Wewnętrzny *decoupling* w strefie euro

W tym tygodniu

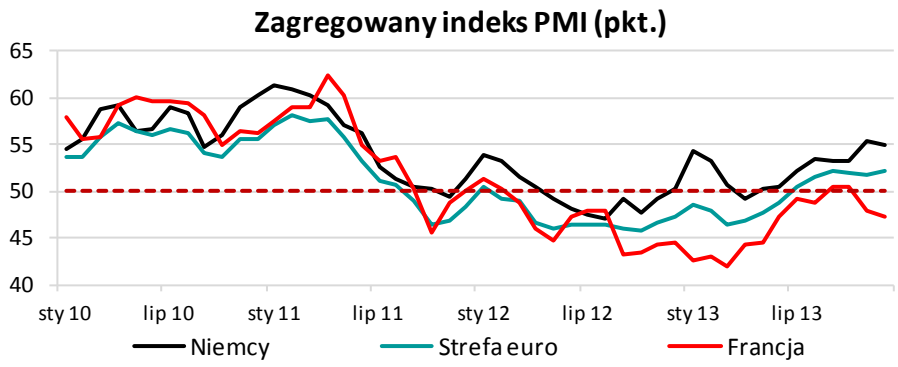
- **Za granicą najważniejszym wydarzeniem tego tygodnia będzie zaplanowane na czwartek posiedzenie Europejskiego Banku Centralnego.** Oczekujemy, że EBC utrzyma status quo w polityce monetarnej pozostawiając stopy procentowe na niezmienionym poziomie (0,25%). Ostatnia wypowiedź M. Draghiego (patrz poniżej), jak i stabilizacja wskaźnika inflacji w obszarze wspólnej waluty (oczekujemy, że wstępny wskaźnik inflacji HICP w strefie euro – publikacja dzisiaj – spadł w grudniu do 0,8% r/r wobec 0,9% w listopadzie, głównie ze względu na zmiany w metodologii jego obliczania) wskazują na niskie prawdopodobieństwo zastosowania niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej na najbliższym posiedzeniu. Niemniej jednak M. Draghi na konferencji po posiedzeniu najprawdopodobniej zaznaczy, że w przypadku pogorszenia się perspektyw wzrostu gospodarczego w strefie euro lub wystąpienia ryzyka deflacji, bank centralny jest gotowy do reakcji (np. poprzez operacje LTRO). Decyzja EBC zgodna z naszymi oczekiwaniami będzie neutralna dla rynku długu i kursu złotego.
- **W środę uwaga rynków będzie zwrócona na publikację *Minutes* z ostatniego posiedzenia FOMC.** W opisie dyskusji kluczowe dla rynków będą informacje pozwalające ocenić tempo dalszego ograniczania programu skupu aktywów (QE3) przez FED oraz wagę, jaką członkowie FOMC przywiązują do czynników wpływających na decyzje dotyczące polityki monetarnej (w tym w szczególności spadającej stopy bezrobocia oraz rosnącej inflacji bazowej). Obecnie oczekujemy kolejnej redukcji programu QE3 o 10 mld USD na posiedzeniu 29 stycznia.
- **W piątek poznamy grudniowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem w USA.** Oczekujemy wzrostu zatrudnienia o 200 tys. osób wobec 203 tys. w listopadzie. Uważamy również, że pomimo dużej liczby nowych etatów zwiększenie liczby osób aktywnych zawodowo spowoduje wzrost stopy bezrobocia (do 7,1% z 7,0% w listopadzie). Regionalne wskaźniki koniunktury w przemyśle sygnalizowały w ostatnim czasie umiarkowane tempo tworzenia nowych miejsc pracy, a przed piątkową publikacją dodatkowych informacji dotyczących rynku pracy dostarczy w środę raport ADP o zatrudnieniu w sektorze prywatnym (prognozowany wzrost o 200 tys. wobec 215 tys. w listopadzie). Piątkowe dane o zatrudnieniu poza rolnictwem będą szczególnie ważne z punktu widzenia dalszego ograniczania programu skupu aktywów przez FED. Jeśli wzrost zatrudnienia będzie niższy od oczekiwanego przez rynek (193 tys.), złoty i dług mogą ulec lekkiemu umocnieniu.
- **Oczekujemy, że na środowym posiedzeniu Rada Polityki Pieniężnej nie zmieni stóp procentowych i podtrzyma zapowiedź utrzymania ich na niezmienionym poziomie przynajmniej do połowy 2014 r. (*forward guidance*).** Uważamy, że RPP dokona pierwszej podwyżki dopiero w listopadzie br. Decyzja Rady zgodna z oczekiwaniami rynków będzie neutralna dla rynku długu i kursu złotego.

