

---

**MONITORING  
MAKROEKONOMICZNY**

---

**STUDENCKIE  
KOŁO NAUKOWE**



**F I N A N S Ó W  
I M A K R O E K O N O M I I**

Numer 23

Warszawa, czerwiec 2014

***Polski Bank Centralny powinien być gotów na dalsze obniżki stóp jeśli inflacja pozostanie bardzo niska przez długi czas, albo jeżeli wzrost gospodarczy spowolni w wyniku braku inflacji*** – rekomendował **James Roaf**, szef biura regionalnego MFW na Europę Środkową i Wschodnią podczas prezentacji wyników badań ekspertów Funduszu na temat sytuacji w regionie na seminarium zorganizowanym przez Centrum Analiz Społeczno-Ekonomicznych (CASE). Podniesienie prognozy wzrostu gospodarczego do 2,3% w 2014, wobec 1,2% w roku poprzednim, to główne przesłanie najnowszego raportu Międzynarodowego Funduszu Walutowego nt. Europy Środkowej, Wschodniej i Południowowschodniej (*ang. CESEE – Central, Eastern, and Southeastern Europe*). Kontrybucja poszczególnych komponentów nie jest homogeniczna. W krajach Południowo – Wschodnich (SEE), widać w dalszym ciągu dominujący udział eksportu, kraje Środkowo – Wschodnie (CEE) zawdzięczają wzrost popytowi wewnętrznemu oraz eksportowi, natomiast dwa największe kraje regionu - Rosja oraz Turcja to przykłady gospodarek, opierających się w dużym stopniu na popycie wewnętrznym. Bezpieczniej na region patrzą rynki finansowe. Spadają rentowności obligacji skarbowych większości krajów, z wyjątkiem rosyjskich, tureckich i ukraińskich. Rośnie udział inwestycji portfelowych, spadają inwestycji bezpośrednie. Głównymi ryzykami pozostają przedłużające się słabe ożywienie w strefie euro, napięcia geopolityczne oraz zmienność na globalnych rynkach finansowych. Niepokojąco wyglądają także finanse publiczne, gdzie średnio dla regionu udział długu zewnętrznego w relacji do PKB w okresie 2008 – 2012 wzrósł, zwiększając ekspozycję na ryzyko kursowe.

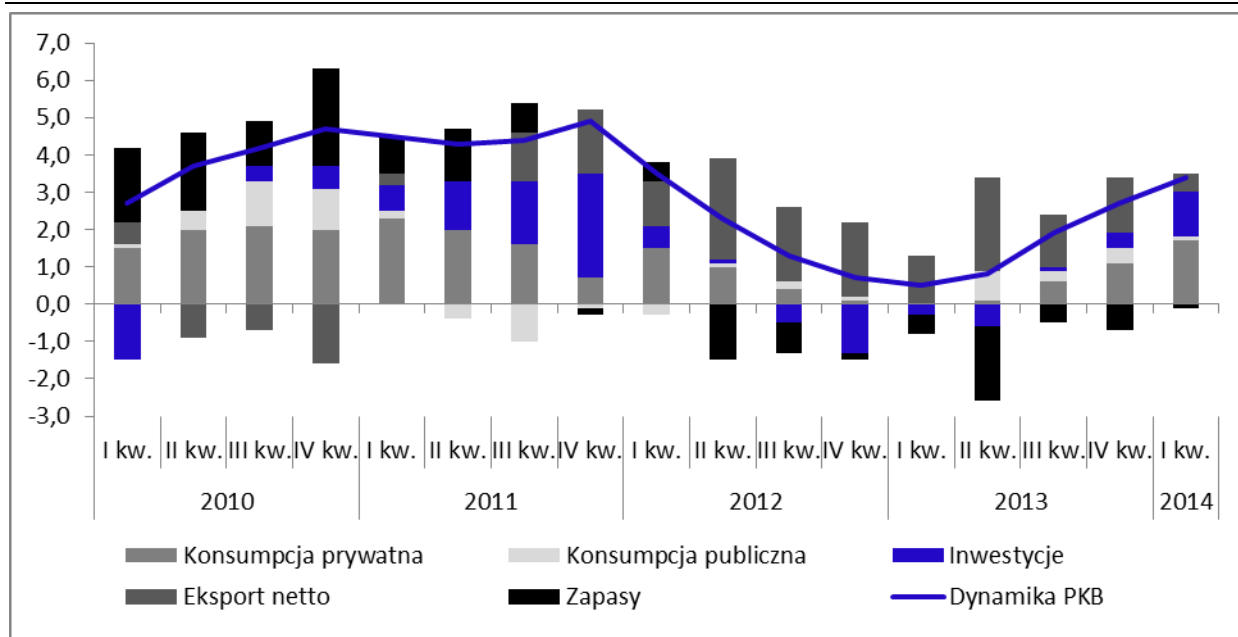
Warto zaznaczyć, że dla większości krajów regionu MFW zrewidowało w dół prognozy względem raportu październikowego 2013, natomiast dla niewielu, m.in. Polski, ocena najnowsza była wyższa. Ekonomiści MFW prognozują, że w okresie 2014 – 2015 Polska gospodarka będzie rozwijała się szybciej niż region oraz strefa euro, w tempie powyżej 3%. Optymizm ekspertów MFW potwierdzają lepsze od oczekiwań dane kwietniowe polskiej gospodarki. Produkcja sprzedana przemysłu oraz sprzedaż detaliczna notowały w kwietniu pokaźne wzrosty. Prywatni przedsiębiorcy coraz chętniej zatrudniali, bezrobocie spadło o 0,5 p.p. m/m. Złoty pozostał stabilny nie odbiegając znacząco od średniej z ostatnich 3 miesięcy. Jedynym mankamentem kwietnia był kolejny spadek inflacji. Niskie ceny żywności oraz energii importowane z zagranicy obniżyły CPI, inflacja bazowa również była niższa niż w marcu. Ponadto od dłuższego czasu obserwujemy deflację w przemyśle, gdzie spadają ceny surowców i wyrobów gotowych. Rynek z zacięciem obserwuje jak na te wydarzenia zareaguje Rada Polityki Pieniężnej, zwłaszcza po lipcowej projekcji inflacji Instytutu Ekonomicznego NBP. Z jednej strony mamy znaczące przeszacowanie w dół celu inflacyjnego i dalsze trendy deflacyjne, a z drugiej – coraz dynamiczniejszą kontrybucję do wzrostu popytu krajowego, co zawsze rodzi ryzyko szybkiego wzrostu inflacji w krótkim okresie. RPP w czerwcu pozostawiła stopy procentowe bez zmian, ale czy słowa Jamesa Roafa okażą się prorocze dowiemy się niebawem.

W ostatnim w tym toku akademickim numerze Monitoringu porcja świeżych danych rynkowych oraz bilans 10-lecia Polski w Unii Europejskiej.


Gorąco zachęcamy do lektury!

*Bartosz Radzikowski*

Red. naczelny

**PKB**

Źródło: GUS

 **Wstępny szacunek PKB za pierwszy kwartał 2014 roku wyniósł 3,4% r/r** i był wyższy o 0,1 p. p. w porównaniu do wartości publikowanej w szybkim szacunku dwa tygodnie wcześniej. **Wartości po uwzględnieniu czynników sezonowych wyniosły 3,5% r/r i 1,1% k/k.** Wzrost nie był tak wysoki od dwóch lat.

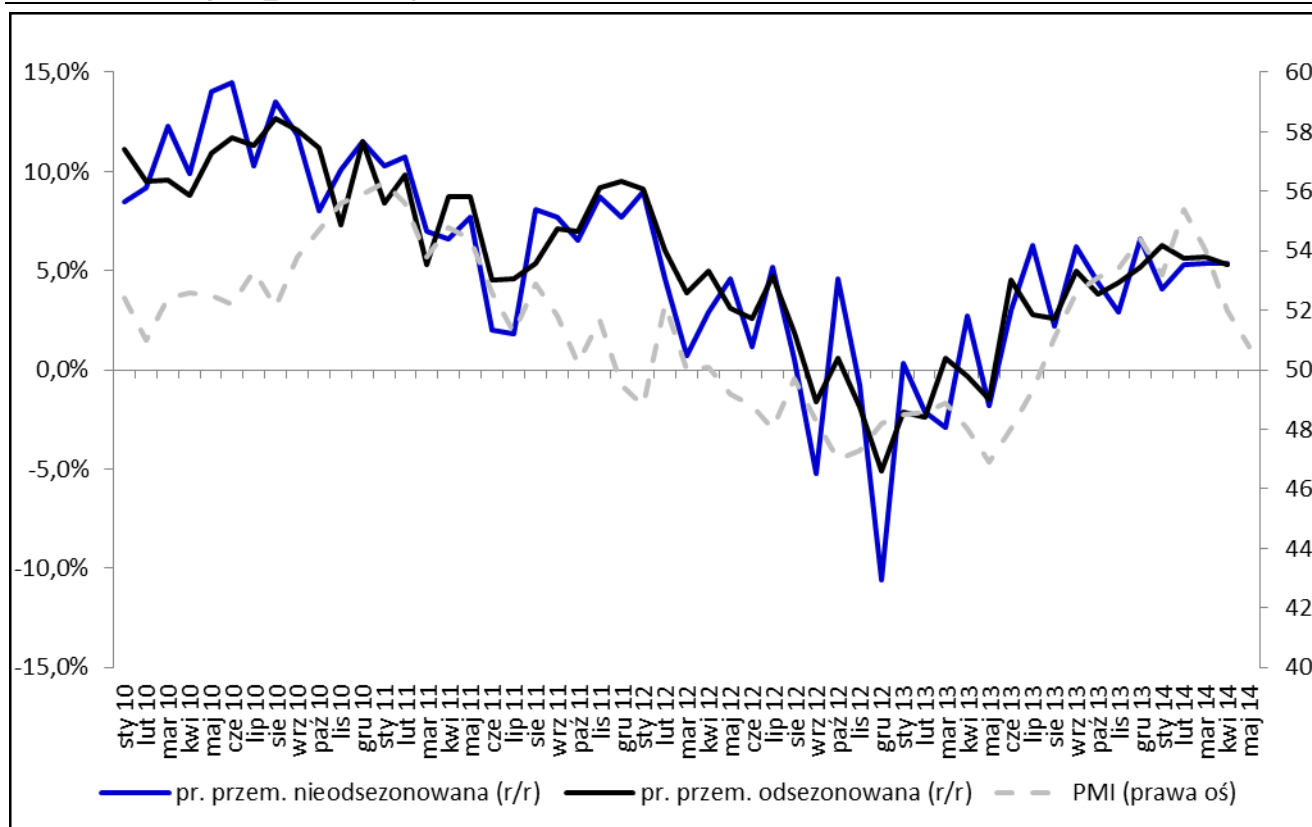
Główny wpływ na ten odczyt miał wzrost popytu wewnętrznego, co było możliwe dzięki zwiększonej akumulacji (8,5%), w tym inwestycji, które wzrosły o 10,7 %. Wartość ta przewyższyła konsensus PAP (3,4%). Mniejsze znaczenie miał popyt zagraniczny.

