

Od redaktora...

Witam serdecznie!

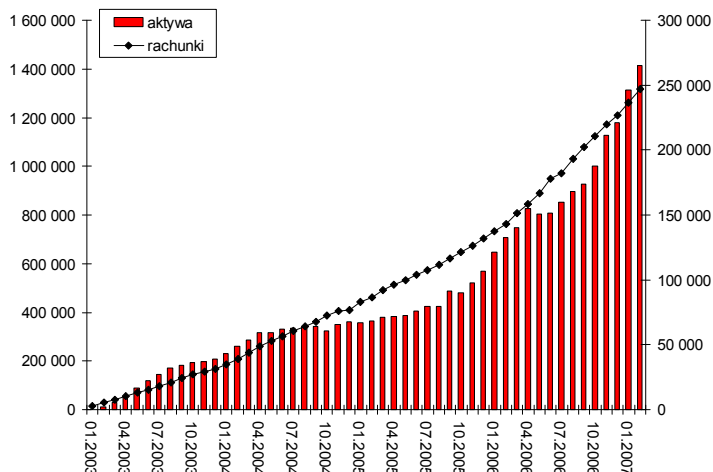
Oddaję w Wasze ręce kolejny numer Biuletynu Inwestycyjnego mBanku. W tym miesiącu zapraszam do lektury tradycyjnych pozycji, aktualności i najświeższej analizy rynku, a także materiałów, które po raz pierwszy przygotowali dla nas **analitycy TFI SKARBIEC**. Rekomendacje analityków SKARBCA w pewnym stopniu pokrywają się z oceną sytuacji giełdowej mojego autorstwa, ale mam nadzieję, że da to Wam możliwość szerszego spojrzenia na rynek i wyciągnięcia prawidłowych wniosków dla własnych inwestycji. Opinie specjalistów warto znać, jednak wnioski najlepiej wysnuwać samodzielnie. Jako inwestorzy sami ponosimy odpowiedzialność za nasze pieniądze.

Z inwestorskim pozdrowieniem,

Maciej Witkowski

Aktualności

Informacje o wysokości aktywów i liczbie rachunków – SFI, eMAKLER



Wartość aktywów Supermarketu Funduszy Inwestycyjnych wyniosła na koniec lutego br. **1,41 mld zł**, a liczba Klientów korzystających z usługi przekroczyła **246 tys.** Największym udziałem w aktywach SFI mogły pochwalić się odpowiednio: TFI SKARBIEC (1), DWS (2) oraz Legg Mason (3).

Liczba rachunków maklerskich Klientów mBanku przekroczyła na koniec lutego **41 tys.**, a tegoroczne obroty szybko zbliżają się do **1 mld zł**. W akcjach i obligacjach klienci zgromadzili do dziś ponad **380 mln zł**.

Nowe fundusze w Supermarkecie FI

Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami oferta funduszy oferowanych przez mBank po raz kolejny uległa rozszerzeniu. W lutym mBank rozpoczął dystrybucję funduszy **AIG Parasol Podatkowy**, natomiast już w marcu br. – **PZU SFIO Funduszy Zagranicznych**. Zarówno jedna jak i druga oferta mieści się w kategorii funduszy parasolowych (*umbrella funds*) i obejmuje w przypadku AIG aż 12 subfunduszy zagranicznych i krajowych, natomiast w przypadku PZU trzy subfundusze inwestujące w fundusze zagraniczne.

Niewątpliwą zaletą obu propozycji jest **korzyść podatkowa** dla Klienta. W odróżnieniu od zwykłych funduszy otwartych, fundusz typu *umbrella* nie pobiera od Klientów podatku dochodowego w momencie konwersji jednostek pomiędzy subfunduszami. Oznacza to, że dopóki utrzymujemy swoją inwestycję w ramach parasola, fiskus nie zabierze nam pieniędzy. Zapłata podatku jest odroczone, a 19% naszych zysków nadal pracuje w kolejnym funduszu. Oczywiście na koniec inwestycji podatek trzeba będzie zapłacić.

