

1

Piotr Zielonka
DM BANKU HANDLOWEGO

Trzeci raz z rzędu na podium, w tym roku wygrał bezapelacyjnie. Jego pracę doceniła ponad połowa inwestorów instytucjonalnych, którzy łącznie przyznali mu 59 punktów. Wśród czterech branż, którymi się zajmuje, największy potencjał widzi w sektorze konsumpcyjnym i takich firmach jak LPP, Eurocash czy NG2



Ranking analityków – w czołówce bez zmian

Nowym królem krajowych analityków został Piotr Zielonka z DM Banku Handlowego, podobnie jak przed rokiem najlepszy zespół analityczny ma DI BRE Banku – wynika z ocen działających na krajowym rynku instytucji zarządzających pieniędzmi

Tomasz Józwik

Drugi rok z rzędu czołówka rankingu analityków jest taka sama: obok Piotra Zielonki na podium znalazł się Paweł Burzyński z DM BZ WBK, zeszłoroczny zwycięzca, trzecie miejsce utrzymał Arkadiusz Chojnacki z **Ipopemy**. Kolejność zespołów analitycznych jest identyczna jak przed rokiem, choć tym razem DI BRE Banku pokonał **Ipopemę** nieco wyraźniej. Trzeci ponownie był DM BZ WBK. Jednocześnie wyniki portfeli, które przeliczyliśmy na podstawie reko-

mendacji wydawanych przez domy maklerskie, po raz kolejny udowadniają, że trafne prognozowanie punktów zwrotnych na rynku nie jest mocną stroną specjalistów od zaglądania w przyszłość.

Żaden portfel w trakcie jesiennego załamania nie wypadł istotnie lepiej niż WIG. Nikomu nie udało się zredukować strat przynajmniej o połowę w stosunku do zachowania indeksu jesienią ubiegłego roku. W analizowanym dwuletnim okresie tylko dwa portfele – sporządzone na podstawie rekomendacji DM Banku

Handlowego i KBC Securities – były na plusie. WIG stracił w tym samym czasie 6 procent.

W tym roku przedstawiliśmy do oceny asset menedżerom rekordowo długą listę 128 analityków zatrudnionych w 24 biurach. Jednak branża maklerska jest jedną z pierwszych, do której dotarło spowolnienie.

– W 2011 roku po raz pierwszy zdarzyło się, że podstawowe pensje w branży nie wzrosły, a premie były znacznie niższe niż w 2010 roku – mówi Leszek

Fibakiewicz, head hunter z firmy Capital Search International. Jeszcze w przedkryzysowych czasach standardem było dodatkowe wynagrodzenie na poziomie 100–200 proc. podstawowej rocznej płacy, najlepsi otrzymywali w formie bonusów trzykrotność całorocznych wynagrodzeń. – W 2011 roku najlepsi otrzymali premie przekraczające 50 proc. rocznych zarobków – dodaje Leszek Fibakiewicz.

Ograniczenie premii – przynajmniej w Polsce – nie ma nic wspólnego ze społecznym oburzeniem na zbyt wysokie zarobki w branży finansowej. To wynik gorszej sytuacji finansowej biur maklerskich. Spadek cen akcji, zmniejszenie przelewów do OFE, odpływ pieniędzy z TFI, zamrożenie rynku pierwotnego – te czynniki sprawiły, że rok 2011 był dla biur maklerskich gorszy niż 2008, który upłynął pod znakiem głębokiej bessy. Dodatkowo po jesiennym tąpnięciu istotnie obniżyły się obroty i poprawy w tym zakresie nie przyniósł nawet początek 2012 roku, bardzo udany pod względem skali wzrostów. W styczniu i lutym wartość sesyjnego handlu akcjami była o 10 procent niższa niż przed rokiem.

