



Technische analyse van beurskoersen

Auteur(s):

Huisman, R.

Verheul, R.

*De auteurs zijn werkzaam bij resp. LIFE (Universiteit Maastricht) en Dow Jones Telerate (Amsterdam).***Verschenen in:**

ESB, 82e jaargang, nr. 4087, pagina 13, 1 januari 1997

Rubriek:**Trefwoord(en):**

aandelenmarkten, financiële, markten

Hoewel verafschuwd door wetenschappers, zijn analyses van koersgrafieken een populair hulpmiddel bij Nederlandse effectenhandelaren. Handelaren zijn ervan overtuigd dat de markt niet zo efficiënt werkt als de wetenschap hen wil doen geloven.

Vanaf de jaren zestig heeft de wetenschap diverse theoretische modellen ontwikkeld voor de berekening van het rendement en risico van beleggingen, maar steeds meer wordt de geldigheid van deze modellen ondermijnd. Zoals Rijken onlangs in ESB concludeerde, katalyseert deze twijfel een wildgroei van beleggingsstrategieën gebaseerd op kwantitatieve empirische modellen ¹. Eén van de methodieken waar een toenemende interesse voor is ontstaan is technische analyse.

Technische analyse

Volgens de definitie van Bernhard baseert "de technische analyse zich op de vraag- en aanbodverhoudingen op de effectenbeurs en houdt zich bezig met de registratie van het koersgedrag en de omzet van een aandeel of een groep van aandelen. Hierbij wordt er van uitgegaan dat de aandelenmarkt zich voortdurend beweegt in trends, welke worden veroorzaakt door de voortdurend veranderende opstelling van beleggers, die daarmee reageren op economische, politieke en psychologische factoren. Doordat wordt verondersteld dat de geschiedenis zich herhaalt, wordt op basis van de historische gegevens een voorspelling van de toekomst gemaakt" ².

Wat is het verschil tussen technische analyse en de traditionele fundamentele analyse? De laatste beschouwt de fundamentele waarden van een bedrijf, zoals bijvoorbeeld de concurrentiekracht en het innovatievermogen. Op tal van dit soort karakteristieken wordt een bedrijf gewaardeerd en zodoende wordt bepaald wat een aandeel van het bedrijf waard is. Het verschil tussen fundamentele en technische analyse is dus dat de eerste de waarde van een aandeel berekent, terwijl de laatste analyseert wat de markt denkt dat het aandeel waard is.

Fundamentele analyse wordt met wisselend succes al jaren gebruikt in het bedrijfsleven en gedoceerd en onderzocht op universiteiten. Op technische analyse werd duidelijk neergekeken. De belangrijkste reden hiervoor is de efficiënte-markthypothese (EMH). De EMH kent drie vormen van efficiëntie: zwak, semi-sterk en sterk. De zwakke vorm zegt dat toekomstige rendementen niet te voorspellen zijn met behulp van historische rendementen. Volgens de semi-sterke vorm kan geen enkele gepubliceerde informatie gebruikt worden om dergelijke voorspellingen te doen. De sterke vorm suggereert zelfs dat alle informatie, zelfs het ongepubliceerde, reeds in de koers is verwerkt. Door historische koersinformatie te gebruiken, zoals technische analyse doet, is het niet mogelijk rendementen te voorspellen. (Volgens de semi-sterke/sterke vorm van de EMH is het voorspellen met behulp van fundamentele analyse ook niet mogelijk.)

Technische analyse gebruikt meer dan alleen historische koersinformatie. Ze speelt een belangrijke rol, maar daarnaast worden veelal andere gegevens zoals transactievolume en 'relatieve sterkte' gebruikt. Studies van o.a. Blume, Easley en O'Hara uit 1994 en Brush uit 1986 hebben aangetoond dat deze eigenschappen sterk van invloed zijn op rendementen ³. Het succesvol kunnen toepassen van technische analyse sluit dus niet zomaar uit dat de markten efficiënt zijn. De gegroeide weerstand in de universitaire wereld is dus grotendeels onterecht.