W drugiej połowie marca planowane jest wdrożenie jeszcze jednego nowego funduszu – **SKARBIEC Ochrony Kapitału**. Ponadto cały czas trwają testy wdrożeniowe zarówno dla **World Investment Opportunity Fund** jak również **TFI PKO**. Drugie z wymienionych TFI planujemy udostępnić Klientom do końca marca br., natomiast w przypadku WIOF testy są o wiele bardziej skomplikowane z uwagi na konieczność zaangażowania zagranicznego Agenta Transferowego i mogą się przedłużyć.

eMAKLER – koniec zleceń na CeTO, daytrading co raz bliżej

W związku ze śladowym zainteresowaniem rynkiem CeTO wśród Klientów mBanku, podjęliśmy decyzję o **zaprzestaniu przyjmowania zleceń dla akcji notowanych na tym parkiecie** z początkiem kwietnia 2007 roku. Prawdopodobna data zaprzestania przyjmowania zleceń Internetowych to **9-10 kwietnia** br. Wszyscy Klienci CeTO otrzymają stosowne komunikaty w serwisie transakcyjnym mBanku, a w odniesieniu do osób, które w późniejszym terminie nadal będą posiadały akcje z CeTO, będziemy przyjmowali zlecenia sprzedaży poprzez **mLinie**.

Jednocześnie chcielibyśmy poinformować, że prace informatyczne związane z wprowadzeniem funkcjonalności **zwrotów prowizji za transakcje jednodniowe (daytrading)** zbliżają się ku końcowi. Klienci będą mogli skorzystać z usługi tuż po świętach Wielkiej Nocy.

Analiza rynku akcji – po sesji 12.03.2007

Rzut oka na analizę z 20 lutego 2007 r.

W ostatniej aktualizacji analizy rynku podkreślałem, że większa przecena na rynku jest nieuchronna i nastąpi w najbliższym czasie. Odradzałem gonienie rynku i próby odkupywania sprzedanych wcześniej akcji czy funduszy, gdyż uważałem, że popytowej strony rynku nie było stać na więcej niż uciulanie kolejnych 50-60 punktów na indeksie.

Przedstawiony przeze mnie scenariusz w dużym stopniu sprawdził się i obecnie jesteśmy w trakcie korekty spadkowej, która sprowadziła najważniejszy indeks warszawskiego parkietu z poziomu **3549** pkt (szczyt z 1 lutego br.) na **3173** pkt (wartość WIG20 w najniższym punkcie korekty, tj. 7 marca br.).

Co dalej?

W porównaniu ze swoim rekordowym zamknięciem WIG20 ma mniej o 376 pkt, co przekłada się na 10,59% straty. W sposób naturalny pojawia się pytanie, czy mamy do czynienia z końcem korekty, czy jednak po odbiciu, które miało miejsce 7 i 8 marca br., nastąpi jeszcze jedna fala spadkowa?

Odpowiedź, jak to zwykle przy analizie rynku bywa, może być tylko subiektywna.



Spójrzmy na dzienny WIG20. Jesteśmy obecnie w fazie odbicia po pierwszej fali spadków. Krótkoterminowa dominacja niedźwiedzi na parkiecie zakończyła się na poziomie **3173** pkt, który praktycznie pokrywa się ze średnioterminową linią trendu wzrostowego, poprowadzoną przez dołki z dnia 17 maja 2005 oraz 14 czerwca 2006 roku. Oznacza to, że wsparcie spełniło swoje zadanie.

Poniedziałkowa i wtorkowa sesja pogorszyły obraz rynku w krótkim okresie, ale spadki, które miały miejsce w ciągu dnia, zostały częściowo odrobione na koniec sesji. Ostatecznie zamknięcie na poziomie 3249 pkt niczego nie wyjaśniło i nie rozwiązało najważniejszych wątpliwości.

Jednocześnie 6 marca br. na wykresie RSI (10, 30, 70) mieliśmy wyraźny sygnał kupna, polegający na przecięciu od dołu przez linię oscylatora poziomu 30. Jeśli jednak spojrzymy na historię korekty z maja 2006 roku, to tam również już po pierwszej fali

spadkowej RSI wygenerował sygnał kupna, który okazał się przedwczesny.

Inny z popularnych oscylatorów, MACD, nie potwierdza na razie sygnału wygenerowanego przez RSI, ale i tu widać jednak gotowość do dania kupującym zielonego światła.

Obecnie mamy jedynie możliwość obserwowania ostatnich lokalnych dołków i szczytów. Jeśli środowa sesja zakończy się ponad poziomem **3288** pkt, szanse byków na koniec korekty wzrosną. Jeśli będziemy mieli spadki (jak na razie WIG20 traci 2,2%), kluczowe będzie obserwowanie poziomu ostatniego lokalnego dna oraz wspomnianej już linii trendu.