Łączny zysk brokerów działających na krajowym rynku, z działalności podstawowej, wyniósł w 2011 roku 144 mln zł, wobec 342 mln zł rok wcześniej, i był najmniejszy od ośmiu lat. Przychody spadły o 7 proc., podczas gdy koszty zwiększyły się o 8 procent.

NAJLEPSI ANALITYCY*

miejsce (ub.r.)	analityk	suma punktów	liczba głosów	branża	biuro maklerskie
1 (2)	Piotr Zielonka	59	14	budownictwo, deweloperzy, użyteczność publiczna, dobra konsumpcyjne	DMBH
2 (1)	Paweł Burzyński	35	8	ropa i gaz, chemia, rolnictwo, biotechnologia	DM BZ WBK
3 (3)	Arkadiusz Chojnacki	33	9	budownictwo, dobra konsumpcyjne (zwykłe), deweloperzy (komercyjni), użyteczność publiczna	Ipopema Securities
4 (11)	Sobiesław Pająk	20	5	strategia, media i rozrywka, technologie informatyczne (oprogramowanie i usługi)	IDMSA
5 (4)	Kamil Kliszc	16	6	ropa i gaz, chemia, użyteczność publiczna	DI BRE Banku
6 (21)	Michał Marczak	14	5	strategia, telekomunikacja, górnictwo i metale	DI BRE Banku
6 (-)	Marta Jeżewska	14	3	banki	Credit Suisse
8 (16)	Iza Rokicka	13	4	banki i finanse	DI BRE Banku
9 (6)	Milena Olszewska	11	5	technologie informatyczne, dobra konsumpcyjne, użyteczność publiczna	ING Securities
9 (-)	Tomasz Duda	11	3	górnictwo i metale	Ipopema Securities
11 (19)	Andrzej Powierża	9	3	banki i finanse	DM BH
12 (-)	Piotr Dzięciołowski	8	3	użyteczność publiczna, ropa	Credit Suisse
12 (-)	Piotr Łopaciuk	8	3	budownictwo, użyteczność publiczna	Erste Securities Polska
14 (24)	Artur Iwański	7	3	górnictwo i metale, materiały budowlane	DM PKO BP
15 (9)	Marcin Gątarz	5	3	przemysł, górnictwo i metale, dobra konsumpcyjne (podstawowe), rolnictwo	UniCredit CAIB Poland

*Zespoły zarządzające aktywami wskazywały 5 analityków, którzy najbardziej pomogli im w pracy w ostatnich 12 miesiącach i przyznawali im od 1 do 5 punktów. Ankiety przeprowadziliśmy między 27 lutego i 5 marca 2012 roku. Ranking uwzględnia głosy 25 instytucji. 0 miejscu poszczególnych analityków w rankingu decydowała suma zdobytych punktów. Prezentujemy analityków, którzy zebrali przynajmniej trzy oceny

– Ten rok nie zapowiada się wcale lepiej – przyznaje Michał Marczak, szef działu analiz w DI BRE Banku. Mimo to jego zespół powiększył się o jedną osobę. – Konkurencja w branży jest bardzo silna, nie możemy sobie pozwolić, żeby zostać w tyle. Jednak w tej chwili nie planujemy zatrudniania kolejnych osób – dodaje.

Dwie nowe osoby pojawiły się także w IDMSA i DM BZ WBK. Trzy wymienione biura i UniCredit CAIB (także przybył jeden etat) utrzymują najliczniej-

sze, ośmioosobowe działy analiz. Nie licząc KBC Securities, który z warszawskiego biura obsługuje cały region Europy Środkowo-Wschodniej.

Do gry mocno wszedł także DM PKO BP, którego szeregi zasilili Artur Iwański z Erste Securities, Włodzimierz Giller z DM Banku Handlowego i Jaromir Szortyka z DB Securities. W ciągu roku dział analiz powiększył się z trzech do siedmiu osób.

