
**MONITORING
MAKROEKONOMICZNY**

**STUDENCKIE
KOŁO NAUKOWE**



**FINANSÓW
MIĘDZYNARODOWYCH**

Numer 18

Warszawa, 13 listopada 2013

Stopniowe ożywienie w polskiej gospodarce staje się faktem. Pierwszy odczyt *flash* realnego wzrostu polskiego PKB w III kwartale wyniósł +1,9% r/r oraz +0,6% kw/kw (wyrównany sezonowo). To dużo powyżej konsensusu kształtującego się na poziomie 1,6% r/r. Więcej uwagi warto jednak poświęcić odczytowi kwartał do kwartału, który jest lepszym indykatorem trendu w gospodarce. Wzrost o +0,6% kw/kw jest najwyższym odczytem od IV kwartału 2011 r. i pokazuje, iż polska gospodarka ewidentnie nabiera tempa.

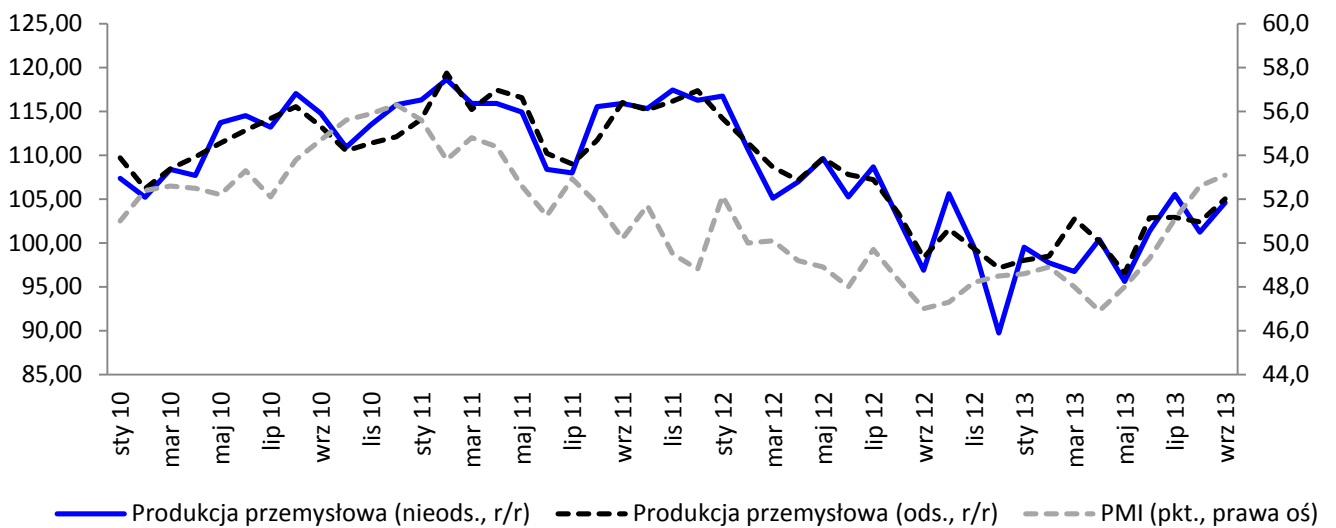
Co w takiej sytuacji ze stopami procentowymi w Polsce? Członkowie RPP są dość jednomyślni i zgodnie mówią: stopy procentowe pozostaną na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszej połowy 2014 r. Co później? Wszystko zależeć będzie od presji inflacyjnej, a tej na razie na horyzoncie nie widać. Odczyt inflacji za październik na poziomie 0,8% r/r (którego z racji zamknięcia wydania przed publikacją GUS w tym numerze nie znajdziecie), choć w dużej mierze zaniżony przez niskie ceny żywności, potwierdza, iż do celu inflacyjnego RPP jeszcze daleko. Inflacja w najbliższych miesiącach zacznie jednak rosnąć głównie z powodu efektu bazy. Według ścieżki centralnej NBP ma ona wynieść w 2014 r. 1,7% r/r, zaś rok później 1,9% r/r. Kluczowe jednak w przypadku prognozy inflacji w takim terminie jest oszacowanie produktu potencjalnego, który jest zmienną bezpośrednio nieobserwowalną. NBP oczekuje jednak, że produkt potencjalny będzie powoli rósł najbliższych latach, jednak w wolniejszym tempie niż realny wzrost PKB, co przełoży się w konsekwencji na spadek luki popytowej i stopniowy wzrost inflacji w kierunku celu. A to oczywiście pociągnie za sobą prędzej czy później wzrosty stóp procentowych. Niewątpliwie koniec 2014 r. to najwcześniejszy możliwy scenariusz rozpoczęcia cyklu podwyżek stóp, który powinien zamknąć się w 100 pkt. bazowych. Zaryzykowałbym jednak tezę, iż pierwsze podwyżki stóp możemy zobaczyć w Polsce dużo później.

W 18 numerze Monitoringu Makroekonomicznego znajdziecie szczegółowy opis i analizę najważniejszych zmiennych makroekonomicznych z ostatniego miesiąca. Warto również zwrócić uwagę na sekcję dotyczącą otoczenia zewnętrznego (ostatnia obniżka stóp procentowych przez ECB) oraz informacje z Warszawskiej Giełdy Papierów Wartościowych (debiut PKP Cargo, upadłość Ganta). Dodatkowo przygotowaliśmy również dla was krótkie podsumowanie proponowanej przez rząd reformy otwartych funduszy emerytalnych.

Gorąco zachęcamy do lektury!

Mikołaj Raczyński
red. nacz.

Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, stooq.pl

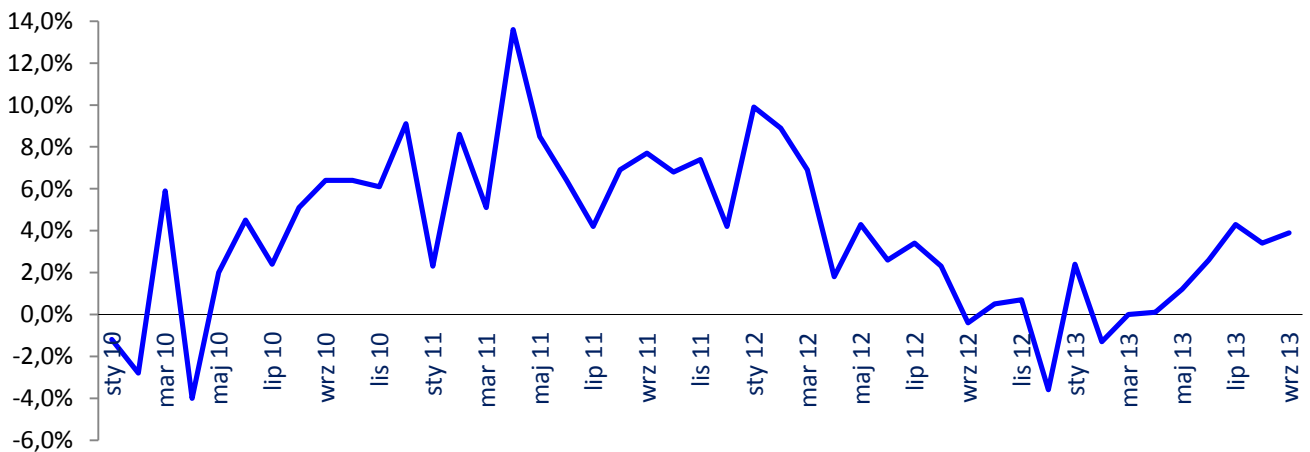
Wrześniowe dane z gospodarki realnej przyniosły kolejne dowody na stopniową odbudowę koniunktury. Pozytywny impuls w przemyśle obserwujemy od początku 2013 r. co widać na wykresie. **Nieodsezonowana produkcja sprzedana przemysłu wzrosła o 4,6% r/r**. Dane odsezonowane pokazały stopę wzrostu 5,0% r/r. Był to drugi najlepszy wynik przemysłu od roku. Niestety w dalszym ciągu kurczyło się górnictwo (spadek ok. 10 % r/r), jednak pozostałe sektory utrzymują dodatnią dynamikę. Warto odnotować dużą dynamikę sprzedaży samochodów (14,1% r/r) za co po części odpowiada rosnący eksport do Niemiec.

Silny wzrost nowych zamówień (9,9% r/r), w tym rekordowe tempo zamówień eksportowych (14,2% r/r), przyczyniają się niewątpliwie do wzrostu przeciętnego zatrudnienia w sektorze przedsiębiorstw.

Odbudowę kontynuuje również popyt krajowy. Sprzedaż detaliczna wzrosła we wrześniu 3,9% r/r. Wzrostowi konsumpcji prywatnej sprzyja spadek obaw o utratę zatrudnienia oraz wzrost siły nabywczej dochodu. Dodatkowo tempo wzrostu wynagrodzeń przy spadających cenach stymuluje wzrost konsumpcji zgodnie z efektem dochodowym.