Pozytywne dane płynące z sektora realnego są spowodowane poprawą na rynku pracy, co zwiastuje dalszy wzrost konsumpcji, a zwiększenie inwestycji, najsilniejsze od 2008 roku, oznacza wiarę przedsiębiorstw w trwałe wzmocnienie popytu i długoterminowe utrzymanie trendu, na tyle, że zwiększenie mocy wytwórczych będzie opłacalne. Straty eksportu wynikające z nałożenia embarga przez niektóre państwa wschodnie powinny być rekompensowane przez poprawiającą się sytuację na zachodnich rynkach europejskich.

Wartość barometru koniunktury IRG SGH, w II kwartale 2014 wzrosła po raz kolejny osiągając poziom -3,7 pkt., do czego przyczyniła się poprawa w budownictwie i przemyśle przetwórczym. Wskaźnik jest tworzony na podstawie jakościowych badań ankietowych dla 7 obszarów: przemysłu przetwórczego, budownictwa, handlu, gospodarstw domowych, rolnictwa, sektora bankowego i transportu. Ujemna wartość oznacza, że więcej respondentów deklaruowało pogorszenie sytuacji w horyzoncie 3-4 miesięcy, jednak liczba ta zmniejsza się. Wskaźnik potwierdził pozytywne oddziaływanie czynników cyklicznych i sezonowych.

Według **Sekcji Prognoz Gospodarki Polskiej SKN FM** wzrost się utrzyma, ale ze względu na efekt bazy jego dynamika nie będzie już tak gwałtowna. Będzie malało znaczenie eksportu aż jego wkład stanie się neutralny, natomiast przyrost inwestycji zostanie utrzymany. Wzrost PKB w ostatnim kwartale tego roku zgodnie z prognozą wyniesie 4,1%. *(Inga Karkusińska)*

## Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, stooq.pl

**↑ W kwietniu produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 5,4% r/r i spadła o 2,3% m/m (wzrost 5,3% r/r i 0,9% m/m po odsezonowaniu).** Dane te były lepsze od konsensusu PAP, który wyniósł 4,9% r/r i -2,6% m/m. Miały one pozytywny wydźwięk dlatego, że Wielkanoc w tym roku wypadła w kwietniu. Najlepiej radziła sobie branża produkcji koksu i produktów rafinacji ropy naftowej, do czego przyczynił się wzrost eksportu koksu i rosnący popyt m.in. w Indiach i Brazylii. Najgorzej wypadło wydobywanie węgla kamiennego i brunatnego, co wskazuje na pogarszający się stan polskiego górnictwa i spadek konkurencji w stosunku do węgla importowanego.

**↓ Wartość wskaźnika PMI dla Polski ukształtowała się w maju na poziomie 50,8 punktu (spadek o 1,2 m/m).** Przyczyną było spowolnienie wzrostu produkcji i nowych zamówień, a zamówienia eksportowe spadły pierwszy raz od roku. Na polskim eksporcie ciąży niestabilna sytuacja w Rosji i na Ukrainie. Odczyt potwierdza prognozy wzrostu PKB na poziomie 3% r/r oraz brak kosztowej presji inflacyjnej.

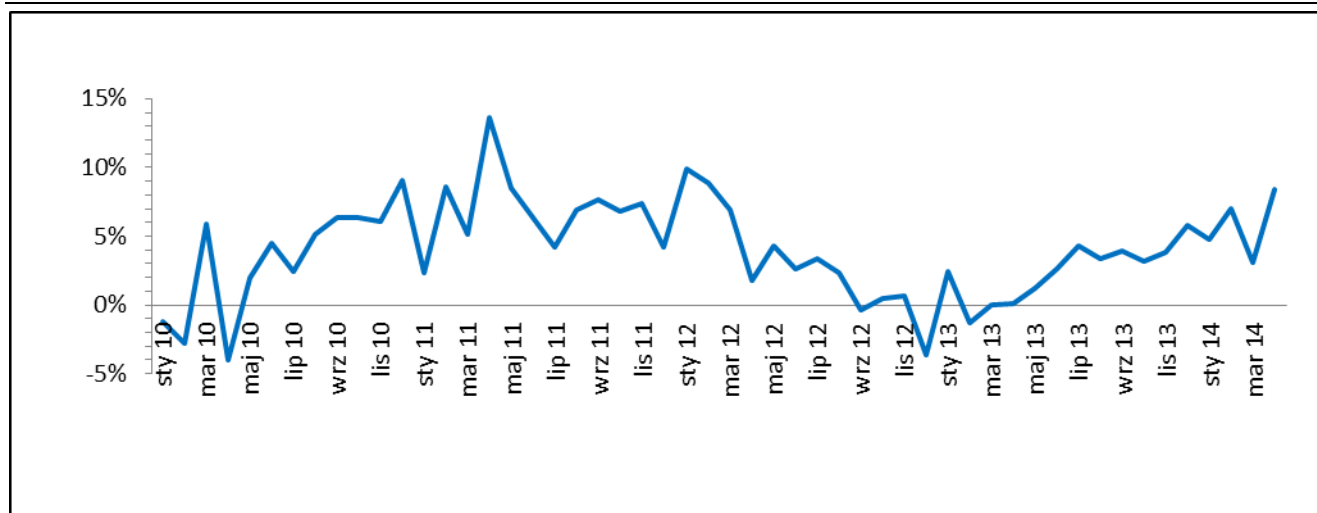
Wskaźnik koniunktury w przemyśle według GUS<sup>1</sup> w maju został oceniony korzystnie, jednak gorzej niż w kwietniu (jego wartość wyniosła 7 w stosunku do 9 w miesiącu poprzednim). Powodem zmiany była mniejsza dynamika wzrostu bieżącego portfela zamówień i wolniejszy wzrost produkcji, nie przewiduje się zmian cen gotowych wyrobów przemysłowych.

Według uczestników **Akademickiego Konsensusu Ekonomicznego** produkcja przemysłowa wzrośnie w maju o 5,5%, zaś według analityków Ministerstwa Gospodarki - o 6%. Zmniejszony

<sup>1</sup> Wskaźnik jest budowany w oparciu o pytania ankietowe w horyzoncie 3 miesięcy adresowane do dyrektorów wybranych przedsiębiorstw poszczególnych branż. Poziom neutralny wynosi 0.

popyt eksportowy może obniżyć wskaźnik. Mimo, że w kwietniu rosły branże produkujące głównie na rynki zagraniczne, nie ma pewności co do utrzymania trendu ze względu na możliwą recesję w rosyjskiej gospodarce. *(Inga Karkusińska)*

## Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS

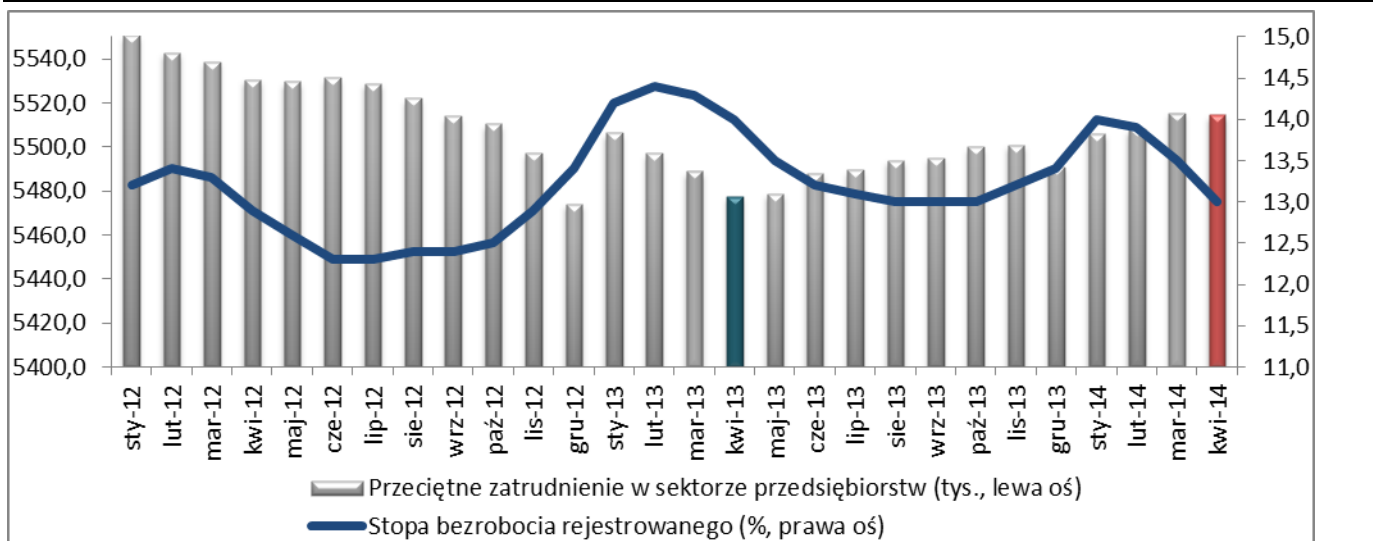
**Według opublikowanych przez GUS danych, sprzedaż detaliczna w marcu wzrosła o 8,4% r/r i 2,3% m/m.** Jest to najwyższy wzrost (r/r) od lutego 2012 r. Kwietniowy odczyt sprzedaży detalicznej, podobnie jak odczyt marcowy, jest niższy od prognozy (9,1%).

↑ W kwietniu br. najsilniej na ogólny wzrost sprzedaży detalicznej wpłynęły wzrosty w zanotowane w kategorii żywność, napoje i wyroby tytoniowe oraz pozostała sprzedaż detaliczna prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach wynosząc 15,9% i 14,4%, odpowiednio. Znaczny wzrost sprzedaży w kategorii żywności jest jednak w dużej mierze skutkiem świąt Wielkiej Nocy, które w tym roku wypadły w kwietniu, oraz i po części efektem niskiej bazy statystycznej. Silny bodziec wzrostowy popłynął również ze sprzedaży farmaceutyków, kosmetyków, sprzętu ortopedycznego wynosząc (+11,6%). Ponadto, w marcu znaczące wzrosty sprzedaży odnotowano również w kategoriach pojazdy samochodowe, motocykle, części (+9,2%), pozostałe (+8,2%), meble, RTV, AGD (+2,8%) a także prasa, książki, pozostała sprzedaż w wyspecjalizowanych sklepach (+2,0%). O poprawie koniunktury świadczy wynik sprzedaży samochodów – nastąpił wzrost pomimo zlikwidowania ulg podatkowych.