W ostatnich dwóch tygodniach

- **Wskaźnik koniunktury w polskim przetwórstwie przemysłowym (PMI) spadł w grudniu do 53,2 pkt. wobec 54,4 pkt. w listopadzie,** sygnalizując lekkie pogorszenie ocen koniunktury. W strukturze indeksu na szczególną uwagę zasługuje dalszy wzrost składowej dotyczącej zatrudnienia. Pomimo spadku indeksu PMI w grudniu, jego średni kwartalny poziom w IV kw. 2013 r. wyniósł 53,6 pkt. wobec 52,3 pkt. w III kw. (najwyższy poziom od I kw. 2011 r.), wskazując na przyśpieszenie kwartalnego tempa wzrostu gospodarczego. Stanowi to wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. 2013 r. dynamika PKB w Polsce wzrosła do 2,4% r/r wobec 1,9% w III kw.

- **Nominalna sprzedaż detaliczna w Polsce wzrosła w listopadzie o 3,8% r/r wobec 3,2% r/r w październiku.** Struktura listopadowej sprzedaży potwierdza stopniową odbudowę konsumpcji prywatnej, wspieranej przez malejącą skłonność gospodarstw domowych do oszczędzania oraz wyhamowanie negatywnych tendencji na rynku pracy (zwiększone poczucie stabilności zatrudnienia, por. MAKROpuls z 23.12.2013). W związku z oczekiwanym wzrostem sprzedaży detalicznej w najbliższym czasie uważamy, że realna dynamika konsumpcji prywatnej zwiększy się z 1,0% r/r w III kw. do 1,3% r/r w IV br.
- **Szef FED, B. Bernanke powiedział w ubiegłym tygodniu,** iż rozpoczęcie ograniczania programu QE3 nie oznacza wycofania się Rezerwy Federalnej ze swojej zapowiedzi „utrzymywania wysoce akomodacyjnej polityki monetarnej tak długo jak będzie to konieczne", lecz świadczy o poprawie jaka nastąpiła w amerykańskiej gospodarce od czasu wprowadzenia programu. Powyższa wypowiedź jest wsparciem dla naszego scenariusza zakładającego dalsze ograniczanie skali skupu aktywów, przy utrzymaniu stóp procentowych przez FED na niezmienionym poziomie przez długi okres.
- **Indeks Uniwersytetu Michigan wzrósł w grudniu do 82,5 pkt. z 75,1 pkt. w listopadzie wskazując na poprawę nastrojów wśród amerykańskich konsumentów.** Wyższa wartość indeksu była wynikiem przede wszystkim poprawy oceny bieżącej sytuacji gospodarczej. Coraz lepsza koniunktura konsumencka w USA znalazła także odzwierciedlenie w publikacji indeksu ufności konsumenckiej Conference Board, który wzrósł w grudniu do 78,1 pkt. z 72,0 pkt. w listopadzie. Złożyły się na to zarówno wyższe wartości składowej dotyczącej bieżącej sytuacji gospodarczej, jak i oczekiwań konsumentów.
- **Indeks ISM dla amerykańskiego przetwórstwa przemysłowego spadł w grudniu do 57,0 pkt. z 57,3 pkt. w listopadzie.** Pomimo niższej wartości wskaźnika na uwagę zasługuje składowa dot. zatrudnienia, która ukształtowała się na poziomie najwyższym od czerwca 2011 r. oraz subindeks nowych zamówień będący na najwyższym poziomie od kwietnia 2010 r. Dlatego też dane te wskazują na coraz lepszą sytuację w amerykańskim przetwórstwie przemysłowym. Z kolei indeks Chicago PMI obniżył się w grudniu do 59,1 pkt. z 63 pkt. w listopadzie, wskazując na lekkie pogorszenie koniunktury w przetwórstwie w środkowo-zachodniej części USA.
- **Zamówienia na dobra trwałego użytku w USA wzrosły w listopadzie o 1,8% m/m wobec -0,5% w październiku (po rewizji w górę z -1,6%).** Po wyłączeniu środków transportu zwiększyły się one o 0,6% m/m wobec 0,1% w październiku. Dane te stanowią potwierdzenie poprawy sytuacji w amerykańskim przemyśle.
- **Prezes EBC, M. Draghi powiedział w ubiegłym tygodniu, iż nie widzi „pilnej potrzeby" obniżenia stopy referencyjnej EBC.** Jego zdaniem mimo braku ryzyka deflacji w strefie euro EBC powinien dążyć do tego, by roczne tempo wzrostu cen nie utrzymywało się zbyt długo poniżej poziomu 1%. Zaznaczył również, iż choć kryzys w strefie euro nie został jeszcze w pełni przezwyciężony, z wielu gospodarek napływają optymistyczne sygnały wskazujące na ożywienie gospodarcze.
- **Finalny zagregowany indeks PMI w strefie euro wzrósł w grudniu do 52,1 pkt. wobec 51,7 pkt. w listopadzie.** W Niemczech spadł on z 55,4 pkt. w listopadzie do 55,0 pkt. w grudniu, podczas gdy we Francji odnotowano zmniejszenie wartości indeksu z 48,0 pkt. do 47,3 pkt. Grudniowe dane o koniunkturze stanowią wsparcie dla naszej prognozy, zgodnie z którą w IV kw. ub. roku dynamika PKB w strefie euro zwiększyła się do 0,2% kw/kw wobec 0,1% w III kw. (patrz poniżej).