W październiku wskaźnik PMI wzrósł piąty miesiąc z rzędu do poziomu 53,4. W relacji do miesiąca poprzedniego indeks wzrósł jednak nieznacznie. Rosły nowe zamówienia, zwłaszcza z zagranicy, jednak sytuacja nie można uznać za w pełni stabilną. W dalszym ciągu spadają ceny wyrobów gotowych przy obserwowanym jednocześnie lekkim wzroście kosztów produkcji. Co więcej w październiku wzrost cen nakładów przyspieszyły, a ceny dóbr spadały szybciej niż przed miesiącem. Jak zauważa Agata Urbańska-Giner, ekonomistka HSBC ds. Europy Środkowo-wschodniej „ten kontrast wskazuje na słabość popytu i podkreśla jak wątle jest ożywienie gospodarcze na tym etapie”. (br)

Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS

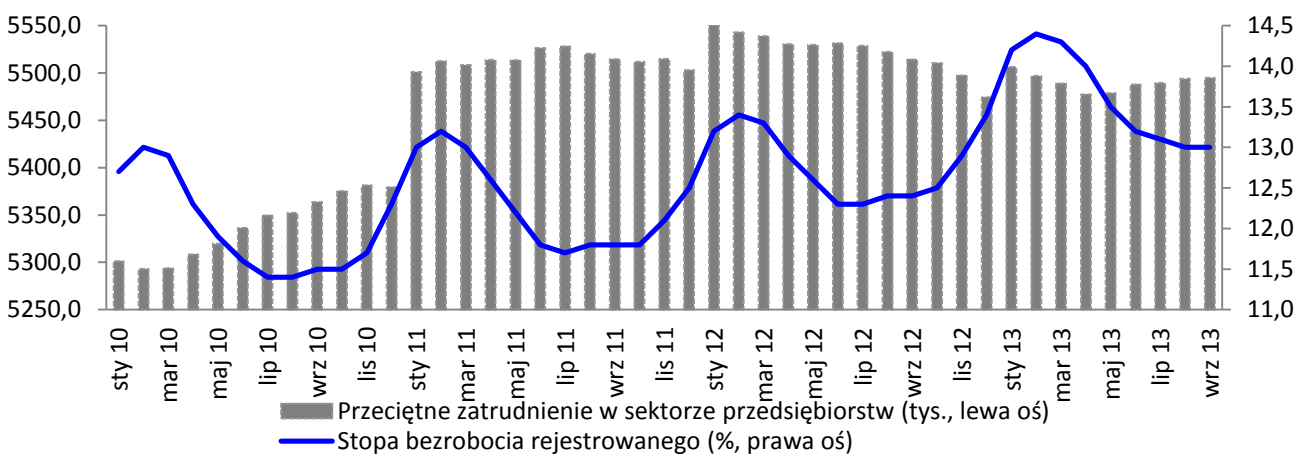
Według opublikowanych przez GUS danych, sprzedaż detaliczna we wrześniu wzrosła o 3,9% w ujęciu rocznym, realnie zaś wzrost wyniósł 4,1%. Warto zauważyć, iż ujęciu miesięcznym oznacza to spadek o 0,9%. Pomimo odnotowanych wzrostów, wyniki te były znacznie poniżej oczekiwań.

Bardziej szczegółowe dane pokazują iż sprzedaż detaliczna w ujęciu rocznym pojazdów mechanicznych wzrosła o ponad 16% r/r, sprzedaż odzieży i obuwia zaś aż o 15,2% r/r. Wrzesień charakteryzował się z kolei spadkiem sprzedaży paliw o 4,8% r/r.

Według szacunków Eurostatu, sprzedaż detaliczna w strefie euro we wrześniu 2013 r. spadła o 0,6 % m/m, podczas gdy miesiąc wcześniej odnotowany niewielki wzrost o 0,5% m/m. W ujęciu rocznym sytuacja była odmienna, we wrześniu odnotowano wzrost o 0,3% r/r, po wcześniejszym spadku o 0,2% r/r. Dla porównania, sprzedaż detaliczną w Polsce obliczono na poziomie 6,5% r/r, a w ujęciu miesięcznym o 1,6% m/m.

Warto zwrócić uwagę, iż wzrost sprzedaży detalicznej w ujęciu rocznym obserwowany jest w polskiej gospodarce już od 6 miesięcy, co może przełożyć się na dużo lepszy niż w I i II kwartale tego roku odczyt wzrostu PKB za III kwartał 2013. (ag)

Rynek pracy



Źródło: GUS

Stopa bezrobocia rejestrowanego na koniec września tego roku wyniosła 13,0% (wobec 12,4% w roku ubiegłym). W poprzednim miesiącu wskaźnik ten kształtował się na tym samym poziomie. W ujęciu absolutnym liczba bezrobotnych spadała już siódmy miesiąc z rzędu, jednakże w ujęciu rok do roku wzrost ten wyniósł we wrześniu 2013 r. 5,3%, kiedy to liczba zarejestrowanych bezrobotnych wyniosła 2083,1 tys. osób wobec 1979 tys. we wrześniu 2012 r.

Według metodologii Eurostatu odsezonowana stopa bezrobocia we wrześniu 2013 r. wyniosła 10,4%, czyli tyle samo ile w lipcu i sierpniu. Oznacza to jej wzrost o 0,1 pkt. procentowego w ujęciu miesiąc do miesiąca. Jest to jednak najniższa wartość stopy bezrobocia w tym roku, co jest bez wątpienia sygnałem pozytywnym. Tym nie mniej jednak należy zauważyć, że wartości stopy bezrobocia w poszczególnych miesiącach roku 2013 r. są wyższe niż te odnotowane rok wcześniej.

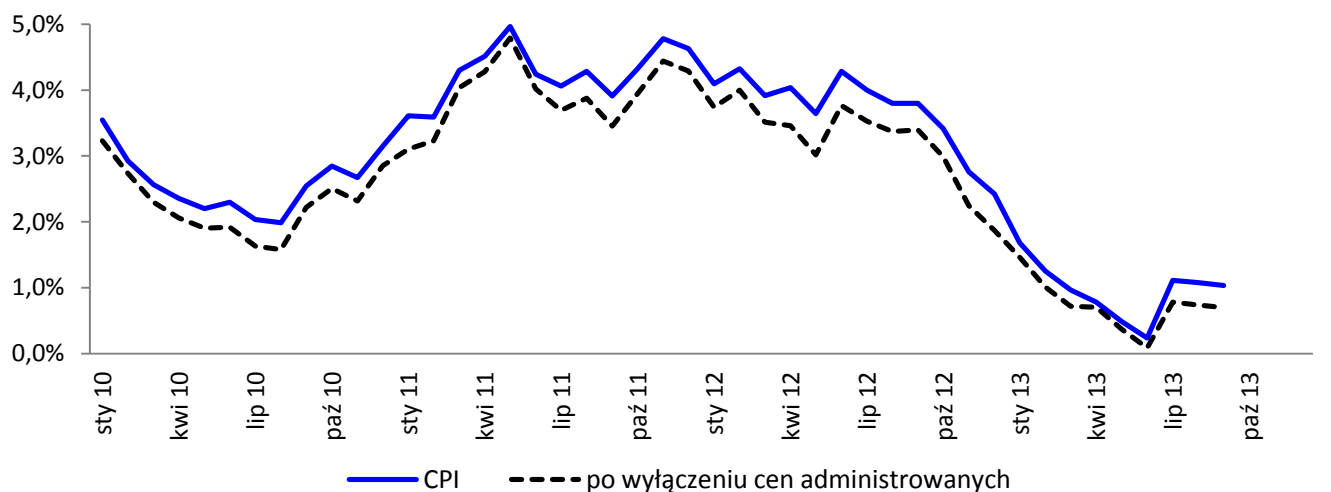
Pomimo wciąż wysokiego bezrobocia, z raportu ManpowerGroup opublikowanego w połowie 2013 r. wynika, że pracodawcom nie jest łatwo znaleźć pracowników o odpowiednich kwalifikacjach. Wśród zawodów najbardziej dotkniętych niedoborem talentów na pierwszych pięciu miejscach wymieniono wykwalifikowanych pracowników fizycznych, inżynierów, techników, przedstawicieli handlowych i kierowców.

Według danych GUS we wrześniu br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wynosiło 5495,1 tys. osób, co oznacza stagnację w ujęciu miesiąc do miesiąca oraz spadek o 0,3 p.p. w ujęciu rok do roku. Spadek w p.p. w perspektywie rok do roku był we wrześniu 2013 r. mniejszy niż w miesiąc wcześniej. Zgodnie z danymi GUS zdecydowanie poniżej wartości z września zeszłego roku znajduje się zatrudnienie w sektorze budowlanym, co wskazuje na wciąż słabą kondycję tej branży. W całym okresie styczeń-wrzesień przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw znajdowało się poniżej poziomu sprzed roku.

Przeciętne nominalne wynagrodzenie brutto w tym sektorze wzrosło we wrześniu o 3,6 pkt. procentowego. w odniesieniu do analogicznego miesiąca ubiegłego roku, co realnie oznacza wzrost siły nabywczej ludności o 2,6 pkt. procentowego. W okresie styczeń-wrzesień br. przeciętne wynagrodzenia brutto w sektorze przedsiębiorstw, zarówno nominalnie jak i realnie wzrosły w mniejszym stopniu niż w analogicznym okresie ubiegłego roku.

