

Piotr Dąbrowski

Uniwersytet Ekonomiczny w Katowicach

HURAOPTYMIZM REKOMENDACJI MAKLERSKICH W OKRESIE GIEŁDOWEJ DEKONIUNKTURY

Wprowadzenie

Opinie i rekomendacje upubliczniane przez domy maklerskie oraz instytucje zajmujące się analizowaniem rynków finansowych są popularnym źródłem informacji zarówno dla inwestorów indywidualnych, jak i instytucjonalnych. Skupiają one uwagę na konkretnych papierach wartościowych, przyciągają nowych, potencjalnych inwestorów, potrafią zainteresować osoby szukające okazji do pomnożenia kapitału. Dla wielu inwestorów poważnym problemem jest przetworzenie dziesiątek informacji na temat setek spółek będących w obrocie tylko na GPW, nie mówiąc już o tysiącach spółek zagranicznych na obcych parkietach. Dlatego rekomendacje mogą stanowić pierwszy filtr selekcji instrumentów, zwrócić uwagę na „okazje” lub przestrzec przed nazbyt ryzykownymi posunięciami, ale także stanowić podstawę podjęcia decyzji inwestycyjnej.

Instytucje finansowe, mimo wszelkich zawirowań w ostatnich latach wokół ich reputacji, wciąż cieszą się opinią profesjonalnych i godnych zaufania dostawców usług finansowych. Dlatego z ich opiniami często liczą się zarówno eksperci rynkowi, jak i przeciętni inwestorzy indywidualni.

W dużym skrócie, rekomendacje mają zachęcić inwestorów do nabywania (rekomendacje kupna) lub zbywania (rekomendacje sprzedaży) instrumentów finansowych. Zwykle opierają się na analizie fundamentalnej. Instytucje finansowe mają tę przewagę nad innymi inwestorami, że dostęp do informacji bezpośrednio ze spółki jest dla nich zwykle uproszczony i dzięki temu dane przez nich pozyskiwane mogą być pełniejsze i uszczegółowione.

Badania nad jakością i skutecznością publicznych rekomendacji maklerskich dają odpowiedź, czy wykorzystanie zaleceń instytucji finansowych w budowie portfela może przyczynić się do osiągnięcia dodatniej stopy zwrotu. Celem niniejszego artykułu jest więc prezentacja wyników przeprowadzonych badań i próba znalezienia przyczyn niskiego poziomu jakości rekomendacji.

1. Rekomendacja – definicja, rodzaje, powstawanie

Rekomendacja maklerska jest pojęciem bardzo precyzyjnie zdefiniowanym w przepisach dotyczących rynku finansowego. Rozporządzenie Ministra Finansów w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dokładnie określa kwestie związane z rekomendacjami, podmiotami wystawiającymi rekomendacje oraz podmiotami i instrumentami będącymi przedmiotem rekomendacji.

Według wskazanego Rozporządzenia MF rekomendacją jest każdy raport, analiza lub innego rodzaju informacja, zalecająca lub sugerująca określone zachowanie inwestycyjne, dotycząca pojedynczego lub wielu instrumentów finansowych, jak również emitenta. Rekomendacją jest również opinia odnośnie bieżącej lub przyszłej ceny, jeśli zawiera bezpośrednie zalecenia podjęcia działań inwestycyjnych¹.

Rekomendacja maklerska jest zastrzeżona wyłącznie dla uprawnionych podmiotów – licencjonowanych doradców inwestycyjnych albo maklerów papierów wartościowych z „nową” lub uzupełnioną licencją², a także dla instytucji finansowej z odpowiednimi uprawnieniami w zakresie rekomendowania instrumentów finansowych.

Zawartość rekomendacji jest także ściśle określona i oczywiście oprócz samego zalecenia dotyczącego zachowania inwestycyjnego powinna zawierać dane identyfikujące wystawcę rekomendacji i podmiot go nadzorujący, odwołanie do zasad i standardów postępowania dotyczących doradztwa, datę sporządzenia, potencjalnych odbiorców, objaśnienia fachowej terminologii, historyczne rekomendacje dotyczące badanego instrumentu oraz wskazanie zalet i wad użytych narzędzi analitycznych w celu ułatwienia oszacowania ryzyka inwestycyjnego zgodnego z sugestią inwestycyjną. Rekomendacja powinna być wykonana z należytą starannością, zawierać źródła informacji i danych, z których wynika oraz prognozy cenowe dotyczące zachowania instrumentu finansowego³.

„Rekomendujący powinien opierać się co najmniej na dwóch metodach wyceny instrumentów finansowych”⁴. I parametr ten jest zwykle spełniony poprzez wycenę metodą zdyskontowanych przepływów (DCF) oraz metodą analizy po-

¹ Rozporządzenie Ministra Finansów z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców, § 3.

² Od 2005 r. wszystkie nowe licencje maklerskie wydawane przez Komisję Nadzoru Finansowego uprawniają do doradztwa inwestycyjnego w zakresie instrumentów finansowych. Maklerzy z licencjami starszymi nie posiadają takiego uprawnienia, chyba że zdali egzamin uzupełniający.

³ Rozporządzenie MF z dnia 19 października 2005 r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje..., op. cit., § 3-6.

⁴ Ibid., § 5, pkt 3.

równawczej. Obie techniki należą do analizy fundamentalnej, natomiast analiza technicznej zwykle nie stosuje się przy publicznych rekomendacjach maklerskich.