– To jest bardzo dobry moment na zbudowanie zespołu, zwłaszcza jeśli, ➔



2

Paweł Burzyński DM BZWBK

Głosy od ośmiu instytucji dały Pawłowi Burzyńskiemu 35 punktów i drugie miejsce w naszym rankingu. Zajmuje się pisaniem strategii, ocenia firmy paliwowe, chemiczne, biotechnologiczne i rolnicze.

Właśnie w tych dwóch ostatnich sektorach dostrzega największy potencjał, choć nie jest optymistą, jeśli chodzi o perspektywę szerokiego rynku akcji: według Burzyńskiego w tym roku WIG20 powinien spaść do 1700 punktów

tak jak w naszym przypadku, biuro ma solidne wyniki finansowe – uważa Artur Iwański, szef działu analiz. – Teraz wydajemy rekomendacje dla 30 firm, docelowo chcemy oceniać 60–80 spółek i jeszcze będziemy zwiększać zatrudnienie.

Ekspansja zaczyna przynosić efekty: w lutym 2012 r. DM PKO awansował na trzecie miejsce pod względem udziału w obrotach akcjami (w 2011 r. znajdował się na siódmym miejscu). W naszym rankingu zespół przesunął się ledwie z 14. na 13. miejsce, ale oceny inwestorów instytucjonalnych istotnie się poprawiły.

Nie obyło się też bez zwolnień: po jednym miejscu pracy ubyło w zespołach analitycznych Credit Suisse i DM Banku Handlowego. Zaskoczeniem może być zwłaszcza redukcja zatrudnienia w tym pierwszym biurze, które dopiero w zeszłym roku na dobre rozkręciło działalność w Polsce i w niektórych okresach było liderem pod względem udziału w obrotach akcjami. Jest pochodną strat poniesionych w 2011 r. przez grupę Credit Suisse i związanego z nimi cięcia kosztów, w wyniku którego bank zwolnił 3,5 tys. pracowników, w tym o 30 proc. ograniczył zatrudnienie na rynkach wschodzących. Dwuosobowy dział ana-

liz zamknął także Copernicus Securities.

– W porównaniu z sytuacją na rynkach zagranicznych polska bankowość inwestycyjna to w dalszym ciągu zielona wyspa – podsumowuje Fibakiewicz.

Ranking analityków opiera się na odpowiedzi na pytanie: „Który analityk najbardziej pomógł państwu w pracy w ostatnich 12 miesiącach?”. Jest ono zadawane krajowym firmom zarządzającym funduszami emerytalnymi, inwestycyjnymi, działom asset management i ubezpieczycielom, którzy w swojej ofercie mają produkty kapitałowe. Każdy ankietowany zespół zarządzający miał prawo wskazać pięć osób i przy-

Michał Marczak, szef działu analiz DI BRE Banku, ma prawo być zadowolony – jego zespół obronił pozycję lidera rankingu



dzielić im od 5 do 1 punktu. Otrzymaliśmy 27 odpowiedzi, w tym dwie wypełnione nieprawidłowo, które anulowaliśmy. Ponad połowa instytucji wśród najbardziej pomocnych analityków wymieniła Piotra Zielonkę z DM Banku Handlowego. Dzięki temu Zielonka, po trzecim miejscu w 2010 roku, drugim w rankingu zeszłorocznym, tym razem został zwycięzcą.

– Nie należę do analityków piszących obszerne raporty, zdecydowanie preferuję bezpośredni kontakt z klientami – tak swoją pracę charakteryzuje Zielonka.

Znów udało mu się pokonać besse – wygrał ranking, choć notowania w branży budowlanej i deweloperskiej, dwóch z czterech, którymi się zajmuje, praktycznie przez cały zeszły rok spadały. Ostatecznie obydwa indeksy branżowe straciły ponad 50 proc., ponad dwa razy więcej niż WIG.

– Teoretycznie firmy budowlane zrobiły się tanie, jeśli spojrzeć na wskaźniki wyceny, ale jednocześnie mają ujemne przepływy gotówkowe z działalności operacyjnej. Nie widzę w tej branży potencjału – mówi Piotr Zielonka.