Jest jeszcze zbyt wcześnie, żeby wyciągać wnioski odnośnie tego, czy znajdujemy się w momencie przełamania spadkowego trendu na rynku pracy. Dane z kolejnych miesięcy tego roku powinny umożliwić dokonanie takiej oceny. (ap)

Inflacja



Źródło: GUS

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu w porównaniu z analogicznym miesiącem ubiegłego roku wyniósł 1,0% r/r i utrzymał się poniżej dolnej granicy odchyżeń od celu inflacyjnego określonego przez Radę Polityki Pieniężnej (2,5% +/- 1%). Trzy pozostałe wskaźniki inflacji bazowej nieznacznie spadły.

Na podstawie opublikowanego przez Narodowy Bank Polski 16 października br. komunikatu o wskaźnikach inflacji bazowej we wrześniu 2013 r. można powiedzieć, że w relacji rok do roku inflacja po wyłączeniu cen administrowanych (podlegających kontroli państwa) wyniosła 0,7%, co oznacza, że została ona na niezmiennym poziomie.

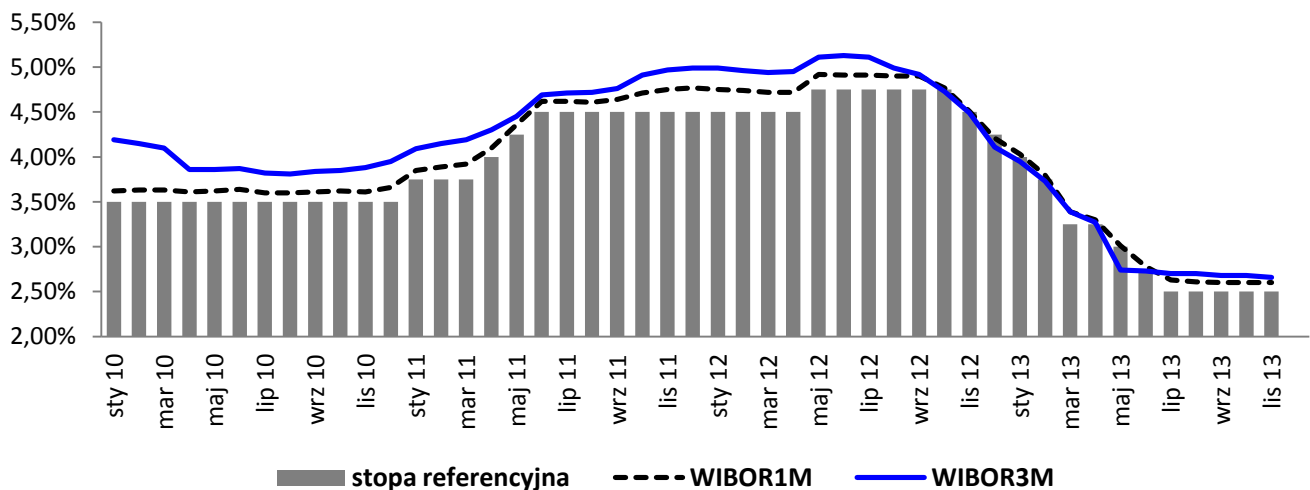
Największy wpływ na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem miały w tym okresie podwyżki opłat związanych z transportem (o 0,8%), wzrost cen odzieży i obuwia (o 0,7%), a także towarów i usług związanych z mieszkaniem, (o 0,1%), które podwyższyły wskaźnik odpowiednio o 0,07 pkt. proc., 0,03 pkt. proc. i 0,02 pkt. proc.

We wrześniu br. ceny żywności pozostały na poziomie obserwowanym przed miesiącem (wobec spadku o 1,3% w sierpniu br.). Wędliny podrożały o 0,8%. Droższe niż w sierpniu br. były także artykuły w grupie „mleko, sery, jaja”.

Koniec wyprzedaży kolekcji wiosenno - letniej, a także wprowadzenie na rynek nowej kolekcji jesienno – zimowej spowodowało, iż we wrześniu br. ceny obuwia oraz odzieży ukształtowały się na poziomie odpowiednio o 1,3% i 0,5% wyższym niż w sierpniu br.

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych we wrześniu br., w porównaniu z analogicznym miesiącem ub. roku, wyniósł 1,0%. Na podstawie danych GUS-u można obserwować, że największy wpływ na ukształtowanie się wskaźnika cen towarów i usług konsumpcyjnych na tym poziomie miał wzrost cen żywności (o 2,9%), opłat związanych z mieszkaniem (o 1,8%), podwyżki cen w zakresie rekreacji i kultury (o 3,9%), a także wyższe ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 3,7%), które podniosły ten wskaźnik odpowiednio o 0,64 pkt. proc., 0,47 pkt. proc., 0,31 pkt. proc. i 0,24 pkt. proc. (fz)

Polityka pieniężna



Źródło: NBP

Po ostatnim posiedzeniu w dniach 5-6 listopada 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie. Rada zasignalizowała również, że stopy pozostaną na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza przyszłego roku. W skali rocznej referencyjna stopa NBP wynosić będzie nadal 2,50%, lombardowa 4,00%, depozytowa 1,00%, zaś redyskonta weksli 2,75%

W III kwartale koniunktura gospodarki światowej została umiarkowana, co sprzyjała niskiej inflacji w wielu krajach. Jeśli chodzi o dynamikę aktywności gospodarczej, kształtowała się ona na niskim poziomie.

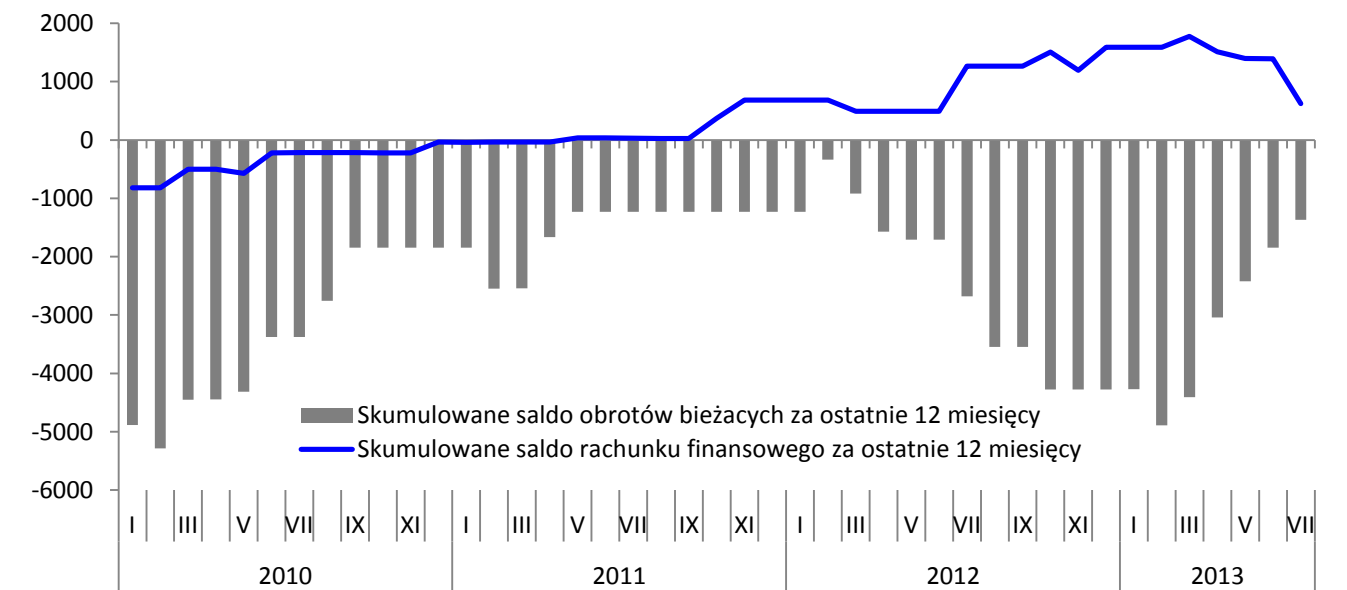
W Polsce, dane dotyczące produkcji przemysłowej, budowlano-mieszkaniowej oraz sprzedaży detalicznej wskazują się na utrzymywanie niskiego, choć wyższego niż w poprzednim kwartale, wzrostu gospodarczego.

Wskaźniki koniunktury sygnalizują możliwość kontynuacji stopniowego ożywienia aktywności w kolejnych kwartałach.

Inflacja CPI we wrześniu wynosiła 1,0% r/r. Miesiąc do miesiąca wzrosła z kolei o 0,1%. Kształtowała się ona więc na poziomie niższym niż cel inflacyjny 2,5%. Ostatnie odczyty inflacji potwierdza utrzymywanie się niskiej presji popytowej i kosztowej w gospodarce. Towarzyszą temu niskie oczekiwania inflacyjne. W ocenie RPP prawdopodobna jest stopniowa poprawa koniunktury, ale presja inflacyjna zostanie ograniczona.

Jeśli chodzi o akcję kredytową, jej przyrost dla przedsiębiorstw i gospodarstw domowych kształtowała się na niskim poziomie. Widoczne jest pewne ożywienie w segmencie kredytów konsumpcyjnych. Najpopularniejszy w kredytach mieszkaniowych WIBOR trzymiesięczny, od ponad kwartału oscyluje wokół 2,7%. Oznacza to, że na każde 100 tys. zł, 25 letniego kredytu z marżą 1,6 pp. rata wynosi jedynie 545 zł. Na początku roku było to 626 zł (WIBOR 3M przekraczał wówczas 4%). (fz)

Bilans płatniczy



Źródło: NBP

Sierpniowe saldo bilansu płatniczego było dużo gorsze niż się spodziewano i wyniosło -719 mln EUR. Rynek spodziewał się wyniku w okolicach -200 mln EUR. Słaby wynik jest szczególnie niepokojący po ostatniej serii korekt. Lipcowe dane zostały zweryfikowane z poziomu -178 mln EUR, o jakim pisaliśmy miesiąc temu do aż -497 mln EUR.