Wykres tygodniowy



Tygodniowy wykres WIG20 daje o wiele więcej szans stronie **podażowej** rynku. Na wykresie tym widać wyraźnie, że do sytuacji, jaka miała miejsce w trakcie majowej korekty w roku 2006 jest jeszcze bardzo daleko. Sama strata punktowa indeksu jest daleko mniejsza, a oscylator RSI jest jeszcze daleko od poziomu wykupienia, którego osiągnięcie stworzyłoby korzystną sytuację do nabycia papierów w średnim terminie. Dodatkowo na wykresie tygodniowego MACD w dniu 2 marca br. pojawił się wyraźny sygnał **sprzedaży**, który na wykresie w układzie tygodniowym ma swoją wyraźnie negatywną wymowę – identyczna sytuacja miała miejsce po pierwszej fali ubiegłorocznej korekty.

Rynek technologiczny



Rynek technologiczny znajduje się w analogicznej fazie jak WIG20, z tą drobną różnicą, że 22 lutego br. zdołał jeszcze ustanowić nowy lokalny szczyt, w przeciwieństwie do WIG-u 20.

Korekta na indeksie TECHWIG zabrała jak na razie bykom 9,27%, a więc jest to wartość bardzo porównywalna z WIG20. Różnica między indeksami polega na tym, że w przypadku TECHWIG-u oscylator RSI nie wygenerował jeszcze sygnału kupna. Nie zrobił tego również MACD. Podczas poniedziałkowej i wtorkowej sesji technologia zachowywała się lepiej niż indeks 20 największych spółek. Trudno jest jednak wyciągać jakiegokolwiek dodatkowe wnioski z analizy tego indeksu, ponieważ jego zachowanie jest tym razem mocno zbieżne z WIG20.

Podsumowanie

Obraz wynikający z wykresów tygodniowych oraz porównanie do korekty majowej jest jednoznacznie negatywny i wskazywałby jednak na drugą falę spadkową. Potwierdzeniem tego kierunku jest póki co przebieg sesji środowej, na której WIG20 zachowuje się bardzo źle.

Z drugiej strony na wykresach dziennych widać było krótkoterminowe symptomy poprawy nastrojów. Doskonałym wsparciem okazała się średnioterminowa linia trendu wzrostowego i na pewno niedźwiedzim będzie bardzo trudno ją pokonać. Jak zatem się zachować?

Najlepszym jak dotąd momentem do kupna było oczywiście tymczasowe dno korekty, okres od 5 do 7 marca br. Jeśli ktoś w tym czasie kupił papiery, nie powinien wykonywać żadnych nerwowych ruchów, dopóki indeks WIG20 nie zejdzie poniżej ostatniego minimum. Jeśli tak się zdarzy, wtedy należy szybko uciąć straty, ponieważ kolejna fala spadków może mieć zasięg zbliżony do pierwszej i będzie czas na tańsze zakupy.

Inwestorzy, którzy jeszcze nie odkupili swoich pozycji w moim przekonaniu mogą powoli zacząć napełniać swoje portfele, ale pamiętając, że ryzyko kolejnej fali jest obecnie bardzo duże i może się okazać, że będzie jeszcze czas na tańsze zakupy. Oczywiście równie dobrze rynek może niespodziewanie przyspieszyć, a wówczas wyczekujący zostaną z niewielką pozycją, skazani na mniejszy zarobek – oczywiście dla inwestorów jest to sytuacja mało komfortowa, ale w niektórych okolicznościach rynkowych lepszy jest mniejszy zysk, niż większa strata. Nie zawsze da się w miarę obiektywnie przewidzieć, jaki kierunek obierze rynek, ponieważ symptomy negatywne i pozytywne pozostają we względnej równowadze.

Życzę wszystkim jak najwyższych zysków!

Maciej Witkowski

Uwaga: poglądy wyrażone w niniejszym Biuletynie są tylko i wyłącznie indywidualną oceną rynku dokonaną przez ich autora i nie są zaproszeniem do zakupu lub sprzedaży jakichkolwiek papierów wartościowych. Nie stanowią także rekomendacji.

TFI SKARBIEC – rekomendacje dla rynku akcji i obligacji

1. Akcje

Makrootoczenie jest pozytywne dla inwestycji w akcje, ale większość z ważnych elementów, które należy wziąć pod uwagę, rozpatrując długoterminowe inwestycje w akcje, jest znana od dawna. Są to:



