

Paweł Porcenałuk

Akademia Ekonomiczna we Wrocławiu

ANALIZA WSKAŹNIKA OPTYMIZMU ANALITYKÓW – WPROWADZENIE

1. Wstęp

Rekomendacje uzyskane przez spółki notowane na GPW mają wpływ na decyzje inwestycyjne sporej części uczestników rynku kapitałowego. W artykule autor postara się odpowiedzieć m.in. na pytanie, czy na podstawie rekomendacji opublikowanych (dostępnych dla wszystkich inwestorów) można osiągnąć zysk. Skoro rekomendacje to wynik ogólnie dostępnych dla wszystkich informacji, które według teorii rynku efektywnego zostały już „zdyskontowane”, to czy inwestorzy, przed złożeniem zlecenia, powinni się z nimi zapoznać i uwzględnić je w procesie decyzyjnym.

Niemal każdy z inwestorów spotkał się z pojęciem rekomendacji, która jest pewnego rodzaju zaleceniem co do inwestycji w akcje określonej spółki i ma pomóc w podjęciu właściwej decyzji inwestycyjnej. Rekomendacje wydawane są najczęściej przez biura maklerskie, a także przez banki inwestycyjne. Polskie spółki (głównie te największe) są pod stałą obserwacją krajowych i zagranicznych instytucji finansowych. Część rekomendacji jest jawna i przekazywana szerokiemu gronu inwestorów, część zaś jest tajna i trafia tylko do wybranej grupy odbiorców lub, po odtajnieniu (z reguły po pewnym czasie), jest dostępna dla wszystkich. Bolączką polskiego rynku kapitałowego jest to, iż duża część mniejszych i średnich spółek nie leży w kręgu zainteresowań instytucji finansowych i nie jest poddawana analizie i wycenie. Jeśli na rynku pojawi się rekomendacja, to jest ona dostępna praktycznie szerokiemu gronu inwestorów, gdyż dostęp do niej nie jest trudny (np. serwisy typu REUTERS, strony internetowe biur maklerskich czy też portali poświęconych tematyce rynku kapitałowego, informacje w placówkach biur maklerskich).

Starannie przygotowana rekomendacja maklerska powinna zawierać kilka elementów, które mają pomóc inwestorom w podjęciu właściwej decyzji inwestycyjnej. Każda rekomendacja opatrzona powinna być datą jej sporządzenia wraz z ceną bieżącą akcji, które poddano analizie. W rekomendacji powinna się również znaleźć tzw. cena docelowa akcji w określonym okresie od sporządzenia rekomendacji (najczęściej jest to 6-12 miesięcy). Zasadniczą częścią rekomendacji jest polecenie wstrzymania się, kupna lub sprzedaży akcji analizowanej spółki wraz z uzasadnieniem takiej rekomendacji. Uzasadnienie analizy powinno zawierać m.in. informacje o wynikach spółki (zyski, sprzedaż, struktura aktywów i pasywów itd.), ocenę strategii firmy, analizę branży i otoczenia spółki czy też analizę makroekonomiczną.

Podejmując decyzje inwestycyjną na podstawie wskazania rekomendacji, należy pamiętać, że rekomendacja odnosi się do określonych warunków, które zmieniają się nieustannie, a tym samym zmienia się wycena akcji spółki. Dlatego przed podjęciem decyzji inwestycyjnej powinno sprawdzić się „świeżość” rekomendacji, gdyż na rynku mogło już dojść do reakcji ceny akcji na wydaną rekomendację (szczególnie gdy jest to rekomendacja zagranicznej instytucji finansowej). Należy zwrócić również uwagę na zakładany horyzont inwestycyjny wydany w rekomendacji, a także to, czy spółka nie uzyskała innych różniących się od rekomendacji, do której mamy dostęp.

Niezmiennie istotne jest sprawdzenie powiązań, jakie mogą istnieć między rekomendowaną spółką a instytucją finansową, która wydaje rekomendację. Instytucji takiej może zależeć na zawyżeniu/zaniżeniu wartości spółki w zależności od zamierzeń inwestycyjnych instytucji finansowej względem rekomendowanej spółki.

Po podjęciu decyzji za pomocą rekomendacji należy monitorować powzięte na jej podstawie postanowienia, gdyż nawet najlepsze rekomendacje mogą nie uwzględnić czynników wpływających na wycenę spółki, które przyniesie przyszłość.

