
**MONITORING
MAKROEKONOMICZNY**

**STUDENCKIE
KOŁO NAUKOWE**



**FINANSÓW
MIĘDZYNARODOWYCH**

Numer 19

Warszawa, 10 grudnia 2013

„*In our management of the economy...our belief is that boring is best*” powiedział kiedyś były prezes Banku Anglii Mervin King. I choć w obecnych czasach miliardowych programów skupu aktywów oraz zerowych stóp procentowych wydawać się to może zaskakujące, taka właśnie powinna być polityka pieniężna – nudna i przewidywalna. Nawiązuję do tego, gdyż chyba pierwszy raz od dłuższego czasu mamy taką sytuację w Polsce. Polityka prowadzona przez Radę Polityki Pieniężnej stała się nudna i (póki co) przewidywalna, czego nie można było powiedzieć jeszcze w niedalekiej przeszłości, gdy zastanawialiśmy w jakim kierunku (sic!) pójdą stopy NBP. Co ważne jednak, nuda i przewidywalność wyraźnie pokazują, iż potrafią być skuteczne.

Zmienność na złotym wyraźnie zmalała, ruszyła w górę akcja kredytowa dla gospodarstw domowych, odbiła dynamika inwestycji. I choć daleko jeszcze do pełnego optymizmu odnośnie obecnej skuteczności transmisji monetarnej, to trudno nie odnieść wrażenia, iż w podejściu Mervina Kinga jest sporo racji. Warto w tym kontekście przywołać modny ostatnio wśród wielu banków centralnych i coraz częściej stosowany instrument polityki pieniężnej - *forward guidance*. Narzędzie to banki centralne wykorzystują w celu kształtowania rynkowych oczekiwań odnośnie przyszłej ścieżki stóp procentowych w gospodarce. Cały proces oparty jest na zmianie tradycyjnej funkcji reakcji banku centralnego. Bank zobowiązuje się utrzymywać stopy procentowe na niskim poziomie przez dłuższy okres czasu, niż wynikałoby to z tradycyjnego modelu reakcji na chociażby ścieżkę przyszłej inflacji. Cel w tym wypadku jest jeden – przekonać rynki finansowe, obywateli i przedsiębiorstwa, że koszt kredytu pozostanie niski w dłuższym okresie, zachęcając w ten sposób do inwestycji i konsumpcji.

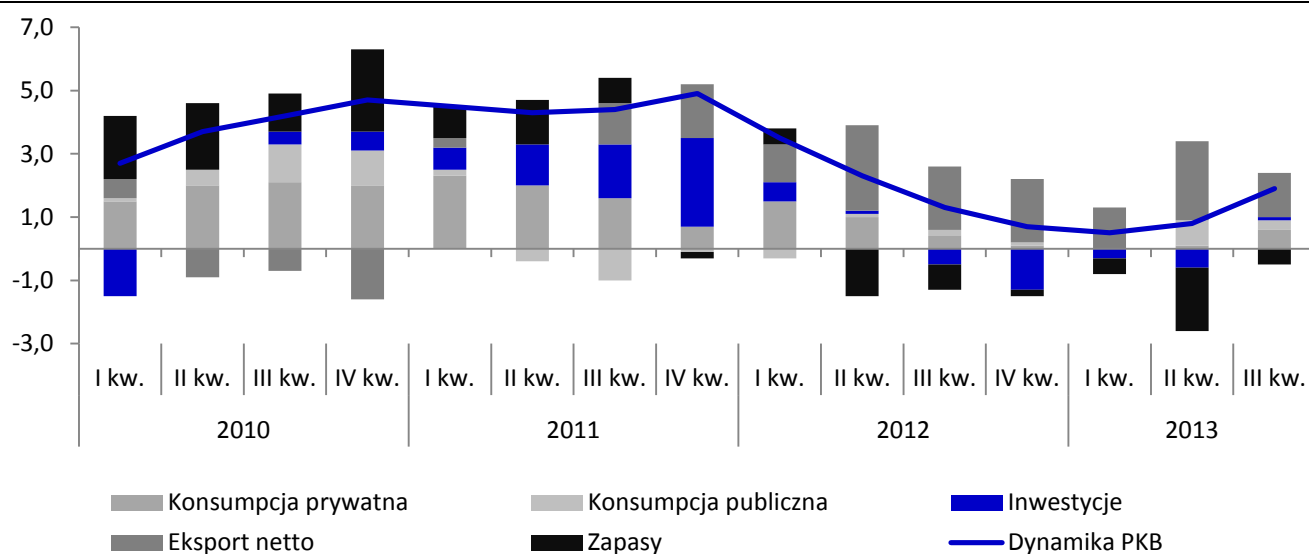
Nieśmiałą próbę wprowadzenia *forward guidance* w Polsce próbuje dokonać obecnie RPP. Trudno w tym przypadku doszukiwać się zmiany funkcji reakcji, rada próbuje jednak w jakimś stopniu kształtować oczekiwania dotyczące przyszłej ścieżki stóp („*stopy procentowe NBP powinny pozostać niezmienione co najmniej do końca pierwszego półrocza 2014 r.*”). Odkładając jednak na bok dywagacje, czy RPP rzeczywiście stosuje *FG*, czy też jest to po prostu sposób komunikowania się RPP z rynkiem, stwierdzić można z całą pewnością jedno - jest to próba „utrzymania nudy”.

Obok analizy polityki pieniężnej, stóp procentowych i inflacji w 19 numerze Monitoringu Makroekonomicznego znajdziecie podsumowanie ostatniego odczytu wzrostu PKB za III kwartał, omówienie najnowszych odczytów z gospodarki realnej, analizę otoczenia zewnętrznego oraz najnowsze informacje z rynku kapitałowego.

Gorąco zachęcamy do lektury!

Mikołaj Raczyński
red. nacz.

PKB



Źródło: GUS,

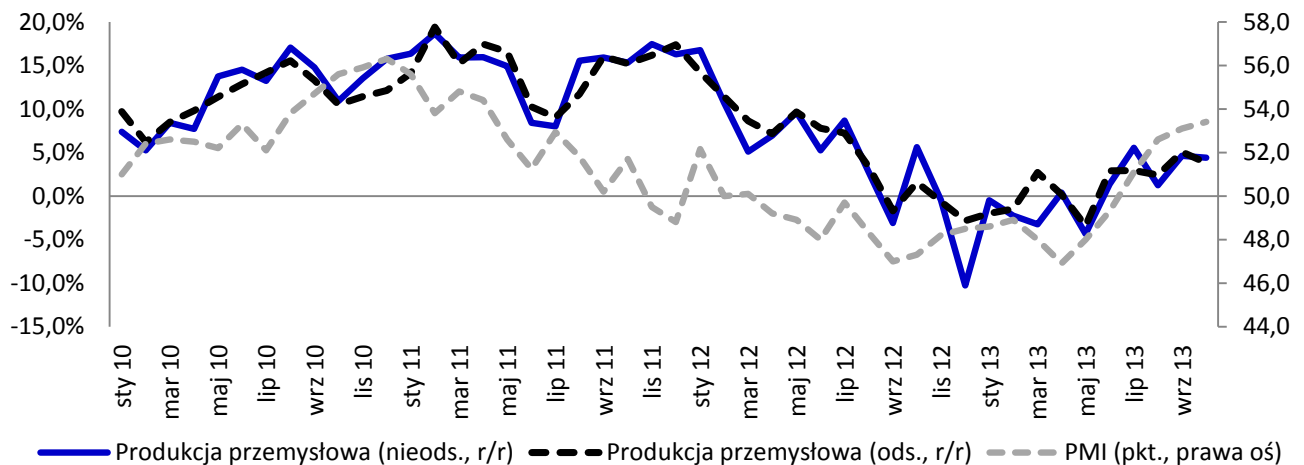
PKB niewyrównany sezonowo w III kwartale roku 2013 (w cenach stałych z roku 2005) wzrósł realnie o 1,9% (wzrost 1,7% r/r wyrównany sezonowo) w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego. Jest to wzrost o 0,6 pkt. proc. w porównaniu do II kwartału 2013.