Wyjątki to Budimex i Elektrobudowa, dla których analityk DMBH utrzymuje od dłuższego czasu rekomendacje kupna. Mimo że obecnie zaleca także kupno trzech z czterech ocenianych przez siebie spółek energetycznych (Enea, Tauron, Kogeneracja), ma wątpliwości co do przyszłości tego sektora w dłuższej perspektywie.

– Odkładany od dawna program inwestycyjny wreszcie się rozkręca i wiele wskazuje na to, że po jego zakończeniu będziemy mieli nadpodaż energii na rynku, co doprowadzi do spadku cen – uważa Zielonka.

Najkorzystniej ocenia perspektywy spółek handlujących dobrami konsumpcyjnymi, którymi zajmuje się od zeszłego ro-

ku. – LPP pokazało, że potrafi prowadzić zagraniczną ekspansję, Eurocash udowodnił, że może się szybko rozwijać i poprzez wzrost organiczny, i poprzez przejęcia. W ciągu kilku lat ma szansę awansować z drugiego na pierwsze miejsce w kraju w handlu artykułami FMCG – ocenia Zielonka.

Do listy perspektywicznych firm dodaje także NG2, ale zastrzega, że ta spółka musi jeszcze nauczyć się zdobywać rynki zagraniczne. Cechą wspólną wszystkich trzech przedsiębiorstw jest zrozumiały model biznesowy, doświadczony management i bardzo rzetelne sprawozdania finansowe.

Zeszłoroczny zwycięzca, Paweł Burzyński z DM BZ WBK, tym razem zajął drugie miejsce. W porównaniu z poprzednim rankingiem zdobył o połowę mniej punktów i połowę mniej wskazań. Surowsza ocena może wynikać z wyjątkowo pro wzrostowego nastawienia Burzyńskiego, który prognozował, że w 2011 r. WIG20

NAJSŁABIEJ OD OŚMIU LAT

144
mln PLN

zarobiły w 2011 roku na podstawie działalności biura maklerskie.

Ale analitycy mogą spać spokojnie – silna konkurencja nie pozwala brokerom zmniejszać działów analiz

skończy na poziomie 3,3 tys. punktów, tymczasem po jesiennym załamaniu na ostatniej sesji grudnia miał wartość 2144 punktów.

– Rzeczywiście należałem do największych optymistów na rynku, ale tylko na początku roku. Zakładałem pozytywny scenariusz, pod warunkiem jednak że amerykańska Rezerwa Federalna w miejsce wygasającego drugiego programu luzowania ilościowego płynnie przejdzie do trzeciego etapu, a tak się nie stało –

wyjaśnia Burzyński. W tym roku należy do największych pesymistów i zakłada, że WIG20 spadnie w okolice 1,7 tys. punktów. – Nie mówię, że taka będzie wartość indeksu na koniec roku, ale na tym poziomie WIG20 może się znaleźć w trzecim kwartale.

Mimo to dla wielu spółek, które ocenia, Burzyński utrzymuje rekomendacje kupna.

– Spółki, które mają szansę dobrze wypaść właściwie w każdym scenariuszu, powinny spełniać pięć warunków: mieć unikalny produkt, nie powinny być nadmiernie zadłużone, działać w branży o wysokiej barierze wejścia, płacić dywidendę i być potencjalnym obiektem przejęć – wylicza Burzyński. – Najbliżej spełnienia wszystkich tych warunków są firmy działające w sektorze medycznym.

Utrzymuje także pozytywne nastawienie w odniesieniu do firm rolniczych (IMC, Agroton, KSG Agro, Ovostar) ze względu na wciąż niskie wyceny. Słabo natomiast widzi przyszłość sektora ➔

paliwowego – dla Lotosu i PKN Orlen utrzymuje rekomendacje sprzedaj – którego zyski zjadają nieracjonalnie wysokie ceny ropy.