2. Jakość rekomendacji

Na rynku polskim brakuje statystyk, które pokazywałyby liczbę inwestorów podejmujących decyzje inwestycyjne na podstawie rekomendacji wydawanych przez instytucje finansowe. Jednak – jak pokazują liczne artykuły w prasie codziennej związanej z rynkiem kapitałowych – większym zainteresowaniem inwestorów cieszą się rekomendacje wydawane przez zagraniczne instytucje finansowe.

Liczba rekomendacji nie zawsze idzie w parze z ich jakością. Wejście Polski do Unii Europejskiej, a tym samym wprowadzenie regulacji dotyczących zaleceń, powinno wpłynąć na ich polepszenie i wiarygodność. Jak pokazują statystyki, mniej niż połowa zaleceń okazuje się skuteczna w zakładanym horyzoncie inwestycyjnym. Tworzone indeksy rekomendacji w powiązaniu z kursami aktywów i stopami zwrotu wskazują na dużą ostrożność przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych na podstawie rekomendacji.

Jak pokazuje historia rynków kapitałowych, nie warto ufać rekomendacjom. W latach osiemdziesiątych w środowisku związanym z rynkiem kapitałowym „królowało” określenie „chiński mur”. Określenie to dotyczy etycznej sfery rynku kapitałowego i dotyczy sytuacji, w której banki prowadzące biura maklerskie inwestują na giełdzie, a jednocześnie biura maklerskie wydają rekomendację, która wpływa na decyzję inwestorów. Mur miał oddzielać strefy interesów i nie mogły mieć miejsca przecieki informacji czy też manipulacje kursami akcji. Jak pokazały wydarzenia z rynków kapitałowych, „chiński mur” był pozorny. Dość często oceny perspektyw jakiejś spółki były związane z interesem banku czy też biura maklerskiego.

Polski rynek kapitałowy również zna wiele co najmniej „dziwnych” rekomendacji. Na przykład rekomendacja „sprzedaj” wystawiona przez analityków ABN Amro na początku listopada 1999 r. dla akcji Elektrimu spowodowała gwałtowny spadek kursu akcji analizowanej spółki, który spotkał się ze wzmożonym kupnem jakiejś instytucji. Na rekomendację miał wpływ konflikt spółki z Deutsche Telekom. Jak się później okazało, Elektrim zachował swobodę działania w Erze GSM, a rekomendacja okazała się nietrafiona.

Wpływ rekomendacji na osiągane stopy zwrotu najdobitniej pokazuje okres po „hossie internetowej”. W rok po zakończeniu hossy kursy spółek informatycznych spadły średnio o 55%. Rynek zweryfikował trafność rekomendacji banków inwestycyjnych, a tym samym wiarę analityków rynkowych w perspektywy branży teleinformatycznej. Na przykład w raporcie Deutsche Banku z 2000 r. wyceniono akcje Optimusa aż na 560 zł, a analitycy ABN Amro zalecali kupno spółki z wyceną akcji na poziomie 510 zł. Jak się później okazało, rynek nie podzielił opinii analityków i cena akcji Optimusa po załamaniu się hossy spadła z poziomu ok. 350 zł grubo poniżej 50 zł. Jak zawsze inwestorzy za zaufanie rekomendacjom zapłacili własnymi pieniędzmi, autorzy analiz zaś w większości przypadków nie ponieśli żadnych konsekwencji chybianych rekomendacji.

Przykłady można mnożyć. Spowodowało to falę procesów, jakie polskie spółki wytaczały domom maklerskim. Skutkiem tego rekomendacje „sprzedaj” ukazują się teraz dość rzadko i trafiają one raczej do wybranych klientów biur maklerskich. Taka sytuacja powoduje, że inwestorzy raczej z przymrużeniem oka traktują pojawiające się zalecenia instytucji finansowych i coraz trudniej manipulować w ten sposób kursem akcji. Przewaga rekomendacji kupna to również wpływ chęci na zwiększenie przychodów z tytułu prowizji maklerskich.