- bardzo korzystne otoczenie makroekonomiczne (wzrost PKB, niska inflacja i stopy procentowe, wzrost inwestycji, konsumpcji). W 2007 r. oczekiwany jest wzrost PKB nawet około 6%, z dobrą perspektywą w latach kolejnych,
- bardzo dobre wyniki przedsiębiorstw często najlepsze w historii,
- napływ kapitału inwestycyjnego po wejściu Polski do UE i wzrost znaczenia rynku,
- dalszy wzrost aktywów TFI, związany z wyższą wiedzą społeczeństwa o alternatywnych formach oszczędzania (też niska atrakcyjność lokat bankowych), na koniec lutego aktywa TFI wyniosły 107,7 mld zł,
- dalszy wzrost aktywów OFE,
- budżet UE na lata 2007-2013, z którego wynika, że Polska w postaci różnych dotacji z przeznaczeniem na m.in. inwestycje infrastrukturalne otrzyma ponad 60 mld euro. Wysokość dotacji powinna spowodować kilkuletnią koniunkturę gospodarczą, szczególnie w branży budowlanej. Wstępne szacunki wskazują, że spowoduje to wzrost PKB o około 2,5 punktu procentowego rocznie.
- niska wartość podaży na rynku pierwotnym ze strony Skarbu Państwa (efekt „wąskiego naczynia” – pojawiające się oferty pierwotne są niskiej wartości i na razie nie są w stanie zaspokoić napływającego kapitału, brak dużych prywatyzacji).

Pomimo powyższych argumentów, sprzyjających inwestycjom w akcje, należy wziąć pod uwagę:

- chęci do inwestowania na Emerging Markets ze strony inwestorów międzynarodowych wyraźnie spada,
- relatywnie wysokie ceny akcji – wskaźnik cena do zysku na poziomie 25 dla szerokiego rynku z wyłączeniem spółek surowcowych, dla spółek najmniejszych, o największym ryzyku ponad 40,
- Indeks CBR (odzwierciedlający rynek towarów, gdzie ceny surowców takich jak miedź i ropa mają kluczowe znaczenie), który wskazuje na załamaniu notowań. To zaś może świadczyć o odwróceniu trendu wzrostowego. Ceny spółek surowcowych są w dużej mierze odpowiedzialne za wzrosty indeksów, szczególnie na emerging markets,
- fakt, że Polska jest najdroższym rynkiem wśród wschodzących. EPS-y (wyniki przedsiębiorstw) nie nadążają za wzrostem wartości giełdowych spółek,

- obecnie istnieje poważne ryzyko wzrostu inflacji i podwyżki stóp procentowych, które zwiększą atrakcyjność inwestycji bezpiecznych i jednocześnie obniżają wyceny spółek oparte o dyskontowane przepływy pieniężne. Wskaźnik przyszłej inflacji w lutym wzrósł o 2 punkty procentowe (najwięcej od jesieni 2003 r.). Bardzo wysoki wzrost płac w przedsiębiorstwach,
- opublikowane dotychczas wyniki za IV kwartał charakteryzują się niską dynamiką, często ujemną, wiele spółek koryguje prognozy w dół (21 spółek – od 4 lat nie było takiego zjawiska),
- udział akcji w portfelach OFE i TFI na historycznie najwyższych poziomach (OFE styczeń br. – 35,4%, TFI – około 50%),
- ryzyko wypłat z TFI, które rośnie wraz z oczekiwanymi przez nas wzrostami inflacji i stóp procentowych,
- liczne transakcje sprzedaży przez osoby mające najlepszy dostęp do informacji o przyszłości spółki, w której pracują lub zasiadają w jej radzie nadzorczej, tak zwanych *insiders*,
- wzrost podaży na rynku pierwotnym. Szacuje się, że na GPW zadebiutuje w tym roku około 70 nowych spółek.

Mając na uwadze powyżej wymienione czynniki wystawiamy rekomendację „**trzymaj**”, co oznacza, że mamy neutralne nastawienie do rynku. Pragniemy również zauważyć, że coraz trudniej jest znaleźć kolejne argumenty „za”, natomiast przybywa argumentów, które zdecydowanie podnoszą ryzyko inwestycji w akcje. W minionym miesiącu pojawiły się:

- bardzo wysoka dynamika płac w przedsiębiorstwach (7,8% w ujęciu rok do roku),
- wskaźnik przyszłej inflacji w lutym br. wzrósł o 2 punkty procentowe (najwyższy wzrost od jesieni 2003 r.),
- dużo transakcji sprzedaży akcji przez wspomnianych już *insiders*.

Po raz pierwszy od czterech lat spółki giełdowe opublikowały 23 korekty w dół dotyczące prognoz finansowych na rok 2006 (według szacunków własnych blisko 8% wszystkich notowanych i do 15% publikowanych)

Uważamy, że rynek jeszcze nie doszedł do „przegrzania się” i napływ pieniędzy na giełdę będzie stopniowo „wypychać” ceny akcji w górę.