Pesymistą jest także

Arkadiusz Chojnacki, szef działu analiz w **Ipopemie**, który trzeci rok z rzędu znalazł się w naszym rankingu na trzecim miejscu.

– W tym roku zyski spółek nie wzrosną, więc wprowadzie ich wyceny są niskie, ale trudno wskazać przyczyny, dla których notowania miałyby pójść w górę – mówi Chojnacki. – Właściwie wszystkie większe ruchy cen w górę w ostatnich trzech latach związane były ze zwiększaniem płynności w sektorze finansowym przez banki centralne, a ta droga wydaje się zbliżać do końca – dodaje.

Także u podstaw ostatniej zwyżki, w wyniku której GPW miała najlepsze otwarcie roku od pięciu lat, legła interwencja Europejskiego Banku Centralnego.



Arkadiusz Chojnacki Ipopema Securities

Głosy od dziewięciu instytucji finansowych dały Arkadiuszowi Chojnackiemu 33 punkty i po raz trzeci z rzędu trzecie miejsce w naszym rankingu. Kierowany przez Chojnackiego dział analiz **Ipopemy** obronił drugie miejsce w rankingu zespołowym. Zdaniem analityka ten rok nie będzie dla inwestorów łatwy, ale przyszyły zapowiada się jeszcze trudniej. Na koniec roku WIG20 powinien wrócić do poziomu, z którego startował

Ale prawdopodobieństwo, że dobra koniunktura utrzyma się do końca roku, jest niewielkie.

– W drugiej połowie roku zaznaczy się regres w wydatkach konsumpcyjnych, wygasać będą inwestycje infrastrukturalne, będziemy też już po mistrzostwach Europy – wylicza Chojnacki. – Na razie większość uważa, że to bieżący rok będzie najcięższy dla gospodarki, ale odnoszę wrażenie,

że w miarę upływu czasu konsensus będzie się przesuwiał w kierunku roku 2013 jako najgorszego dla Polski – wyjaśnia swoje pesymistyczne nastawienie.

W gronie analizowanych przez siebie spółek analityk **Ipopemy** nie potrafi też wskazać takich, które właściwie przy każdym scenariuszu rynkowym dają szansę na przyzwoite stopy zwrotu. W zeszłym roku stawił na PGNiG, i to był dobry strzał, kurs akcji poszedł bowiem w górę o 15 procent na spadkowym rynku. Wprowadzenie jednak przez rząd podatku od węglodorów negatywnie odbije się na zyskach firmy,

ograniczając tym samym szansę na dalszy wzrost kursu akcji.

– Że nie dzieje się dobrze w budownictwie i branży deweloperskiej, właściwie nie trzeba przekonywać, bo to widać gołym okiem. A spółki zajmujące się sprzedażą detaliczną, którym też wystawiam rekomendacje, choć wyglądają solidnie, to zrobiły się drogie – dodaje Arkadiusz Chojnacki.

W rankingu zespołów inwestorzy instytucjonalni oceniali działalność analityków w czterech kategoriach: kompleksowość oferty, profesjonalizm, jakość raportów i ich przydatność. Każdy głosujący miał prawo ocenić wszystkie biura, z którymi współpracował w ostatnich 12 miesiącach, przyznając im oceny od 1 do 5 w każdej z kategorii. DI BRE był w tym roku jedynym biurem, dla którego średnia ocen przekroczyła 4 punkty, i w porównaniu z szeszciorocznymi wynikami powiększył przewagę nad **Ipopemą**. Wprowadzie żaden przedstawiciel DI BRE nie znalazł się na podium w rankingu indywidualnym, ale w szerokiej czołówce pojawiło się trzech specjalistów z tego biura. W tym po raz trzeci z rzędu ocierający się o podium Kamil Kliszcz i zapomniany w szeszciorocznym rankingu szef działu analiz