W III kwartale 2013 tempo wzrostu umocniło się a jego struktura była bardziej heterogeniczna. Do napędzającego polską gospodarkę popytu zagranicznego dołączył popyt krajowy. Eksport netto dominuje w strukturze wzrostu nieprzerwanie od początku 2012 r. jednak jego ostatni odczyt na poziomie 1,4% r/r jest wynikiem niższym niż w II kwartale 2013. Dodatkowo dobry wynik PKB budowały (skala wpływu danej kategorii na realny wzrost PKB, dane nieodsezonowane): konsumpcja publiczna (0,3%), konsumpcja prywatna (0,6%) oraz inwestycje (0,1%).

Dane za III kwartał potwierdzają kontynuację ożywienia wzrostu gospodarczego w Polsce. Analitycy spodziewali się lepszego odczytu niż w II kwartale, lecz wynik zaskoczył in plus. Produkcja sprzedana notowała dodatnie tempa wzrostu przez cały kwartał. Indeks PMI w listopadzie wzrósł do 54,4 pkt., a liczba nowych zamówień przyspieszyła mimo wyhamowania dynamiki zamówień eksportowych. Ożywienie zaczyna być również coraz bardziej widoczne na rynku pracy.

Sekcja Prognoz Gospodarczych SKN FM prognozuje, że wzrost PKB wyniesie w IV kwartale 2013 r. 2,5% r/r i następnie będzie stopniowo przyspieszał, osiągając w IV kwartale 2014 r. wartość 3,4% r/r. Naszym zdaniem głównymi determinantami kontynuacji ożywienia polskiej gospodarki będą niska inflacja, stabilizacja sytuacji na rynku pracy oraz niskie stopy procentowe. (br)

Produkcja przemysłowa i PMI



Źródło: GUS, stooq.pl

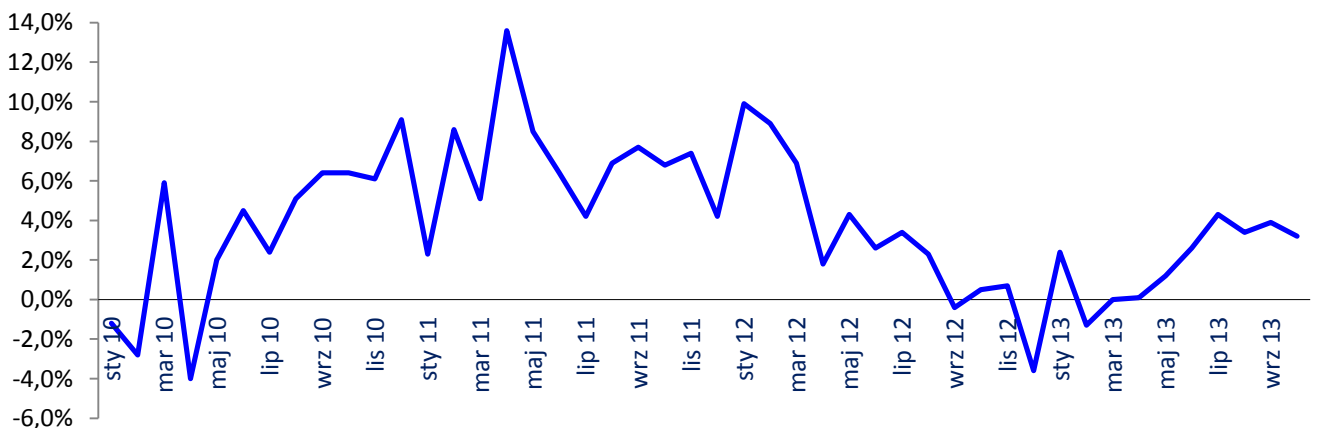
Produkcja sprzedana przemysłu w październiku br. w cenach stałych wzrosła o 4,4% r/r i aż o 6% w porównaniu do poprzedniego miesiąca. Po wyrównaniu sezonowym, wzrost ukształtował się na poziomie o 3,8% wyższym niż rok temu i zaledwie 0,2% wyższym w porównaniu do września 2013.

Największy wzrost odnotowano w produkcji wyrobów z metali (11,5%) oraz wyrobów z gumy i tworzyw (11,1%). Największy spadek zaś miał miejsce w produkcji komputerów, wyrobów elektronicznych oraz optycznych (8,5%), jak również w przypadku produkcji maszyn i urządzeń, gdzie spadek wyniósł 7,1%.

Warto zwrócić uwagę, iż w okresie od stycznia do października br. produkcja sprzedana przemysłu było o 1,7% wyższa niż w analogicznym okresie ub. roku.

Opublikowany listopadowy indeks PMI dla polskiego przemysłu wzrósł do 54,4 pkt. i jest to najwyższy wynik od kwietnia 2011. (ag)

Sprzedaż detaliczna



Źródło: GUS

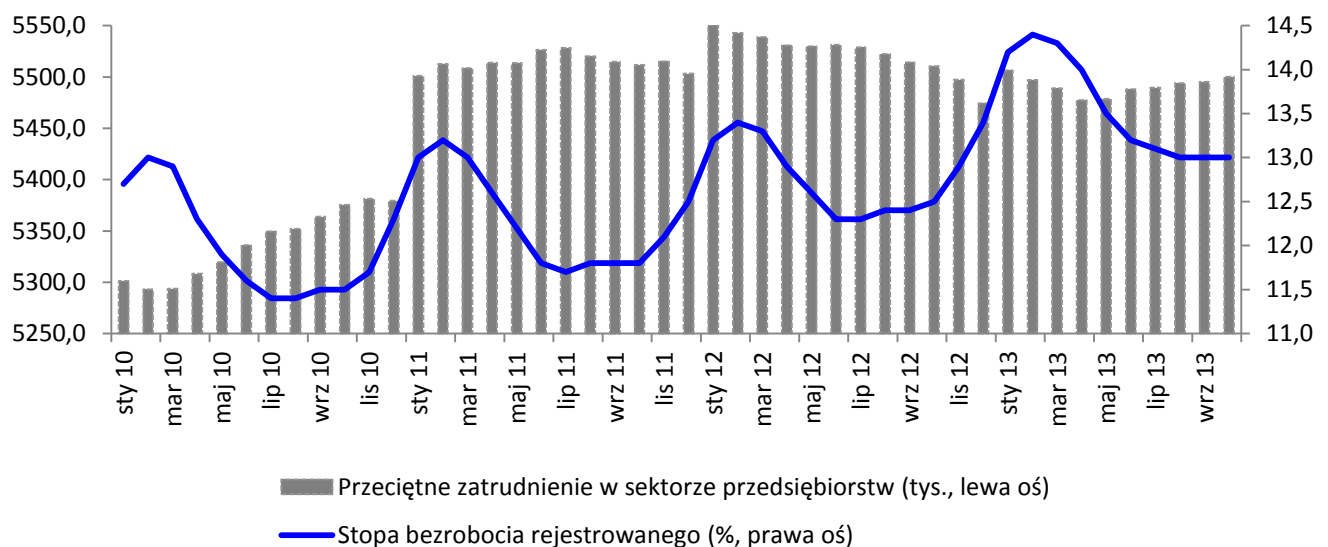
Według opublikowanych przez GUS danych, sprzedaż detaliczna w październiku wzrosła o 3,2% w ujęciu rocznym, zaś realnie wzrost ten wyniósł 3,7%. Warto zauważyć, iż ujęciu m/m również zanotowano wzrost o 3,6%.

Konsumpcja odbudowuje się w szerokim zakresie, gdyż wzrosty sprzedaży notowały wszystkie kategorie, za wyjątkiem paliw. Utrzymujący się trend eksportowy prywatnych samochodów ustanowił kolejne maksimum sprzedaży aut, na poziomie 21,2% r/r. Wzrosła również sprzedaż żywności o 5,3% r/r wobec 3,5% r/r we wrześniu. Wzrost na poziomie 10,9 % r/r odnotowała sprzedaż farmaceutyków, kosmetyków i sprzętu ortopedycznego, czyli segment w którym konsumpcja rośnie nieprzerwanie od ponad roku w średnim tempie ok. 9%.

Dobre dane sprzedaży detalicznej są wskaźnikiem ilustrującym pozytywną tendencję w wydatkach konsumpcyjnych społeczeństwa. Ponadto obserwujemy wzrost sprzedaży dóbr trwałego użytku, co sugeruje umiarkowaną poprawę nastrojów i sytuacji dochodowej gospodarstw domowych.