Czy warto zatem czytać rekomendacje? Nie powinno się ich na pewno ignorować, warto przyjrzeć się uzasadnieniom rekomendacji, istotnym informacjom pochodzącym ze spółki i jej otoczenia, gdyż z tych informacji można wyciągnąć wnioski co do sprzedaży akcji lub co do rozpoczęcia długoterminowej inwestycji.

3. Wskaźnik optymizmu analityków (WOA)

Jak pokazują statystyki rynków kapitałowych, większość rekomendacji nie sprawdza się w zakładanym horyzoncie inwestycyjnym, gdyż wyceny aktywów „podążają” za wartościami indeksu. Dość dużą rolę przy wycenie aktywów odgrywają emocje i oczekiwania analityków. Zauważalna jest zależność w postaci wzrostu wyceny aktywów (z opóźnieniem) w odpowiedzi na wzrosty wartości indeksów i odwrotnie – obniżenie wycen aktywów (z opóźnieniem) w odpowiedzi na spadki wartości indeksów.

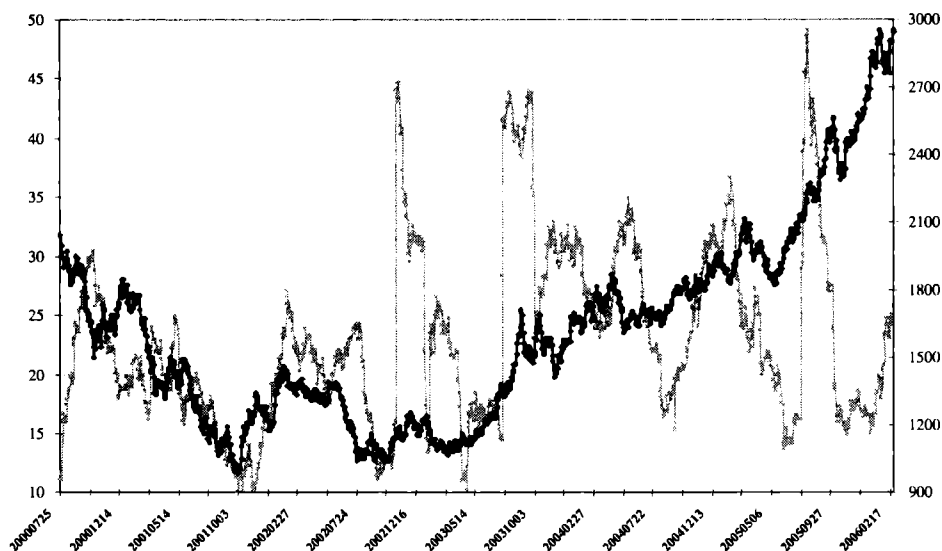
Jak pokazują badania nurtu finansów behawioralnych, w analizie rynków finansowych niezmiernie istotne jest uwzględnienie „czynnika ludzkiego”. Klasyczna wycena aktywów opiera się bowiem na kilku metodach, takich jak np. metoda DCF polegająca na wyznaczeniu wartości przypadającej na jedną akcję na podstawie wartości bieżącej strumienia wolnych przepływów pieniężnych. Możliwe jest także zastosowanie metody porównawczej, która polega na porównaniu wskaźników firmy ze wskaźnikami firm podobnych. Metoda DCF polega na pewnym uproszczeniu przyszłości i w zależności od emocji panujących na rynku może spowodować zawyżenie (w przypadku hossy) lub zaniżenie (w przypadku bessy) przyszłych oczekiwań w stosunku do analizowanej firmy. Skutkiem takiego stanu rzeczy jest seria rekomendacji pozytywnych w postaci zaleceń kupna akcji w przypadku, gdy na rynku indeksy zyskują na wartości. Jeśli zaś na rynku przeważają spadki, to większość rekomendacji wydawanych przez instytucje finansowe zaleca sprzedaż lub przynajmniej powstrzymanie się od kupowania aktywów. Jak pokazują badania rynków rozwiniętych, a także analiza rekomendacji na rynku polskim, zalecenia analityków nie są wolne od obciążeń związanych ze zmianami wartości indeksów.