↓ Po raz kolejny dynamika sprzedaży paliw pozostaje ujemna. W kwietniu br. wyniosła -1,7%. Nastąpiło odwrócenie trendu dynamik sprzedaży żywności, napojów i wyrobów tytoniowych (-7,3% w marcu) oraz pozostałej sprzedaży detalicznej prowadzona w niewyspecjalizowanych sklepach (-3,0%). Źródłem tej zmiany jest baza statystyczna z roku 2013 roku, podczas którego święta Wielkiej Nocy przypadły na 31 marca i 1 kwietnia, zatem całość zakupów świątecznych została dokonana w marcu. W bieżącym roku zakupy te rozłożyły się jednak na marzec i kwiecień.

W dalszym ciągu przewiduje się poprawę nastrojów konsumentów za sprawą inflacji, która już od dłuższego czasu znajduje się na niskim poziomie pozytywnie wpływając na siłę nabywczą gospodarstw domowych oraz obniżając skłonność do oszczędzania na rzecz konsumpcji. Dodatkowo, w kwietniu nastąpił wzrost wartości kredytów konsumenckich o 5,7% (r/r), który również wpływa pozytywnie na kształtowanie się sprzedaży detalicznej. Nie bez znaczenia jest tutaj również ciągle poprawiająca się sytuacja na rynku pracy. *(Karolina Jańczak)*

## Rynek pracy



Źródło: GUS

↓ **Według danych GUS w końcu kwietnia br. stopa bezrobocia rejestrowanego wyniosła 13%** (wobec 14% w roku ubiegłym). W porównaniu m/m oraz r/r odnotowano spadek liczby bezrobotnych oraz stopy bezrobocia. W ujęciu absolutnym liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadła o 103,2 tys. m/m i wyniosła w kwietniu 2014 r. 2079 tys. W ujęciu r/r zanotowano także spadek tej liczby o 7,8%. Rozpoczyna się okres letnich prac sezonowych, także przewiduje się że stopa bezrobocia będzie dalej spadać.

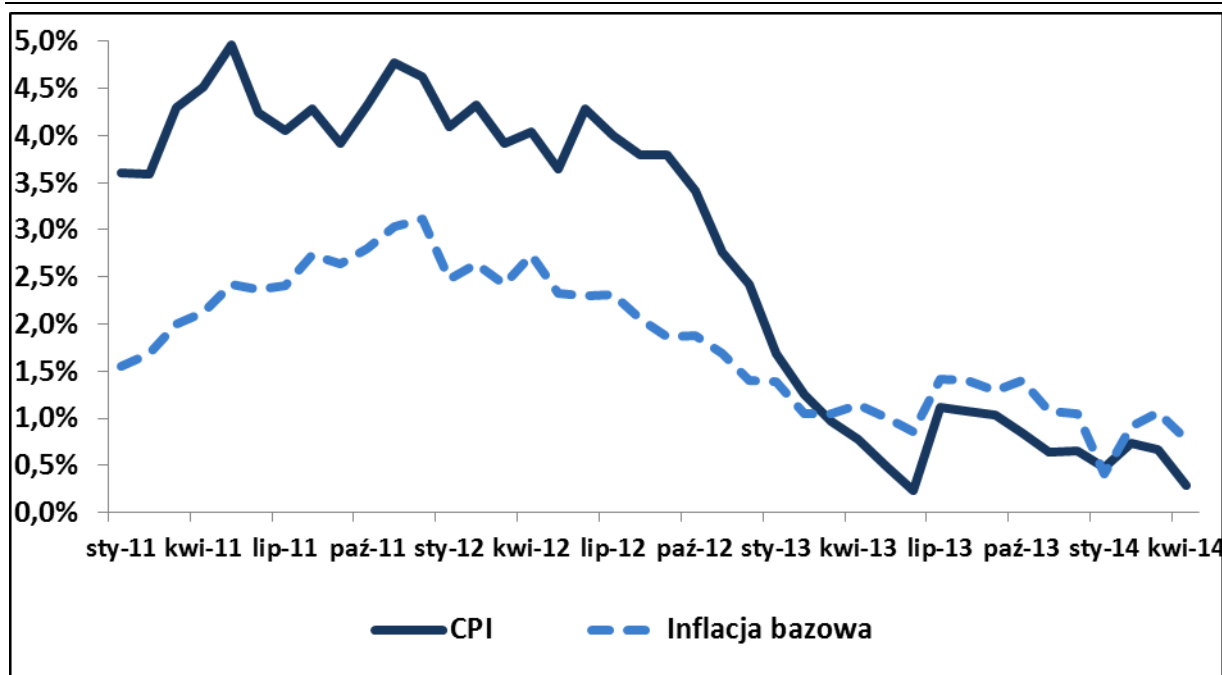
Trzeba zauważyć, że od 1 stycznia nastąpiły zmiany w sposobie rejestracji bezrobotnych. Zostali oni podzieleni na trzy grupy: bezrobotni aktywni, wymagający wsparcia i oddaleni od rynku pracy- tzn. ludzie zagrożeni wykluczeniem społecznym oraz ci, którzy z własnego wyboru nie są zainteresowani zatrudnieniem lub uchylają się od legalnej pracy. Każdy zarejestrowany bezrobotny zostanie przydzielony do jednego z trzech profili. Głównym założeniem projektu jest profilowanie pomocy dla bezrobotnych, co daje im możliwość otrzymania wsparcia, adekwatnego do ich potrzeb i możliwości aktywizacyjnych. Największe wsparcie otrzymają osoby zaliczone do trzeciej grupy. Działania pomocowe na ich rzecz będą realizowane w ramach Programu Aktywizacja i Integracja (PAI). Natomiast jeżeli bezrobotny odmówi uczestnictwa w PAI lub przerwie udział, to zostanie pozbawiony swojego statusu. Warunek ten mógł spowodować wykreślenie z rejestru wielu bezrobotnych osób mimo, że nie podjęły one żadnej pracy.

↓ **Według Eurostatu odsezonowana stopa bezrobocia w Polsce w kwietniu 2014 r. wyniosła 9,7%**. O poprawiającej się sytuacji świadczy fakt, że stopa ta spada już od roku. **Przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw w Polsce, wg stanu na kwiecień 2014 roku, wyniosło 5 514,5 tys.** i było niższe w porównaniu m/m o 1 tys. osób. W odniesieniu r/r wzrost stanowił 37 tys. Według GUSu, nastąpiła stagnacja poziomu zatrudnienia w tym sektorze.

↓ **W kwietniu 2014 roku średnie wynagrodzenie wyniosło 3976,80 PLN** i było niższe o 1% w stosunku m/m. W porównaniu r/r zaobserwowano znaczny przyrost wynagrodzeń o 3,8%. Niewielki spadek względem poprzedniego miesiąca tłumaczy mniejsza liczba dni roboczych w kwietniu oraz to, że w marcu wypłacane są premie kwartalne za rok 2013. W kwietniu natomiast popularne są premie świąteczne, dlatego też spadek wynagrodzeń nie był znaczny. (Agata Traczyńska)



## Inflacja



Źródło: NBP, stooq.pl

**↓ Inflacja cen towarów i usług konsumpcyjnych wyniosła w kwietniu 0,3% r/r i nie zmieniła się m/m. Ceny produkcji sprzedanej spadły o 0,7% r/r. Inflacja bazowa (nieuwzględniająca cen energii i żywności) wyniosła 0,8% r/r i 0,3% m/m. Rynek przewidywał inflację CPI na poziomie 0,5-0,7 r/r%.**

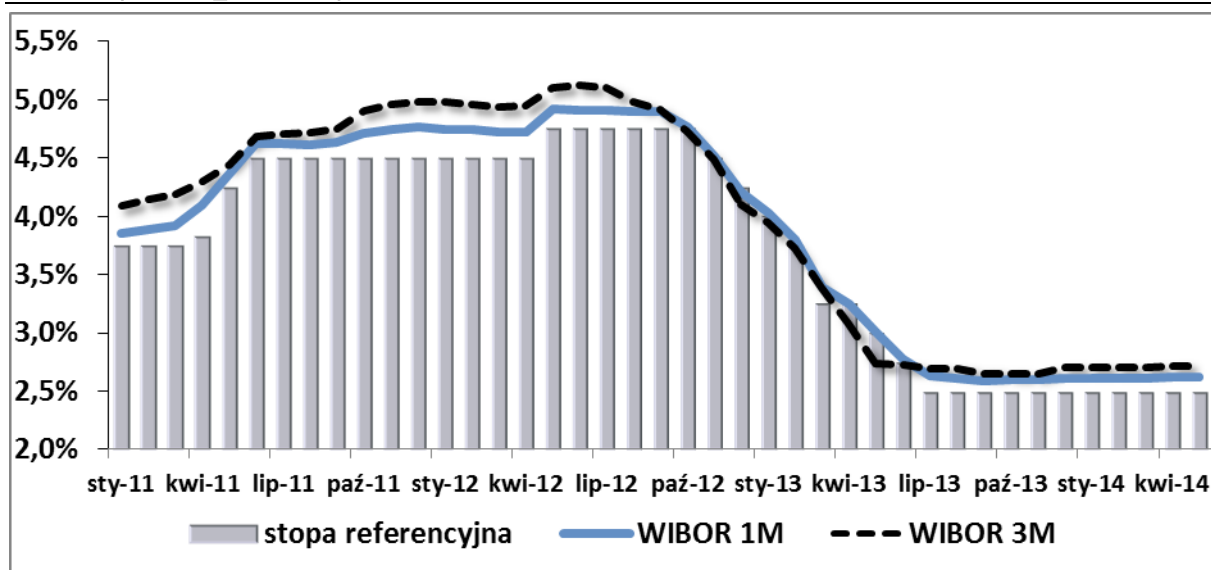
Na wzrost inflacji wyraźnie oddziaływały głównie obuwie i odzież, wzrastając o 2,8% m/m i podnosząc wskaźnik o 0,14%. Było to rezultatem wprowadzenia nowych kolekcji. Spadki cen zanotowały ceny łączności, paliw i żywności ogółem, kolejno o 1,5%, 1% i 0,5% m/m, co w sumie obniżyło wskaźnik o 25 pp. Sprzyjało temu potanieńnię sprzętu i usług telekomunikacyjnych, zakaz eksportu polskiego mięsa do Rosji i inflacja poniżej 2% u najważniejszych partnerów handlowych Polski.

Warto wspomnieć, że od marca nastąpiły zmiany w strukturze koszyka inflacyjnego, będącego podstawą w wyliczeniach inflacji CPI. Największy przyrost udziału zanotowała łączność (o 1% do poziomu ponad 5%), spadki zanotowały pozycje „restauracje i hotele” i „rekreacja i kultura” (o ponad 1,5%). Największą część koszyka stanowią żywność i napoje bezalkoholowe (24,6%) oraz opłaty za mieszkanie i energię (21,7%, wzrost o niecały 1%)

Wskaźnik Przyszłej Inflacji osiągnął w kwietniu wzrost wysokości 0,7 pkt m/m, Przyczyną tego jest zmniejszanie kosztów przez przedsiębiorstwa i coraz wyższe wykorzystanie mocy produkcyjnych (77%). Według jego autorów, inflacja w krótkim horyzoncie będzie się obniżała z przyczyn sezonowych, głównie przez ceny żywności, co będzie równoważone niską bazą z maja i czerwca zeszłego roku.