Analiza fundamentalna stara się badać przyczyny wzrostu lub spadku kursu papierów wartościowych, w przeciwieństwie do analizy technicznej, która zajmuje się wyłącznie skutkami zmian cen. Z pewnością podejście fundamentalne jest pomocne przy zarządzaniu przedsiębiorstwem, ale jego zastosowanie w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na rynku kapitałowym jest co najmniej wątpliwe. Nie uwzględniana jest bowiem jedna, ale bardzo istotna rzecz – czynnik psychologiczny i wynikające z niego nastawienie inwestorów, ich oczekiwania oraz, niekiedy racjonalne, reakcje. Brak ten wyjątkowo wyraźnie został uwidoczniiony w wynikach rekomendacji maklerskich.

W niniejszym opracowaniu wzięto pod uwagę wyłącznie rekomendacje upubliczniane, które dla wielu inwestorów (przede wszystkim indywidualnych) stanowią podstawę lub wsparcie przy podejmowaniu transakcji na rynku kapitałowym.

Rekomendacja maklerska, aby mogła być wykorzystana do podjęcia decyzji inwestycyjnej, powinna precyzyjnie określać przynajmniej kilka parametrów:

- instrument lub grupę instrumentów finansowych,
- rodzaj rekomendacji,
- horyzont czasowy,
- cenę docelową.

Publiczne rekomendacje maklerskie najczęściej dotyczą pojedynczych akcji i wskazują konkretne spółki. Rzadszą formą jest rekomendowanie nabywania lub zbywania wszystkich spółek z sektora, chyba że faktycznie większość watorów z danej branży zachowuje się podobnie. Jednak typową cechą inwestowania jest wybór instrumentu dającego największe szanse na pozytywny wynik, więc nawet spośród bardzo dobrze rokujących papierów próbuje się wybrać szczególnie wyróżniające się. Jeszcze rzadszą formą rekomendowania, z punktu widzenia rekomendacji w rozumieniu obowiązujących przepisów prawa, są sugestie dotyczące instrumentów „zbiorczych”, np. indeksów giełdowych, instrumentów pochodnych, walutowych, stopy procentowej oraz towarów.

Rodzaj rekomendacji wskazuje możliwy i przewidywany kierunek ruchu instrumentu finansowego. Biorąc pod uwagę najczęściej rekomendowane instrumenty – akcje – najistotniejsze są trendy wzrostowe i spadkowe. Jednak niepomijanie trendu horyzontalnego może zapobiec długoterminowemu zamrożeniu kapitału w papierach o niskim potencjale zmiany ceny.

Można wyróżnić wiele określeń wskazujących rodzaj rekomendacji:

- akumuluj,
- kupuj,
- neutralnie,
- niedoważaj,
- ponad rynek,
- poniżej rynku,
- powyżej rynku,
- przeważaj,
- redukuj,
- równoważ,
- sprzedaj,
- tak jak rynek,
- trzymaj,
- unikaj,
- wycena⁵.

Większość określeń precyzyjnie wskazuje zachowanie inwestycyjne odbiorcy rekomendacji, np. kupuj, sprzedawaj, akumuluj, redukuj, trzymaj, unikaj. Jednak niektóre mogą budzić wątpliwości i bez uważnego zagłębienia się w rekomendację nie sposób określić, o jaki kierunek chodziło analitykowi. Dlatego też rekomendacje można podzielić na trzy grupy: kupna, sprzedaży, wątpliwe.

Rekomendacje kupna i sprzedaży oznaczają odpowiednio nabywanie i zbywanie instrumentów finansowych, ale to nie jedyna ich funkcja. Współczesne rynki mają charakter symetryczny, tzn. oprócz możliwości inwestowania na rosnących rynkach, dopuszczone jest także wykorzystanie spadających cen w procedurze krótkiej sprzedaży. Dlatego też rekomendacje kupna oraz sprzedaży dodatkowo oznaczają odpowiednio zamknięcie pozycji krótkiej oraz otwarcie pozycji krótkiej.

Rekomendacje o wątpliwym kierunku wymagają zapoznania się z dodatkowymi parametrami wyników analizy, by móc określić, do jakiego rodzaju zlecenia należy je zakwalifikować. Na rynku finansowym można dokonywać wyłącznie transakcji kupna bądź sprzedaży, brakuje form pośrednich, dlatego każda (!) rekomendacja musi być zakwalifikowana w taki sposób, by nie budziło wątpliwości, o jakim kierunku jest mowa. Niestety, wszelkie próby wprowadzenia dodatkowych określeń służą wyłącznie rozmyciu odpowiedzialności i utrudnieniu weryfikacji jakości rekomendacji. Byłoby to dopuszczalne wyłącznie wtedy, gdyby inne parametry precyzyjnie określały sugerowane zachowanie inwestora. Tak się jednak nie dzieje.

⁵ Przedstawiono wszystkie rodzaje rekomendacji, jakie pojawiły się w latach 2007-2011 dla instrumentów: TPS, KGH, PKN, PKO, PEO.

Dlatego w niniejszym opracowaniu „znormalizowano” rekomendacje, przypisując je do następujących grup:

- rekomendacje kupna: kupuj, akumuluj, przeważaj, trzymaj,
- rekomendacje sprzedaży: sprzedaj, niedoważaj, redukuj, unikaj,
- rekomendacje wątpliwe: neutralnie, ponad rynek, powyżej rynku, poniżej rynku, tak jak rynek, równoważ, wycena.

