

## Od redaktora...

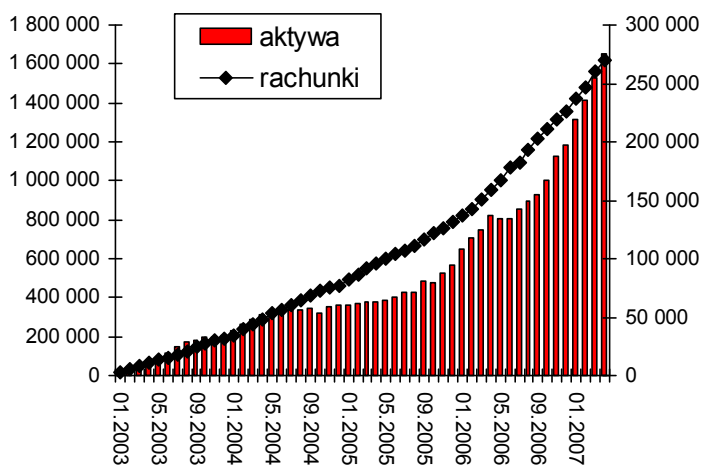
### Witam serdecznie!

Zapraszam do lektury kolejnego numeru biuletynu, który, mam nadzieję, będzie ciekawy i pomocny w podejmowaniu decyzji inwestycyjnych. W tym miesiącu sporo aktualności, analiza rynku, rekomendacje analityków Skarbca, a także, co już powoli staje się tradycją, artykuł zaprzyjaźnionego specjalisty. Tym razem artykuł gościa dotyczy małych i średnich spółek – tematu w ostatnim czasie bardzo nośnego.

Z inwestorskim pozdrowieniem,  
Maciej Witkowski

## Aktualności

### Informacje o wysokości aktywów i liczbie rachunków – SFI, eMAKLER



Kwiecień był kolejnym miesiącem silnego wzrostu zarówno aktywów jak i liczby rachunków funduszy inwestycyjnych w mBanku. Obecnie wśród mKlientów mamy już ponad 269 tysięcy użytkowników SFI, którzy zgromadzili na rejestrach ponad 1,7 mld zł aktywów netto.

W usłudze eMAKLER kwiecień zakończył się również dynamicznym wzrostem. Otwarto 5400 nowych rachunków maklerskich (łącznie jest ich obecnie już 51,9 tysiąca). Zanotowaliśmy ponadto historyczny rekord wysokości obrotów, wykonanych w jednym miesiącu przez naszych klientów – 737,6 mln zł. Jeszcze w grudniu 2006 roku miesięczny wolumen obrotów wynosił niewiele ponad 100 mln zł. Mamy nadzieję, że zmiany cenowe, jakie wprowadziliśmy w usłudze przyczynią się do dalszego wzrostu wolumenu obrotów.

## Daytrading w eMAKLERZE – już dostępny!

Począwszy od 15 maja br. w usłudze eMAKLER pojawiła się istotna zmiana cenowa, w odniesieniu do transakcji dziennych (tzw. daytrading). W uproszczeniu **transakcje, które są otwierane i zamykane tego samego dnia, podlegają obniżeniu prowizji.** Niższa prowizja nie jest naliczana od razu, z uwagi na to, że system dopiero po zamknięciu transakcji może zakwalifikować ją jako daytrading. W związku z tym obniżka prowizji realizowana jest poprzez zwrot zapłaconej przez klienta prowizji na rachunek eKONTO. Zwroty te będą w odniesieniu do transakcji dziennych **dokonywane raz w tygodniu, we środę, po zamknięciu i rozliczeniu sesji (godziny wieczorne i nocne).**

Obniżona stawka prowizji dla transakcji dziennych wynosić będzie **0,25%** (liniowa, bez prowizji minimalnej 5 zł) i będzie pobierana (zgodnie z obowiązującym na rynku standardem) od jednej z dwóch wykonanych transakcji (kupna lub sprzedaży). Prowizja 0,25% dotyczy zawsze transakcji o niższej wartości.