SKN FM prognozuje, iż konsumpcja będzie nadal rosła w przyszłym roku, zwiększając swoją kontrybucję w PKB. Jeśli nie uda się rządowi przezwyciężyć stagnacji na rynku pracy i obniżyć stopy bezrobocia w krótkim i średnim okresie nasz popyt wewnętrzny pozostanie niestabilny. (br)

Rynek pracy



Źródło: GUS

Według danych GUS w końcu października br. stopa bezrobocia rejestrowanego wynosiła 13% (wobec 12,5% w roku ubiegłym). Oznacza to, że trzeci miesiąc z rzędu wskaźnik ten kształtuje się na tym samym poziomie. W ujęciu absolutnym liczba zarejestrowanych bezrobotnych spadała już ósmy miesiąc z rzędu i wyniosła w październiku 2075,2 tys. osób wobec 2083,1 we wrześniu 2013 r.. W ujęciu rok do roku zanotowano jednak wzrost tej liczby o 4%.

Według Eurostatu odsezonowana stopa bezrobocia w październiku 2013 r. wyniosła 10,2%, czyli tyle samo, ile w sierpniu oraz we wrześniu br., ale o 0,1 pkt. proc. mniej w ujęciu rok do roku. Wielkość ta gwarantuje nam miejsce w środku stawki państw UE.

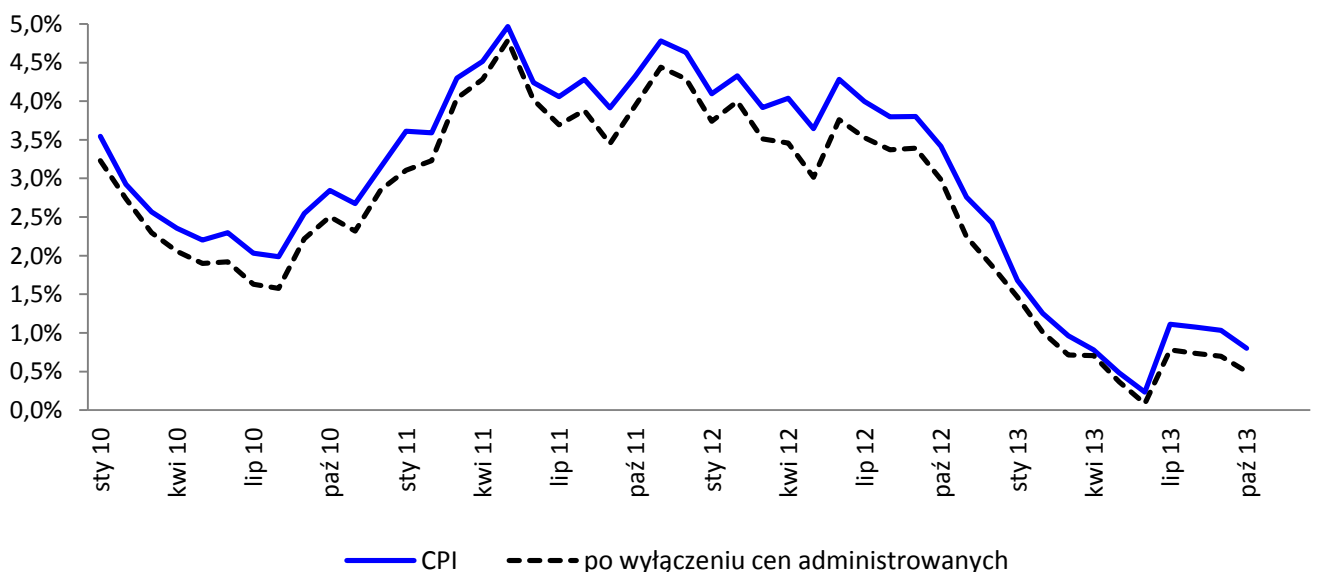
Zgodnie z kwartalną informacją o rynku pracy uzyskaną z badania BAEL stopa bezrobocia wyniosła w III kwartale 2013 r. 9,8% (spadek o 0,6 pkt. proc. w porównaniu z II kwartałem br. oraz o 0,1 pkt. proc. w porównaniu z III kwartałem 2012 r.). Liczba pracujących była nieznacznie wyższa niż przed rokiem. Współczynnik aktywności zawodowej nieco wzrósł w porównaniu do poprzedniego kwartału do poziomu 56,2%. W ujęciu rok do roku oznacza to jednak jego stagnację. Warto odnotować, że według Eurostatu współczynniki aktywności zawodowej w Polsce od lat kształtują się znacząco poniżej średniej dla Unii Europejskiej.

Według danych GUS w październiku br. przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw wzrosło o 0,1 pkt. proc. w ujęciu miesiąc do miesiąca, ale spadło o 0,2 pkt. proc. w ujęciu rok do roku. Spadek w perspektywie rok do roku był w październiku 2013 r. mniejszy niż miesiąc wcześniej. W całym okresie styczeń-październik przeciętne zatrudnienie w sektorze przedsiębiorstw znajdowało się poniżej poziomu sprzed roku.

Przeciętne nominalne wynagrodzenie brutto w sektorze przedsiębiorstw wzrosło w październiku o 3,1 pkt. proc. w odniesieniu do analogicznego miesiąca ubiegłego roku, co realnie oznacza wzrost siły nabywczej ludności o 2,3 pkt. proc.

Dane dotyczące sprzedaży detalicznej oraz produkcji przemysłowej wskazują, że znajdujemy się w początkowej fazie ożywienia, które wspiera wyhamowanie niekorzystnych tendencji na rynku pracy. Od maja 2013 r. odsezonowana stopa bezrobocia delikatnie spada i choć nadal utrzymuje się na podwyższonym poziomie, to wydaje się, że polski pracownik ma już za sobą. (ap)

Inflacja



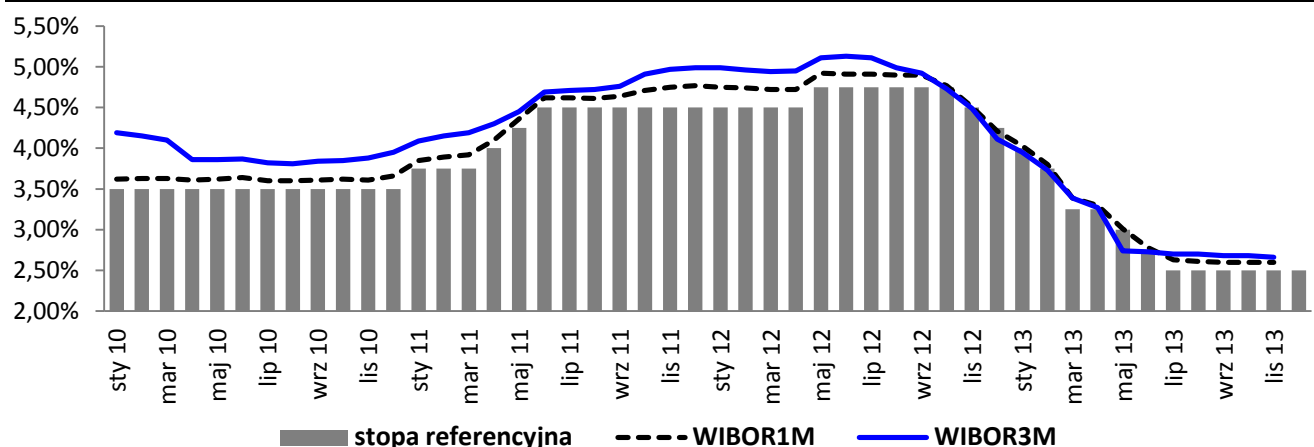
Dane GUS-u wskazują na to że ceny towarów i usług konsumpcyjnych w październiku br. w stosunku do poprzedniego miesiąca wzrosły o 0,2%. Trzy pozostałe wskaźniki inflacji bazowej obniżyły się. W relacji rok do roku inflacja po wyłączeniu cen administrowanych (podlegających kontroli państwa) wyniosła 0,5%, wobec 0,7% miesiąc wcześniej; inflacja po wyłączeniu cen najbardziej zmiennych wyniosła 1,5%, wobec 1,6% we wrześniu; inflacja po wyłączeniu cen żywności i energii wzrosła do 1,4% z 1,3% na koniec września.