Wielorakość rekomendacji ma na celu zamglenie ich wyników⁶. Co ciekawe, najczęściej wątpliwe rekomendacje wystawiają instytucje, których historyczna jakość sugestii inwestycyjnych jest najniższa. Podmioty o wysokiej renomie w tej dziedzinie wystawiają zalecenia jasno i precyzyjnie.

W niniejszym opracowaniu wszystkie rekomendacje przekonwertowano na zalecenia zgodne z jedynymi możliwymi działaniami na rynku – transakcjami kupna i transakcjami sprzedaży. Jednocześnie odrzucono rekomendacje, dla których nie podano ceny docelowej, jako rekomendacje bezwartościowe, a nawet o charakterze manipulacyjnym. W rekomendacjach o charakterze wątpliwym uwzględniono pozostałe parametry rekomendacji i wówczas przypisano je do odpowiedniej grupy zaleceń sugerujących nabywanie lub zbywanie instrumentów.

Obok kierunku, równie ważny jest horyzont czasowy, najczęściej jest określany słownie – krótkoterminowy, średnioterminowy, długoterminowy, jednak przyjęta konwencja⁷ wyraźnie wskazuje, że rekomendacja krótkoterminowa jest ważna do 3 miesięcy od wydania, średnioterminowa – do 6 miesięcy, a długoterminowa – rok.

W przeważającej większości przypadków rekomendacje są krótkoterminowe, dlatego też na nich skupiono się w niniejszym opracowaniu, choć przeanalizowano także każdą rekomendację w pozostałych perspektywach czasowych.

Mimo powszechnego stosowania w tworzeniu rekomendacji analizy fundamentalnej, zalecającej w swych założeniach podejście długoterminowe, analitycy skupiają się na najbliższych 90 dniach od wydania.

Cena docelowa to w gruncie rzeczy podstawowy parametr rekomendacji. Sama sugestia kierunku zmiany cen jest bezwartościowa, tym bardziej że wówczas zmianę wartości o np. +50% zrównuje się jakościowo z minimalnym „drgnięciem” o +0,1%. Dlatego w analizie kwalitatywnej rekomendacji zawsze należy sprawdzić, czy cena docelowa została osiągnięta przez instrument w z góry założonym czasie.

⁶ Por. G. Zalewski: *Psychologia inwestowania: problem z rzetelnością analiz*. „Gazeta Giełdy Parkiet” z dnia 9 września 2006.

⁷ Por. rekomendacje maklerskie oraz objaśnienia, np. bankier.pl/narzedzia/rekomendacje lub komentarze instytucji rekomendujących.

Ostatnim parametrem, którego niestety brak w publicznych rekomendacjach maklerskich, jest poziom zabezpieczający. Oznacza to absolutny brak zarządzania kapitałem, niemal nieograniczoną ekspozycję na ryzyko i stratę przy bardzo ograniczonym potencjalnie zyskowności. Brak *money management*, tak typowego przy profesjonalnym inwestowaniu z wykorzystaniem analizy technicznej, statystycznej czy wszelkich algorytmów tradingowych, z góry skazuje zastosowanie rekomendacji maklerskich na porażkę – nie jest zresztą tajemnicą, że nigdy nie miały one pozytywnych opinii w gronie zawodowców, jednak są powszechnie używane przez niedoświadczonych lub średniozaawansowanych inwestorów indywidualnych.

2. Pomiar jakości rekomendacji

W niniejszym artykule przedstawiono wyniki badań rekomendacji maklerskich dla wybranych instrumentów. Postanowiono zweryfikować jakość rekomendacji maklerskich z punktu widzenia ich zastosowania przy zarządzaniu portfelem inwestycyjnym. Skupiono się na instrumentach o długoletniej historii, wchodzących z dużym udziałem w skład indeksu WIG20 oraz o największych obrotach. Takie instrumenty są często wybierane jako podstawa zdywersyfikowanego portfela, mającego generować stabilny, ale ponadprzeciętny, dochód.

Nie mniej ważna była dostępna próbka statystyczna – wybrane papiery podlegają częstym analizom przez wiele instytucji finansowych, stąd nawet w krótkim czasie pojawia się wiele rekomendacji.

Z polskiego indeksu blue-chipów wybrano spółki spełniające wyżej wskazane założenia: Telekomunikację Polską SA (TPS), KGHM Polską Miedź SA (KGH), PKN Orlen SA (PKN), PKO BP SA (PKO) oraz Bank Pekao SA (PEO). Ich łączny udział w indeksie największych spółek przekracza 50% i generują one największy obrót na Giełdzie Papierów Wartościowych w Warszawie.

Dla wskazanych spółek w badanym okresie – 2007 do 2011 (5 lat) – wydano 1029 rekomendacji: 205 dla TPS, 190 dla KGH, 193 dla PKN, 234 dla PKO, 207 dla PEO.

Wiarygodność badań dotyczących rynku finansowego może być potwierdzona wyłącznie dużą próbką statystyczną. Niezbędne jest przebadanie zjawiska w różnych warunkach rynkowych, w okresie koniunktury i dekonunktury, a także w czasie stabilizacji. Osiągnięcie dobrych wyników inwestycyjnych na jednokierunkowym rynku (np. w okresie hossy) nie jest problemem, ale takie testy byłyby manipulacją.