Jak zatem zbadać emocje panujące na rynku? Jednym ze sposobów jest tworzenie różnego rodzaju indeksów i wskaźników. Jednym z nich jest np. WIGOMETR, który informuje uczestników rynku o przewadze optymistów lub pesymistów wśród uczestników rynku, takich jak np. analitycy, maklerzy, doradcy inwestyjni. Wskaźnik ma informować inwestorów o przewidywaniach co do zmian indeksu na koniec następnego tygodnia. Jak pokazują badania autora, trafność wskazań WIGOMETRU dla okresu styczeń 2003-luty 2006 wyniosła zaledwie 40%.

Jak jednak ukazać zmiany poziomu emocji w przypadku rekomendacji i zaleceń kupna bądź sprzedaży akcji? Nie ma instytucji rynku finansowego, która tworzyłaby jakieś indeksy rekomendacji czy też wskaźniki optymizmu analityków. Z pomocą przychodzi portal internetowy Bankier.pl. Portal ten od lipca 2000 r. oblicza Wskaźnik optymizmu analityków. Wskaźnik ten liczony jest na podstawie zsumowanej liczby rekomendacji wystawionych przez biura maklerskie i inne instytucje dokonujące analiz i wycen. Jest to wskaźnik zaliczany do grupy wskaźników optymizmu. Każdej pojawiającej się na rynku rekomendacji nadawany jest znacznik odpowiedni do rekomendacji w zależności od jej treści, tzn. rekomendacja neutralna/kupna/sprzedaży. Rekomendacja kupna dostaje wskaźnik pozytywny.

Wskaźnik optymizmu analityków jest obliczany jako stosunek liczby rekomendacji pozytywnych do wszystkich rekomendacji dostępnych w bazie rekomendacji.

Niedogodnością tego wskaźnika jest to, iż część rekomendacji odtajniona jest dopiero po kilku, kilkunastu czy nawet kilkudziesięciu dniach od publikacji, zatem jego wskazania mogą nie odzwierciedlać faktycznego stanu rynku. W bazie danych wskaźnika brakuje również kilku wartości wskaźnika, co jednak nie powinno wpłynąć na ogólny obraz uzyskany na poniższym wykresie.



Rys. 1. Wartości WIG20 (skala prawa) oraz wskaźnika WOA w okresie lipiec 2000-marzec 2006
Źródło: opracowane własne na podstawie danych [5; 6].

Jak pokazano na rys. 1, wyniki wskaźnika potwierdzają pewną prawidłowość, a mianowicie – liczba rekomendacji kupna (zazwyczaj, gdyż mało kto każe sprzedawać) zwiększa się w miarę wzrostu wartości giełdowych indeksów. Zauważalne jest opóźnienie zaleceń analityków w stosunku do indeksu giełdowego w przypadku zaleceń zarówno kupna, jak i sprzedaży akcji. Zaletą tego prostego w konstrukcji wskaźnika jest to, iż pozwala on w prosty sposób zobrazować poziom nastrojów na rynku, a tym samym, podobnie jak WIGOMETR, ostrzec nas przed możliwymi zmianami wartości indeksów w przyszłości. Nagły, szybki przyrost pozytywnych rekomendacji na całym rynku w odpowiedzi na występujące od jakiegoś czasu wyższe wartości indeksów powodować może wzrost ryzyka wystąpienia korekty. Jak łatwo zaobserwować to na rys. 1, tak stało się w większości przypadków. Podobnie jest w przypadku korekt na rynku kapitałowym. Spadające wartości indeksów giełdowych powodują (z opóźnieniem) zmniejszenie liczby pozytywnych rekomendacji i drastyczny spadek WOA. To, według strategii kontrariańskiej, powinno być wystarczającym powodem do zainteresowania się zakupem akcji, gdyż dość często w takiej sytuacji wskaźnika WOA indeksy giełdowe zyskują na wartości.