**Uwaga!** Usługa nie wymaga od klienta żadnych dodatkowych czynności czy formalności. Samo wykonanie transakcji zakwalifikowanych jako daytrading powoduje automatycznie zwrot nadwyżki prowizji.

Więcej szczegółów na temat pobierania prowizji od transakcji dziennych wraz z przykładami zamieszczono na stronach internetowych mBanku, pod adresem:

<http://www.mbank.com.pl/inwestycje/emakler/daytrading.html>

## eMAKLER – niższe stawki za notowania ciągłe – zaoszczędź nawet 1000 zł rocznie!

Po obniżeniu stawki prowizji za transakcje dzienne mBank zdecydował się uczynić kolejny krok na drodze uatrakcyjnienia swojej oferty dla klientów najaktywniejszych, korzystających z drogich notowań ciągłych w zakresie 5 najlepszych ofert.

Dotychczas na notowania w zakresie 5 ofert można było uzyskać maksymalnie zniżkę 50%, realizując kwartalnie min. 300 tys. zł obrotu. Podstawowa cena abonamentu wynosiła rocznie 1068 zł.

Obecnie, jeśli klient usługi eMAKLER wykona w ciągu kwartału obrót o wartości min. 1 mln zł, notowania ciągłe w zakresie 5 ofert będzie mógł aktywować  **darmo**. Nowe stawki obowiązują od 17 maja i dotyczą tylko nowo zawieranych abonamentów na notowania ciągłe.

## Wkrótce nowe fundusze w SFI mBanku

Supermarket funduszy mBanku po raz kolejny rozszerzy swoją ofertę funduszy. Do wejścia na platformę SFI gotowe jest już SFM Group (**World Investment Opportunity Fund**), który zaoferuje 17 funduszy denominowanych w złotych, inwestujących i zarządzanych przez zagraniczne firmy inwestycyjne. Więcej szczegółów o funduszach SFM już wkrótce na stronach mBanku.

W ramach poszerzania oferty przez obecne na platformie SFI Towarzystwa, SKARBIEC TFI zaoferuje wkrótce fundusz **SKARBIEC SEKTORA NIERUCHOMOŚCI FIO** – fundusz inwestujący głównie w spółki sektora nieruchomości, budownictwa oraz materiałów budowlanych i wykończeniowych.

## Uwaga! Likwidacja funduszy DWS USD Obligacji oraz DWS Rynku Pieniężnego!

Informujemy, że DWS TFI SA od dnia 28 maja br. rozpocznie likwidację dwóch swoich funduszy - **DWS Polska FIO USD Obligacji** oraz **DWS Polska Rynku Pieniężnego**. W związku z tym prosimy klientów posiadających wyżej wymienione fundusze o zlecenie **do godziny 15:00 dnia 25 maja br.** odkupienia jednostek likwidowanych funduszy lub ich konwersji do innego funduszu DWS.

Jest to niezmiernie ważne, ponieważ Klienci, którzy nie dokonają wyboru w wyznaczonym terminie odzyskają zainwestowane środki dopiero **po przeprowadzeniu przez TFI likwidacji**. Termin zakończenia procesu nie został określony, ale praktyka wskazuje, że może on trwać nawet ponad miesiąc.

## Analiza rynku akcji – po sesji 16.05.2007

### Niedźwiedzie w końcu świętują

Zgodnie z przewidywaniami szczyt z 20 kwietnia (3649 pkt) nie był ostatnim akcentem byków. Popyt zdołał jeszcze zaatakować maksimum i wybić się nieco wyżej, osiągając **3697 pkt** na zamknięciu 4 maja. Było to jak dotąd najwyższe zamknięcie indeksu WIG20 w historii GPW oraz historii tej fali hossy.

Korekty spodziewało się wiele osób i również ja podkreślałem, że jest ona bardzo bliska, wielokrotnie podkreślając, że nie powinno się myśleć o napełnianiu portfeli aktywami powiązanymi z akcjami, czy też samymi akcjami. Rynek od pewnego czasu zdradzał symptomy przegrzania i nie warto było ryzykować strat dla 50 czy nawet 100 punktów na indeksie.