Wskaźniki koniunktury wskazują na wewnętrzny *decoupling* w strefie euro



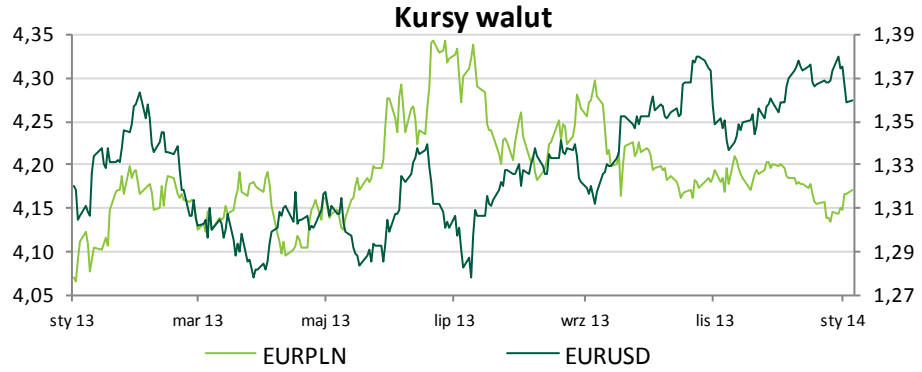
Zagregowany indeks PMI (dla przetwórstwa i usług) w obszarze wspólnej waluty wzrósł w grudniu do 52,1 pkt. wobec 51,7 pkt. w listopadzie, co jest jego najwyższą wartością od trzech miesięcy. Złożyły się na to wyższe wartości indeksu dotyczącego bieżącej produkcji w przetwórstwie (wzrost do 54,9 pkt. z 53,1 pkt.) i spadek wskaźnika dotyczącego sektora usług (do 51,0 pkt. z 51,2 pkt.). A zatem ożywienie w strefie euro pozostaje silnie zróżnicowane pod względem sektorowym. Jest ono skoncentrowane w sektorze przetwórstwa, co wynika przede wszystkim z silnego popytu zewnętrznego. Z kolei w sektorze usług nadal mamy do czynienia ze spowolnieniem wynikającym z niskiego popytu wewnętrznego.

Ponadto niepokojącym pozostaje fakt silnych rozbieżności w przebiegu koniunktury (*decoupling*) w dwóch największych gospodarkach obszaru wspólnej waluty. Z jednej strony mamy do czynienia z wciąż silnym ożywieniem w Niemczech (lekki spadek indeksu PMI do 55,0 pkt. z 55,4 pkt. w listopadzie) – oczekujemy, że wzrost PKB w tej gospodarce w IV kw. ub. roku wyniósł 0,4% kw/kw wobec 0,3% w III kw. Z kolei słabnąca koniunktura we Francji (spadek indeksu PMI do 47,3 pkt. z 48,0 pkt. w listopadzie) sugeruje, iż druga największa gospodarka strefy euro może odnotować spadek PKB w IV kw., co w przypadku utrzymania się ujemnej dynamiki PKB w I kw. 2014 r. oznaczałoby ponowne wejście francuskiej gospodarki w tzw. techniczną recesję.

Z pozostałych państw strefy euro napłynęły jednak pozytywne sygnały. Zagregowany wskaźnik PMI osiągnął w Hiszpanii najwyższą wartość od 77 miesięcy (53,9 pkt.), a w Irlandii i we Włoszech najwyższą od 2 miesięcy (odpowiednio 58,6 pkt. i 50,0 pkt.). Można oczekiwać, że poprawa sytuacji gospodarczej w tych państwach ma charakter trwały. Wskazują na to postępujące wzrosty składowych indeksu PMI dotyczących nowych zamówień oraz zatrudnienia.