RANKING DZIAŁÓW ANALIZ BIUR MAKLERSKICH*

miejsce (w zeszłym roku)	biuro	średnia ocena (pkt)	liczba ocen	udział w obrotach (proc.) ¹	kompleksowość oferty (pkt) ²	profesjonalizm (pkt)	jakość (pkt) ³	przydatność (pkt) ⁴
1 (1)	DI BRE Banku	4,14	23	5,3	4,3 (1)	4,0 (3)	4,3 (1)	4,0 (1)
2 (2)	Ipopema Securities	3,98	24	8,3	3,9 (3)	4,2 (1)	3,9 (2)	3,9 (3)
3 (3)	DM BZ WBK	3,96	21	8,1	4,2 (2)	3,8 (5)	3,9 (3)	4,0 (2)
4 (5)	DMBH	3,80	18	11,5	3,6 (5)	4,1 (2)	3,7 (5)	3,7 (4)
5 (4)	ING Securities	3,71	19	8,9	3,7 (4)	3,9 (4)	3,8 (4)	3,6 (5)
6 (9)	IDMSA	3,51	18	0,8	3,5 (6)	3,5 (6)	3,7 (6)	3,4 (6)
7 (6)	Wood & Company	3,25	17	4,6	3,2 (8)	3,3 (7)	3,3 (8)	3,2 (7)
8 (7)	UniCredit CAIB Poland	3,17	16	3,2	3,0 (11)	3,2 (9)	3,5 (7)	2,9 (11)
9 (8)	DB Securities	3,15	18	4,2	3,3 (7)	3,2 (11)	3,2 (12)	3,0 (10)
10 (10)	Banco Espirito Santo	3,11	18	2,0	2,9 (13)	3,3 (7)	3,2 (9)	3,0 (8)
11 (11)	Erste Securities Polska	3,11	19	1,3	3,0 (11)	3,2 (10)	3,2 (10)	3,0 (8)
12 (13)	Millennium Dom Maklerski	3,03	16	1,5	3,2 (9)	3,1 (12)	3,1 (13)	2,8 (14)
13 (14)	DM PKO BP	3,01	19	4,9	3,1 (10)	3,0 (13)	3,2 (11)	2,8 (13)
14 (-)	Trigon DM	2,86	19	0,6	2,7 (14)	2,8 (15)	3,1 (14)	2,9 (12)
15 (12)	KBC Securities	2,76	14	5,6	2,6 (15)	3,0 (13)	2,9 (15)	2,5 (15)
16 (15)	DM BDM	2,52	12	0,6	2,6 (16)	2,5 (16)	2,6 (16)	2,4 (16)

*Inwestorzy instytucjonalni oceniali departamenty analiz biur maklerskich, z którymi współpracowali w ostatnich 12 miesiącach (z wyjątkiem brokerów z tej samej grupy kapitałowej). Ranking uwzględnia odpowiedzi 27 instytucji. Badanie zostało przeprowadzone w okresie 27 lutego–5 marca 2012 roku. Wynik w każdej kategorii to średnia arytmetyczna z otrzymanych ocen. Ostateczny wynik to średnia arytmetyczna z wyników każdej z czterech kategorii. Prezentujemy biura, które otrzymały min. 10 ocen. Legenda: ¹ udział w obrotach (sesyjnych) akcjami na GPW w 2011 roku; ² liczba spółek i sektorów, dla których przygotowywane są analizy; dostęp do analityków; inne produkty: makro, prognozy zysków, portfele modelowe itp.; ³ walory estetyczne (czytelność, przejrzystość itp.); dotyczy wszystkich produktów wydawanych przez dział analiz; ⁴ walory merytoryczne (trafność wniosków i spostrzeżeń, dokładność prognoz itp.). W nawiasach podajemy miejsce, które biuro zajęło w danej kategorii