Na ujemny wynik złożyły się dodatkowo salda obrotów towarowych (264 mln EUR), usług (515 mln EUR) oraz transferów bieżących (240 mln EUR). Żadne z tych sald nie różni się znacznie od odczytu lipcowego. Znaczne pogorszenie się bilansu spowodowane zostało większym ujemnym wynikiem salda dochodów (-1903 mln EUR).

Saldo rachunku finansowego wyniosło w sierpniu 669 mln EUR. To znaczny spadek w stosunku do wcześniejszego miesiąca. Odpowiadają za to głównie mniejsze FDI napływające do Polski (182 mln EUR). Jednocześnie polskie inwestycje za granicą zmniejszyły się o 336 mln EUR. (ps)

Otoczenie zewnętrzne

Istnieje wysokie prawdopodobieństwo, że **Słowenia dołączy do grona państw UE występujących o międzynarodową pomoc finansową w formie bailout.** Powodem są problemy z odsetkami niespłaconych terminowo kredytów (podobnie jak w przypadku Hiszpanii). Słoweńskie banki, pełne toksycznych długów, starają się restrukturyzować swoje bilanse, których stan jest pośrednio powodem kurczenia się słoweńskiej gospodarki (od 2008 roku PKB realnie zmalało o około 10%) oraz stałego wzrostu niespłaconych kredytów i pożyczek, tworząc błędne koło. W skali europejskiego systemu finansowego odsetek tych kredytów jest jednak niewielki, i wynosi mniej niż 0,1%. Niezależnie od wyników *stress testów*, możliwy bailout nie zachwieje europejskim systemem bankowym. Może on jednak przypomnieć inwestorom o nierozwiązanych kłopotach i problemach strukturalnych występujących już od dłuższego czasu na obrzeżach eurolandu.

Najnowsze dane dotyczące ze strefy euro wskazują na stopniową poprawę koniunktury, jednak prognozowane ożywienie jest coraz słabsze. Niedawno Komisja Europejska ponownie obniżyła prognozy wzrostu eurolandu, tym razem z 1,2% do 1,1%. Średnie bezrobocie w Unii wynosi obecnie około 11%, jednak w niektórych krajach sięga nawet 27%. Państwa członkowskie powoli wychodzą z recesji, lecz jest jeszcze zbyt wcześnie aby mówić o radykalnej poprawie sytuacji.

W Niemczech z kolei sytuacja w gospodarce ponownie się poprawia. W październiku wyższy od konsensusu odnotowano wzrost zamówień w przemyśle oraz wzrost wartości indeksu PMI (w przemyśle). Nastąpiła także poprawa prognoz wzrostu PKB na rok 2014. Zdaniem wielu ekonomistów niemiecka gospodarka znajduje się na początku okresu silnego wzrostu. Ponadto, Niemcy od roku 2006 notują nadwyżkę w bilansie obrotów bieżących (powyżej 6% PKB). Za raportem amerykańskiego Departamentu Skarbu, oraz według niektórych państw członkowski UE (w tym Francji i Belgii) proeksportowa orientacja niemieckiej gospodarki oraz nieznaczny import utrudniają innym państwo strefy euro wyjście z kryzysu. Również komisarz europejski ds. gospodarczych i walutowych Olli Rehn wezwał Niemcy do pobudzenia popytu wewnętrznego. W bieżącym tygodniu Komisja Europejska ma zdecydować, co zrobić z wypracowaną przez Niemcy nadwyżką handlową.

W USA udało się na czas osiągnąć porozumienie przez Izbę Reprezentantów w sprawie podwyższenia ustawowo dopuszczalnego zadłużenie. Przewiduje się jednak, że porozumienie to jest tylko odsunięciem problemu w czasie i sytuacja powtórzy się na początku przyszłego roku. Niepewność wynikająca z trudności obrania wspólnego kierunku polityki przez republikanów i demokratów może stać się przyczyną obniżenia ratingu USA przez Agencję Fitch. Ewentualna niewypłacalność gospodarki Stanów Zjednoczonych zaowocuje nie tylko brakiem możliwości pożyczania pieniędzy przez rząd federalny, lecz może także wstrząsnąć globalnym systemem finansowym.

Strefa euro	lipiec 2013	sierpień 2013	wrzesień 2013	październik 2013	zmiana
PMI dla przemysłu	50,30	51,40	51,10	51,40	+0,30 p.
PMI dla usług	49,80	50,70	52,20	51,60	-0,60 p.

Źródło: Opracowanie własne.

Niemcy	lipiec 2013	sierpień 2013	wrzesień 2013	październik 2013	zmiana
Indeks nastrojów Ifo	106,20	107,60	107,70	107,40	-0,30 p.
Indeks Instytutu ZEW	36,30	42,00	49,60	52,80	+3,20 p.

Źródło: Opracowanie własne.

Stany Zjednoczone	lipiec 2013	sierpień 2013	wrzesień 2013	październik 2013	zmiana
Indeks Uniwersytetu Michigan	85,10	82,10	77,50	73,20	-4,30 p.

Źródło: Opracowanie własne.

Stany Zjednoczone	lipiec 2013	sierpień 2013	wrzesień 2013	zmiana
Rozpoczęte budowy domów	835 tys.	883 tys.	891 tys.	+8 tys.

Źródło: Opracowanie własne.

Stany Zjednoczone	IV kw. 2012	I kw. 2013	II kw. 2013
Jednostkowe koszty pracy (k/k)	4,6%	-4,3%	-1,4%

Źródło: Opracowanie własne.

Gospodarka Chińska w III kwartale znacząco przyspieszyła. Szacuje się, że jej wzrost w okresie lipiec-wrzesień wyniesie 7,8%. Coraz bardziej prawdopodobna staje się też realizacja planu wzrostu na rok 2013 na poziomie 7,5%. We wrześniu znacząco wzrosły również produkcja przemysłowa (10,2% r/r) i sprzedaż detaliczna (13,3% r/r). Sytuacja gospodarcza Państwa Środka jest dla Polski o tyle ważna, gdyż wiele średnich i dużych polskich przedsiębiorstw prowadzi wymianę handlową z chińskimi podmiotami (za raportem przygotowanym przez KPMG oraz Polski Instytut Spraw Międzynarodowych jest to około 27% firm). Co ważne, scenariusz wojny handlowej pomiędzy Unią Europejską a Chinami powoli się oddala.

Działania banków centralnych

Bank centralny	Ostatnio podjęte działania
EBC	Obniżenie stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących na poziomie 0,25% oraz pozostawienie stopy oprocentowania depozytów na poziomie 0,00%.
Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych	Pozostawienie stopy funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 0-0,25%, kontynuacja programu skupu aktywów na niezmiennym poziomie (85 mld USD miesięcznie) z gotowością do zmniejszenia bądź jej skali w zależności od rozwoju sytuacji w gospodarce USA.
Bank Anglii	Pozostawienie stopy procentowej na niezmiennym poziomie 0,50%, kontynuacja programu skupu aktywów na niezmiennym poziomie (375 mld GBP). Zmiana prognozy wzrostu PKB na lata 2013-2015 na wyższe.
Bank Japonii	Podtrzymanie, od kwietniowego posiedzenia, założeń prowadzonej polityki pieniężnej: wprowadzonego programu luzowania ilościowego oraz odejścia od ustalania stopy procentowej na rzecz kontroli bazy monetarnej (roczny wzrost o 60-70 mld JPY) . Obniżenie na lipcowym posiedzeniu prognoz inflacji i wzrostu gospodarczego. Poprawa oceny sytuacji japońskiej gospodarki na wrześniowym posiedzeniu do „umiarkowanego ożywienia”.

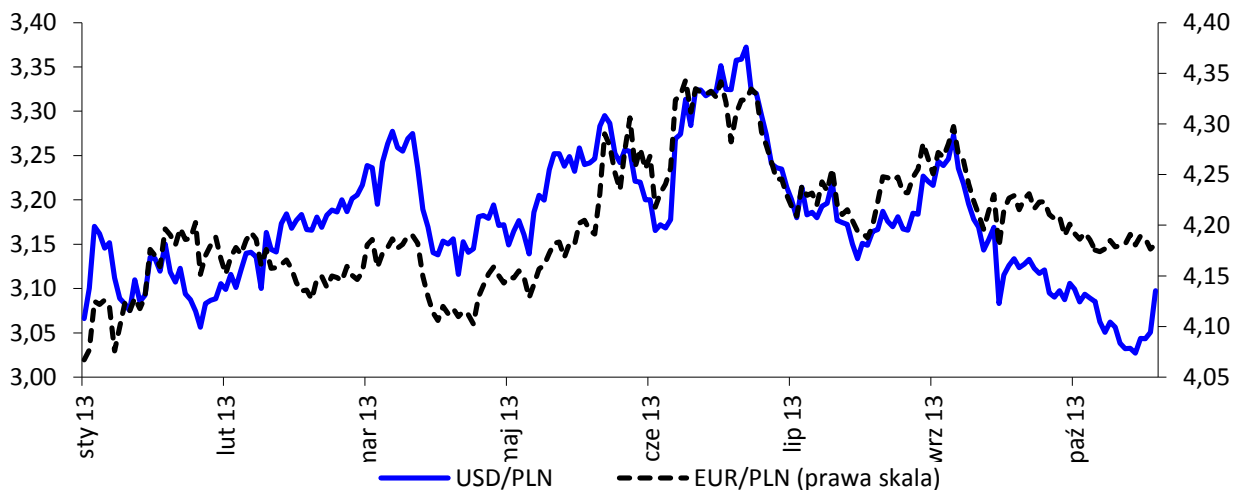
Źródło: Opracowanie własne.