Badania przeprowadzono na danych historycznych z lat 2007-2012, na podstawie rekomendacji wystawionych w latach 2007-2011. Jest to ostatnie 5 lat, ale wybór takiego okresu nie był przypadkowy. W tym czasie na rynku panowała przez 2 lata dynamiczna bessa, następnie pojawił się wielomiesięczny rynek byka, w końcu ostatnie miesiące to trend boczny (rys.1).



Rys. 1. Wykres tygodniowy WIG20, 2007-2011

Publiczne rekomendacje maklerskie wydane dla badanych papierów wartościowych zawierały określenie podstawowych parametrów:

- data wydania,
- rodzaj/charakter,
- instytucja wydająca,
- cena wydania,
- cena docelowa.

W kilku przypadkach nie podano ceny wydania, ale została ona uzupełniona podczas testów kursem zamknięcia sesji dla danego waloru z dnia wydania rekomendacji. Jeśli dzień wydania rekomendacji przypadał na dzień niesesyjny i brak było w informacji ceny wydania, wówczas przyporządkowywano cenę otwarcia najbliższego dnia obrotu danym papierem.

W przypadku braku ceny docelowej, rekomendacja nie była uwzględniana w obliczeniach. Łącznie odrzucono 131 rekomendacji spośród 1029 (13%): 23 dla TPS (11%), 21 dla PKN (11%), 35 dla PKO (15%), 36 dla PEO (17%), 16 dla KGH (8%).

W badanym okresie zostało wystawionych łącznie 1029 rekomendacji przez 39 instytucji finansowych, głównie przez banki i domy maklerskie. Niektóre instytucje zajmowały się intensywnie poszczególnymi walorami i na przestrzeni pięciu lat dokonywały kilkudziesięciu wycen papierów – 18 instytucji wystawiło więcej niż 20 rekomendacji. Pozostałe rekomendowały sporadycznie.

W większości przypadków rekomendacje nie osiągały ceny docelowej. Należy jednak pamiętać, że każda rekomendacja dotyczyła z góry określonego okresu, więc jeśli cena docelowa nie została osiągnięta, do rozliczenia przyjmowano cenę zamknięcia instrumentu z dnia wygasania rekomendacji.

Za skuteczną rekomendację uznano każdą, która w zaplanowanym horyzoncie czasowym osiągnęła cenę docelową (44,63% przypadków). Alternatywnie, jeśli cena docelowa nie została osiągnięta, ale cena z dnia wygasania rekomendacji była korzystniejsza niż z dnia jej wydania – tzn. rekomendacja generowała zysk – uznawano zalecenie inwestycyjne jako skuteczne (63,50% przypadków).

Pomiar trafności rekomendacji nie mówi wszystkiego o jakości analiz. Trafność⁸ jest tylko jednym z parametrów pomiaru efektywności inwestycji. Zdecydowanie więcej informacji można uzyskać poprzez budowę portfela inwestycyjnego oraz symulowanie nabywania i zbywania instrumentów finansowych z uwzględnieniem odpowiedniego udziału papierów w portfelu oraz wielkości zmian cen.

W takim teście przyjęto założenie zajmowania pozycji w akcjach o wartości 1000 zł dla każdej rekomendacji na podstawie ceny wydania. Dla celów statystycznych dopuszczono podzielność akcji. Testowano również papiery w ramach procedury krótkiej sprzedaży, która dla badanych akcji była dostępna na GPW (alternatywnie krótką pozycję można uzyskać substytuując akcje odpowiednimi kontraktami terminowymi: FTFS, FKGH, FPKN, FPKO, FPFO).

Przyjęto uśredniony, rynkowy poziom prowizji maklerskiej od obrotu papierami dla inwestora indywidualnego w wysokości 0,35%.

3. Wyniki badań

Mimo kryzysu, którego załamek widoczny był już w połowie 2007 r., nastawienie analityków było bardzo optymistyczne. 70% rekomendacji wskazywało kupowanie instrumentów (629 rekomendacji kupna i tylko 268 rekomendacji sprzedaży).

W zależności od instrumentu proporcje rekomendacji kupna i sprzedaży były różne, ale w każdym przypadku znacznie przekraczały 60% dla sugestii nabywania.

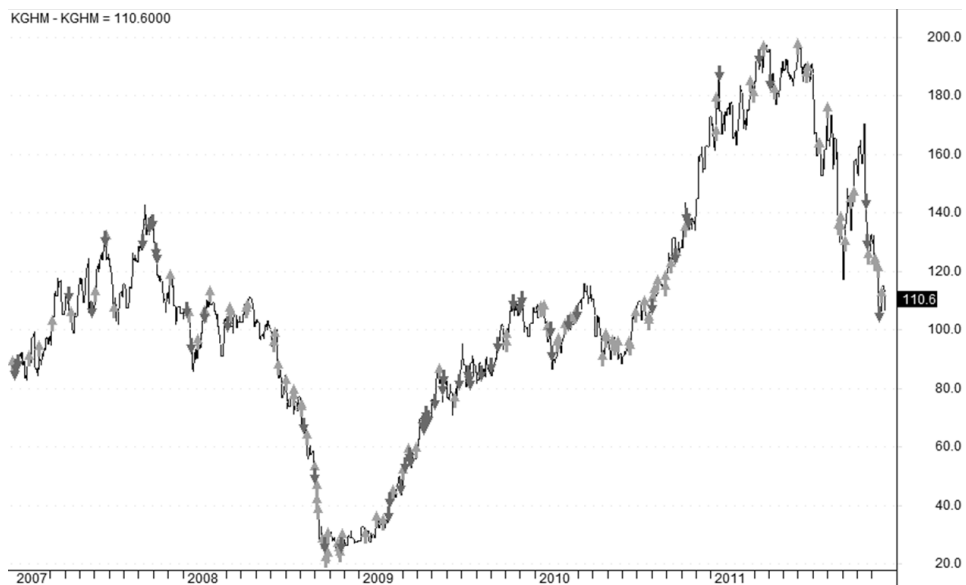
⁸ Trafność – iloraz liczby transakcji zyskownych względem liczby wszystkich transakcji.