Uit een in 1988 gehouden enquête onder Britse valutahandelaren van de economen Mark Taylor en Helen Allen, blijkt dat meer dan negentig procent van de ondervraagden waarde hecht aan technische analyse ⁴. Dit artikel geeft voer aan deze discussie door het gebruik van technische analyse in Nederland in kaart te brengen. Hiertoe is in navolging van Mark Taylor en Helen Allen, eenzelfde enquête gehouden onder handelaren aan de Amsterdamse effectenbeurs en/of de EOE-optiebeurs.

De enquête

De enquête is in augustus 1996 per telefoon gehouden onder commissionairs en beursvennootschappen in Nederland die zijn aangesloten bij de Amsterdamse effectenbeurs en/of de EOE-optiebeurs. Uiteindelijk zijn zestig commissionairs en beursvennootschappen geënuquêteerd. De vragen in de enquête (zie [tabel 1](#)) zijn gebaseerd op die in het artikel van Taylor en Allen.

Vraag 1: welke van de volgende 'chartist'-methoden en diensten worden gebruikt in uw organisatie?		
A. analytische technieken:	% ja	% nee
- moving averages en/of andere trendvolgende systemen	81,7	18,3
- oscillatoren, momentum, relatieve sterkte e.d.	71,7	28,3
B. computergrafieken en/of grafische programmatuur	83,3	16,7
C. publicaties van technisch analisten	45,0	55,0
Vraag 2: heeft uw organisatie economen in dienst die fundamenteel economische voorspellingen maken?		
	% ja	% nee
	65,0	35,0
Vraag 3: Heeft uw organisatie technisch analisten in dienst?		
	33,3	66,7
Vraag 4: Indien er dergelijke specialisten in dienst zijn, nemen zij ook eigen posities (P) of is hun rol die van adviseur (A)?		
	% P	% A
	41,7	58,3
Vraag 5: Geef aan of u technische en fundamentele analyse sterk complementair (C) of elkaar uitsluitend (U) acht. (het saldo is middencategorie)		
	%C	%U
	20	5,8
Vraag 6: Geef de relatie aan van de gebruikte methode, Technische analyse (T=grotendeels technisch) of fundamentele Analyse (F=grotendeels fundamenteel), met de bellingshorizon (saldo is middencategorie)		
	korte termijn	%T
	%F	
	lange termijn	
	0	64,2

Bij de eerste vraag moesten de respondenten aangeven welke methoden en diensten zij gebruiken: analytische technieken, grafische diensten en/of publicaties van technisch analisten. Onder analytische technieken worden methoden verstaan die rechtstreeks vanuit historische data voorspellingen genereren zoals het momentum en het voortschrijdend gemiddelde.

Het momentum is een relatief eenvoudige indicator welke de snelheid van de koersverandering meet. Als het momentum boven een bepaalde grens komt is dit een teken dat beleggers te positief zijn geweest en daarmee de prijs te snel omhoog hebben gestuwd. In reactie hierop zullen de koersen naar verwachting dalen. Het voortschrijdende gemiddelde wordt toegepast om kleine prijsfluctuaties te filteren om zodoende de onderliggende trend zichtbaar te maken. Op basis van deze trend worden koop- en verkoopsignalen gegenereerd. De grafische diensten verwijzen naar allerhande grafische programmatuur waarmee door middel van het juist tekenen en interpreteren van lijnen inschattingen worden gemaakt.

De vragen twee, drie en vier behandelen of de respondent fundamentele en/of technische analisten in dienst heeft en of zij een adviserende taak hebben of ook echt actief in aandelen handelen. Bij de vijfde vraag kan de respondent aangeven in hoeverre hij of zij vindt dat technische analyse en fundamentele analyse elkaar uitsluiten of dat zij als complementair gezien moeten worden. De zesde en laatste vraag geeft inzicht voor welke beleggingshorizonten men technische analyse gebruikt, voor korte termijn beleggingen of voor beleggingen op de lange termijn. Voor beiden zijn, in theorie, technieken voor handen.