Największy wpływ na wskaźnik cen towarów i usług konsumpcyjnych ogółem miały w tym okresie wyższe ceny odzieży i obuwia (o 3,5%), podwyżki opłat związanych z łącznością (o 2,8%) a także wzrost cen towarów i usług w zakresie mieszkania (o 0,2%), które podwyższyły wskaźnik odpowiednio o 0,15%, 0,10%, i o 0,04%.

W październiku br. ceny żywności obniżyły się o 0,1% w porównaniu z poprzednim miesiącem. Najbardziej potaniały owoce, cukier i mięso. W tym miesiącu najwięcej należałoby zapłacić za warzywa, masło oraz artykuły w grupie „mleko- sery- jaja”.

Wzrost cen towarów i usług konsumpcyjnych w październiku w porównaniu z analogicznym miesiącem ub. roku wyniósł 0,8%. 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 2,2%), opłat związanych z mieszkaniem (o 1,8%), podwyżki cen w zakresie rekreacji i kultury (o 4,1%), a także wyższe ceny napojów alkoholowych i wyrobów tytoniowych (o 3,6%), które podniosły ten wskaźnik odpowiednio o 0,48 pkt. proc., 0,45 pkt. proc., 0,32 pkt. proc. i 0,23 pkt. proc. (fz)

Polityka pieniężna



Źródło: NBP

Po ostatnim posiedzeniu w dniach 3-4 grudnia 2013 r. Rada Polityki Pieniężnej postanowiła utrzymać stopy procentowe na niezmiennym poziomie przynajmniej do końca pierwszego półrocza następnego roku, biorąc pod uwagę niską presję inflacyjną i umiarkowaną skalę oczekiwanego ożywienia gospodarki. W skali rocznej referencyjna stopa NBP wynosić będzie nadal 2,50%, lombardowa 4,00%, depozytowa 1,00%, zaś redyskonta weksli 2,75%

W IV 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. Polityka pieniężna głównych banków centralnych pozostaje ekspansywna.

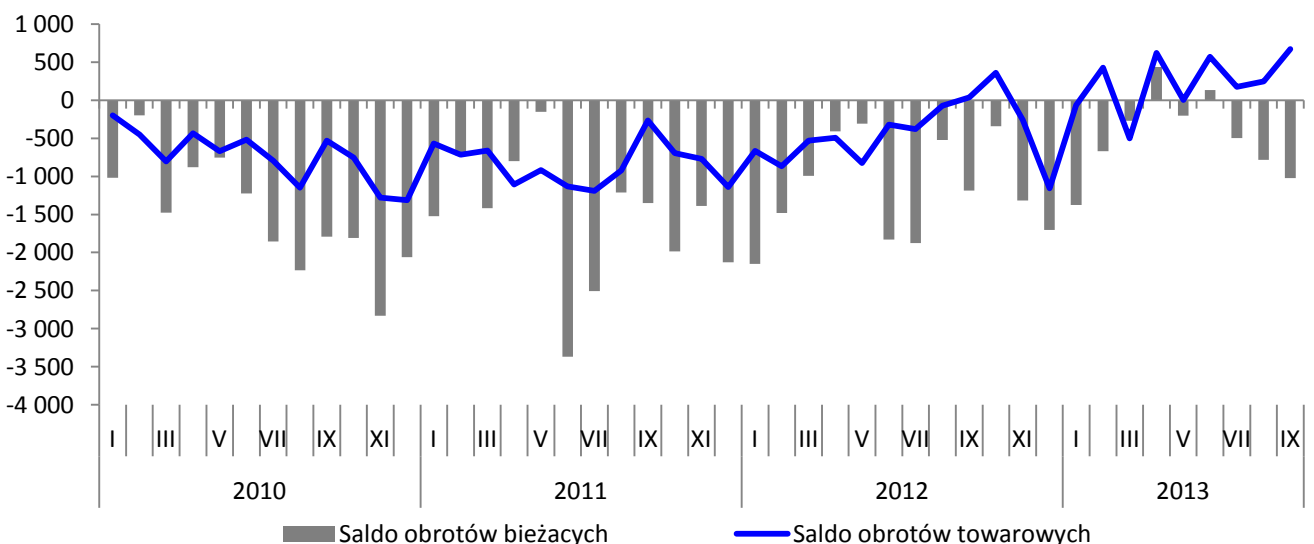
W Polsce, w październiku tego roku nastąpiło nieznaczne spowolnienie rocznej dynamiki produkcji przemysłowej i sprzedaży detalicznej. Równocześnie dynamika produkcji budowlano-montażowej, mimo wzrostu, pozostała ujemna. Wskaźniki koniunktury sygnalizują jednak dalsze stopniowe ożywienie aktywności w kolejnych kwartałach.

Dane o PKB za III kw. również potwierdziły kontynuację stopniowego ożywienia wzrostu gospodarczego.

Podany 14 listopada przez GUS wskaźnik CPI za październik wyniósł 0,8%. r/r wobec 1,0% za wrzesień. Kształtowanie wskaźników inflacji w gospodarce potwierdza utrzymywanie niskich 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. Od połowy b.r. widoczne jest jednak pewne ożywienie w segmencie kredytów konsumpcyjnych. (fz)

Bilans płatniczy



Źródło: NBP

Odczyt wrześniowego salda bilansu płatniczego był znacząco niższy niż się spodziewano. Rynek przewidywał ukształtowanie się wartości salda na poziomie -710 mln EUR, podczas gdy wartość ta wyniosła -1024 mln EUR. Pomimo tak drastycznego spadku odnotowano wzrost wartości salda w porównaniu do analogicznego okresu roku poprzedniego.

Na całościowy wynik złożył się znaczny wzrost salda obrotów towarowych (do 673 mln EUR) oraz dodatnie saldo usług (spadek do 279 mln EUR). Spadek salda spowodowany jest w głównej mierze ujemnymi wynikami salda transferów bieżących (151 mln EUR) oraz dochodów (-1825 mln EUR).

Dużym zaskoczeniem jest natomiast wynik salda rachunku finansowego. We wrześniu wyniósł on -2613 mln EUR, pomimo wzrostu FDI napływających do Polski (539 mln EUR). Jest to pierwszy ujemny wynik odnotowany od czerwca 2011 roku. Odpowiada za niego przede wszystkim wzrost polskich inwestycji za granicą o 4963 mln EUR, w tym inwestycji banków w aktywa zagraniczne (o 3593 mln EUR). (kj)

Otoczenie zewnętrzne

Przyspieszenie gospodarki chińskiej w ostatnim kwartale nie świadczy o wydolności modelu, w jakim funkcjonuje. Inwestycje państwowe działają stymulująco, jednak narastają problemy strukturalne wynikające m.in. ze wzrostu płac w pracochłonnych gałęziach produkcji, które tracą konkurencyjność na rzecz rynków Azji Południowo-Wschodniej. 15 listopada podczas III plenum Komitetu Centralnego Komunistycznej Partii Chin zdecydowano o wprowadzeniu szeregu gospodarczych reform mających na celu liberalizację gospodarki. Do najważniejszych inicjatyw należy wprowadzenie nowego systemu rejestracji spółek wchodzących na giełdę, w którym państwo wycofa się z procesu zatwierdzania sprzedaży akcji, ograniczając się do sprawdzania, czy dane przedsiębiorstwo spełnia odpowiednie wymogi. Prywatni przedsiębiorcy zyskają prawo do prowadzenia małych i średnich banków. Kolejne ze zobowiązań dotyczy uwolnienia cen ropy, gazu ziemnego, transportu i telekomunikacji. Istotną zmianą ma być także złagodzenie polityki antynatalistycznej. Nowe prawo pozwalać będzie na posiadanie dwójki dzieci, co ma celu zmianę niekorzystnej struktury wiekowej starzejącego się społeczeństwa i zwiększenie popytu wewnętrznego. Skutki reform mają ujawnić się do 2020 r.