Zaskakuje optymizm w przypadku banków – 85% zaleceń nabywania papierów dla PKO i 68% dla PEO w okresie utraty zaufania wobec instytucji finansowych i kryzysu wywołanego przez nie, każe wątpić w zdrowy rozsądek i umiejętności rekomendujących. Ale może takie publiczne (!) zalecenia mają inne podłoże.

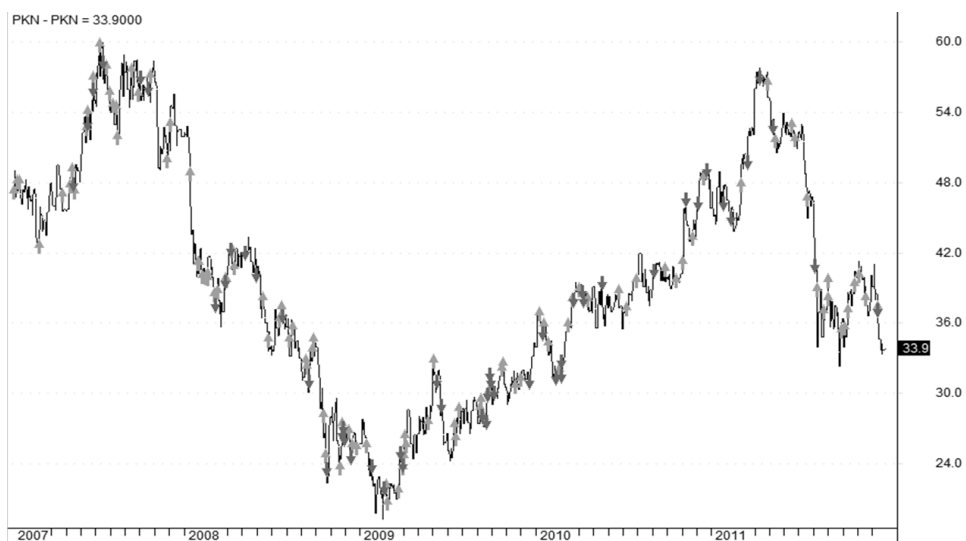
Patrząc na zachowanie kursu składników indeksu WIG20 trudno przyznać, że rekomendacje były wystawiane w sposób racjonalny. Na rys. 2-6 przedstawiono wykresy badanych instrumentów z naniesionymi punktami publikacji rekomendacji. Strzałki w górę oznaczają wystąpienie rekomendacji kupna, strzałki w dół wskazują na publikację rekomendacji sprzedaży.



Rys. 2. Wykres dzienny TPS z naniesionymi rekomendacjami



Rys. 3. Wykres dzienny KGH z naniesionymi rekomendacjami



Rys. 4. Wykres dzienny PKN z naniesionymi rekomendacjami



Rys. 5. Wykres dzienny PKO z naniesionymi rekomendacjami



Rys. 6. Wykres dzienny PEO z naniesionymi rekomendacjami

Dla wszystkich walorów w latach 2007-2008 wyraźnie zaznacza się tendencja „strzałek do góry” przeciw trendowi spadkowemu. Rekomendacje sprzedaży w tym okresie były sporadyczne. Najtrudniejszym „przeciwnikiem” dla analityków były akcje KGH – trendy spadkowy w 2008 r. i wzrostowy w 2009 r. kompletnie rozminęły się z oczekiwaniami rekomendujących. Na przykład uporcezywe rekomendowanie kupna w czasie spadku kursu z poziomu 120 zł do 20 zł (spadek o ponad 80%!) wystawia bardzo złe świadectwo instytucjom finansowym. Równie żenująca jest jakość rekomendacji dla PKN. Oba instrumenty są jednym z wielu spektakularnych przykładów nieporadności na rynku finansowym analityków fundamentalnych.

Najwyraźniej zmiana nastrojów wśród analityków jest zawsze spóźniona o kilka miesięcy, a idealnym dla nich okresem jest trend horyzontalny, ale tylko dlatego, że w wąskim zakresie wahań w końcu cena zwróci się w pożądanym kierunku.

Trudno przeprowadzić rozsądną analizę PKO BP. 85% rekomendacji kupna świadczy o ślepej wierze w siłę banku. Porażka rekomendacyjna w początkowych latach kryzysu oraz w 2011 r. nie może być zrekompensowana w miarę udanym okresem 2009-2010. Jeśli permanentnie rekomenduje się zakup papieru, popełniając kardynalny błąd inwestorski – tzw. uśrednianie w dół – to przy stosunkowo stabilnym i niezagrażonym upadłością przedsiębiorstwie, w końcu uda się „wstrzelić” w trend (pytanie tylko ile lat trzeba na to czekać). Jednak takie rekomendacje nie różnią się niczym od pasywnej techniki „kup i trzymaj”.