4. Indeksy rekomendacji

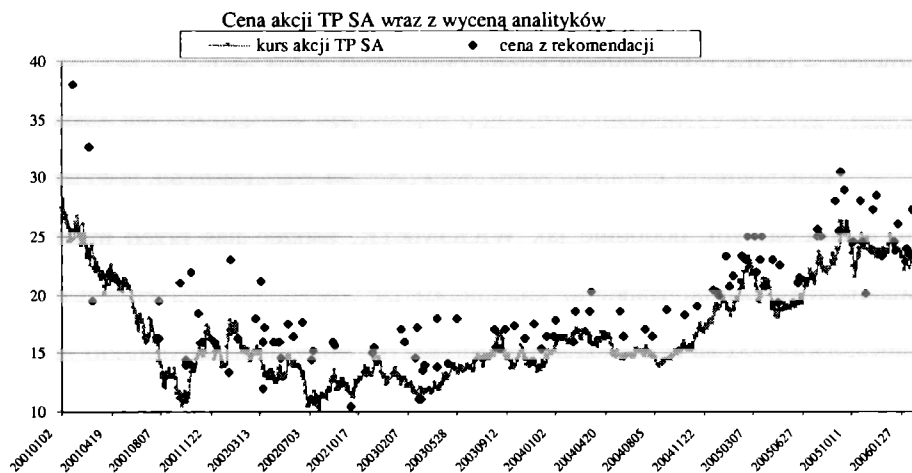
Jednym ze sposobów badania rekomendacji dotyczących konkretnej spółki jest zestawienie wszystkich rekomendacji wraz z osiągniętymi stopami zwrotu w okresie objętym rekomendacją. Jest to jednak trudne zadanie, ponieważ konieczne jest zapoznanie się z każdą rekomendacją, a dostępne w serwisach internetowych dane historyczne dość często zawierają jedynie datę rekomendacji oraz zalecenie kupna czy też sprzedaży bez podania horyzontu czasowego. Gdyby dane takie były dostępne, możliwe byłoby stworzenie tzw. indeksów rekomendacji.

Indeks rekomendacji jest roczną średnią kroczącą z tygodniowych wartości, które przyporządkowano opublikowanym rekomendacjom. Rekomendacji „kupuj” przyporządkowuje się liczbę 5, „trzymaj” otrzymuje 4, neutralne rekomendacje otrzymują wartość 3, „redukuj” oznaczamy jako 2, „sprzedaj” otrzymuje 1. Uzyskane wyniki nanosimy na wykres kursu akcji i dokonujemy analizy wzajemnych relacji.

Niedogodności tego rodzaju analizy są takie, że część instytucji posługuje się jedynie skalą 3-stopniową (kupuj/neutralnie/sprzedaj), niektóre zaś pięciostopniową.

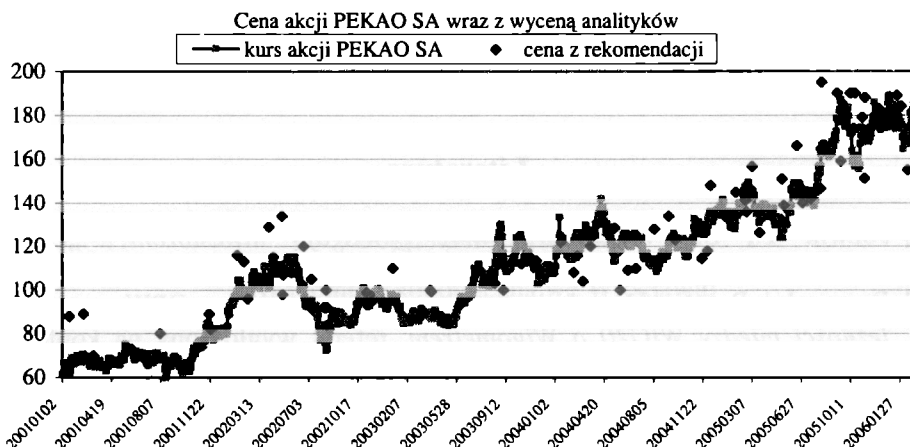
Można dokonać jednak innej analizy, a mianowicie część rekomendacji zaopatrzona jest w wycenę akcji. Naniesienie na jednym wykresie kursu akcji, którą analizujemy wraz z wartościami, jakie pojawiały się w historii rekomendacji, pozwala na zaobserwowanie pewnych prawidłowości. Jedyną trudność tej analizy polega na tym, że wyceny akcji pojawiały się w rekomendacjach dopiero w ostatnich latach.

Na rysunku 2 zaprezentowano kurs akcji Telekomunikacji Polskiej wraz z wycenami pochodzącymi z rekomendacji. W przypadku tej spółki dysponowano największą bazą danych, poza tym spółka ta jest pod stałą obserwacją instytucji krajowych i zagranicznych.