Na listopadowym posiedzeniu EBC zdecydował o obniżeniu głównej stopy procentowej do poziomu 0,25%. Dla większości rynku była to zaskakująca decyzja. Ostatnia zmiana stóp procentowych przez Bank miała miejsce w maju br. Warto wspomnieć, że po październikowym posiedzeniu prezes EBC podczas konferencji prasowej przypomniał o oczekiwaniach, iż stopy procentowe zostaną utrzymane na obecnym poziomie lub niższym przez dłuższy okres czasu oraz, że luzowanie polityki monetarnej może również dotyczyć stopy depozytowej, która aktualnie wynosi 0%.

W okresie ostatnich 5 miesięcy kontynuowano dotychczasową politykę wysokości stóp procentowych oraz wartości programu skupu obligacji (QE). Ponadto, od sierpnia br. bank centralny podtrzymuje swoją deklarację, że będzie prowadził luźną politykę monetarną dopóki stopa bezrobocia nie spadnie poniżej 7% (nie wyklucza to dalszego luzowania). Jedyną nowością jaka płynie z wrześniowego posiedzenia BoE jest to, że bank centralny zapowiedział reinwestowanie 1,9 mld GBP z zapadających we wrześniu obligacji. Oczekuje się, że w Wielkiej Brytanii koszt pieniądza nie zmieni się do końca 2014 r.

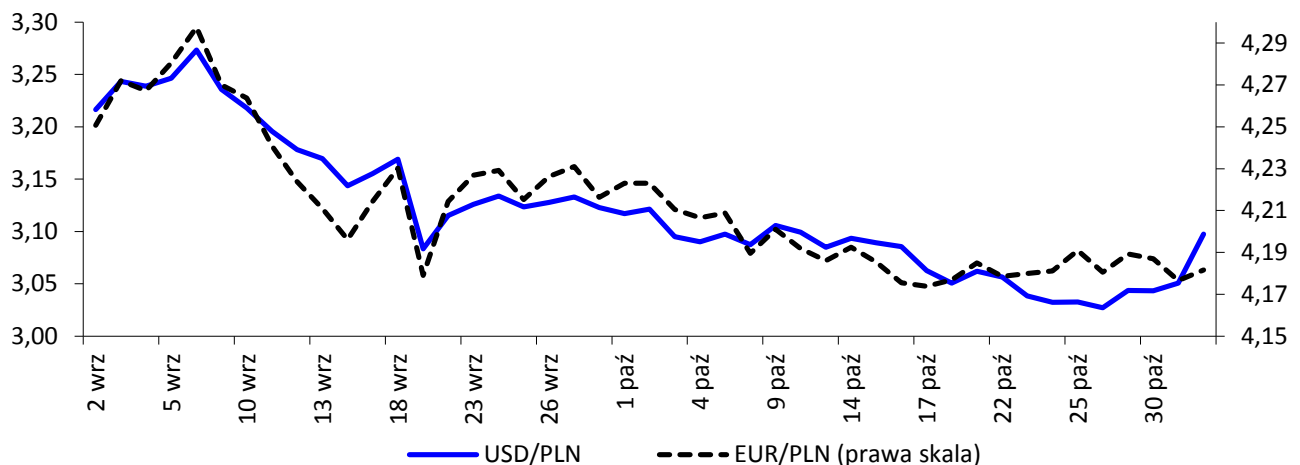
Jest już również niemal pewne, iż Janet Yellen zastąpi na fotelu prezesa FED Bena Bernanke. W ocenie rynku taki wybór oznacza kontynuację dotychczasowego nastawienia w polityce monetarnej FED. Od maja br. amerykański Federalny Komitet Operacji Otwartego Rynku nie zmienił wysokości stopy funduszy federalnych, deklarując jednocześnie, że jest gotowy zmniejszyć skalę programu skupu aktywów w przypadku znaczącej poprawy sytuacji na rynku pracy (spadek stopy bezrobocia co najmniej do 6,5% oraz przekroczenie 2,5% inflacji prognozowana na kolejne 1-2 lata). Do ograniczenia QE3 może dojść jeszcze w dalszej części roku. Kolejne posiedzenie Komitetu zaplanowane jest na 17-18 grudnia. (kj)

Kursy walutowe



Źródło: stooq.pl

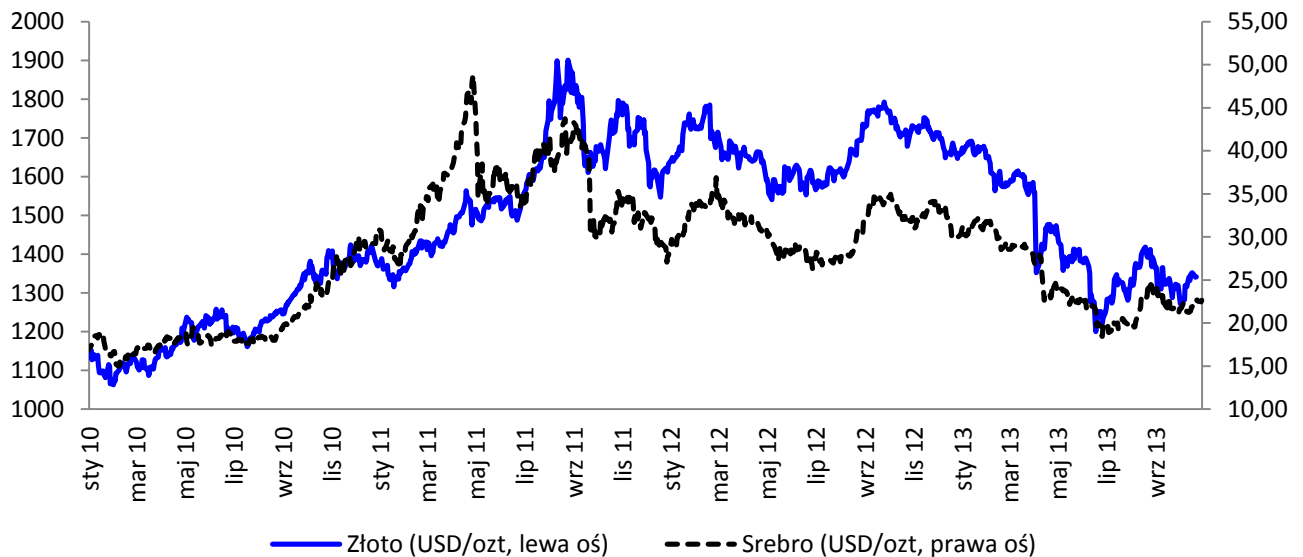
W październiku polska waluta nieznacznie umocniła się w stosunku do euro i dolara. Z kolei kurs eurodolara po solidnych wzrostach w połowie miesiąca zamknął październik na poziomach podobnych do tych obserwowanych na koniec września. Początek listopada to już z kolei znaczne osłabienie euro powiązane w dużej mierze z obniżką stóp procentowych przez EBC i konferencją prezesa Europejskiego Banku Centralnego - M. Draghiego. Obniżka stopy referencyjnej w strefie euro zwiększa dysparytet stóp procentowych w stosunku do polskiego złotego, co może przełożyć się na umocnienie polskiej waluty. W średnim terminie stabilny poziom stóp w Polsce oraz coraz bardziej optymistyczny stan polskiej gospodarki (najwyższy od dwóch lat odczyt PMI) powinny wspierać notowania rodzimej waluty.