invest

WIRTUALNA GIEŁDA

24

PROFESJONALIŚCI NIE POMOGLI

W ostatnich dwóch latach rynek nie rozpieszczał inwestorów. Wydawać by się mogło, że w takiej właśnie sytuacji jedynym ratunkiem przed utratą kapitału jest skorzystanie z rady profesjonalistów. Za takich powszechnie uważani są pracownicy biur maklerskich, a w szczególności osoby odpowiedzialne za zarządzanie działem analitycznym i wydawanie rekomendacji rynkowych. Jak jednak wynika z przeprowadzonych obliczeń, tylko 5 na 11 portfeli inwestycyjnych, sporządzonych na podstawie rekomendacji wydawanych przez poszczególne biura, osiągnęło w latach 2010–2011 wynik lepszy niż obrazujący koniunkturę na szerokim rynku indeks WIG. Co gorsza, na plusie znalazły się zaledwie dwa portfele, co stawia analityków w niezbyt przychylnym świetle i dodatkowo podważa sens korzystania z tego typu porad, często bardzo kosztownych.

Na rynku nie ma prostych sposobów na szybkie i pozbawione ryzyka zbudowanie fortuny. Nawet najbardziej doświadczeni gracze czy osoby uważające się za profesjonalistów popełniają błędy, ważne jednak, żeby wyciągać z nich wnioski. Wydaje się, że bessa się skończyła, może więc warto spróbować swoich sił na giełdzie samodzielnie?

Dawid Augustyn
analityk Invest24.pl

Invest24.pl to niezależny portal finansowy skierowany zarówno do początkujących, jak i zaawansowanych inwestorów giełdowych. Głównym narzędziem serwisu jest Wirtualna Gra Giełdowa – symulator wiernie odwzorowujący proces inwestycyjny na GPW.

Dawid Augustyn:

– Portfele przeliczone na podstawie rekomendacji nie wystawiają analitykom dobrego świadectwa



Michał Marczak. Różnica między drugim i trzecim miejscem, które zajął DM BZ WBK, była minimalna. Największy postęp zrobił IDMSA, który przesunął się o trzy pozycje w górę, dostał też o 10 proc. lepsze oceny.

Ostatnim elementem oceny pracy analityków są wyniki portfeli przeliczone zgodnie z rekomendacjami wydanymi przez poszczególne biura w ostatnich dwóch latach (metodologia pod tabelą). Pokazują one, że inwestowanie według rekomendacji nie jest dobrym pomysłem.

Średni (przeciętny) wynik wszystkich portfeli to -8,3 procent (-7,5 procent), co jest gorszym wynikiem niż 6-procentowa strata WIG w tym czasie. Maksymalne obsunięcie, rozumiane jako spadek wartości portfela od maksimum do dołka korekty, wahało się od 19 do 33 procent. Biorąc pod uwagę, że dla indeksu WIG ten parametr ryzyka wyniósł -29 proc., to słabe osiągnięcie. Na podstawie wyników portfeli możemy co

najwyżej stwierdzić, z którego biura analitycy mają trochę lepsze wycucie rynku.

Najlepszy wynik miał portfel DM Banku Handlowego, który jako jedyny osiągnął zysk zauważalnie wyższy od zera. Zwycięstwo jest pochodną najmniejszego

spadku wartości portfela w trakcie załamania notowań jesienią zeszłego roku. Niespodziewanie na drugim miejscu znaleźli się specjaliści z KBC Securities, którym także udało się uniknąć straty (nominalnie). Niespodziewanie, gdyż i cały zespół, i jego poszczególni członkowie nie cieszą się uznaniem inwestorów instytucjonalnych. Po raz kolejny dobrze spisali się **Ipopema**, poprzednio

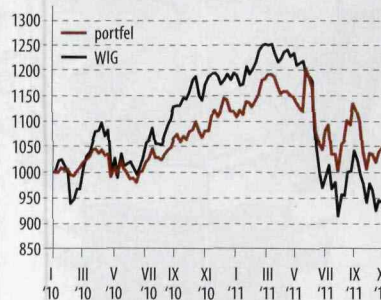
najlepsza w tej kategorii. Pozostałe biura z czołówki wypadły odwrotnie niż w zeszłym roku: BRE słabiej, DM BZ WBK lepiej.