Ostatnie dane wskazują na spadek cen importu oraz kosztów produkcji. W najbliższych miesiącach wskaźnik inflacji r/r może wynieść około zera, z powodu zaniku wpływu wzrostu opłat za wywóz śmieci, który nastąpił od lipca zeszłego roku. Jednakże ostatnie odczyty PKB i inwestycji, a także wzrost wynagrodzeń mogą oznaczać wzrost wskaźnika tej jesieni. (Tomasz Salis)

## Polityka pieniężna



Źródło: NBP, stooq.pl

➡ Rada Polityki Pieniężnej, na posiedzeniu w dniach 2-3 czerwca 2014 roku zdecydowała o pozostawieniu stóp procentowych na tym samym poziomie. Referencyjna stopa NBP w skali rocznej wynosi 2,50%, lombardowa 4,00%, depozytowa 1,00%, redyskonta weksli 2,75%. Rada podtrzymała własne ‘forward guidance’ co oznacza, że stopy procentowe pozostaną bez zmian co najmniej do końca III kwartału.

Stopy WIBOR 1M i 3M (2,62% i 2,72%) nie zmieniły się. Obecna ich wysokość wpłynęła na obniżenie tempa wzrostu depozytów przedsiębiorstw. Dynamika kredytowa, wsparta niskim oprocentowaniem, zwiększyła się zarówno wśród przedsiębiorstw, jak i gospodarstw domowych. Z raportu „Skaner MŚP”<sup>2</sup> wynika, iż mali i średni przedsiębiorcy coraz lepiej oceniają warunki do prowadzenia działalności i powoli zwiększają inwestycje, choć nadal dość ostrożnie, zwłaszcza pod względem kapitałochłonności.

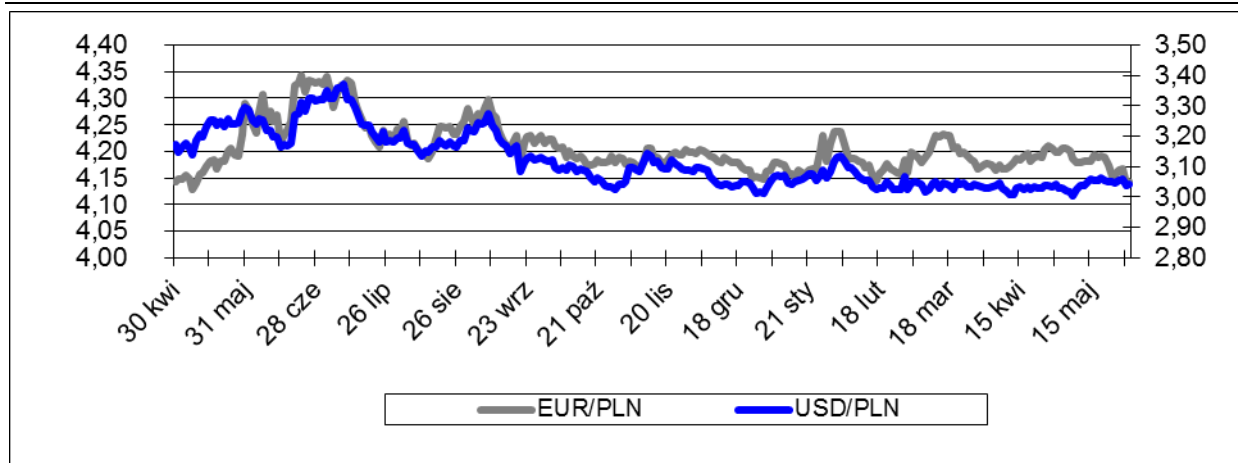
Niektóre odczyty w polskiej gospodarce, jak zamówienia eksportowe, wskaźnik wyprzedzający koniunktury, okazywały się gorsze od przewidywań rynkowych. Najczęściej przypisywaną temu przyczyną był konflikt ukraińsko-rosyjski. Obecnie na wzrost PKB oddziałuje w największym stopniu popyt krajowy, co ma odzwierciedlenie w ożywieniu w budownictwie oraz zwiększeniu wydatków inwestycyjnych. Korzystnie wpływa też silniejszy wzrost gospodarczy w Niemczech.

Bardzo niski odczyt inflacji oraz poluzowanie polityki monetarnej przez EBC może sugerować, w niewielkim stopniu, obniżenie stóp procentowych. Marek Belka, prezes RPP nie wykluczył w swoich wypowiedziach tej możliwości. Wydaje się jednak, iż wśród członków RPP i ekonomistów jednak przeważa przekonanie o utrzymaniu obecnej wysokości stóp do pierwszych miesięcy 2015 r., co argumentowane jest fazą ożywienia w cyklu koniunkturalnym i bieżąca dynamika wzrostu PKB. Nowa projekcja NBP w lipcu prawdopodobnie przedłuży okres braku zmian stopy referencyjnej. (Tomasz Salis)

<sup>2</sup> Raport przygotowywany przez instytut Keralla Research na zlecenie Europejskiego Funduszu Leasingowego S.A



## Kursy walutowe



Źródło: nbp.pl

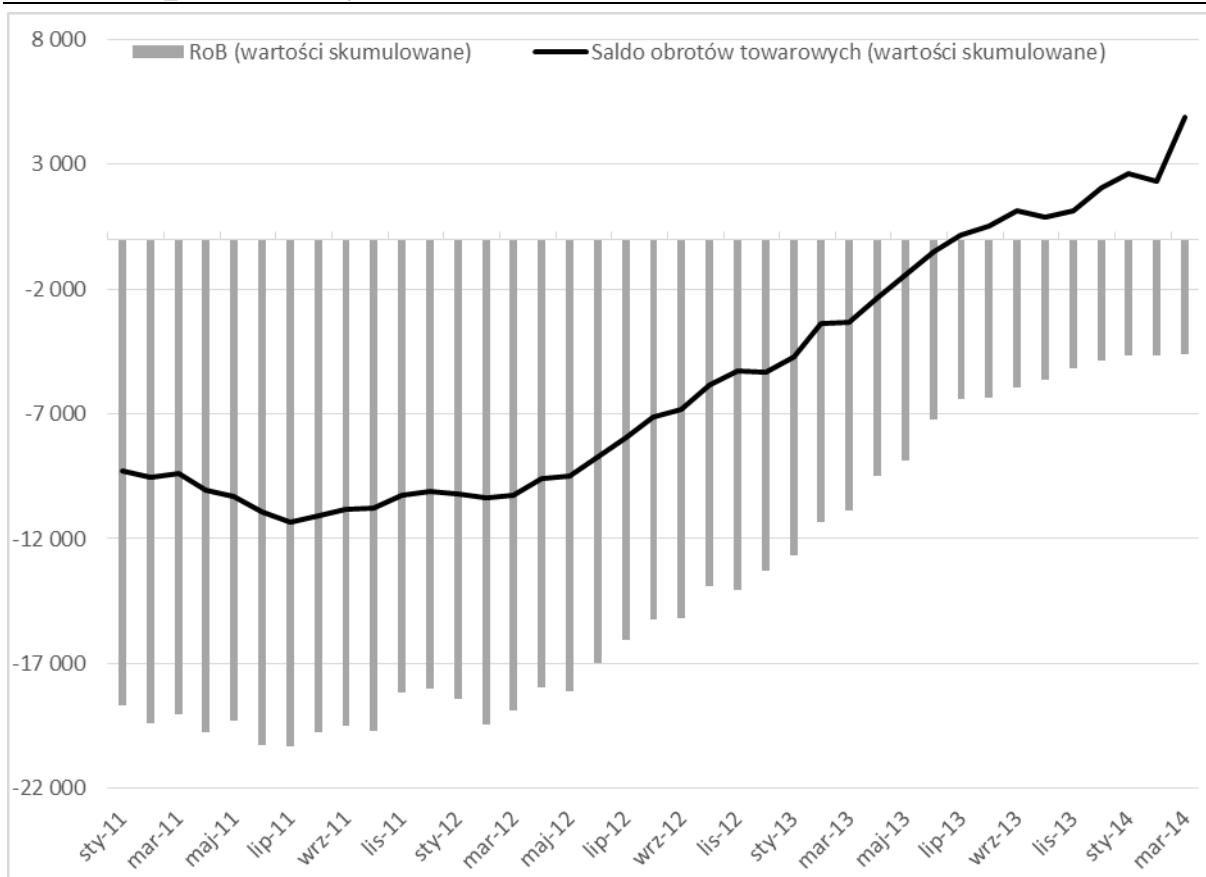
**Analizując wykres, w maju** kurs EUR/PLN znajdował się w przedziale 4,13-4,20 zł, za to kurs USD/PLN kształtował się na poziomie 3,00-3,06 zł. Porównując te wartości z majem 2013 r. zauważyć można duży spadek na głównych walutach, które wtedy kształtowały się na poziomie USD/PLN 3,13-3,29 zł, EUR/PLN 4,12-4,29 zł.

**Początek maja przyniósł lekkie osłabienie złotego względem euro** (kurs EUR/PLN 4,21 zł, USD/PLN 3,03 zł). Bezpośrednią, choć nie jedyną przyczyną słabszego złotego, był po raz kolejny temat Ukrainy, co skutecznie powstrzymywało wejście kapitału zagranicznego na nasz rynek. Innym powodem może być słaby odczyt przemysłowego indeksu PMI dla Polski. Początek maja przyniósł też informacje zarówno z EBC jak i z rodzimej RPP. Obie instytucje postanowiły pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie.

**Druga połowa maja rozpoczęła się osłabieniem złotego względem głównych walut.** Przyczyną tego spadku były rozczarowujące dane z Niemiec oraz USA. Indeks instytutu ZEW obrazujący zaufanie niemieckich analityków i inwestorów instytucjonalnych spadł z 43,2 pkt. do 33,1 pkt. Mimo pozytywnego odczytu dynamiki PKB za pierwszy kwartał polska waluta nadal była lekko wyprzedawana. Kurs EUR/PLN wynosił 4,132 zł, a USD/PLN 3,058 zł. Kolejne dni maja na rynku złotego były stabilne. Złoty znajdował się w przedziale 4,185 – 4,19 za euro.