Źródło: stooq.pl

Warta obserwacji jest również sytuacja w Stanach Zjednoczonych, która pokazuje, że government shutdown nie miało tak negatywnego jak przypuszczano wpływu na koniunkturę w tym kraju. Wskaźnik aktywności w przemyśle Instytutu Zarządzania Podażą (ISM) wzrósł w październiku do najwyższego poziomu od 2011 roku. Dobre dane z USA i zbyt pochopnie przyjęta poprawa sytuacji ekonomicznej w strefie Euro stały się pretekstem do jednej z silniejszych przecen EUR/USD. (ak)

Surowce



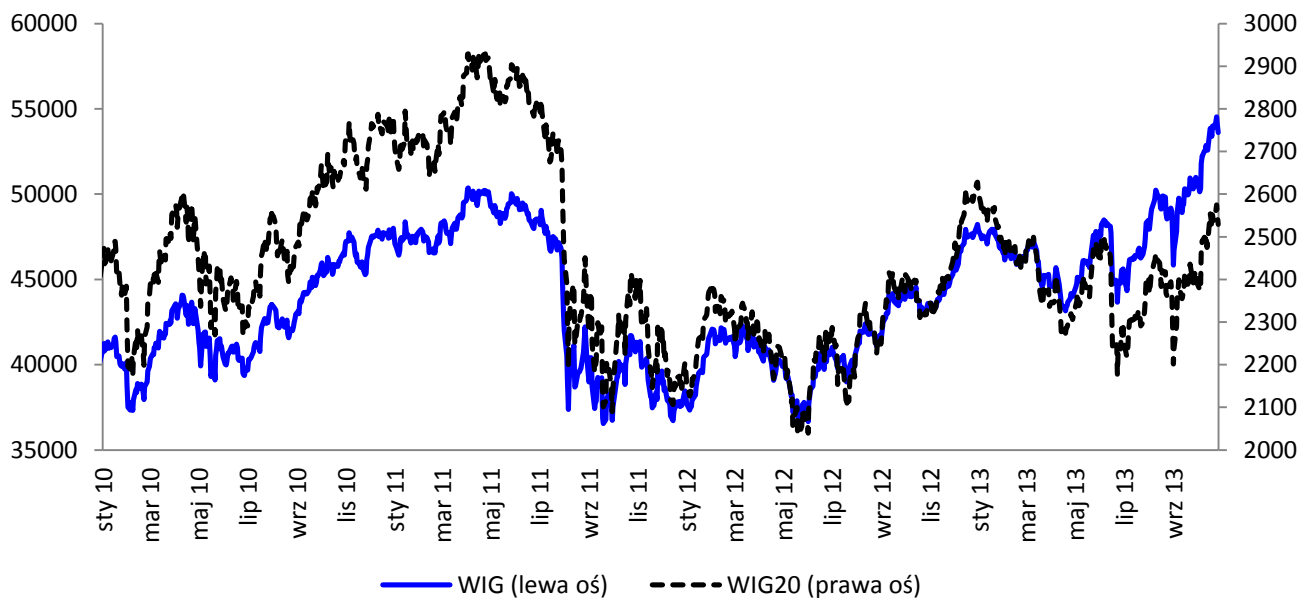
Źródło: stooq.pl

Zarówno złoto jak i srebro zakończyły październik wzrostami o 1%. Złoto osiągnęło poziom 1341 USD, natomiast srebro 21,91 USD. Największe wzrosty na rynku złota i srebra odnotowano po zakończeniu tzw. government shutdown. O tym, że rynki spodziewały się porozumienia w ostatniej chwili, świadczy fakt, że między 7 a 17 listopada złoto i srebro traciły na wartości. Dopiero oficjalny komunikat rządu przerwał trend spadkowy. 17 października notowania złota poszybowały o 3%, do poziomu 1319 USD. Natomiast srebro zyskało 2,2%, osiągając cenę 21,86 USD. Agencja Reuters poinformowała, że dzień po zawarciu porozumienia na rynku złota pojawiła się fala zleceń kupna o łącznej wartości 2,3 mld USD.

W ostatnim tygodniu października najważniejszym wydarzeniem było posiedzenie Federalnego Komitetu Otwartego Rynku. Decyzją FED program skupu aktywów o wartości 85 mld USD miesięcznie nie uległ zmianie. Analitycy spierają się co do harmonogramu zmian i ewentualnego ograniczenia QE3. Niepewna kondycja amerykańskiego rynku pracy stawia pod znakiem zapytania ewentualny *tapering* w najbliższym czasie. Z drugiej jednak strony ostatnie odczyty zmiany zatrudnienia w sektorze pozarolniczym (tzw. NFP) dużo powyżej konsensusu mogą skłonić członków FOMC do ograniczenia programu już w styczniu. Niewątpliwie każde dane oddalające w czasie ograniczenie QE3 będą argumentem do dalszego zakupu złotego kruszcu.

Za ciekawostkę można uznać wypowiedź Bena Bernanke, który w wystąpieniu przez Senacką Komisję Bankową następująco skomentował sytuację na rynku złota: „Nikt tak naprawdę nie rozumie cen złota. Ja też nie chcę udawać, że wiem o co w tym chodzi”. (jk)

Notowania giełdowe



Źródło: stooq.pl

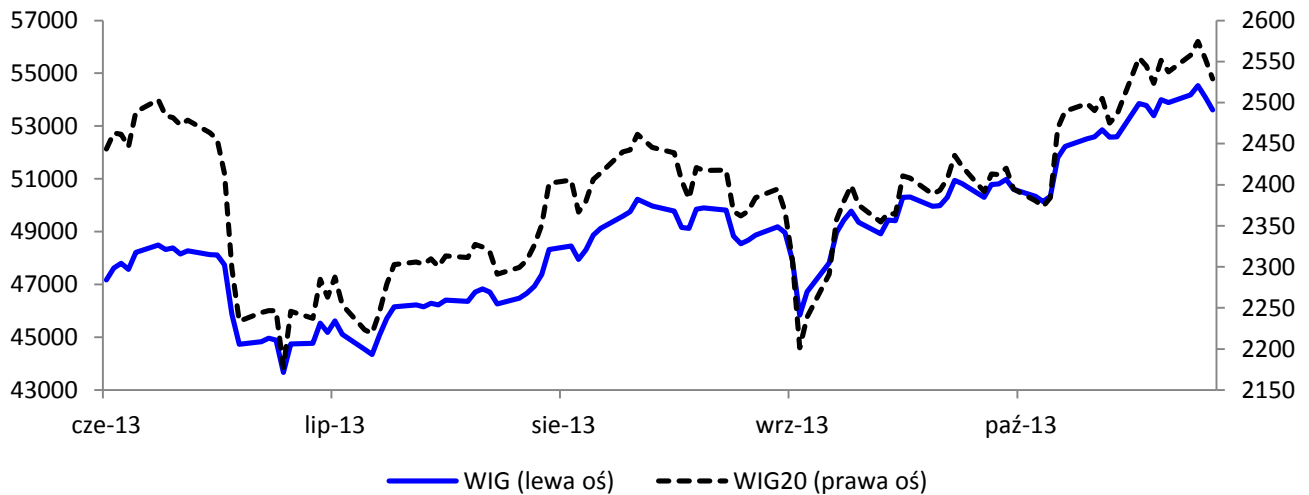
Indeksy WIG i WIG20 zakończyły październik solidnymi wzrostami. WIG20 zyskał 5,7% i osiągnął poziom 2529 pkt., natomiast WIG zamknął się na poziomie 53 608 pkt., co oznacza wzrost o 6,6%.

Najważniejszym wydarzeniem października był niewątpliwie tzw. *government shutdown* w USA. Zapoczątkowany 1 października, a trwający 16 dni, paraliż amerykańskiej administracji polegał na zamknięciu instytucji federalnych, w efekcie czego 800 000 pracowników federalnych zostało wysłanych na przymusowy bezpłatny urlop. Impas ten był spowodowany brakiem porozumienia ws. budżetu oraz podwyższenia limitu zadłużenia. Mimo to rynki finansowe stosunkowo spokojnie zareagowały na „zamknięcie rządu w USA”. *Shutdown* oraz jego wpływ na spowolnienie gospodarcze, nie był również przedmiotem komunikatu po posiedzeniu FOMC. O tym, że rynki spodziewały się zawarcia kompromisu w ostatniej chwili, mogą świadczyć wzrosty na rynkach akcji na tydzień przed osiągnięciem limitu zadłużenia. W okresie 10-16.11 WIG20 zyskał 5,1% osiągając 2505 pkt., natomiast WIG osiągnął 52 861 pkt. (wzrost o 5%).

Druga połowa października to wahania WIG20 w przedziale 2475-2575 pkt. Indeks ten wyznaczył maksimum miesięczne 30 października, na poziomie 2589 pkt. Ostatnie dwa dni października to jednak realizacja wcześniejszych zysków. WIG20 spadł z 2575pkt. do 2529 pkt., natomiast WIG w tym okresie stracił 1,7%, osiągając 53 609 pkt. Nadejściu korekty nie przeszkodził udany debiut akcji PKP Cargo, które rozpoczęły notowania od wzrostu aż o 18%. Negatywne emocje na GPW spowodowane były głównie słabymi danymi o sprzedaży detalicznej w Niemczech oraz wzrostem bezrobocia w strefie euro do rekordowego poziomu 12,2%, co było odczytem gorszym od oczekiwań analityków.

Końcówka października to okres w którym dla rodzimych inwestorów ważniejszą rolę niż wskaźniki makroekonomiczne, odgrywały wyniki finansowe spółek za trzeci kwartał. Zysk netto TP S.A. wyniósł 239 mln PLN, podczas gdy średnia prognoz analityków oscylowała wokół poziomu 129 mln PLN. W dniu publikacji tych wyników akcje TP S.A. zyskały niemal

5,5%. Dzień później raport za 3Q zaprezentował PKN Orlen. Mimo, iż zysk netto spółki spadł z 1,37 mld PLN rok wcześniej do 565 mln PLN, był to wynik przewyższający oczekiwania analityków o 12%. Wynik lepszy od prognoz pokazał również BZ WBK. Zysk netto wyniósł 537 mln PLN, podczas gdy analitycy oczekiwali 431 mln PLN. Liderem spadków w WIG20, po ogłoszeniu swoich wyników 25 października, został Kernel. Po ogłoszeniu spadku zysku netto o 40%, akcje spółki straciły 15%.