Skoro spodziewane nadeszło, pozostaje jeszcze zastanowić się i spróbować odpowiedzieć na pytanie o potencjalny zasięg korekty. To pozwoliłoby umiejscowić na wykresie poziom, przy którym będzie można znowu myśleć o zakupach.

## Wykres dzienny WIG20

Po ustaleniu historycznego maksimum WIG20 rozpoczął drogę na południe. Na zamknięciu śródozajętej sesji osiągnął poziom **3509 pkt, notując 188 pkt straty, licząc od szczytu (5,08%)**. W tym samym czasie niedźwiedzie pokonały pierwszy i najniższy poziom wsparcia na wysokości **3549 pkt** (szczyt z 1 lutego).



Tę stratę należy oceniać póki co jako niewielką. Pamiętajmy, że podczas zeszłorocznej majowej korekty rynku, WIG20 stracił ponad **24%** swojej wartości (ponad 800 pkt), a straty rzędu 3-4% notował na jednej sesji. Możemy zatem powiedzieć, że dotychczasowy przebieg korekty jest bardzo łagodny.

W moim przekonaniu dzieje się tak dlatego, że inwestorzy, dla których korekta z maja ubiegłego roku była pierwszym smakiem strat w giełdowej karierze, dziś nauczyli się już nie sprzedawać akcji zbyt pochopnie. Rok temu wielu żałowało pozbycia się papierów tuż przed końcem korekty, na fali powszechnej paniki.

Kolejne trzy, a właściwie dwa ważne wsparcia znajdują się na następujących poziomach:

- 1) 3429 pkt – szczyt z 18 grudnia 2006
- 2) 3347 pkt – szczyt z 11 maja 2006

Wskazałem dwa, a nie trzy punkty wsparcia, ponieważ na poziomie szczytu z maja 2006 znajduje się również linia trendu wzrostowego (średnioterminowa), poprowadzona przez lokalne minima z czerwca 2006 i maja 2005. Mam wrażenie, że jedno z tych wsparć będzie tym, od którego rozpoczniemy ponowne pięcie się do góry. Dlaczego?

Możliwość wystąpienia takiego scenariusza wskazuje choćby oscylator RSI, który obecnie ma wartość 38 i znajduje się już na prawdę blisko strefy wyprzedania. Wejście w nią będzie sygnałem dla popytu do zaatakowania pozycji podaży.

W przypadku osiągnięcia któregoś z wskazanych poziomów, parametry korekty byłyby następujące:

Wariant	Poziom docelowy	Strata w pkt	Strata w [%]
I	3429	268	7,6%
II	3347	350	9,5%

Z powyższej tabelki jasno wynika, że o korekcie będzie można mówić o tyle, o ile będzie realizowany wariant II.

### Spójrzmy tradycyjnie na wykres tygodniowy...

Sytuacja jest oczywiście podobna do wykresu dziennego, ale większe „wygładzenie” wykresu w takim formacie przynosi nam często dodatkowe istotne informacje. Historyczny szczyt na wykresie tygodniowym uformował się 4 maja (3697 pkt). Spadek sięgnął dotychczas ostatniego lokalnego szczytu z 2 lutego, a kolejne wsparcie to poziom 3298 pkt (lokalny szczyt z 12 maja 2006).



Na wykresie tygodniowym widoczne są wyraźne dywergencje pomiędzy wykresem cenowym a wykresem oscylatora RSI. W dniu 4 maja wykres cen odnotował kolejne lokalne maksimum, natomiast RSI zatrzymał się na poziomie niższym niż 20 kwietnia, kiedy po raz ostatni notował lokalne ekstremum.

Taka sytuacja, powiązana z wartością RSI (ponad 50) mówi nam, że korekta może nie zakończyć się tak szybko, jak wskazywałby na to wykres dzienny. Jest bowiem jeszcze sporo miejsca dla niedźwiedzi, które wykorzystają okazję, by pokazać co potrafią.