**Koniec maja nie przyniósł zmian na rynku złotego.** Krajowa waluta reagowała w ograniczonym stopniu na zmiany eurodolara oraz zmiany sentymentu inwestycyjnego, głównie w obszarze doniesień ze wschodu. Jednak pod koniec miesiąca byliśmy świadkami wyraźnego wzmocnienia krajowej waluty. Była ona spowodowana możliwością stabilizacji sytuacji politycznej na Ukrainie jak i wyraźnym napływem kapitału zagranicznego na rynki wschodzące. Trend ten został jednak nieco zaburzony przez eskalację działań wojskowych na Ukrainie. W późniejszych dniach mogliśmy nadal obserwować dobrą passę złotego wobec euro. Kurs EUR/PLN kształtował się w okolicach 4,135 i pozostawał odporny na wiadomości z Ukrainy. W dniach (26.05.2014 – 30.05.2014) kurs EUR/PL znajdował się w przedziale 4,14 – 4,16 zł, natomiast kurs USD/PLN 3,04 -3,06 zł. (Aleksandra Kołosińska).

## Bilans płatniczy



Źródło: nbp.pl

**↑ W marcu saldo na rachunku bieżącym było dodatnie i wyniosło 517 mln euro czyli 700 mln więcej powyżej oczekiwań.** Na tak dobry wynik wpłynęły transfery z Unii Europejskiej (saldo wyniosło 1,173 mln euro) głównie w ramach programu Wspólnej Polityki Rolnej. Kolejny miesiąc saldo obrotów towarowych i usług było dodatnie. W ujęciu rocznym urósł zarówno eksport jak i import co wskazuje na coraz lepszą kondycję polskiej gospodarki. Można to również zaobserwować na wykresie, który pokazuje odpowiednie saldo w wartościach skumulowanych z ostatniego roku. Deficyt na rachunku bieżącym zmniejsza się w ostatnich miesiącach, maleje również jego udział w PKB. Co więcej, w raporcie o sytuacji w regionie MFW opublikowanym w kwietniu wynika, że Polska w porównaniu do krajów w regionie (Europy Środkowo-Wschodniej) w kwestii finansowania z zagranicy (czy w postaci inwestycji portfelowych czy BIZ) jest w relatywnie bezpiecznej sytuacji (dane za 2013 r.). Najbardziej uzależnione od finansowania zagranicznego są Łotwa i Estonia.

W kwietniu wskaźniki dotyczące eksportu mogą się nieco pogorszyć ze względu na mniejszą liczbę zamówień eksportowych w przemyśle niż w marcu. Jednakże spadek w tej kategorii w indeksie PMI odnotowały również firmy w strefie euro (było to spowodowane mniejszą liczbą dni roboczych ze względu na święta). W kwietniu wzrost sprzedaży detalicznej w Polsce w ujęciu rocznym wyniósł aż 8,4 proc. – tak duży wzrost był efektem świąt wielkanocnych, jednak prawdopodobnie nie przełożyło się to również na wzrost importu, gdyż odpowiednie produkty były już zamówione wcześniej. (Marta Korczak)

## Otoczenie zewnętrzne

**Inflacja w strefie euro utrzymuje się poniżej 1% już siódmy miesiąc z rzędu.** OECD zaapelowało w maju do EBC, sugerując obniżkę głównej stopy refinansowej z poziomu 0,25% do 0% i w drugiej kolejności także stopy depozytowej poniżej 0%. Zwleknięcie z decyzją do czerwcowego posiedzenia znajduje uzasadnienie w mających się ukazać w tym czasie najnowszych prognozach odnośnie inflacji. W marcu ten sam raport informował o przewidywanym średnim tempie inflacji na poziomie 1% w tym roku i 1,3% w 2015. W obecnej sytuacji szacunki te tracą na ważności.

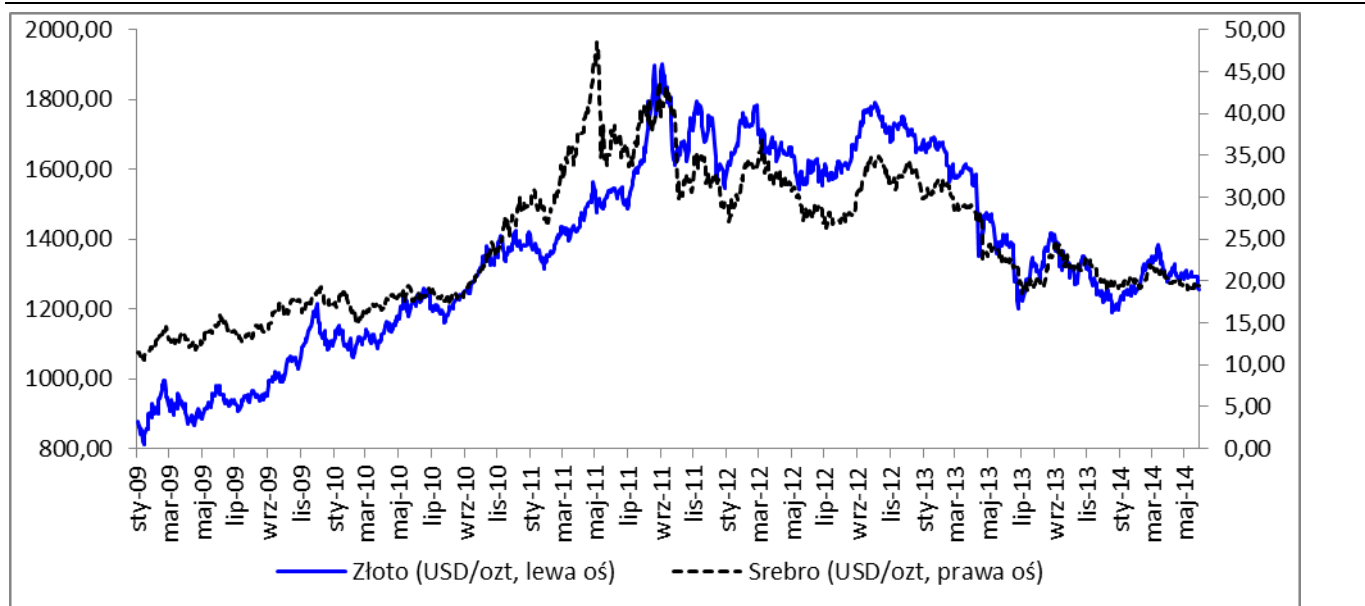
Na Ukrainie wybory prezydenckie wygrał w pierwszej turze Petro Poroszenko, jeden z najbogatszych Ukraińców, oligarcha i czołowy polityk ostatniej dekady, a także jeden z głównych sponsorów pomarańczowej rewolucji i Euromajdanu. Tymczasem **rosyjskie Ministerstwo Energetyki zapowiedziało, że Gazprom od czerwca zażąda od Ukrainy zapłaty z góry za dostawy gazu.** Dzięki pierwszej transzy kredytu od Międzynarodowego Funduszu Walutowego, Ukraina byłaby w stanie uregulować zobowiązania wobec Gazpromu, gdyby Rosja przywróciła obowiązującą na początku roku cenę gazu.

**Partie eurosceptyczne zyskały na popularności w tegorocznych wyborach do Parlamentu Europejskiego,** zdobywając niemal 1/5 miejsc. Ruchy te wygrały we Francji i Wielkiej Brytanii. Chociaż dominacja dotychczas wiodących w Europarlamencie frakcji nieco osłabła, reprezentują one 2/3 miejsc. Rynki finansowe nie zareagowały na wynik wyborów.

Z opublikowanego w kwietniu przez MFW raportu „Central, Eastern and Southeastern Europe; Safeguarding the recovery as the global liquidity tide recedes” **wzrost w Europie Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej nabiera tempa w miarę jak sytuacja w strefie euro stabilizuje się.** Region będzie musiał jednak zmierzyć się z różnymi rodzajami ryzyka. **Relatywnie wysoki dług zagraniczny,** akumulowany przez sektor prywatny przed kryzysem i przez sektor publiczny od wybuchu kryzysu implikuje **wrażliwość obszaru na zewnętrzne szoki związane z finansowaniem.** Z wyjątkiem Rosji i Turcji, zobowiązania zagraniczne państw Europy Środkowej, Wschodniej i Południowo-Wschodniej stanowią około 120-150% PKB i ich relacja do PKB jest średnio dużo wyższa niż w innych gospodarkach wschodzących. W większości państw zagraniczne zobowiązania znacząco przewyższają zagraniczne aktywa, a różnica ta osiąga wartość wyższą niż 50% PKB, co idzie w parze z narastającymi potrzebami finansowania. Ryzyko związane z rolowaniem długu zależy nie tyle od wielkości, co od struktury zewnętrznego finansowania. I tak sektor prywatny Litwy, Węgry i Estonii charakteryzuje się najwyższym poziomem zagranicznego długu wśród państw regionu, jednak jest finansowany przez banki macierzyste i pożyczki między spółkami, które są uważane za relatywnie stabilne źródła. Polski sektor prywatny również cechuje taka struktura. Z kolei sektor publiczny w większym stopniu polega na finansowaniu ze strony zagranicznych banków i instytucjonalnych inwestorów.<sup>3</sup> (*Justyna Klejdysz*)

<sup>3</sup> Central, Eastern and Southeastern Europe; Safeguarding the recovery as the global liquidity tide recedes; 2014 International Monetary Fund; s. 14-32

## Surowce



Źródło: stooq.pl



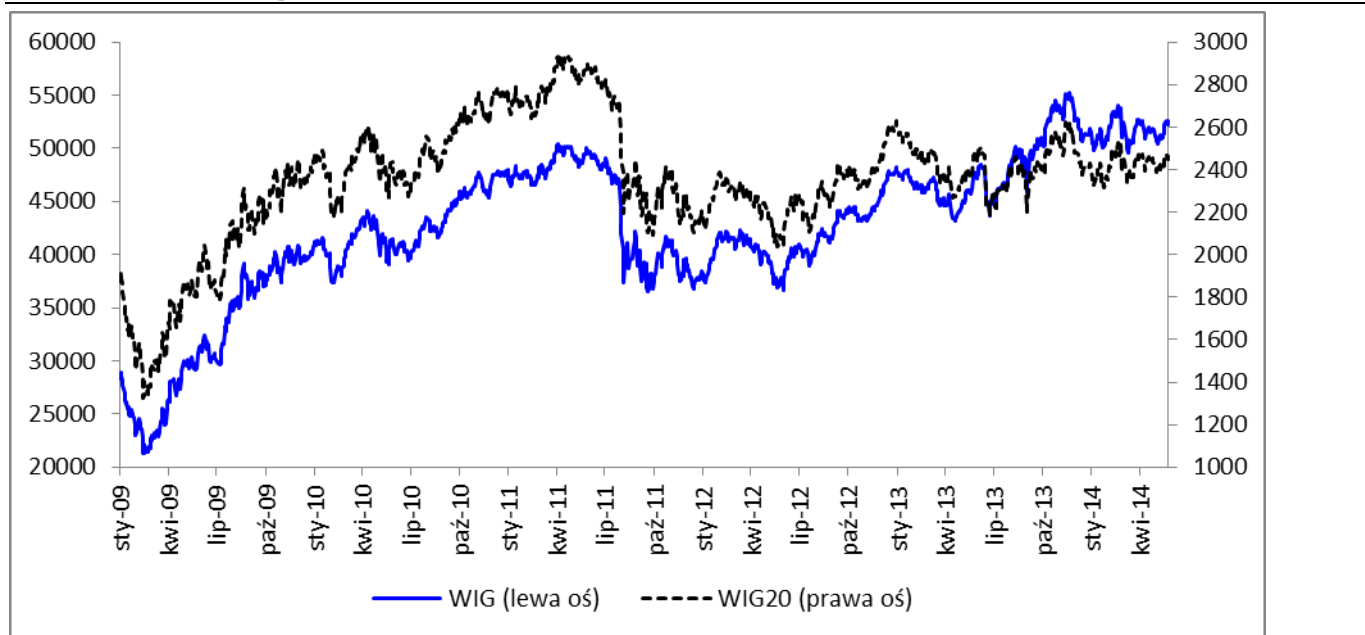
**W maju notowania złotego kruszcu znalazły się pod silną presją sprzedających. W rezultacie złoto straciło 2,8%. Znacznie lepiej wypadło srebro, które straciło „jedynie” 0,9%.**