Źródło: stooq.pl

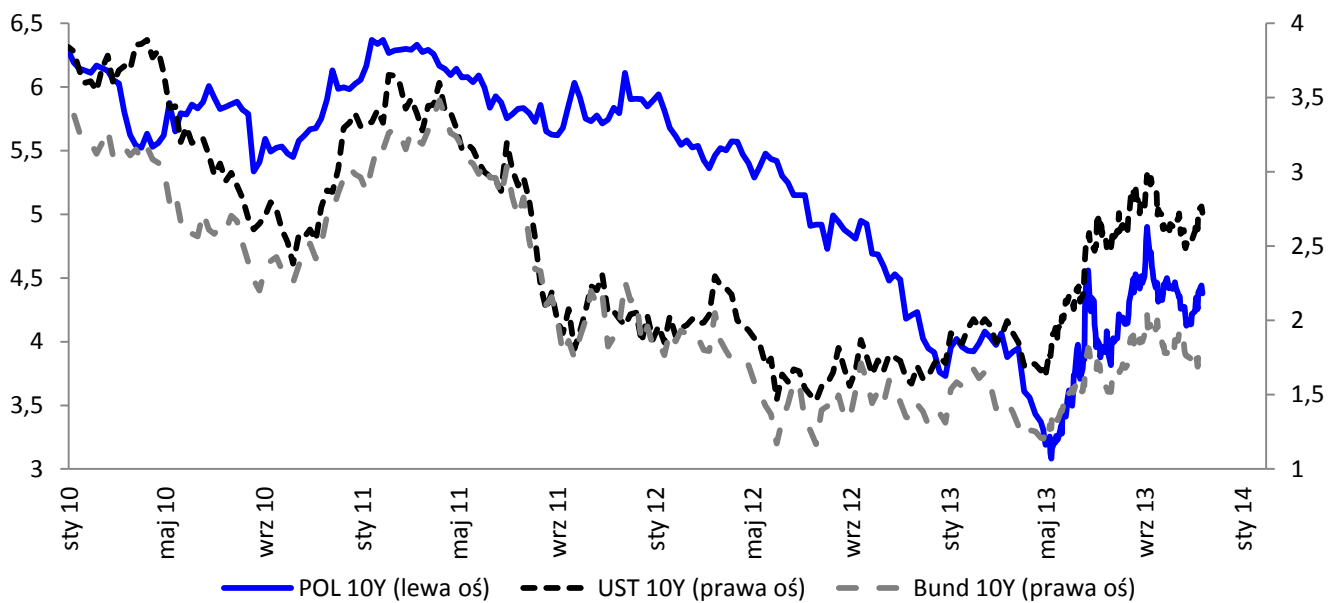
Najważniejsze informacje ze spółek

Gant Development – Dnia 16 października spółka złożyła wniosek o ogłoszenie upadłości z możliwością zawarcia układu. Wcześniej, 2 października wnioski o upadłość likwidacyjną Ganta zostały złożone przez trójkę wierzycieli. Dnia 25 października, spółka nie wykupiła obligacji serii D notowanych na rynku Catalyst, o łącznej wartości 25 mln PLN. Łączne zaległości związane ze spłatą papierów dłużnych przekroczyły już 116 mln PLN. Upadłość Ganta to 7 upadłość w tym roku na rynku Catalyst oraz 18 na GPW. W reakcji na komunikat, notowania dewelopera skoczyły o 16%, natomiast wycena obligacji oznaczonych symbolem GNT0814 spadła o ponad 10 pkt. proc do 35% nominału.

PKP Cargo – Dnia 30 października na rynku głównym zadebiutowało PKP Cargo. Akcje przewoźnika zyskały 17,9%, co oznacza, że ich cena wzrosła do 80,20 PLN z poziomu ceny maksymalnej określonej na 68 PLN. Wartość oferty wyniosła 1,42 mld PLN. Większościowy akcjonariusz, Grupa PKP sprzedała 20 926 171 akcji, z czego 3 600 000 walorów objęli inwestorzy indywidualni. Było to 17. IPO w tym roku oraz największa oferta publiczna od grudnia 2012r. PKP Cargo to pierwszy w Europie przewoźnik towarowy notowany na giełdzie. Spółka ta jest największym kolejowym przewoźnikiem towarowym w Polsce oraz drugim największym po Deutsche Bahn w Unii Europejskiej.

Alior Bank – Po konsultacjach z Komisją Nadzoru Finansowego, spółka zdecydowała o zmianie sposobu księgowania przychodów z tytułu bancassurance. Jest to usługa polegająca na sprzedaży przez bank polis ubezpieczeniowych. Zmiana ta doprowadzi do obniżenia wyniku netto Banku w trzecim kwartale o 105 mln PLN oraz spowoduje spadek poziomu kapitałów własnych na koniec ubiegłego roku o ok. 330 mln PLN. Po tej informacji akcji spółki potaniały na GPW o ok. 20%. (jk)

Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: stooq.pl

Październik był dobrym miesiącem dla rynku długu. Główne benchmarki zyskiwały na wartości na fali odsuwającego się w czasie oczekiwanego rozpoczęcia przez FED ograniczania programu skupu aktywów. Niemiecki Bund umocnił się na przestrzeni października o 10 pkt. bazowych i zakończył miesiąc na poziomie 1,68%, z kolei 10-letnie amerykańskie papiery skarbowe zyskały 7 pkt. bazowych i zakończyły notowania w październiku na poziomie 2,54%. Polskie papiery, wysoce ostatnio skorelowane z *core markets*, również zyskiwały na wartości. Rentowność 10-letnich papierów skarbowych spadła w październiku o 28 punktów bazowych do poziomu 4,17%. Warto również odnotować, iż w międzyczasie osiągnęły one najniższą rentowność (4,07%) od końca lipca.

Na całej polskiej krzywej w październiku zaobserwować można było grę pod *bullish steepenera*, czyli stromienie się krzywej dochodowości przy spadkach rentowności zarówno na krótkim i długim końcu krzywej. Rozszerzanie się spreadu 2s/10s sygnalizuje najprawdopodobniej zmianę oczekiwań inwestorów odnośnie rozpoczęcia się w Polsce pierwszych podwyżek stóp procentowych. Jeszcze pod koniec września inwestorzy oczekiwali ich w połowie przyszłego roku, kiedy obecnie rynek wycenia je na koniec 2014 r. Co więcej w najbliższych miesiącach w Polsce możemy oczekiwać dalszego rozszerzania się spreadu 2s/10s, jako że rentowności na krótkim końcu są dość mocno zakotwiczone, a oczekiwana ścieżka stóp w gospodarce dość klarowna w średnim terminie. Długi koniec będzie z kolei podatny na globalne ruchy kapitału związane głównie z oczekiwanym procesem *taperingu*.

Dwa słowa na temat samego ograniczenia programu skupu aktywów (QE). **Obecnie konsensus oczekuje rozpoczęcia *taperingu* na marzec przyszłego roku.** Wraz z dobrymi danymi z amerykańskiego rynku pracy (NFP na poziomie +204 tys.) część analityków zrewidowała jednak swoje oczekiwania na styczeń bieżącego roku. Jedno jest pewne – *tapering* będzie musiał prędzej czy później nastąpić. Udział FED w całości wyemitowanego przez USA długu zaczyna powoli zbliżać się do niebezpiecznego poziomu, obserwowany jest również paradoksalnie niedobór obligacji skarbowych na rynku *repo* w Stanach Zjednoczonych, wykorzystywanych w przypadku tych transakcji jako *collateral*. Niewykluczone iż FED zacznie powoli wycofywać się z programu nawet już w grudniu, wprowadzając jednocześnie

bardzo mocne *forward guidance* odnośnie przyszłej ścieżki stóp procentowych. Cel? Oczywiście utrzymanie ultra-akomodacyjnej polityki pieniężnej w USA i próba złagodzenia globalnych konsekwencji ograniczania programu skupu aktywów. Jak w tym przypadku zachowa się polski dług? W krótkim terminie na pewno trzeba oczekiwać podwyższonej zmienności i dużego odpływu środków z rynków *emerging markets*. Jednak relatywnie wysoki wzrost gospodarczy w Polsce połączony ze stabilną równowagą zewnętrzną (niski deficyt obrotów bieżących w stosunku do PKB) mogą w średnim terminie pozwolić utrzymać polskim papierom nie wiele wyższe rentowności niż te obserwowane obecnie. (mr)

Dodatek specjalny: Reforma OFE

Reforma czy całkowita likwidacja emerytur kapitałowych?

Dostosowanie systemu czy „drugi rozbiór” OFE?

Zgodnie z projektem ustawy, od 1 kwietnia 2014 r. przyszli emeryci będą musieli zdecydować, czy chcą by 2,92% ich wynagrodzenia nadal trafiało do OFE czy też na specjalne subkonto w ZUS. Możliwa będzie zmiana decyzji w 2016 r., a następnie co 4 lata. OFE będą musiały przekazać do ZUS część obligacyjną swoich portfeli, tj. 51,5% zgromadzonych środków. Obligacje te zostaną umorzone, a fundusze będą miały zakaz inwestowania w obligacje skarbowe oraz papiery gwarantowane przez Skarb Państwa. Początkowo akcje będą stanowić co najmniej 75% portfela, a po dwóch latach limit ten zostanie zniesiony. Stopniowemu podniesieniu ulegnie limit inwestycji za granicą. W 2016 r. wyniesie on 30% aktywów. Wypłatą emerytur, również ze składek zgromadzonych w OFE, zajmie się ZUS. Mechanizm ten noszący nazwę suwaka bezpieczeństwa zakłada stopniowe przenoszenie aktywów z OFE do ZUS na 10 lat przed emeryturą.

