

Czego historia uczy inwestorów?

„Nie ma żadnego sposobu, aby zarobić pieniądze na giełdzie, podejmując decyzje na podstawie historycznych zmian cen, wykresów czy za pomocą jakichkolwiek innych ezoterycznych narzędzi ze światów magii lub matematyki” napisał w 1965 roku Paul A. Samuelson – jeden z najwybitniejszych ekonomistów wszechczasów. W owych czasach Samuelson nie był odosobniony w swoich poglądach. Przez wiele lat zarówno zwyczajni inwestorzy, jak i profesorowie uniwersytetów postrzegali rynek giełdowy jak kasyno. Ceny zmieniały się losowo to w górę, to w dół, czyniąc z jednych ludzi milionerów, a z innych biedaków. Dziś, z perspektywy okryć naukowych ostatnich dekad, wydaje się aż niewiarygodne, jak bardzo się myliliśmy.

Ostatnie 20–30 lat przyniosło prawdziwe odrodzenie badań nad prognozowaniem stóp zwrotu na rynkach akcji i wyborem spółek do portfela inwestycyjnego. Badacze zajmujący się dziedziną zwaną „wycena aktywów” udokumentowali mnóstwo wskaźników pozwalających – lepiej lub gorzej – przewidywać przyszłe stopy zwrotu. Naukowcy odkryli już dosłownie setki różnych zmiennych – opartych na sprawozdaniach finansowych, historycznych notowaniach lub jeszcze innych informacjach – zawierających wskazówki, które akcje przyniosą zyski, a które straty. Nagle, po zaledwie kilku dekadach, stanęliśmy w obliczu klęski urodzaju. Wskaźników jest tak dużo, że właściwie nie wiemy, jak sobie z nimi poradzić.

Ta nadpodaż zmiennych pozwalających prognozować przyszłe stopy zwrotu zrodziła wiele nowych pytań, które frapują badaczy. Na przykład: które z nich są prawdziwe, a które są tylko pozornymi prawidłowościami w stopach zwrotu. W rzeczy samej, szereg badaczy zdążyło zauważyć, że predykatory przyszłych stóp zwrotu rządzą się swoistym prawem Murphiego – gdy zostaną odkryte, wkrótce znikają. Powodem może być to, że wiele z nich nie stanowi rzeczywistych zależności giełdowych, a jedynie „statystyczne artefakty”, będące efektem szukania przez naukowców za wszelką cenę jakichś prawidłowości, schematów i wzorców w rachowaniach cen akcji. Popularne wśród inwestorów giełdowych twierdzenie o nieskończonej liczbie małych brzmii: jeżeli dużej liczbie małych damy maszyny dopisania i sporo czasu, któraś z nich w końcu napisze Hamleta.

Albo kolejne pytania: Które ze wskaźników giełdowych są naprawdę istotne? Czy wszystkie z nich są niezależnymi i odrębnymi predyktorami stóp zwrotu? Czy może część to po prostu różne wskaźniki odzwierciedlające to samo zjawisko? Czy można prognozować skuteczność wskaźników? Jakie jest znaczenie długoterminowych strukturalnych zmian na rynkach finansowych lub wydarzeń ekstremalnych, jak kryzysów lub wojen?

Próby odpowiedzi na takie pytania są trudne, jeżeli dysponuje się wyłącznie ograniczoną liczbą danych. Zdecydowana większość prognozyków stóp zwrotu została odkryta na giełdach amerykańskich na podstawie ich powojennej historii. Aby zweryfikować, które z nich są prawdziwe, trzeba spojrzeć poza tę ograniczoną próbę badawczą. I niekoniecznie muszą to być najnowsze dane z rynków finansowych. Mogą też być starsze. Dużo starsze. I tu właśnie zaczyna się niniejszy projekt badawczy.

Ludzie inwestują swoje pieniądze na rynkach finansowych o wiele dłużej niż większość z nas sądzi. W niniejszym projekcie zostanie zbadana unikatowa próba danych obejmująca ceny akcji, obligacji, bonów skarbowych, surowców i walut z ponad 80 państw z okresu rozciągającego się na ponad dwa stulecia. Ten nowatorski zestaw danych pozwala na nowe obserwacje i wnioski z co najmniej dwóch perspektyw.

Po pierwsze, analiza tak długoterminowych i wszechstronnych danych umożliwia znacznie lepsze zrozumienie już odkrytych danych giełdowych. Pozwala odpowiedzieć na takie pytania, jak: Czy te same wskaźniki, które dziś prognozują stopy zwrotu, działały również 100 lat temu? Czy w XIX wieku były równie dochodowe jak obecnie? Jak bardzo skutecznie pozwalały przewidywać stopy zwrotu. To perspektywa pierwsza.

Istnieje też perspektywa druga: długoterminowe dane pozwalają nam odpowiedzieć na pytania, których klasyczne dane pochodzące z zaledwie kilku dekad nie pozwalały nawet postawić. Na przykład: Czy istnieją jakieś wieloletnie prawidłowości w stopach zwrotu? Jak wojny i kryzysy wpływają na stopy zwrotu? Jaka jest rola demografii i jak ona wpływa na decyzje inwestycyjne? Podobnych zagadek nie można rozwiązać, analizując na przykład 30-letnich danych giełdowych z Niemiec. Niemniej jednak, gdy dysponujemy danymi z kilkudziesięciu państw z okresu ponad 200 lat, obraz staje się o wiele ostrzejszy.

O historii mówi się, że jest najlepszą nauczycielką. Przyjrzymy się zatem, czego mogłaby nauczyć inwestorów na rynkach finansowych.