2. Dług

Obecnie na rynku długu mamy do czynienia z niewielkimi wahaniami cen obligacji. Obserwowana konsolidacja w zakresie 5,15-5,25 w rentowności na papierach 10-letnich oraz 4,85-5,00 na papierach 5-letnich związana jest z wyczekiwaniem na posunięcia Rady Polityki Pieniężnej (RPP). Choć rynek obligacji jest przekonany o potrzebie podwyżki stóp w nadchodzących miesiącach (w ankiecie przeprowadzonej przez agencję Reuters 10 z 16 ekonomistów prognozuje wzrost stóp w 2007 roku, pozostali wskazują rok 2008), większość w Radzie mają zwolennicy tak zwanej „gołębiej polityki”.

W tym tygodniu ukażą się ważne dane dotyczące inflacji (konsensus rynkowy na poziomie 1,9%) oraz wzrostu płac (oczekiwania kształtują się na poziomie 6,9%). Jeśli dane te odchyliłyby się istotnie w górę w stosunku do oczekiwań, byłby to istotny argument dla RPP, przemawiający za decyzją o podwyżkach. Naszym zdaniem, jeśli dane o podwyżce płac będą rosły szybciej niż wydajność gospodarki, wówczas nie można wykluczyć pierwszej podwyżki już w kwietniu br.

Należy wziąć pod uwagę, że dotychczasowy brak presji inflacyjnej z dużym prawdopodobieństwem wiązał się z importem niskiej inflacji z krajów o niskim koszcie wytworzenia. Znaczący wzrost płac może spowodować przeniesienie popytu na inne (droższe) grupy produktów. Obecnie mamy do czynienia ze zwiększonym zapotrzebowaniem na materiały budowlane (nie unikniemy wobec tego wzrostu cen), drożeje także benzyna. To wszystko przełoży się z pewnością na wzrost rentowności polskich papierów.

Z drugiej strony należy wspomnieć o czynnikach wspomagających obecnie ceny polskich obligacji:

- oczekujemy w najbliższych dniach kontynuacji umacniania się złotego, głównie za sprawą poprawy nastrojów na rynkach wschodzących oraz na rynkach akcji (konsolidacja złotówki w zakresie 3,85-3,90/ euro),
- drugim czynnikiem jest przewaga w rentowności polskich papierów nad niemieckimi bundami. Rentowność polskich 5-letnich obligacji jest wyższa o ok. 100 pkt w stosunku do swojego niemieckiego odpowiednika, a polskie papiery w oczach londyńskich inwestorów, po uwzględnieniu odpowiedniej premii za ryzyko, są inwestycją bardziej opłacalną,
- kolejnym czynnikiem może stać się zapowiadana mniejsza oferta obligacji emitowanych przez Ministerstwo Finansów, co spowodowane jest wyższymi wpływami do budżetu, które zawdzięczamy wysokiemu wzrostowi gospodarczemu (4Q 6,4YoY).

Zalecamy utrzymywanie zaangażowania w fundusze obligacyjne, przy jednoczesnej bacznej obserwacji wyżej opisanych danych.

UWAGA: numery archiwalne biuletynu

Z uwagi na powtarzające się prośby o przesłanie archiwalnych numerów Biuletynu, w szczególności tych zawierających poprzednie części cyklu poświęconego analizie technicznej, informujemy, że **wszystkie numery są dostępne na stronach mBanku pod adresem:**
<http://www.mbank.com.pl/przewodnik/biuletyny.html>

Jak uruchomić usługi inwestycyjne (SFI, eMAKLER) w mBanku

- 1. Jeżeli jesteś posiadaczem eKONTA możesz:**

- zadzwonić do mLinii i aktywować usługę (otrzymasz pocztą oświadczenie SFI lub umowę maklerską, które należy podpisać i odesłać do nas)

- pobrać dokumenty ze stron mBanku (www.mbank.com.pl/inwestycje): oświadczenie SFI lub umowę maklerską w formie PDF, wypełnić i wysłać na adres:

**mBank,
Bankowość Detaliczna
BRE Banku SA**
Wydział Operacji
Bankowych
Skrytka Poczтовая 2108
90-959 Łódź.

2. Jeżeli nie masz eKONTA:

Możesz otworzyć eKONTO dzwoniąc na mLinie lub wypełniając internetowy formularz na stronach www.mbank.com.pl

Oświadczenie umożliwiające aktywację SFI zostanie standardowo dołączone do umowy o prowadzenie rachunku eKONTO, natomiast z umową maklerską musisz poczekać do otwarcia rachunku eKONTO (wówczas postępuj zgodnie z pkt 1).

**Biuletyn przygotował
Maciej Witkowski
mBank**

**Jeśli masz pytania lub sugestie dla autora
Biuletynu pisz:**

maciej.witkowski@mbank.com.pl