Resultaten

Technische analyse wordt door 88% van de respondenten in meer of mindere mate toegepast. Dit resultaat geeft duidelijk weer dat technische analyse, naast fundamentele analyse, door het bedrijfsleven zeer serieus genomen wordt als methode om toekomstige rendementen te kunnen vaststellen. Bij de meeste respondenten hoort technische analyse bij het takenpakket van een algemene medewerker. Slechts één derde heeft een technisch analist in dienst en 65% van de respondenten beschikt over fundamentele analisten. Volgens de ondervraagden zijn fundamentele analyse en technische analyse voor een groot deel aanvullend, en niet elkaar uitsluitend zoals de theorie voorschrijft. Opvallend is dat de bedrijven met grotere researchafdelingen technische analyse nog meer als complementair zien. In grote mate draagt technische analyse, naast fundamentele analyse, bij aan het totaalbeeld van het beleggingsbeleid.

De afweging tussen het gebruik van technische analyse en fundamentele analyse komt het duidelijkst tot uitdrukking in termen van de beleggingshorizon. Hoe langer de horizon des te minder technische analyse als input bijdraagt in het beleid, alhoewel 69% van de respondenten nog enig belang hecht aan technische analyse voor de langere termijn (6 maanden of langer). De nadruk voor het gebruik van technische analyse ligt dus bij het beleggingsbeleid voor de korte termijn. Toch zijn er technisch analytische methoden ontwikkeld die nadrukkelijk voor lange termijn visies bedoeld zijn. Sterker nog, Pring beschrijft in zijn boek *Technical analysis explained* niet eens de korte termijn prijsbewegingen vanwege het willekeurige karakter. Of zoals Pring het omschrijft: 'swings in emotion take several years to accomplish'. Het nadeel van modellen die specifiek voor de lange termijn zijn ontwikkeld (bijvoorbeeld de Elliott-Wave), is dat zij vaak complex zijn van opzet; wat vaak ook inhoudt dat resultaten moeilijker te interpreteren en te verkopen zijn. Dit verklaart enigszins de professionele voorkeur voor technische analyse bij korte horizonten.

Conclusies

Gezien de resultaten van de enquête gehouden onder commissionairs aan de Amsterdamse Beurs en de EOE, kunnen we stellen dat fundamentele analyse als uitgangsbasis van het beleggingsbeleid in sterke mate technische analyse naast zich moet dulden. Een beleggingsbeleid op basis van alleen fundamentele analyse is onvoldoende betrouwbaar, zoals blijkt uit de praktijk. In de academische wereld wordt nog weinig aandacht besteed aan technische analyse. Er bestaat duidelijk vraag naar technisch analisten vanuit de praktijk

en er ligt een taak om technisch analytische methodieken te toetsen, te avanceren en nieuwe methoden uit te vinden. Daartoe moet wetenschappers de belangrijkste drempel, dat technische analyse in tegenspraak zou met een efficiënte markt, overwinnen.

De gedachte dat rendementen volstrekt willekeurig zijn, is achterhaald. Zelfs Malkiel heeft zijn laatste versie van *A random walk down Wallstreet* op dit punt gewijzigd ⁵. In het voorwoord schrijft hij: "This edition explains the recent controversy and reexamines the claim that it's possible to 'beat the market'. ... there do seem to be some techniques of stock selection that may tilt the odds of succes in favor of the individual investor.

1 H.A. Rijken, [De speurtocht naar het verband tussen rendement en risico](#), *ESB*, 31 juli 1996, blz. 646-650.

2 K.D.H. Bernhard, *Charting: tijdig beleggen op de aandelenmarkt*, Kluwer Bedrijfswetenschappen, 1987, Deventer.

3 L. Blume, D. Easley and M. O'Hara, Market statistics and technical analysis: the role of volume *Journal of Finance*, maart 1986, blz. 153-181; J. Brush, Eight relative strength models compared, *Journal of Portfolio Management*, herfst 1986, blz. 21-28.

4 M.P. Taylor en H. Allen, The use of technical analysis in the foreign exchange market, *Journal of International Money and Finance*, 1988, blz. 304-314.

5 B.G. Malkiel, *A random walk down Wallstreet*, zesde editie, W.W. Norton en Company, 1996, New York.