Wizualną analizę wykresów z naniesionymi rekomendacjami potwierdza statystyka. W każdym przypadku trafność była poniżej 50%, czyli najczęściej wyznaczona cena docelowa nie była osiągnięta. Jednak w założeniach weryfikacyjnych wskazano również na możliwość wyznaczenia trafności nie tylko na podstawie realizacji ceny docelowej, ale jeśli ta cena nie została osiągnięta, ceny instrumentu w chwili wygasania rekomendacji (tabela 1).

Tabela 1

Trafność rekomendacji maklerskich w różnych terminach

Walog	Trafność w krótkim terminie (%)		Trafność w średnim terminie (%)		Trafność w długim terminie (%)	
	cena docelowa	cena wygasania	cena docelowa	cena wygasania	cena docelowa	cena wygasania
TPS	39,44	57,07	47,22	57,56	52,78	60,49
KGH	42,53	54,21	47,70	54,74	56,32	60,53
PKN	34,88	50,78	45,35	50,26	55,81	57,51
PKO	40,70	53,42	47,74	51,28	52,77	56,41
PEO	48,26	53,85	52,91	54,33	60,47	55,77

Im dłuższy czas, tym lepsze wyniki, ponieważ istnieje większa szansa na zbliżenie się do poziomu docelowego. Jednak średni i długi termin ważności rekomendacji to rzadkość, więc powyższe wyniki należy traktować wyłącznie orientacyjnie, jako symulacje dalszego losu rekomendacji.

Dotychczas zaprezentowane wyniki dotyczyły rekomendacji z punktu widzenia spółek, bez podziału na instytucje rekomendujące. Tymczasem okazuje się, że wyniki podmiotów wystawiających zalecenia inwestycyjne mocno się różnią (tabela 2).

W tabeli 2 zestawiono wyniki trafności wszystkich instytucji rekomendujących dla papierów TPS, KGH, PKN, PKO i PEO. Wzięto pod uwagę ilość rekomendacji łączną oraz dla poszczególnych instrumentów, a także trafność z uwzględnieniem wyłącznie ceny docelowej (kolumny CEL) i ceny docelowej lub ceny z momentu wygasania rekomendacji (kolumny CEL/EXP) dla wszystkich terminów.

Analiza wyników powinna jednak uwzględniać ilość wystawianych rekomendacji, ponieważ zbyt mała próbka danych fałszuje rzeczywisty obraz. Dlatego do dalszych badań nad trafnością uwzględniono wyłącznie instytucje, które wydały co najmniej 25 rekomendacji (zakładając średnio przynajmniej 1 rekomendację rocznie dla każdego papieru). Takich instytucji było 18 spośród 39.

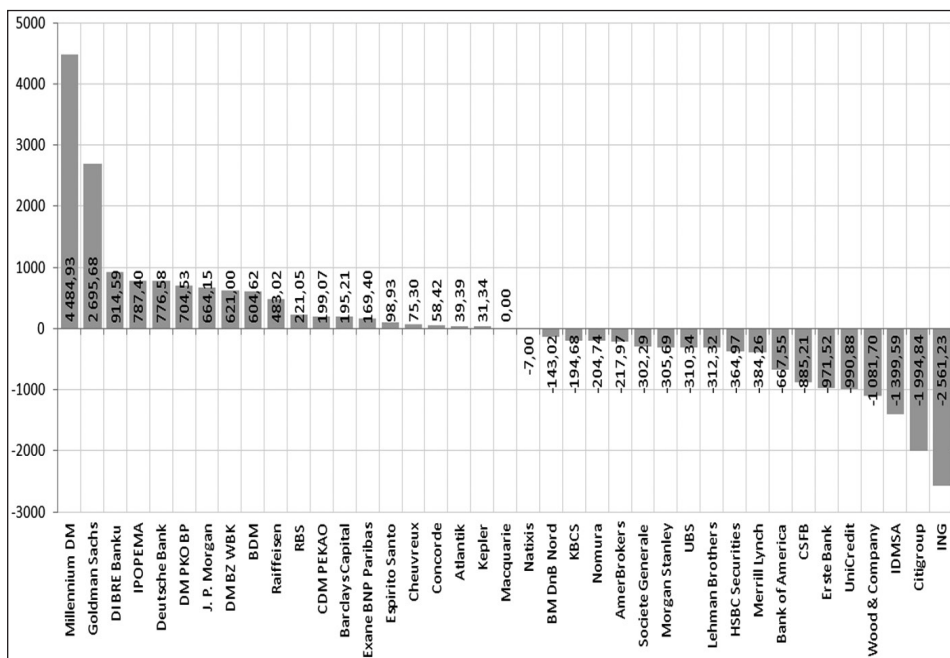
Najgorszy wynik w każdej kategorii osiągnął ING, z rekordowo niskim współczynnikiem 13,33% (dla krótkiego terminu, dla metody osiągnięcia ceny docelowej). Niewiele lepiej wypadł Citigroup – w 4 kategoriach końcówka stawki. Z drugiej strony skali, imponujący wynik osiągnął DM BZ WBK, przekraczając „magiczną” granicę trafności (50%) w każdej kategorii, a w dłuższych horyzontach osiągający nawet wyniki powyżej 70%. Podobną skutecznością mogą pochwalić się Millennium DM oraz UBS. Goldman Sachs i HSBC zamykają stawkę „zwycięzców”.

Sam pomiar trafności nie jest kompletnym testem jakości rekomendacji. Chcąc uzyskać pełny obraz, przeprowadzono symulację na hipotetycznym portfelu inwestycyjnym (rys. 7).