### Techwig jednak potwierdza scenariusz „łżejszej” korekty...

Indeks Techwig potwierdza jednak bardziej „byczy” scenariusz korekty. Na wykresie tym również RSI już zbliża się do poziomu wyprzedania, a wykres cen jest relatywnie niedaleko kluczowego wsparcia na poziomie **1258 pkt – szczytu z 7 grudnia 2006 roku**.

Zjawiskiem niepokojącym w przypadku rynku technologicznego jest przebicie od góry linii trendu wzrostowego (długoterminowego).



Sygnal ten, w normalnych warunkach bardzo negatywny, jest jednak nieco zdeprecjonowany, ponieważ analogicznie wykres zachował się w przypadku poprzedniej korekty, łamiąc pierwotnie wytyczony trend (linia przerywana na wykresie). Na pierwszy rzut oka wydaje się zatem, że TECHWIG będzie wkrótce pomagał stronie popytowej w odbudowaniu swojej pozycji.

### Podsumowanie

Trwająca korekta zbliża się obecnie do poziomów, na których rozegra się dalszy obraz rynku. Nie można jeszcze określić w sposób wiarygodny, że na jednym ze wskazanych wsparć spadki zostaną zatrzymane, albo że na pewno to się nie stanie. Suma czynników pozytywnych jest znacząca – zarówno na WIG20 jak i na TECHWIG-u oscylator RSI zbliża się już do poziomu wykupienia, co historycznie patrząc w przypadku tej fali hossy kończyło panowanie niedźwiedzi na parkiecie. Z drugiej strony straty po stronie byków są jeszcze zbyt małe, aby odbudować zdrowy popyt na akcje. Jednocześnie tygodniowy wykres WIG20 wskazuje na możliwą kontynuację spadków.

Suma wspomnianych obserwacji skłania mnie do twierdzenia, że korekta ma bardzo duże szanse zatrzymania się w okolicach poziomu **3350 pkt**, a samo dojście do tego punktu nie będzie tak gwałtowne jak rok temu. Będziemy mieli do czynienia raczej ze stopniowym osuwaniem się indeksów, przerywanym sesjami wzrostu.

W okolicach wspomnianego wsparcia będzie można myśleć o kupowaniu np. funduszy akcji, ale z zachowaniem rozsądku i ostrożności właściwej każdemu punktowi zwrotnemu na rynku. Zawsze bowiem istnieje niebezpieczeństwo przełamania wsparcia i kontynuacji drogi na południe, a należy podkreślić, że na prawdę wiele spółek nie nadaża ze wzrostem zysków za wzrostem cen, co powoduje że wskaźniki P/E są mocno napompowane. Nawet 10% korekta nie zmieni tutaj radykalnie wizerunku rynku. Dopiero kolejne 10-15% spadku spowodowałoby naprawdę realne oczyszczenie i sytuację, w której kupować można by było z zamkniętymi oczami.



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

Otoczenie makro jest pozytywne dla inwestycji w akcje. Większość spośród ważnych elementów, które należy wziąć pod uwagę, rozpatrując długoterminowe inwestycje w akcje, jest znana od dawna. Są to:

1. Bardzo korzystne otoczenie makroekonomiczne (wzrost PKB, niska inflacja i stopy procentowe, wzrost inwestycji, konsumpcji). W 2007 oczekiwany jest wzrost PKB nawet około 6%, z dobrą perspektywą w latach kolejnych.
2. Bardzo dobre wyniki przedsiębiorstw często najlepsze w historii.
3. Napływ kapitału inwestycyjnego po wejściu Polski do UE i wzrost znaczenia rynku.
4. Dalszy wzrost aktywów TFI związany z wyższą wiedzą społeczeństwa o alternatywnych formach oszczędzania (też niska atrakcyjność lokat bankowych), na koniec kwietnia aktywa TFI wyniosły 122,9 mld zł, a szacowane zakupy jednostek uczestnictwa z ekspozycją na akcje 1,7 mld zł.
5. Dalszy wzrost aktywów OFE.
6. 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 EUR. Wysokość dotacji powinna spowodować kilkuletnią koniunkturę gospodarczą, szczególnie w branży budowlanej. Wstępne szacunki wskazują, że spowoduje to wzrost PKB rocznie o około 2,5 punktu procentowego rokrocznie.