Jedno jest pewne: lepiej analiz nie czytać wcale, niż ograniczać się jedynie do przyswojenia zawartych w nich rekomendacji. **1**

PRZEGRALI TYLKO Z INFLACJĄ

Portfel przeliczony na podstawie rekomendacji DM DH przyniósł 5-proc. zysk w latach 2010–2011. To wynik lepszy od indeksu WIG, słabszy od inflacji.

portfel DM Banku Handlowego na tle WIG (początek 2010 = 1000 pkt)



Źródło: obliczenia własne

WYNIKI PORTFELI PROWADZONYCH NA PODSTAWIE REKOMENDACJI

biuro	stopa zwrotu *	liczba spółek **	liczba rekomendacji **	miesiące z zyskiem (proc.)	średnia miesięczna stopa zwrotu (proc.)	maks. miesięczna stopa zwrotu (proc.)	min. miesięczna stopa zwrotu (proc.)	maks. obsunięcie kapitału (proc.)
DMBH	4,9	57	235	65,2	0,2	1,8	-1,3	-19,4
KBC Securities	0,5	56	269	68,2	0,9	6,1	-4,5	-28,6
Ipopema Securities	-2,1	68	251	62,5	0,9	6,5	-3,8	-30,4
DM BZ WBK	-2,5	66	161	63,6	1,2	7,2	-2,7	-29,7
IDMSA	-4,2	75	281	58,3	0,6	5,0	-4,8	-29,2
DB Securities	-7,5	41	216	59,1	0,7	6,0	-6,0	-26,1
UniCredit CAIB	-7,7	59	424	63,6	0,6	4,7	-6,8	-31,1
DI BRE Bank	-9,3	75	510	70,6	0,5	5,8	-3,6	-34,2
Millennium DM	-13,0	69	233	77,3	0,7	6,5	-9,9	-32,7
DM AmerBrokers	-22,0	-	-	42,1	0,1	1,8	-0,9	-30,7
Banco Espirito Santo	-28,0	34	109	52,6	0,0	4,3	-6,3	-32,9

*Stopa zwrotu od 1 stycznia 2010 do 31 grudnia 2011 r. ** Liczba ocenianych spółek i wydanych rekomendacji od 1 stycznia 2010 do końca 2011 roku. Transakcje zawieraliśmy według następujących zasad: rekomendacja pozytywna sprawiała, że kupowaliśmy akcje za jedną dwudziestą wartości portfela. Obniżenie rekomendacji do neutralnej oznaczało redukcję pozycji o połowę, zalecenie negatywne kończyło transakcję. Sprzedawaliśmy także poszczególne akcje, jeśli od ostatniej pozytywnej rekomendacji upłynęło 12 miesięcy. Od każdej transakcji płaciliśmy 0,35-proc. prowizję. Jeśli posiadaliśmy niezredukowaną pozycję w akcjach danej spółki, to rekomendację pozytywną ignorowaliśmy, przypisując jedynie pozycję świeższą datę. Rekomendacja pozytywna w sytuacji, gdy wcześniej zredukowaliśmy pozycję o połowę, powodowała, że uzupełniliśmy ją do 1/20 wartości portfela. Transakcje zawieraliśmy po cenie otwarcia sesji, następnego dnia po wydaniu rekomendacji. Albo sprzedawaliśmy akcje na otwarciu, a kupowaliśmy na zamknięciu, jeśli jednego dnia zmuszeni byliśmy jednocześnie zredukować jedno pozycje i otwierać inne. Dywidendy i prawa poboru powiększały wartość portfela. Źródło: obliczenia własne przy współpracy z Invest24.pl