Tabela 2

Rekomendacje według instytucji: ilość, trafność, horyzont czasowy

Wyszczególnienie Instytucje	Ilość rekomendacji					suma	Trafność k-term. (%)		Trafność r-term. (%)		Trafność dlg-term. (%)	
	TPS	KGH	PKN	PKO	PEO		CEL	CEL EXP	CEL	CEL EXP	CEL	CEL EXP
AmerBrokers	2	0	2	0	0	4	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Atlantik	0	0	0	1	0	1	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Bank of America	3	2	3	4	5	17	50,0	50,0	50,0	62,5	62,5	62,5
Barclays Capital	0	0	1	1	1	3	50,0	100,0	50,0	50,0	50,0	100,0
BDM	0	5	0	0	0	5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
BM DnBNord	0	0	1	0	0	1	0,0	0,0	0,0	100,0	0,0	100,0
CDM PEKAO	2	0	0	1	0	3	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Cheuvreux	5	0	0	1	1	7	50,0	50,0	50,0	100,0	50,0	100,0
Citigroup	3	9	4	15	10	41	23,1	57,7	30,8	50,0	42,3	57,7
Concorde	3	1	1	0	2	7	71,4	71,4	71,4	71,4	71,4	85,7
CSFB	4	4	11	7	7	33	30,0	63,3	33,3	46,7	43,3	53,3
Deutsche Bank	7	13	9	3	4	36	27,3	69,7	36,4	57,6	39,4	51,5
DI BRE Banku	17	18	23	31	26	115	41,6	61,9	50,4	64,6	58,4	71,7
DM BZ WBK	17	10	7	9	8	51	58,8	66,7	68,6	78,4	76,5	82,4
DM PKO BP	9	10	10	0	10	39	43,6	69,2	46,2	71,8	53,9	69,2
Erste Bank	15	10	6	3	3	37	44,1	58,8	55,9	67,7	61,8	61,8
Espirito Santo	1	0	0	1	1	3	66,7	66,7	66,7	66,7	66,7	66,7
ExaneBNPParibas	2	0	0	0	0	2	50,0	100,0	50,0	50,0	50,0	50,0
Goldman Sachs	6	3	15	9	6	39	47,1	85,3	55,9	70,6	61,8	85,3
HSBC Securities	8	7	1	8	10	34	57,1	71,4	57,1	57,1	57,1	67,9
IDMSA	16	15	10	16	13	70	31,4	58,6	40,0	60,0	55,7	70,0
ING	3	10	9	10	7	39	13,3	33,3	16,7	26,7	23,3	33,3
IPOPEMA	7	7	3	4	4	25	48,0	72,0	48,0	76,0	68,0	76,0
J.P. Morgan	3	0	3	6	4	16	58,3	66,7	58,3	58,3	58,3	66,7
KBCS	10	20	17	14	15	76	39,1	63,5	44,6	63,5	50,0	64,9
Kepler	0	0	0	1	1	2	0,0	50,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Lehman Brothers	0	0	2	1	3	6	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Macquarie	0	0	0	1	1	2	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.
Merrill Lynch	1	3	2	5	0	11	12,5	62,5	25,0	62,5	25,0	50,0
Millennium DM	12	15	11	23	21	82	46,3	74,4	57,3	75,6	62,2	78,1
Morgan Stanley	11	0	2	4	2	19	9,1	45,5	9,1	18,2	9,1	27,3
Natixis	0	0	1	0	0	1	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.	bd.
Nomura	4	1	1	8	5	19	33,3	50,0	41,7	58,3	41,7	66,7
Raiffeisen	7	4	11	8	10	40	44,8	69,0	48,3	69,0	62,1	79,3
RBS	0	0	0	3	2	5	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Societe Generale	2	2	3	0	1	8	33,3	33,3	33,3	66,7	33,3	100,0
UBS	4	1	7	14	17	43	60,6	72,7	60,6	72,7	63,6	75,8
UniCredit	17	18	13	13	0	61	36,4	58,2	50,9	60,0	60,0	61,8
Wood&Company	4	2	4	9	7	26	23,8	47,6	38,1	47,6	47,6	66,7



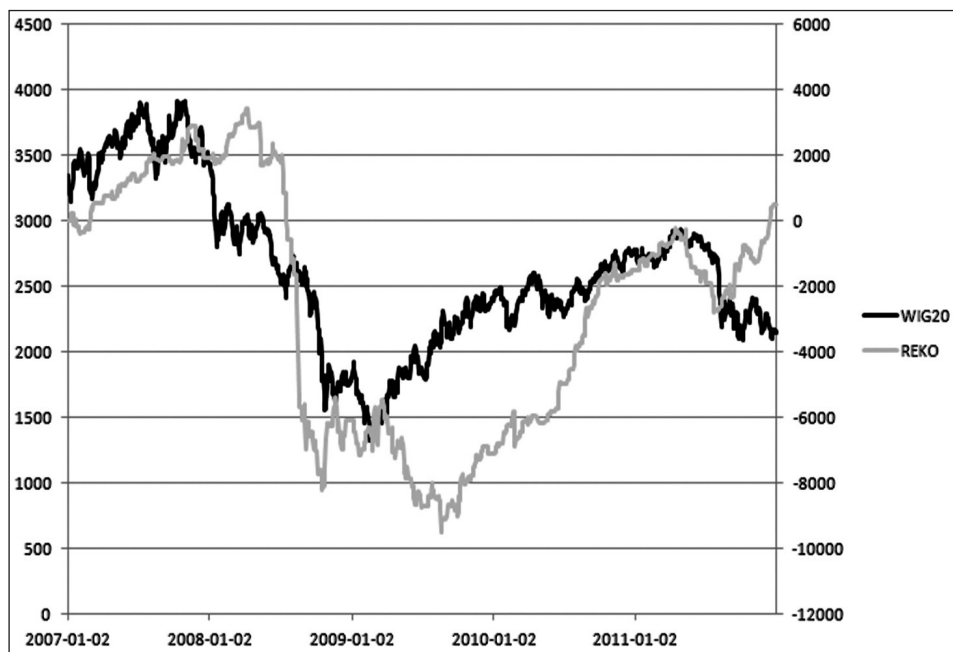
Rys. 7. Wyniki rekomendacji maklerskich uwzględnionych w hipotetycznym portfelu inwestycyjnym

