy się w obecnej chwili – o relacji między zyskownością zarządzanych portfeli a średnią rynkową w najbliższych latach będzie można coś powiedzieć dopiero w dalekiej przyszłości po przeprowadzeniu stosownych porównań.

Wniosek z książki profesora z Princeton niepodparty żadną z trzech tez pozostaje zawieszony w powietrzu. Można spróbować wesprzeć go, twierdząc np., że na rachunkach aktywnie zarządzanych nadal znajduje się znacząca większość środków inwestorów. Nie śledzą oni na bieżąco wyników prac z finansów ilościowych i wiele jeszcze lat musi upłynąć, by ich gotówka zasilila ETF-y. Z kolei

zwalniani z funduszy profesjonalści będą i tak przez jakiś czas na własną rękę wyszukiwać okazji inwestycyjnych, a posiadacze produktów indeksowych nadal będą mogli pośrednio korzystać z owoców ich pracy. Nie będzie to już jednak naukowy dowód Wniosku, a próba podejścia do problemu na drodze rozumienia. Twarda nauka niestety nie odpowie na pytanie, czy lepiej jest zainwestować w indeks, kupować akcje samodzielnie czy powierzyć środki do zarządzania profesjonalistom.

Literatura

- Beechey M., Gruen D., Vickery J., *The Efficient Market Hypothesis: a Survey, Research Discussion Paper*, Economic Research Department Reserve Bank of Australia, January 2000.
- Hayek, Friedrich August von. *Denationalisation of Money*, The Institute of Economic Affairs, Londyn 1990.
- Hayek, Friedrich August von. *Indywidualizm i porządek ekonomiczny*, Znak, Kraków 1998.
- Kirzner I., *Entrepreneurial Discovery and the Competitive Market Process: An Austrian Approach*, „Journal of Economic Literature” 1997, t. 35, nr 1.
- Malkiel B.G., *A Random Walk Down Wall Street*, W.W. Norton&Company, New York 2007.
- Mises L. von., *Ludzkie działanie*, Fundacja Instytut Ludwiga von Misesa, Warszawa 2007
- Miś A., *Filozofia współczesna*, Wyd. Naukowe Scholar, Warszawa 2007.
- Pogorzelski K., *Od homo-oeconomicusa do człowieka przedsiębiorcy*, WNE UW, Warszawa 2008.
- Thaleb N.N., *The Black Swan*, Random House, New York 2007.