Trend spadkowy w ostatnim miesiącu miał miejsce w związku z umiarkowaną stabilizacją konfliktu na Ukrainie, a przede wszystkim z wypowiedziami prezydenta Rosji Władimira Putina, który na początku maja apelował do prorosyjskich separatystów o odroczenie referendum w sprawie niepodległości wschodniej Ukrainy. Wcześniej, to właśnie niepokoje o eskalację konfliktu na linii Zachód-Rosja powodowały odpływ kapitału w stronę tzw. *safe haven*, czyli między innymi złota. Notowań nie wsparły również wypowiedzi Janet Yellen, która zapowiedziała kontynuowanie polityki monetarnej zakładającej stopniowe wygaszanie programu QE3. W reakcji na te informacje notowania złota i srebra spadły o 1,4%.

W maju pojawił się kolejny raport World Gold Council. Wynika z niego, iż tegoroczna stabilizacja cen złota wynika w dużej mierze z wygaszenia podaży ze strony funduszy ETF. W pierwszym kwartale dokonały one transakcji sprzedaży jedynie 0,2 t złota, podczas gdy w poprzednim roku zaoferowały aż 880 ton. Do stabilizacji przyczynił się również spokojny trend wzrostowy ze strony popytu na biżuterię, która jest największym składnikiem popytu na złoto. Odwrotnie niż w poprzednim roku, znacznie spadł popyt na złoto inwestycyjne. Popyt na monety i sztabki spadł aż o 39%, czyli 182t. Szczególnie spadły zakupy w Indiach, w wyniku restrykcji importowych.

Złoty kruszec zakończył miesiąc na poziomie 1250 USD za uncję, zaś srebro na poziomie 19 USD/ozt. Wydaje się, iż inwestorzy przestali nerwowo reagować na kryzys ukraiński i przywiązują większą wagę do danych o popycie na surowce ze strony USA i Chin. (Jerzy Kosiński)

## Notowania giełdowe



Źródło: stooq.pl

**Ostatnia sesja maja zaważyła na tym, iż inwestorzy z warszawskiego parkietu nie zaliczyli tego miesiąca do udanych. WIG20 stracił 0,4%, natomiast WIG zyskał skromne 0,3%.**



Majowe notowanie rozpoczęło się w piątek w trakcie trwającego długiego weekendu. Niską aktywność inwestorów potwierdziły niewielkie obroty, na poziomie 260 mln PLN. Mimo dobrych danych o zatrudnieniu w USA, gdzie przybyło 288 tys. nowych miejsc pracy oraz spadku bezrobocia o 0,4 pp., sesja na GPW przebiegała płasko. Rynek nie zareagował na czwarte z kolei cięcie QE3 dokonane ostatniego dnia kwietnia oraz gorszy od oczekiwań odczyt PMI dla polskiego rynku. WIG20 zakończył notowania 0,3% poniżej zamknięcia – 2432 pkt, natomiast indeks WIG stracił 0,2%, kończąc notowania na poziomie 51782 pkt.

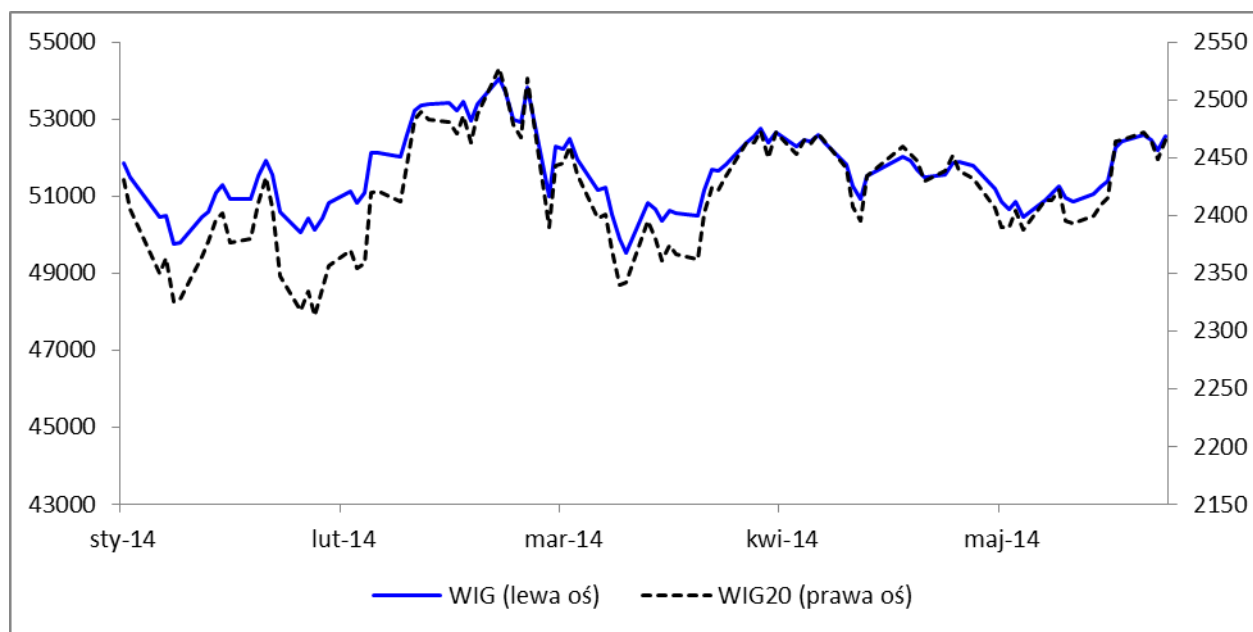
Kolejny tydzień maja zaczął się od spadków spowodowanych głównie przez gorszy od oczekiwań odczyt wskaźnika aktywności chińskiego przemysłu. Notowania WIG20 spadły we wtorek do poziomu 2389 pkt, natomiast WIG do 50874 pkt. Druga połowa tygodnia przyniosła odreagowanie spowodowane czynnikami politycznymi na linii Zachód - Rosja. Środowa decyzja RPP o pozostawieniu stóp na niezmiennym poziomie była zgodna z oczekiwaniami rynku. Indeksy nie zareagowały również na wystąpienie Janet Yellen, która stwierdziła, iż zbyt długie utrzymywanie niskich stóp może zwiększyć ochotę inwestorów do podejmowania wyższego ryzyka. Ostatecznie, GPW zakończyła tydzień spadkami. WIG20 zniżył o 1,8%, do 2388 pkt., natomiast WIG zakończył notowania na poziomie 50452 pkt. (spadek o 2,6%). Poniedziałek zaczął się od solidnych wzrostów o około 1%. Wstępny odczyt PKB za I kwartał roku wykazał wzrost gospodarczy w Polsce na poziomie 3,3%. Mimo to druga połowa tygodnia przyniosła znaczne gorsze nastroje na GPW, spowodowane gorszymi od oczekiwań danymi o sprzedaży detalicznej w USA. WIG20 zakończył tydzień poniżej poziomu 2400 pkt. (spadek do 2393 pkt.), a WIG osiągnął 50858 pkt.

Kolejny tydzień na Warszawskiej Giełdzie przyniósł solidne wzrosty. WIG20 zyskał 3%, osiągając na koniec piątkowych notowań 2466 pkt, natomiast WIG wzrósł o 3,1% do poziomu

52414 pkt. Szczególnie silne wzrosty odnotowano w czwartek, dzięki podniesieniu ratingu Grecji oraz Hiszpanii, oraz wyższym od oczekiwań odczytom PMI dla USA i Chin. W rezultacie WIG20 zyskał 2%, a indeks szerokiego rynku 1,7%, przebijając poziom 52 tys. punktów. Tym samym GPW osiągnęła wyższe wzrosty niż pozostałe europejskie parkiety.

Ostatni tydzień maja na warszawskiej giełdzie nie przyniósł znaczących wahań, pomimo dobrych nastrojów w Europie i za Oceanem. Silniejsze wzrosty na GPW pojawiły się dopiero w czwartek, gdy WIG20 oraz WIG w końcówce sesji mocno zwyżkowały, kończąc notowania 0,7% na kreską. Tymczasem S&P500 wyznaczył maksimum na poziomie 1920pkt. Ostatnia sesja maja przyniosła silną przecenę na warszawskim parkiecie, pomimo lepszych od oczekiwań danych o wzroście PKB w Polsce w I kw. (3,4%). WIG20 stracił 1,5% i zakończył notowania na poziomie 2430 pkt. Natomiast indeks szerokiego rynku zniżkował o 0,9%, do poziomu 52067 pkt.