Większość wyników jest bardzo niskiej jakości. Z wyjątkiem dwóch instytucji – Millennium DM i Goldman Sachs – pozostałe instytucje poległy w mniejszym lub większym stopniu. Najgorszymi okazały się rekomendacje ING, Citigroup, IDMSA oraz Wood & Company – w każdym przypadku strata przekroczyła 1000 zł. Ale nawet środek „stawki” nie napawa optymizmem – wyniki od –1000 zł do +1000 zł świadczą raczej o przypadkowym odchyleniu od BEP niż o wypracowanych strategiach inwestycyjnych.

Po zsumowaniu wszystkich zysków i strat portfela rekomendacyjnego łączny dochód wyniósł 524,81 zł. Uwzględniając wskazane wcześniej założenia portfela, wymagany kapitał początkowy dla inwestycji we wszystkie rekomendacje to 40 000 zł, tak więc wynik 524,81 zł oznacza stopę zwrotu 1,31% w skali 5 lat.

W znacznej mierze wynik został osiągnięty dzięki dobrym wynikom 2 instytucji spośród 39. Po ich odliczeniu, inwestor działający według zaleceń profesjonalistów („profesjonalistów”?) wygenerowałby stratę 6 655,80 zł (–16,64%).

Krzywa kapitału portfela korzystającego z rekomendacji maklerskich została przedstawiona na rys. 8. Dodatkowo naniesiono wykres kształtowania się indeksu WIG20.



Rys. 8. Krzywa kapitału rekomendacji maklerskich w odniesieniu do WIG20 w latach 2007-2011

Po kształcie wykresu widać, że mimo przeprowadzania analiz (najczęściej fundamentalnych) na potrzeby rekomendacji, portfel postępujący według zaleceń doradczych zachowuje się podobnie (a w wielu przypadkach gorzej) jak indeks blue-chipów. Gdzie i czy ujawnia się przewaga publicznych rekomendacji nad inwestowaniem pasywnym?

Podsumowanie

Wynik testów rekomendacji maklerskich dały wyraźnie do zrozumienia, że publiczne sugestie nabywania i zbywania instrumentów finansowych mają niską jakość. Z pewnością nie wynika to z polityki instytucji rekomendujących, aczkolwiek motywacja do darmowego (!) upubliczniania skutecznych zaleceń inwestycyjnych jest bardzo niska. Niemniej wizerunek instytucji finansowych z pewnością znacząco by się poprawił, gdyby ich działania w niniejszym zakresie stanowiły lepszą pomoc inwestorom, podejmującym trudne decyzje związane z zarządzaniem własnym portfelem.

Dobre i akceptowalne wyniki osiągnięte przez instytucje (26%) – Millennium DM oraz Goldman Sachs, a także DI BRE Banku, IPOPEMA, Deutsche Bank, DM PKO BP, J.P. Morgan, DM BZ WBK, BDM, Raiffeisen – pokrywają się z „typową” statystyką inwestorów giełdowych, według której 30% inwestorów akcyjnych zarabia, pozostali tracą pieniądze⁹.

Rekomendacje maklerskie są zwykle tworzone na podstawie przeprowadzanych analiz fundamentalnych, a rzadko analitycy wspomagają się analizą techniczną. Dlatego też można wyciągnąć jasny wniosek, że analiza fundamentalna nie jest skuteczną metodą inwestycyjną. Oprócz rekomendacji maklerskich, wyniki inwestorów i instytucji stosujących analizę fundamentalną są zdecydowanie negatywne (por. wyniki OFE i otwartych funduszy inwestycyjnych).

Przeprowadzone badania nie obejmują wszystkich rekomendacji wydanych od początku istnienia Giełdy Papierów Wartościowych w Warszawie dla notowanych na niej papierów. Jednak stanowią istotny wycinek „sektora” rekomendacji, dają pojęcie o sytuacji i zjawisku.

EXCESSIVE OPTIMISM OF RECOMMENDATIONS DURING MARKET DOWNTURN

Summary

Brokerage recommendations suggest investors buying or selling financial instruments. Their quality is variable in long time and is better during up-trends. But the most surprising thing is optimism of financial institutions – they recommend buying stocks (over 70% cases!) despite of bad sentiments and bear trends on the markets.

In the article the results of Polish blue-chip stocks recommendation exploration are presented. It covers 2007-2011 and tries to explain why during hard times there are significant dominance of buying “recos”.

⁹ P. Dąbrowski: *Instrumenty pochodne GPW w Warszawie SA. W: Rynek finansowy*. Red. I. Pyka. AE, Katowice 2010.