Pomimo powyższych argumentów sprzyjających inwestycjom w akcje należy pamiętać o:

1. Chęć do inwestowania na rynkach rozwijających się (*Emerging Markets*) ze strony inwestorów międzynarodowych wyraźnie spada.
2. Relatywnie wysokie ceny akcji – wskaźnik cena do zysku na poziomie 28 dla szerokiego rynku z wyłączeniem spółek surowcowych, dla spółek najmniejszych, o największym ryzyku ponad 40,
3. Na Indeksie CBR (odzwierciedlający rynek towarów, gdzie ceny surowców takich jak miedź i ropa mają kluczowe znaczenie) mamy do czynienia z załamaniem notowań, co może świadczyć o odwróceniu trendu wzrostowego. Ceny spółek surowcowych są w dużej mierze odpowiedzialne za wzrosty indeksów, szczególnie na emerging markets,

4. Polska jest najdroższym rynkiem wśród wschodzących. EPS-y (wyniki przedsiębiorstw) nie nadążają za wzrostem wartości giełdowych spółek,
5. Istnieje poważne ryzyko wzrostu inflacji i podwyżki stóp procentowych, które zwiększą atrakcyjność inwestycji bezpiecznych i jednocześnie obniżają wyceny spółek oparte o dyskontowane przepływy pieniężne. Bardzo wysoki wzrost płac w przedsiębiorstwach, oczekiwania pracowników rosną.
6. Opublikowane wyniki za IV kwartał 2006 charakteryzowały się niską dynamiką, często ujemną, wiele spółek skorygowało prognozy w dół (21 spółek – od 4 lat nie było takiego zjawiska), obiektywnie oceniając, wyniki za I kwartał 2007 r. są znacznie lepsze (często jednak są efektem cieplej zimy).
8. Udział akcji w portfelach OFE i TFI na historycznie najwyższych poziomach (OFE kwiecień – 37,8%, TFI – około 50%).
9. Ryzyko wypląt z TFI rośnie wraz z oczekiwanymi przez nas wzrostami inflacji i stóp procentowych,
10. Bardzo wiele transakcji sprzedaży dokonywanych przez tak zwanych Insiderów, czyli osoby mające najlepszy dostęp do informacji o przyszłości spółki, w której pracują, bądź zasiadają w RN.
11. Rośnie podaż na rynku pierwotnym. Szacuje się, że na GPW zadebiutuje w tym roku około 100 nowych spółek. Pojawiło się kilka naprawdę dużych i bardzo dużych ofert.

Mając na uwadze powyższe czynniki zmieniamy rekomendację na „**redukuj**”, a zmiana jest spowodowana dużą podażą rynku pierwotnego (Immoeast, Orco, JWC). Zmiana oznacza, że schładzamy nasze nastawienie do rynku. Pragniemy również zauważyć, że coraz trudniej jest znaleźć argumenty przemawiające za, natomiast przybywa argumentów, które zdecydowanie podnoszą ryzyko inwestycji w akcje. Oczekiwania dotyczące wysokiej inflacji potwierdzają marcowe dane 2,5% w ujęciu rok do roku.

Wydaje się, że rynek jeszcze potrzebuje odpocząć po marcowo-kwietniowej fali wzrostów.

### 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>

### Znasz Supermarket Funduszy Inwestycyjnych mBanku?

**Jesteś zadowolony z faktu, że korzystasz z najtańszej tego typu usługi na rynku?**

**Sprawdź nasz nowy Supermarket Ubezpieczeń Samochodowych – tutaj też nasze ceny są nie do pobicia...**

<http://www.mbank.com.pl/oferta/ubezpieczenia/samochodowe/>

**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](http://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](http://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](mailto:maciej.witkowski@mbank.com.pl)