Według OECD tegoroczny wzrost globalnego PKB wyniesie 2,7%, a w przyszłym roku 3,6%. Tym samym prognozy dla gospodarki zostały obcięte w obu przypadkach o 0,4 punktu procentowego. Przyczyniło się do tego szczególnie zahamowanie tempa wzrostu gospodarek Brazylii i Indii. Z kolei zagrożenia dla globalnego wzrostu płyną z gospodarki amerykańskiej: należą do nich spory wokół budżetu USA oraz zapowiadane przez FED ograniczenie ilościowego łagodzenia polityki pieniężnej (QE3), które może skutkować dalszą aprecjacją dolara oraz odpływem kapitału z gospodarek wschodzących. Jednak ze względu na ciągle wysokie bezrobocie (7,3% w październiku) termin zakończenia QE nie jest określony. Prognozowany wzrost PKB państw strefy euro został obniżony o 0,2 punktu procentowego, do poziomu 0,4 %.

Odsetek złych kredytów będących w posiadaniu hiszpańskich banków we wrześniu osiągnął rekordowy pułap 12,7%. W sierpniu ich odsetek kształtował się na poziomie 12,1%. Dane odnośnie wzrostu PKB wskazują na to, że gospodarka wyszła z recesji, osiągając w trzecim kwartale wzrost na poziomie 0,1%, jednak coraz większa ilość gospodarstw domowych i firm boryka się z problemem zadłużenia, co powoduje wzrost odsetka złych kredytów. Inną przyczyną jest skurczenie się portfela kredytów o 8,9 miliarda euro do 1,5 biliona euro.

Strefa euro	wrzesień 2013	październik 2013	listopad 2013	zmiana
PMI dla przemysłu	51,10	51,30	51,60	+0,30 pp.
PMI dla usług	51,20	51,60	50,90	-0,70 pp.

Źródło: Opracowanie własne.

Niemcy	wrzesień 2013	październik 2013	listopad 2013	zmiana
Indeks nastrojów Ifo	107,70	107,40	109,30	+1,90 pp.
Indeks Instytutu ZEW	49,60	52,80	54,60	+1,80 pp.

Źródło: Opracowanie własne.

Stany Zjednoczone	wrzesień 2013	październik 2013	listopad 2013	zmiana
Indeks Uniwersytetu Michigan	77,50	73,20	75,10	+1,90 pp.

Źródło: Opracowanie własne.

Indeks PMI, określający koniunkturę w sektorze przemysłowym, ukształtował się dla Chin na poziomie 50.8 w listopadzie, co stanowi niewielką zmianę w porównaniu do października, kiedy jego wartość wyniosła 50.9. To drugi najwyższy odczyt indeksu od marca. Dynamika wzrostu produkcji i ilości zamówień była największa od ośmiu miesięcy, jednak zamówienia eksportowe wzrastały w wolniejszym tempie, co oznacza że wzrost zamówień był głównie napędzany przez popyt wewnętrzny. W trzecim kwartale wzrost chińskiej gospodarki przyspieszył o 0,3 punktu proc., osiągając 7,8%, co przełamało trend spadkowy tempa wzrostu w poprzednich dwóch kwartałach roku.

Działania banków centralnych

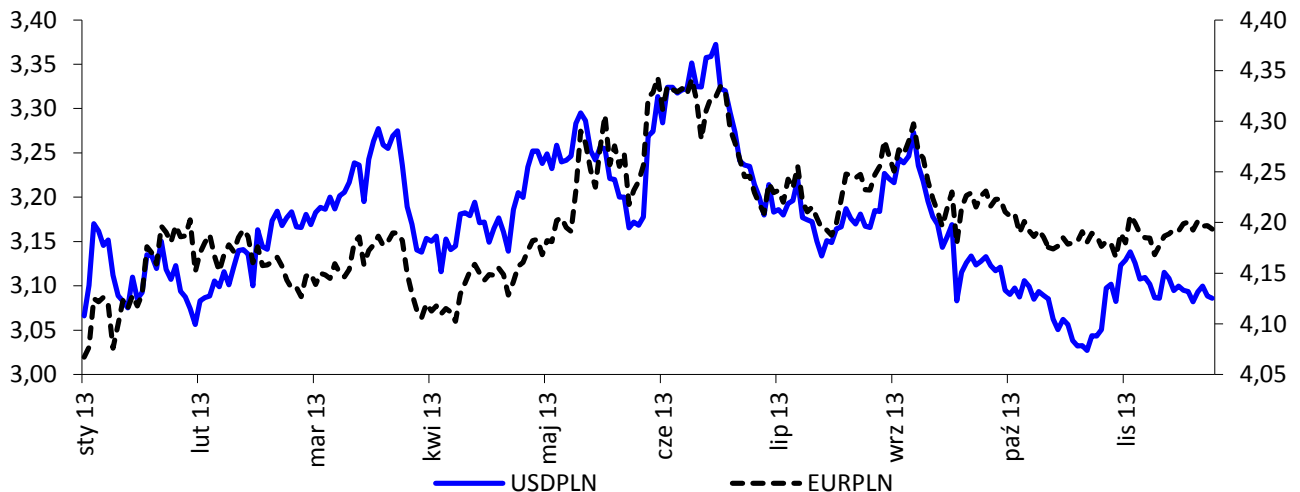
Bank centralny	Ostatnio podjęte działania
EBC	Pozostawienie stopy procentowej podstawowych operacji refinansujących na poziomie 0,25% oraz pozostawienie stopy oprocentowania depozytów na poziomie 0,00%.
Rezerwa Federalna w Stanach Zjednoczonych	Pozostawienie stopy funduszy federalnych na niezmiennym poziomie 0-0,25% przynajmniej do czasu kiedy stopa bezrobocia utrzymuje się na poziomie powyżej 6,5%. Kontynuacja programu skupu hipotecznych listów zastawnych (MBS) w tempie 40 mld \$ miesięcznie i skarbowych papierów dłużnych w tempie 45 mld \$ miesięcznie
Bank Anglii	Podtrzymanie aktualnej wytycznej co do zwiększania bazy monetarnej w tempie 60-70 bilionów jenów rocznie
Bank Japonii	Pozostawienie stopy procentowej na niezmiennym poziomie 0.5% i kontynuacja programu skupu aktywów na poziomie 375 mld £ rocznie.

Źródło: Opracowanie własne.

Interwencja Narodowego Banku Czeskiego (CNB) 7. listopada osłabiła koronę do poziomu 4,4% do poziomu 27 koron za euro. CNB dodrukował korony i zakupił około 4 mld euro, zwiększając rezerwy do poziomu blisko 40 mld euro. Jest to pierwsza interwencja walutowa CNB od 11 lat i jednocześnie największy spadek wartości korony od 4 lat. Gospodarka czeska od 18 miesięcy znajduje się w recesji, przed interwencją istniało zagrożenie deflacją.

We wrześniu inflacja wyhamowała do 1% i według prognoz CNB spadłaby do zera w pierwszym kwartale przyszłego roku. Słabsza korona ma być długookresowym narzędziem do osiągnięcia celu inflacyjnego na poziomie 2%. Od roku główna stopa procentowa w Czechach jest utrzymywana na poziomie 0,05%, stąd decyzja CNB o zastosowaniu dodatkowego instrumentu w formie interwencji walutowej w celu łagodzenia polityki pieniężnej. Czechy są trzecim największym partnerem Polski w eksporcie. (jk)