Argumentem, którym kieruje się rząd jest trudna sytuacja budżetowa oraz zbliżanie się długu publicznego do konstytucyjnych progów oszczędnościowych. Należy jednak podkreślić, że **przesuwanie środków z kapitałowej części systemu, nie zmniejsza długu publicznego, lecz jedynie zamienia dług jawny w dług ukryty**. Propozycje rządu należy zatem ocenić jako pozytywne dla sytuacji finansów publicznych, jedynie w krótkim okresie, kosztem dobrobytu obecnych i przyszłych pokoleń. Umożliwi to zatem rządowi kolejny raz odsunąć w czasie konieczne reformy finansów publicznych. Zdaniem GUS, przeniesienie i umorzenie obligacji z portfeli OFE do ZUS, nie wpłynie na zmniejszenie deficytu sektora finansów publicznych liczonego według nowej metodologii unijnej ESA2010. Zgodnie z nią, przejęcie jednorazowej wpłaty aktywów przez sektor instytucji rządowych i samorządowych nie będzie operacją, która wpłynie na poprawę salda sektora w danym roku. Środki te będą stanowić zaliczkę na poczet składek na ubezpieczenia społeczne, a nie składki na ubezpieczenia społeczne. Z przepisu tego wynika zatem, że **transakcja ta nie doprowadzi do zmniejszenia deficytu sektora *general government***.

Proponowane przed rząd zmiany doprowadzą w niedalekiej przyszłości do likwidacji kapitałowej części systemu emerytalnego. W świetle ogłoszonych rozwiązań, OFE przeistoczą się w agresywne fundusze inwestycyjne. W momencie nadejścia głębokiej bessy na GPW, a co za tym idzie strat w portfelach przyszłych emerytów, rząd otrzyma argument do ich ostatecznej likwidacji. Należy również podkreślić fakt, iż **transfer obligacji z OFE do ZUS będzie mieć negatywny wpływ na rynek polskich obligacji**. Doprowadzi on do większego uzależnienia od

nastrojów inwestorów zagranicznych oraz większej zmienności. Spowodowane to będzie wzrostem udziału inwestorów zagranicznych w krajowym rynku długu, z poziomu 35,7% obecnie do 45% po umorzeniu części obligacyjnej.

Do krytyków rządowych propozycji dołączają się nie tylko znani eksperci, lecz również instytucje nadzorujące rynek. Wiceprzewodniczący Komisji Nadzoru Finansowego uważa, że zmiany w OFE są źle skonstruowane i doprowadzą do likwidacji funduszy. Zdaniem Prokuratorii Generalnej Skarbu Państwa, projekt ustawy „zakłada odebranie części własności niepaństwowej, a zatem **klasyczne wywłaszczenie**. (...) Konstytucja RP dopuszcza wywłaszczenie, ale tylko pod dwoma kumulatywnymi warunkami: celu publicznego i słusznego odszkodowania”. Zdaniem Prokuratorii **proponowane zmiany mogą być zatem niekonstytucyjne**.

Analizując projekt reformy OFE nasuwa się porównanie do nacjonalizacji przeprowadzonej przez węgierski rząd Victora Orbana, który kilka lat temu przejął oszczędności przyszłych emerytur o wartości 42 mld PLN (ok. 10% PKB Węgier). W swojej opinii znacznie dalej idzie Steve Forbes, redaktor amerykańskiej edycji magazynu Forbes, nazywając reformę emerytalną „sztuczką w sowieckim stylu oraz największą nacjonalizacją w Polsce od 1946r.” Przy całej tej dyskusji warto jednocześnie podkreślić, iż **żaden z krytyków zmian proponowanych przez rząd nie neguje potrzeby ewentualnego dostosowania systemu**, jak chociażby obniżenia pobieranych przez OFE opłat za zarządzanie.

Sięgnięcie po środki przyszłych emerytów to ostateczne wyjście na jakie zdecydował się rząd premiera Donalda Tuska, aby nie doprowadzić do przekroczenia ustawowego poziomu długu publicznego. Jednakże to nie OFE stanowią powód gigantycznej dziury w systemie emerytalnym, ale chociażby przywileje niektórych grup zawodowych. W tej kwestii zabrakło rządowi odwagi, lecz po co dokonywać niepopularnych przed wyborami reform w przypadku, gdy rząd zapewnił sobie źródło finansowania na najbliższe dwa lata? **Nadal otwarte pozostaje również pytanie co się stanie, gdy środki te zostaną przejedzone, lecz to zmartwienie przyszłych lat i być może innej koalicji rządzącej.** (jk)

Kongres Makroekonomiczny już 27 listopada!

Gorąco zapraszamy na organizowany przez Studenckie Koło Naukowe Finansów Międzynarodowych oraz Instytut Studiów Ekonomiczno-Społecznych - Kongres Makroekonomiczny. Projekt został objęty patronatem honorowym Jego Magnificencji Rektora Szkoły Głównej Handlowej w Warszawie, Profesora Tomasza Szapiro. Tematem przewodnim konferencji będzie sytuacja makroekonomiczna naszego kraju.

Kongres będzie składał się z trzech paneli dyskusyjnych:

1. Polityka pieniężna – polityka makroostrożnościowa a polityka monetarna.
2. Sytuacja makroekonomiczna Polski.
3. Prognozy makroekonomiczne po kryzysie.

Wśród prelegentów zobaczymy m.in. Ernesta Pytlarczyka i Ignacego Morawskiego oraz członków RPP - Jana Winieckiego i Andrzeja Rzońcę.

Więcej informacji na www.kongresmakroekonomiczny.pl.

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. Włada 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:**Mikołaj Raczyński (red. nacz.)**



Student ostatniego semestru Studium Magisterskiego SGH (Finanse i Rachunkowość) oraz uczestnik programu CFA (CFA Level III Candidate). Interesuje się rynkiem obligacji skarbowych i korporacyjnych, rynkiem stopy procentowej oraz makroekonomią i polityką. Obecnie analityk w Noble Funds TFI, wcześniej odbywał staże w DI Investors oraz Aegon PTE. Miłośnik jazdy na nartach oraz gry na fortepianie. (raczynski.mik@gmail.com)

Bartosz Radzikowski (zastępca red. nacz.)



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



Agnieszka Paluch

Studiuje Ekonomię na I roku Studium Magisterskiego. W obszarze jej zainteresowań naukowych leży makroekonomia, a w szczególności polityka pieniężna. Biegła włada językiem angielskim, doskonali się w niemieckim. Poza uczelnię uwielbia zajęcia fitness oraz taniec jazzowy. Uważa, że jedną z najważniejszych umiejętności życiowych jest akceptowanie własnych porażek i uczenie się na ich podstawie. (agnieszka.paluch90@gmail.com)



Aleksandra Kołosińska

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



Anna Grenda

Studentka II roku Studium Magisterskiego SGH (MIESI). Ukończyła studia licencjackie z Finansów i Rachunkowości (SGH). Biegła włada językiem angielskim i francuskim, od niedawna uczy się hiszpańskiego. W 2011 brała udział w wymianie międzynarodowej w Lyonie (IDRAC, Ecole Supérieure de Commerce). Interesuje się finansami przedsiębiorstw, analiza finansowa. Uwielbia literaturę podróżniczą, muzykę a w wolnych chwilach podróżuje, żegluguje. (grenda.anna@gmail.com)



Florinda Zegullaj

Studentka I roku studiów magisterskich na kierunku Finanse i Rachunkowość w Szkole Głównej Handlowej. Interesuje się bankowością, w szczególności zarządzaniem ryzykiem kredytowym oraz oceną zdolności kredytowej klientów banku komercyjnego. Posługuje się językiem angielskim, włoskim, polskim i albańskim. (zegullajflorinda@yahoo.com)



Jerzy Kosiński

Stażysta w Departamencie Audytu Wewnętrznego w BGK. Wcześniej praktykant 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)



Karolina Jańczak

Studentka II roku Studium Magisterskiego SGH (Ekonomia). Dwukrotnie nagrodzona brązowym medalem na Międzynarodowej Konferencji Młodych Naukowców za prace z fizyki doświadczalnej. Odbyła praktyki w fundacji naukowej CASE oraz banku BGŻ. Interesuje się teorią gier oraz polityką pieniężną. Przewodnicząca SKN FM w r.a. 2011/2012. Biegła włada językiem angielskim, komunikatywnie językiem niemieckim, uczy się języka rosyjskiego. W wolnym czasie czyta książki podróżnicze oraz jeździ na wycieczki rowerowe. (janczak.karolina@gmail.com)



Przemysław Siemaszko

Absolwent studiów licencjackich SGH na kierunku Quantitative Methods in Economics and Information Systems ze specjalizacjami Ekonometria oraz Metody Analizy Decyzji. W SKN FM zajmował się Akademickim Konsensusem Ekonomicznym, Monitoringiem Makroekonomicznym oraz Prognozami Gospodarki Polskiej. Zainteresowany makroekonomią, rynkami finansowymi, rynkiem energii (członek SKN Energetyki), podróżami i koszykówką. (przemyslaw.siemaszko@gmail.com)