W czerwcu notowania warszawskich indeksów będą uzależnione w głównej mierze od wyników posiedzenia EBC na którym podjęte mogą zostać decyzje o luzowaniu ilościowymi, danych dotyczących chińskiego PMI dla przemysłu oraz danych o zatrudnieniu za oceanem. (*Jerzy Kosiński*)



Źródło: stooq.pl

## Najważniejsze informacje ze spółek

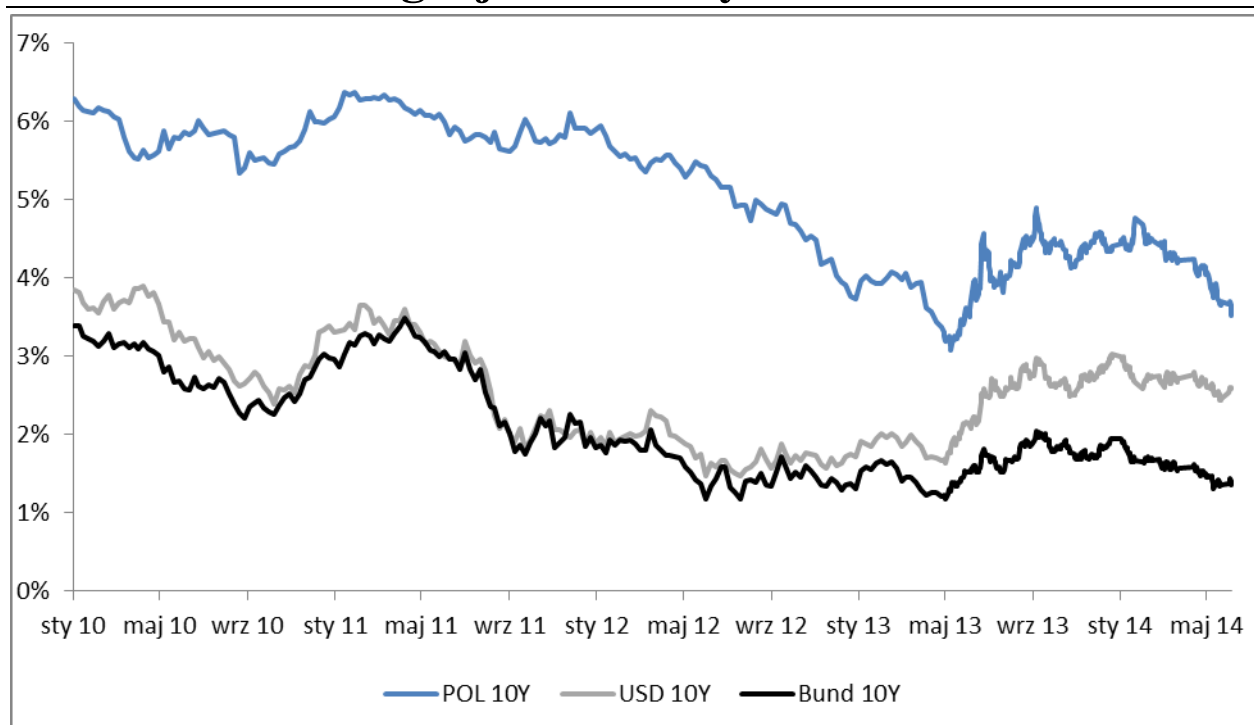
**Ciech** – Do końca maja trwały zapisy na sprzedaż akcji spółki w wezwaniu dokonany przez KI Chemistry, należącym do Kulczyk Investments. W wezwaniu ogłoszonym na początku marca, KI Chemistry planowało kupić 66% akcji Ciechu po cenie 29,50 PLN, ostatecznie cena ta została podwyższona do 31 PLN. Spółka zawarła z KI Chemistry umowę o strategicznej współpracy, uzależnioną jednakże od przejęcia pakietu kontrolnego przez inwestora. Obecnie walory spółki notowane są po 31 PLN. Największym akcjonariuszem spółki jest Skarb Państwa posiadający 38,72% akcji.



**Boryszew** – 25 czerwca akcjonariusze spółki podsumują ubiegły rok i podejmą uchwały dotyczące kolejnego skupu akcji oraz zgody na zbycie części przedsiębiorstwa. Zgodnie z planami Boryszew może w perspektywie kolejnych 5 lat dokonać nabycia w celu umorzenia, sprzedaży lub finansowania akwizycji do 20% akcji po kursie w przedziale 1-30 PLN. Obecnie notowania spółki kształtują się na poziomie 5 PLN. Do tej pory Boryszew dokonał skupu walorów za około 130 mln PLN.

**GPW** – dnia 26 czerwca spółka dokona wyboru prezesa na nową kadencję oraz zadecyduje o wypłacie dywidendy za 2013 rok. Zgodnie ze wcześniejszymi deklaracjami do inwestorów powinno trafić 50,4mln PLN, czyli 1,20 PLN na akcję. Dniem ustalenia prawa do dywidendy będzie 17 lipca, a wypłata nastąpi 5 sierpnia. *(Jerzy Kosiński)*

## Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: stooq.pl

**Rentowności amerykańskich i europejskich obligacji znajdują się w trendzie spadkowym.** Rentowność dla 10-letnich obligacji skarbowych spadła z 4,06% na początku maja do ok. 3,7 proc. Oprocentowanie spadło również w przypadku niemieckich bundów (o 9 p.b. do 1,358 proc. na koniec maja) oraz amerykańskich dziesięciolatek (o 14 p.b. do 2,457 proc.). Rentowność 10-letnich obligacji Niemiec, benchmarku dla strefy euro jest bliska historycznego 200-letniego minimum.

Mniejsza rentowność obligacji bazowych (bund, amerykańskie obligacje 10-letnie) wpłynęła na tę samą tendencję w przypadku obligacji krajów wschodzących. Inwestorzy bardziej kierowali się sentymentem jaki towarzyszył zmianom rentowności, niż sytuacją gospodarczą tychże krajów. W takich państwach jak Włochy, Francja, Austria, rentowność obligacji spadła do historycznych minimów, co jest rezultatem spekulacji rynkowej ze strony popytu. Powodem tego jest wprowadzenie przez EBC zdecydowanie się na działań stymulacyjnych, oddalających pojawienie się

deflacji. Możliwość ujemnej stopy procentowej (czyli płaćenia za depozyt) zwiększa popyt wśród inwestorów na obligacje, inwestycję bardziej opłacalną, co sprzyja wzrostom ich cen.

Na rentowność polskich obligacji oddziaływały głównie tendencje w strefie euro, z wyjątkiem pojedynczych dni, podczas których dochodziło do realizacji zysków na papierach wartościowych, a co za tym idzie, wzrosty rentowności. Od 21 maja na rynku polskich aktywów zaobserwowano wzrost cen polskiego długu. Na spadek rentowności miała także wpływ m.in. wypowiedź Marka Belki, w której uznał możliwość obniżenia stopy procentowej. Kwietniowy wzrost inflacji o 0,3% r/r sugeruje, że w wakacje wskaźnik może zejść nawet poniżej zera, gdyż jest to okres deflacyjny. Jeśli się to stanie, zwiększy się prawdopodobieństwo obniżki stóp procentowych, co zmniejszy rentowność polskich obligacji. (*Paulina Krzypkowska, Tomasz Salis*)

## *Okiem Monitoringu*

---

### **10 lat Polski w Unii Europejskiej**

10 lat temu Polska wspólnie z 9 innymi państwami została członkiem Unii Europejskiej. Ta okrągła rocznica nakłania do podsumowań. W mediach nie brakuje wypowiedzi wychwalających decyzję o przystąpieniu do UE oraz przedstawiających zmiany w naszym kraju. Szef MSZ, Radosław Sikorski w swoich wypowiedziach podkreśla, że przez pierwszą dekadę naszego członkostwa w UE dobrze wykorzystaliśmy swoją szansę. Nie brakuje głosów krytyki, zwłaszcza w odniesieniu do wykorzystania środków z funduszy unijnych.

#### Jak zmieniła się Polska przez 10 lat członkostwa w UE?

Pierwsze lata członkostwa w UE to dla Polski okres boomu inwestycyjnego i konsumpcyjnego, następnie pojawiły się efekty zmian strukturalnych, głównie wzrost udziału usług w PKB przy spadku udziału rolnictwa, wzrost efektywności gospodarki, napływ bezpośrednich inwestycji zagranicznych i zwiększenie udziału w handlu światowym. Ta dekada przyniosła wiele zmian we wskaźnikach gospodarczych i społecznych Polski:

- W latach 2004-2012 **spożycie skorygowane na 1 mieszkańca** wyrażone w PPS wzrosło z 55% do 73% przeciętnej dla UE ogółem. Polska, wraz ze Słowacją, Litwą oraz Łotwą odnotowała największą poprawę pod tym względem w UE.
- W okresie 2004-2013 ceny wzrosły o 33%, podczas gdy w UE wzrosły średnio o 26%.
- Przez te 10 lat powstało 2 mln nowych **miejsc pracy**. Wzrosła też **wydajność pracy**. W 2012 r. wyniosła ona niemal 5%, co było najlepszym wynikiem w całej UE.
- W 2004 r. minimalne **miesięczne wynagrodzenie** wyrażone w standardzie siły nabywczej wyniosło 341,80 PPS, natomiast w 2013 r. wzrosło do 675,35 PPS i przewyższało wynagrodzenie w większości krajów środkowej i wschodniej Europy.
- W latach 2005-2012 obniżył się **współczynnik Giniego** z 35,6% do 30,9% co oznacza, że zmniejszyło się zróżnicowanie rozkładu dochodów
- W latach 2004-2013 **eksport** rósł szybciej niż **import**, a w 2013 r. osiągnął rekordową wartość 152,8 mld euro.
- W stosunku do 2003 r. o 51% wzrosła dynamika w **obrotach handlu detalicznego**.

- Nastąpił intensywny proces rozbudowy **infrastruktury drogowej**. Łącznie wybudowano 673 km autostrad, wybudowano lub zmodernizowano 808 km dróg ekspresowych, 36 tys. km sieci kanalizacyjnej oraz 683 oczyszczalnie ścieków.
- Poprawiła się także **konkurencyjność** naszego kraju - według rankingu opracowanego przez IMD World Competitiveness Center, Polska awansowała z 48 miejsca na świecie w 2004 r. na miejsce 33 w 2013 r.

### W jaki sposób członkostwo w UE wpłynęło na rozwój społeczno-gospodarczy naszego kraju?

Według raportu MSZ „Polskie 10 lat w Unii” Polska lepiej wykorzystała unijne szanse, niż pozostałe państwa naszego regionu, które przystąpiły do UE w 2004 i 2007 r. Po wejściu do UE, PKB Polski zwiększyło się o 48,7%.

Jedną z najważniejszych korzyści przystąpienia do UE jest możliwość korzystania z potencjału rynku wewnętrznego, głównie ze swobody przepływu towarów oraz osób. Przyczyniło się to do sukcesu polskich firm, które w ciągu 10 lat wyeksportowały do UE towary o wartości prawie 3,5 bln zł. Od momentu akcesji do 2012 r. przedsiębiorstwa osiągnęły około 550 mld zł dochodów z eksportu usług do UE. Dzięki otwarciu granic Polacy mają większe możliwości znalezienia zatrudnienia oraz zdobycia lepszego wykształcenia. W ramach programu Erasmus ponad 120 tys. studentów z Polski mogło studiować lub odbyć praktyki w innych państwach UE. Korzyści są odczuwalne także w życiu codziennym. Polscy obywatele dzięki obecności w Unii uzyskali m.in. tańsze bilety lotnicze, możliwość zmiany dostawcy energii czy też obniżenie cen połączeń w roamingu.