Kursy walutowe

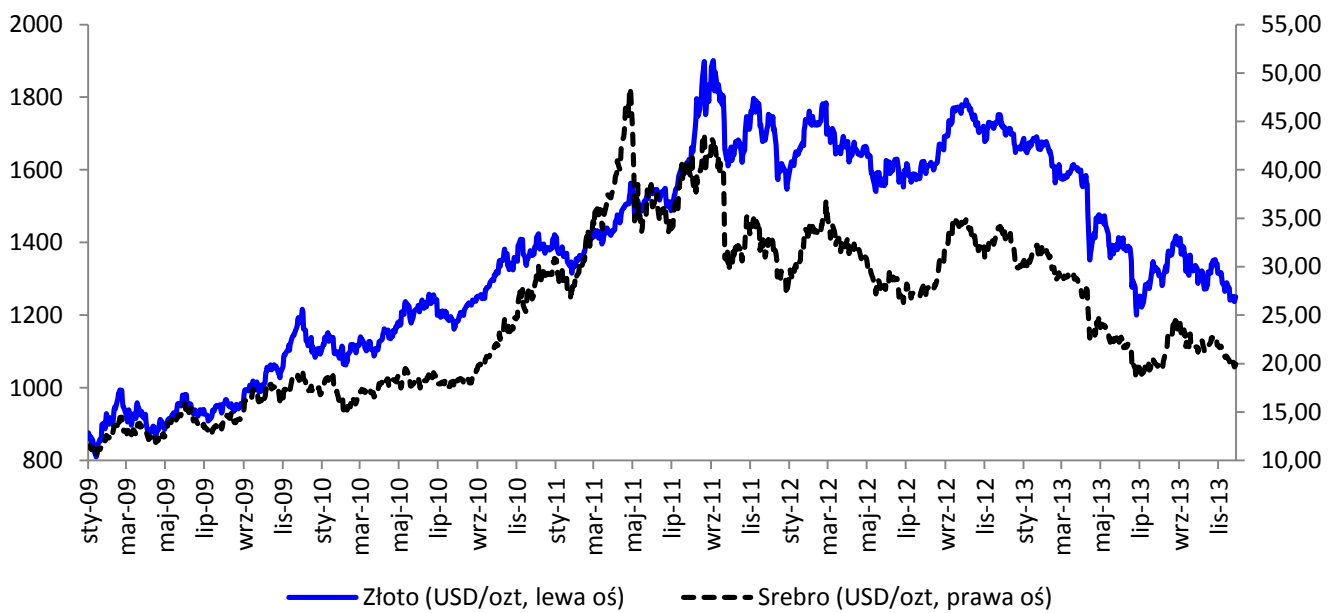


Źródło: stooq.pl

W piątek 29.11.2013 poznaliśmy finalny odczyt polskiego PKB za III kwartał, który okazał się idealnie zbieżny z opublikowanymi wcześniej prognozami (+0,6 proc. k/k oraz +1,9 proc. r/r). **Ponieważ dobre dane były już wcześniej zdyskontowane polski złoty nie reagował na publikację.** Warto jednak zwrócić uwagę na strukturę wzrostu gospodarczego, gdzie coraz większą rolę zaczyna odgrywać popyt krajowy oraz inwestycje. Element ten sugeruje możliwość kontynuacji wzrostu dynamiki PKB w kolejnych kwartałach.

Mieszane dane przyczyniły się do niepewności wśród inwestorów pod koniec miesiąca. Przez ten czas kurs EUR/USD mozolnie kontynuował rozpoczęte wcześniej wzrosty. W końcówce tygodnia (27.11.2013) handel w USA ograniczony był przez Święto Dziękczynienia, a uwaga inwestorów skupiła się na wskaźnikach inflacyjnych ze strefy euro. Inflacja konsumencka dla całej strefy euro wzrosła z 0,7% do 0,9% r/r. Przyspieszenie dynamiki wzrostu nieco oddala perspektywę dalszego poluzowania polityki pieniężnej przez EBC (z obniżeniem stopy depozytowej do ujemnego poziomu włącznie). Wydzźwięk tych danych zwiększa fakt, że to właśnie, w głównej mierze groźba deflacji stała za ostatnią decyzją o obniżce kosztu pieniądza w strefie euro. Obecny poziom wciąż jest jednak poniżej celu inflacyjnego ECB, który nie zostanie osiągnięty dopóki ożywienie nie przełoży się na spadek bezrobocia i wzrost płac. Z tego powodu nie można liczyć na długofalową aprecjację euro, a w perspektywie kilkunastu miesięcy bardziej prawdopodobne są zniżki kursu EUR/USD. (ak)

Surowce



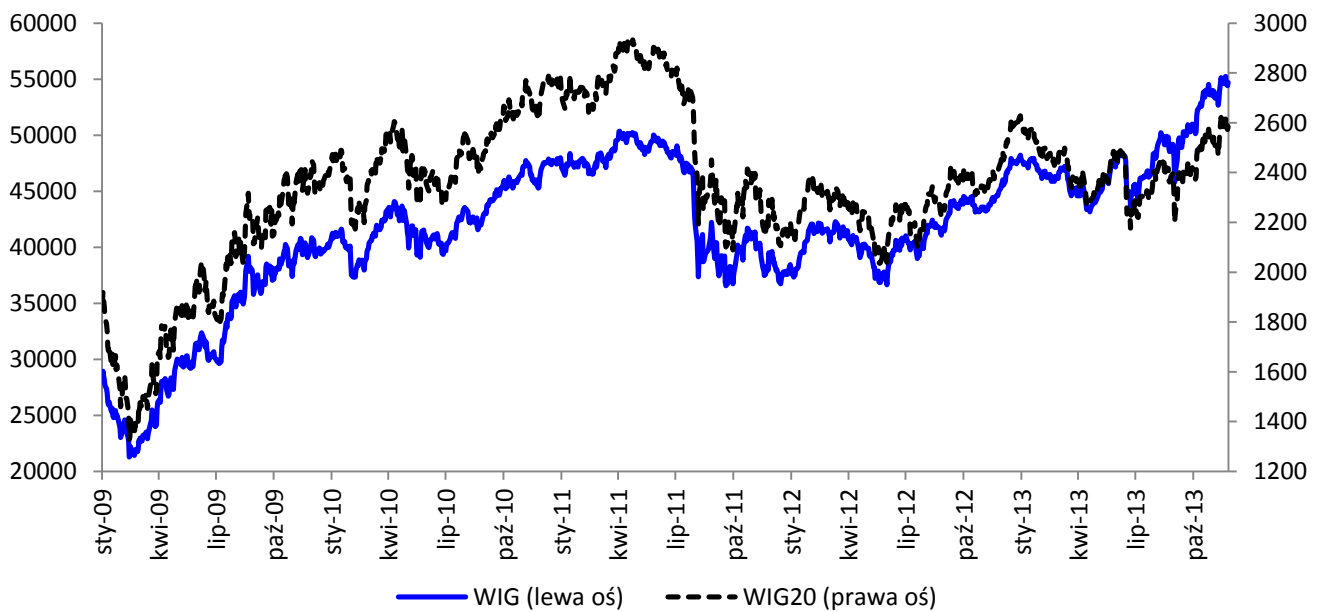
Źródło: stooq.pl

Listopadowe notowania złota i srebra przyniosły silną przecenę tych surowców. Złoto straciło 6,7%, osiągając 1251USD, natomiast ceny srebra spadły aż o 8,9%, do poziomu 19,97 USD. Od początku września zarówno złoty kruszec jak i srebro znajdują się w trendzie spadkowym. Notowania złota spadły aż o 160 USD (-11%), natomiast srebra o 4,3 USD (-18%). W ostatnich tygodniach na spadki te w dużej mierze wpływały oczekiwania na ograniczenie skupu aktywów przez FED. Prowadzi to do umocnienia dolara amerykańskiego, a tym samym wywiera wpływ na spadek cen metali szlachetnych.

Do słabych nastrojów na rynku metali szlachetnych przyczyniły się również negatywne listopadowe informacje o popycie na złoto i srebro w formie fizycznej. Druga największa mennica produkująca złoto na świecie, Perth Mint podała iż sprzedaż złotych monet spadła o jedną trzecią r/r. Nieznaczny spadek odnotowała również sprzedaż srebrnych monet – 2%. Podobnie słabe okazały się dane dotyczące sprzedaży przez U.S. Mint. Sprzedaż srebrnych monet American Eagle spadła w listopadzie o 27% r/r i była najniższa od grudnia 2012r. Słaby popyt na złoto i srebro w fizycznej postaci wynika z niepewnej sytuacji na rynku związanej z oczekiwaniami cięcia QE3 w USA.