Rys. 2. Cena akcji TP SA oraz wycena wynikająca z rekomendacji w okresie styczeń 2001-luty 2006
Źródło: opracowane własne na podstawie danych z portali biur maklerskich.

Podobne wyniki zanotowano dla innych dużych spółek wchodzących w skład indeksu WIG20, m.in. dla PEKAO SA.



Rys. 3. Cena akcji PEKAO oraz wycena wynikająca z rekomendacji w okresie styczeń 2001-luty 2006
Źródło: opracowanie własne na podstawie danych z portali biur maklerskich.

Na rysunkach 2 i 3 zauważalne jest podążanie wycen pochodzących z rekomendacji za kursem akcji. W przypadku akcji Telekomunikacji Polskiej zauważalne jest to, iż ponad 65% rekomendacji opatrzonych wyceną dotyczyło rekomendacji „kupuj”, a tylko 7% opatrzonych było zaleceniem „sprzedaj”. Takie dopasowywanie się (lecz z opóźnieniem) wycen spółek dokonywanych przez analityków dość dobrze pokazuje emocje, jakie panują na rynku kapitałowym. Pochodną tego jest zachowanie się wskaźnika WOA, który może zostać wykorzystany w strategiach inwestowania kontrariańskiego.

5. Podsumowanie

Niniejsze badanie dotyczyło jedynie małego wycinka problematyki związanej z rekomendacjami wydawanymi przez biura maklerskie i jest wstępem do dalszych badań, których tematyką są finanse behawioralne. Dokonanie szerszej analizy tematu kontynuowane będzie w kolejnych etapach prac.

Po wstępnej analizie problematyki tematu można wyciągnąć i zanotować pewne wnioski, a mianowicie, rekomendacje maklerskie nie są wolne od „obciążenia emocjonalnego”. Zauważalny jest wpływ emocji na wydawane rekomendacje, które „podążają” za kursami akcji czy wartościami indeksów, a reakcja ta następuje z opóźnieniem. Wyniki decyzji inwestycyjnych podejmowanych na podstawie rekomendacji przemawiają na niekorzyść analityków rynkowych. Dość często ich wyceny odbiegają od wartości, jakie uzyskały akcje i indeksy w przyszłości. Powoduje to, iż nawet jeśli rekomendacja była poprawna, to jednak przyszła wartość

akcji znacznie różniła się od tej, która wynikała z wyceny. Sytuacja taka może stać się zachętą do zastosowania strategii kontrariańskich.

Problemem polskiego rynku rekomendacji jest to, iż są one wydawane niesystematycznie oraz to, iż większą wagę uczestnicy rynku przywiązują do analiz publikowanych przez zagraniczne banki inwestycyjne.

Literatura

- [1] Jóźwik T., *Czy regulacje zawsze pomagają inwestorom?*, „Parkiet”, 26.07.2005.
- [2] Porcenałuk P., *Oczekiwania i nastroje w inwestowaniu na GPW – analiza zależności między WIG20 a Wigometrem*, referat wygłoszony na konferencji „Rynek Kapitałowy – Skuteczne Inwestowanie”, 5-7 kwietnia 2006.
- [3] Shefrin H., *Beyond Greed and Fear. Understanding Behavioral Finance and Psychology of Investing*, Harvard Business School Press, 2000.
- [4] Sosnowski K., „Sprzedaj” czy „kupuj” – oto jest pytanie, „Parkiet”, 26.07.2005.
- [5] www.bankier.pl.
- [6] www.parkiet.com.pl.
- [7] Zaleśkiewicz T., *Psychologia inwestora giełdowego*, Gdańskie Wydawnictwo Psychologiczne, Gdańsk 2003.
- [8] Zaremba A., *Ile są warte zalecenia specjalistów?*, „Parkiet”, 17.01.2006.

THE ANALYSIS OF THE ANALYSTS' SENTIMENT INDEX – INTRODUCTION

Summary

WOA – the sentiment index is a tool supporting investment process. This kind of index should be a powerful tool to increase the value of our portfolio. The conclusion from the analysis is that WOA index effectiveness is small. Similar results are observed on other financial markets. The main problem is that recommendations are biased and influenced by some psychological elements like hope and fear. It means that we can observe more positive recommendations on growing market (which are higher than present market value) and more negative recommendations (which are lower than present market value) when the market value falls. In general more than 50% of the recommendations generate loss.