Makroekonomiczne efekty przystąpienia Polski do UE najbardziej były widoczne w latach 2004-2008. W tym czasie m.in. zmniejszyło się ryzyko biznesowe i poprawiła się atrakcyjność inwestycyjna naszego kraju. Miało to pozytywny wpływ na nasz wizerunek oraz międzynarodowe oceny naszej finansowej wiarygodności. W 2007 r. agencje ratingowe (Fitch i Standard and Poor's) podwyższyły ocenę naszego kraju z poziomu BBB+ do A-. Dzięki zwiększeniu wiarygodności Polski nastąpiło obniżenie rentowności skarbowych papierów wartościowych o 0,2-0,5 pkt. proc.

Szybszy wzrost gospodarczy Polski w okresie tych 10 lat jest związany m.in. z wykorzystaniem środków z funduszy europejskich. Od 2009 r. Polska jest największym beneficjentem netto unijnego budżetu. Po opłaceniu składek w ciągu tej dekady otrzymaliśmy netto łączenie 250,5 mld zł. Za każdą złotówkę wpłaconą do budżetu UE Polska z powrotem otrzymała 3 zł. Dzięki funduszom unijnym w latach 2004–2013 zrealizowano ponad 160 tys. Projektów, w ramach których przedsiębiorcy otrzymali dofinansowanie w wysokości prawie 85,5 mld zł. Najwięcej projektów dotyczyło takich obszarów jak: przedsiębiorczość, badania i rozwój, kapitał ludzki, a także społeczeństwo informacyjne. Łączne nakłady inwestycyjne w latach 2004-2013 wzrosły o 75%, a dzięki unijnej polityce spójności w latach 2009-2011 sfinansowane zostało 51,6% inwestycji publicznych. Niestety pomimo przeznaczenia znacznych środków unijnych dla biedniejszych regionów, nie udało się zmniejszyć różnic pomiędzy terenami bogatszymi oraz biedniejszymi. Z analizy dynamiki rozwoju regionalnego Polski wynika, że różnice między nimi pogłębiają się.

### Jak wyglądałaby Polska gdyby nie stała się członkiem Unii Europejskiej?

Raport MSZ „Polskie 10 lat w Unii” przedstawia hipotetyczny obraz Polski, gdyby nie przystąpiła do UE w 2004 r. Analiza oparta na modelu ekonomicznym pokazuje pozytywny wpływ członkostwa na wyniki gospodarcze Polski. Gdyby Polska nie była członkiem UE tempo wzrostu gospodarczego w latach 2004–2013 byłoby niższe średnio o około 0,7 pkt. proc. w każdym roku. W 2013 r. PKB na osobę mierzony wartością siły nabywczej byłby na poziomie z 2009 r., czyli o 11% niższym w stosunku do średniej UE-27. Nakłady na inwestycje byłyby niższe o 36 mld złotych, miesięczne wynagrodzenie byłoby niższe o 113 zł, natomiast bezrobocie wyniosłoby aż 14,2%.

Przystąpienie Polski do UE rozpoczęło ważny etap w rozwoju gospodarczym kraju. Dla znacznej grupy Polaków bilans tych 10 lat jest pozytywny, pomimo obaw, które występowały przed akcesją. Najnowsze badania CBOS pokazują, że akceptacja członkostwa jest niemalże powszechna. W marcu 2014 r. poparcie dla naszej obecności w UE zadeklarowało 89% badanych, jedynie 7% było przeciwnych, 62% respondentów uważało natomiast, że obecność Polski w UE przynosi więcej korzyści niż strat. Pozytywny bilans członkostwa w UE nie byłby możliwy bez odpowiedzialnej polityki gospodarczej, która łagodziła wahania koniunkturalne oraz sprawne instytucje zapewniające stabilność naszej gospodarki m.in. NBP, KNF czy BFG. Mimo wielu sukcesów przed Polską stoi jeszcze wiele wyzwań m.in. w zakresie robotyzacji czy ochrony środowiska. Potrzeby inwestycyjne w modernizacji oraz rozbudowie polskiej infrastruktury drogowej i kolejowej, pomimo postępów, pozostają bardzo duże. (*Marta Haluszczak*)

## OPIEKUN NAUKOWY SKN FM

### **Prof. dr hab. Cezary Wójcik**

---



Adiunkt w SGH i PAN, od maja 2007 r. do października 2008 r. Dyrektor Biura ds. Integracji ze Strefą Euro w NBP. Ukończył SGH oraz Wydział Prawa UW. Absolwent Advanced Studies Program in International Economic Policy Research w Kilońskim Instytucie Gospodarki Światowej i International Faculty Development Program w IESE Business School. Autor kilkudziesięciu publikacji naukowych z zakresu polityki pieniężnej i kursowej. W 2004 r. powołany w skład Rady Makroekonomicznej przy Ministrze Finansów, w latach 2005-2006 Radca Ministra Finansów. W przeszłości pracował w Europejskim Banku Centralnym (2003–2004), Narodowym Banku Austrii i Wiedeńskim Instytucie Międzynarodowych Studiów Porównawczych (2000–2002). Stypendysta Fulbrighta, Komisji Europejskiej, Tygodnika „Polityka”, Fundacji na Rzecz Nauki Polskiej, Ministra Nauki i Szkolnictwa Wyższego. Władza językiem angielskim, niemieckim i hiszpańskim. Opiekun naukowy SKN FM oraz inicjator Monitoringu Makroekonomicznego.

## KONSULTANT NAUKOWY MONITORINGU MAKROEKONOMICZNEGO

### **dr. Jarosław Janecki**

---



Główny ekonomista banku Société Générale S.A. Oddział w Polsce. W latach 1994-2006 pracował m.in. w Ministerstwie Finansów, gdzie był Głównym Specjalistą w Departamencie Długu Publicznego oraz Radcą Ministra w Departamencie Polityki Finansowej, Analiz i Statystyki. Uczestniczył w pracach nad projektami budżetu państwa oraz programami konwergencji. Był również przedstawicielem Ministerstwa Finansów w pracach organów roboczych OECD w Paryżu. Jest absolwentem Wydziału Ekonomiczno-Socjologicznego Uniwersytetu Łódzkiego, a także studiów Executive MBA prowadzonych na Uniwersytecie Łódzkim oraz University of Maryland. Doktorat obronił w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie, w Kolegium Zarządzania i Finansów na podstawie pracy: „Funkcja reakcji Rady Polityki Pieniężnej NBP w latach 1998-2008. Aspekt ciągłości polityki pieniężnej.” Jego zainteresowania i publikacje koncentrują się na problematyce związanej z polityką pieniężną. Jest miłośnikiem jazzu.

## OPRACOWALI:

### **Bartosz Radzikowski (red. nacz.)**

---



Absolwent Studium Magisterskiego SGH (Finanse i Rachunkowość) oraz student II roku Studium Magisterskiego SGH (Ekonomia). Młodszy ekonomista w CASE. Poprzednie doświadczenia zbierał w Bankowym Funduszu Gwarancyjnym, Instytucie Badań Strukturalnych oraz firmie doradczej Ernst & Young. Interesuje się makroekonomią, polityką oraz globalizacją. (radzikowski.bartosz@gmail.com)

### **Tomasz Salis (zastępca red. nacz.)**

---



Student II roku Studium Magisterskiego SGH na kierunku Finanse i Rachunkowość. Odbył praktykę min. w Ministerstwie Gospodarki. Posługuje się językiem angielskim, komunikatywnie niemieckim. Interesuje się polityką pieniężną, rynkami finansowymi oraz makroekonomią. (tomasz.salis@gmail.com).



---

**Aleksandra Kołosińska**

---

Studentka II roku Studium Licencjackiego na kierunku Międzynarodowe Stosunki Gospodarcze w Szkole Głównej Handlowej. Interesuje się makroekonomią, a w szczególności polityką pieniężną. Biegła włada językiem angielskim, uczy się języka niemieckiego. (olakolosinska@onet.eu)



---

**Marta Korczak**

---

Studentka I roku Studium Magisterskiego SGH, Metody Ilościowych w Ekonomii. W czasie studiów licencjackich w SGH odbyła semestr w Instytucie Nauk Politycznych w Paryżu. Oprócz nauki gra również (całkiem dobrze) w tenisa ziemnego - jest członkinią sekcji AZS SGH. (korczakmarta@gmail.com)



---

**Inga Karkusińska**

---

Studentka I roku studiów magisterskich na kierunku Finanse i Rachunkowość w Szkole Głównej Handlowej w Warszawie. Interesuje się rynkami finansowymi, bankowością i polityką pieniężną. Uczestniczyła w półrocznej wymianie studenckiej (Hanzehogeschool Groningen, University of Applied Sciences) oraz odbyła praktyki w PGE GiEK SA w Dziale Operacji Finansowych. (i.karkusinska@gmail.com)



---

**Jerzy Kosiński**

---

Praktykant w Dziale Doradztwa Transakcyjnego w KPMG. Uczestnik programu CFA. Wcześniej odbył staże w Banku Gospodarstwa Krajowego oraz w Biurze Maklerskim Banku BGŻ. Student I roku Studium Magisterskiego na kierunku Finanse i Rachunkowość. Ukończył studia magisterskie z Zarządzania na PW. (j.kosinski@o2.pl)



---

**Justyna Klejdysz**

---

Studentka I roku Studium Licencjackiego. Aktualnie interesuje się sytuacją ekonomiczną państw słabo rozwiniętych oraz walutami lokalnymi. W wolnym czasie zarówno odbiera, jak i tworzy sztukę. (justynaklejdysz@gmail.com)



---

**Karolina Jańczak**

---

Studentka II roku Studium Magisterskiego SGH (Ekonomia) oraz uczestniczka programu Advanced Studies Program w Kiel Institute for the World Economy. Współpracowała z Fundacją Naukową CASE, NBP oraz bankiem BGŻ. Interesuje się makroekonomią, w szczególności polityką pieniężną, oraz rynkami finansowymi. Przewodnicząca SKN FM w r.a. 2011/2012. (janczak.karolina@gmail.com)



---

**Agata Traczyńska**

---

Studentka I roku Studium Licencjackiego SGH. Interesuje się makroekonomią i rynkami finansowymi. Poza uczelnią należy do zespołu tańca artystycznego „Etiuda”. Uwielbia jeździć na nartach i grać w tenisa. Biegła włada językiem angielskim oraz uczy się niemieckiego. (at6.sgh@gmail.com)



---

**Marta Hałuszczak**

---

Studentka II roku Studium Magisterskiego na kierunku Ekonomia w Szkole Głównej Handlowej. Odbyła praktykę m.in. w PKO Banku Polskim. Interesuje się makroekonomią, w szczególności polityką pieniężną i fiskalną, oraz sytuacją ekonomiczną krajów azjatyckich

---

**Paulina Krzypkowska**

---

Studentka II roku Studium Licencjackiego SGH na kierunku Finanse i Rachunkowość. Interesuje się makroekonomią i rynkami finansowymi. Poza tym jej pasją jest astronomia oraz kosmologia. (paulkrzyp@poczta.o2.pl)