Ostatni tydzień listopada był jedynym wzrostowym na rynku złota i srebra w całym miesiącu. Ceny zarówno złotego kruszcu jak i srebra wzrosły o 1%. (jk)

Notowania giełdowe



Źródło: stooq.pl

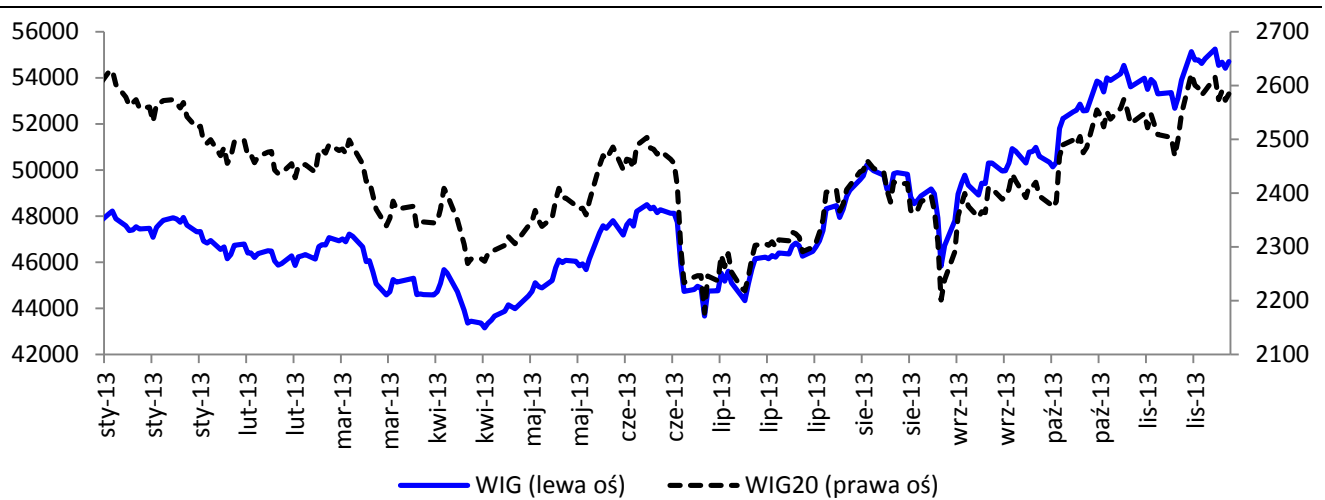
Zarówno WIG20 jak i WIG zakończyły listopad 2%-ową zwyżką. WIG20 osiągnął na koniec miesiąca 2585 pkt., natomiast WIG 54704 pkt. W przypadku WIG20, po dobrym listopadzie, w którym indeks ten zyskał 5,7%, można zatem mówić o konsolidacji.

Mimo braku istotnych wzrostów w ujęciu całego miesiąca, indeks szerokiego rynku WIG ustanowił 25 listopada szczyt trwającej hossy, osiągając na zamknięciu 55264 pkt. Tymczasem, miesięczne maksimum zamknięcia indeksu WIG20 przypadło na 18 listopada, gdy indeks ten zwyżkując o blisko 3% osiągnął 2622 pkt., co jest najwyższym poziomem od stycznia 2013r. Tego dnia mocno zyskał również indeks WIG30, który dzięki wzrostowi o 2,7% osiągnął historyczne maksimum – 2761 pkt. Natomiast WIG zakończył sesję wzrostem o 2,3%, do poziomu 55137 pkt. Dobre nastroje panowały na większości giełd Starego Kontynentu, lecz wzrosty te nie były aż tak dynamiczne jak w przypadku warszawskiego parkietu.

Ważnym wydarzeniem listopada było niewątpliwie przesłuchanie przyszłej szefowej FED Janet Yellen przed bankową komisją Senatu. Nie rozczarowała ona inwestorów, broniąc dotychczasowej ultra-akomodacyjnej polityki pieniężnej. Stwierdziła ona, iż FED musi jeszcze więcej zrobić, aby wspomóc poprawę na rynku pracy i osiągnąć trwałość poprawy danych o zatrudnieniu. Dopiero, gdy zostanie to osiągnięte, FED zdecyduje się na ograniczenie programu luzowania ilościowego.

Ostatni tydzień listopada to w przypadku warszawskich indeksów okres, w którym stały one praktycznie w miejscu. Czwartkowe Święto Dziękczynienia w USA wraz ze skróconą sesją na Wall Street w piątek, spowodowały iż na innych parkietach chęć do kupowania akcji była wśród inwestorów niewielka. Europejskim inwestorom nie udzieliła się również czwartkowa azjatycka euforia, która wzrostem o blisko 2% doprowadziła japoński Nikkei225 do najwyższego poziomu od 6 lat. Mimo krótszej piątkowej sesji na Wall Street, trwającej jedynie 3,5h, a co za tym idzie przy niższych obrotach, widać było delikatne ożywienie, spowodowane tym, że inwestorzy duże znaczenie przykładają do tzw. Black Friday. Wyniki sprzedaży tego dnia będą stanowić bardzo wyraźny obraz kondycji finansowej Amerykanów oraz całej

gospodarki USA i wraz z prezentacją istotnych danych makro z europejskich gospodarek, posiedzeniami banków centralnych oraz informacjami z amerykańskiego rynku pracy będzie można określić czy grudzień przyniesie rajd Świętego Mikołaja. (jk)



Źródło: stooq.pl

Najważniejsze informacje ze spółek

Kernel – Spółka w dniu 29 listopada opublikowała raport finansowy za I kwartał roku obrotowego 2013/2014. Analitycy oczekiwali 17,4 mln USD zysku, podczas gdy spółka zanotowała stratę netto na poziomie 33,8 mln USD. Reakcja rynku była natychmiast. W najgorszym momencie akcje spożywczej spółki straciły ponad 12%.

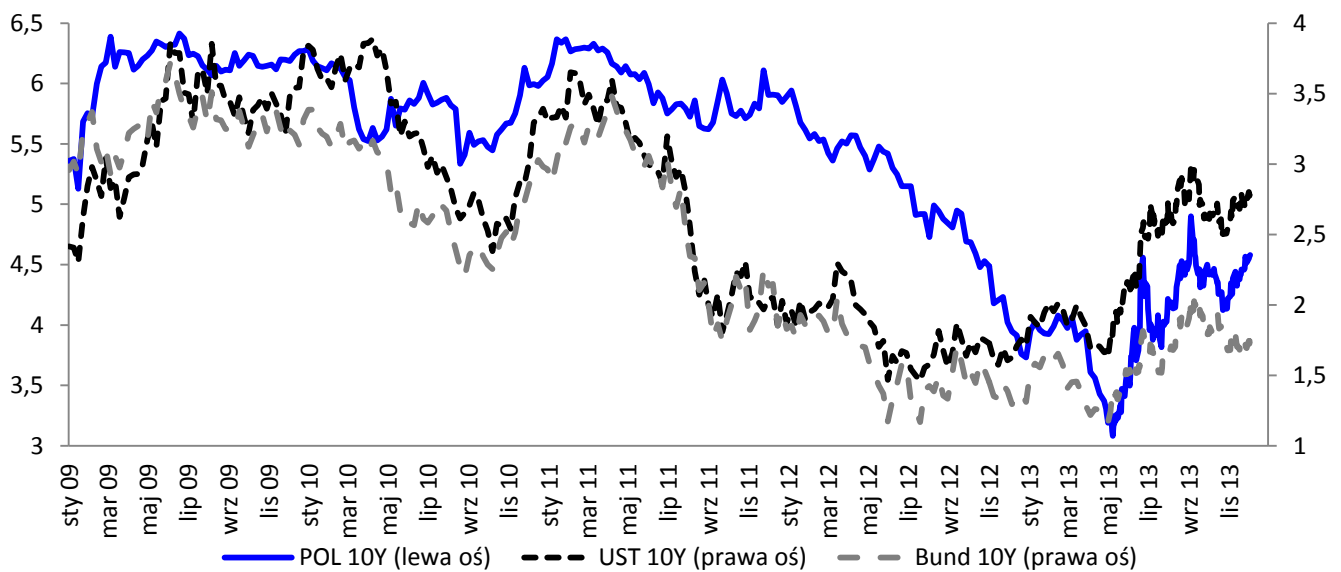
Alior Bank – NWZA podjęło dnia 28 listopada uchwałę o podwyższeniu kapitału zakładowego banku. Odbędzie się ono w drodze emisji akcji zwykłych na okaziciela. Wartość nominalna walorów wyniesie 10 PLN, a emisja będzie miała charakter prywatny. Zdaniem zarządu prywatny emisja odbędzie się w możliwie najwyższy sposób, a emisja z prawem poboru wiązałyby się z dodatkowymi kosztami i niepotrzebnie wydłużyłyby cały proces. Dokapitalizowanie Banku zostało wymuszone rekomendacją KNF dotyczącą księgowania usług bancassurance.

mBank – Po ponad 21 latach obecności na GPW, BRE Bank został zastąpiony przez mBank. Jest to efektem odejścia od marek BRE Private Banking & Wealth Management i MultiBank na rzecz marki mBank. Docelowo ujednoliceniu ulegnie wygląd oddziałów oraz oferta produktowa. Bank tłumaczy swoją decyzję rozpoznawalnością marki mBank i dążeniem do skupienia całej działalności pod jednym brandem. Koszty rebrandingu nie powinny przekroczyć 10 mln PLN. (jk)

BZ WBK – Bank planuje przejąć 60% udziałów w Santander Consumer Banku. Na koniec 2014 roku BZ WBK planuje osiągnięcie pro-forma wskaźnika Core Tier 1 na poziomie 13,7%.

BGŻ – Francuska grupa BNP Paribas planuje kupić od holenderskiego Rabobanku 98,5% akcji banku BGŻ za 4,2 mld PLN. Zgodę na transakcję musi jeszcze wydać KNF, który w czerwcu sugerował, że może nie dopuścić do dalszego łączenia banków w Polsce.

Rentowności obligacji skarbowych



Źródło: stooq.pl

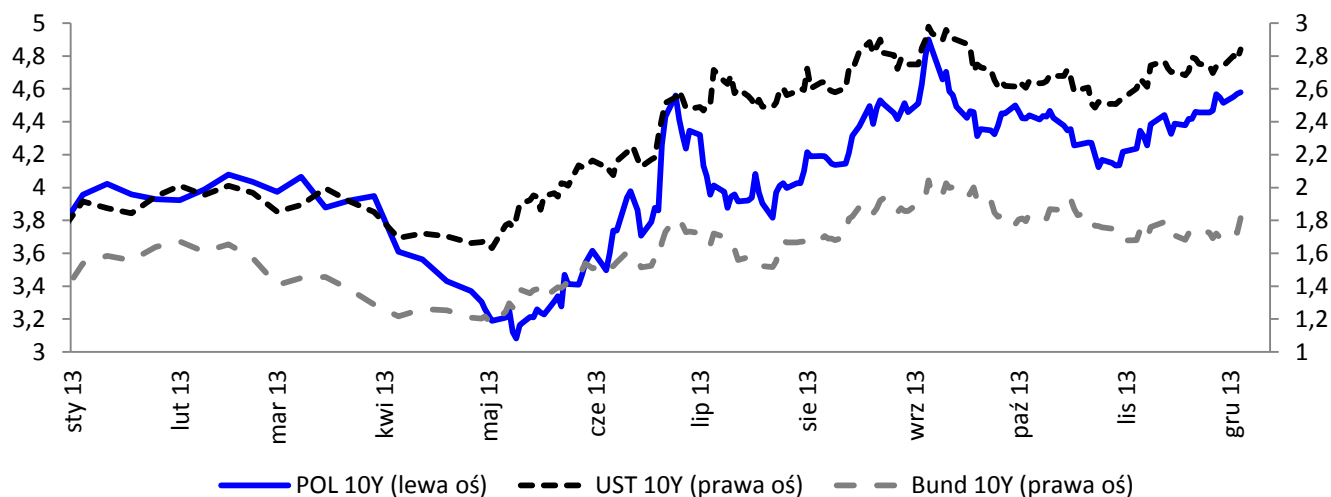
Ostatni miesiąc nie był najlepszym miesiącem dla rynku długu. Po dwóch miesiącach spadków rentowności listopad przyniósł nieznaczną przecenę zarówno w Polsce, jak i na rynkach bazowych. Rentowność dziesięcioletnich papierów amerykańskich wzrosła o 20 pkt. bazowych do poziomu 2,74%, zaś polskie dziesięcioletnie papiery straciły 30 punktów bazowych i zakończyły miesiąc na poziomie 4,52%. Jedyne niemiecki Bund pozostawał względnie stabilny i osłabił się jedynie o niecałe 2 pkt. bazowe do poziomu 1,69%.

Od pewnego już czasu papiery niemieckie zachowują się relatywnie lepiej od benchmarku amerykańskiego. Przyczyn można tutaj upatrywać przede wszystkim w dwóch aspektach. Po pierwsze ożywienie w gospodarce amerykańskiej można uznać za relatywnie dużo silniejsze niż te obserwowane w gospodarkach eurolandu, co przekłada się z kolei na drugi aspekt – politykę monetarną. O ile w przypadku EBC można w najbliższym czasie oczekiwać jedynie ruchów w kierunku zwiększenia stopnia luzowania (a tutaj EBC rozważa chociażby takie działania, jak wprowadzenie ujemnej stopy depozytowej czy kolejną transzę LTRO) to w przypadku Stanów Zjednoczonych kierunek prowadzonej polityki może być już tylko jeden. W mocy pozostaje jednak teza z poprzedniego miesiąca, iż stopniowe wycofywanie się z programu skupu aktywów będzie zastąpione przez FED dużo mocniejszym niż obecnie *forward guidance* w celu wyeliminowania znaczących wzrostów stóp procentowych na rynku amerykańskim.

Patrząc na ostatnie ruchy EBC trudno nie odnieść wrażenia, iż członkowie Rady Gubernatorów wyraźnie wyczekują już oni na rozpoczęcie *taperingu*. Samo ograniczenie skupu aktywów uczyniło by politykę pieniężną w euro landzie relatywnie bardziej akomodacyjną, a przede wszystkim wpłynęłoby na osłabienie euro. Choć EBC oficjalnie przyznaje, iż kurs euro nie jest celem prowadzonej przez nich polityki monetarnej, to nieoficjalna wojna walutowa między tymi dwoma krajami trwa już od dłuższego czasu, nie wspominając tutaj o Japonii czy Czechach.

Wracając do Polski w listopadzie obserwować można było dalsze stromienie się krzywej rentowności. W tym przypadku była to jednak gra pod *bearish steepenera* przy jednoczesnym

negatywnym efekcie *butterfly*. Krzywa przesunęła się więc w górę rozszerzając przy tym znacząco spready 2s/5s i 5s/10s. Krótki koniec pozostaje ciągle względnie stabilny w głównej mierze dzięki działaniom RPP i zapowiedzi, iż stopy pozostaną na niezmiennym poziomie co najmniej do końca pierwszej połowy przyszłego roku. (mr)



Źródło: stooq.pl

Prognozy SKN FM

Wskaźnik	IV 2013	I 2014	II 2014	III 2014	IV 2014
Produkt krajowy brutto	2,5%	2,9%	3,2%	3,2%	3,4%
Spożycie ogółem	2,0%	2,2%	2,6%	2,7%	2,9%
Nakłady brutto na środki trwałe	-2,0%	0,0%	1,5%	3,0%	4,0%
Eksport	4,8%	5,9%	6,1%	6,9%	8,0%
Import	1,6%	4,0%	4,3%	5,7%	6,9%
Inflacja CPI	1,0%	1,6%	2,0%	1,9%	2,0%
Wynagrodzenia	2,6%	2,9%	3,3%	3,6%	3,2%
Stopa bezrobocia BAEL	10,4%	11,5%	11,0%	11,2%	11,5%
Stopa bezrobocia rejestrowanego	13,6%	14,6%	13,6%	13,6%	14,3%

Prognoza z 25 listopada 2013.

Uwagi:

1. Zmienne rachunków narodowych, inflacji i wynagrodzeń to tempa zmian w stosunku do analogicznego okresu roku poprzedniego.
2. Tempa zmian zmiennych rachunków narodowych to tempa realne brutto niewyrównane sezonowo w cenach średniorocznych roku poprzedniego.
3. Tempo zmian wynagrodzeń dotyczy wynagrodzeń realnych w gospodarce ogółem.

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

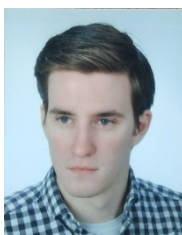
dr. Jarosław Janecki



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:

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)



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). Dwukrotnie nagrodzona brązowym medalem na Międzynarodowej Konferencji Młodych Naukowców za prace z fizyki doświadczalnej. Odbiła 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)