Pomimo wewnętrznych rozbieżności w tempach wzrostu gospodarczego w poszczególnych państwach w obszarze wspólnej waluty, niekwestionowanym faktem jest poprawa sytuacji w strefie euro ogółem. Tym samym grudniowe dane o koniunkturze stanowią wsparcie dla naszej prognozy, iż w IV kw. ub. roku dynamika PKB w strefie euro zwiększy się do 0,2% kw/kw wobec 0,1% w III kw.

Kurs złotego pod wpływem FED i EBC

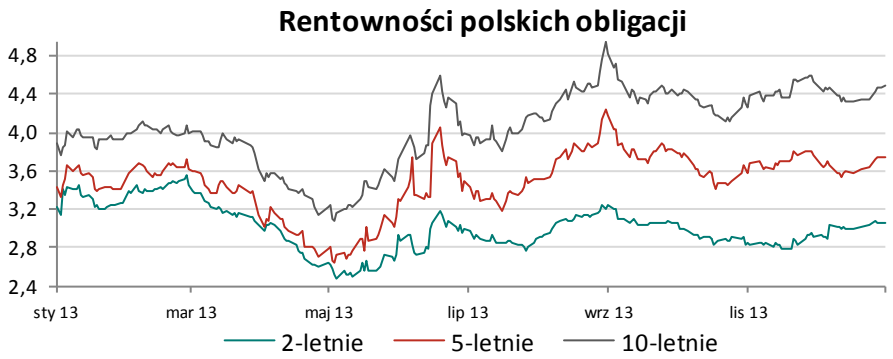


Przez ubiegłe dwa tygodnie kurs EURPLN wzrósł do 4,1737 (osłabienie o 0,4%). W tym okresie mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego z uwagi na okres świąteczny i związany z nim ubogi kalendarz makroekonomiczny oraz niskie obroty na rynkach. Na kilka dni przed Bożym Narodzeniem złoty pozostawał w trendzie aprecjacyjnym spowodowanym m.in. lepszym od oczekiwań odczytem

sprzedaży detalicznej w Polsce oraz oczekiwaniami inwestorów na interwencję BGK w celu umocnienia złotego pod koniec roku (co pozwoliłoby to na obniżenie długu publicznego nominowanego walutach obcych i zmniejszenie relacji długu publicznego do PKB). Podczas świąt nastąpiła stabilizacja kursu. 27 grudnia nad ranem złoty osiągnął najwyższy poziom od maja 2013 r. kształtując się na poziomie 4,1303 za EUR, jednakże po chwili nastąpiła korekta. Przez kolejne dni na rynku w dalszym ciągu mieliśmy do czynienia ze stabilizacją kursu złotego, która trwała aż do 31 grudnia, kiedy to publikacja danych nt. koniunktury w USA (Conference Board, Chicago PMI) wywołała jego podwyższoną zmienność. 2 stycznia nastąpiło osłabienie złotego spowodowane słabszym od oczekiwań odczytem indeksu PMI w polskim przetwórstwie przemysłowym oraz wyprzedażą złotego z uwagi na spadek ryzyka interwencji BGK, po czym ustabilizował się on wokół poziomu 4,16 za EUR i pozostał na nim do piątku. Wczoraj kurs złotego lekko osłabiał się wraz z innymi walutami regionu

W tym tygodniu kurs złotego pozostawać będzie pod wpływem czynników globalnych. Dzisiejszy odczyt inflacji w strefie euro powinien być neutralny dla polskiej waluty. W środę należy spodziewać się podwyższonej zmienności na rynkach w związku z wieczorną publikacją *Minutes* z posiedzenia FOMC. W czwartek EBC podejmie decyzję co do wysokości stóp procentowych w strefie euro, a podczas konferencji po posiedzeniu na rynkach może utrzymywać się podwyższona zmienność (M. Draghi może zasygnalizować możliwość wprowadzenia niekonwencjonalnych instrumentów polityki pieniężnej). W piątek opublikowane zostaną dane z amerykańskiego rynku pracy (zatrudnienie poza rolnictwem), które w naszej ocenie mogą przyczynić się do lekkiego osłabienia złotego.

Polski rynek długu w oczekiwaniu na banki centralne



Przez ubiegłe dwa tygodnie rentowności polskich benchmarkowych obligacji 2-letnich zwiększyły się do poziomu 3,058 (wzrost o 6pb), obligacji 5-letnich do poziomu 3,738 (wzrost o 15pb), a obligacji 10-letnich do poziomu 4,488 (wzrost o 16pb). Z uwagi na okres świąteczny w ciągu ostatnich dwóch tygodni na polskim rynku długu utrzymywały się niewielkie obroty. 23 grudnia ceny polskich obligacji przejściowo spadły z uwagi na publikację lepszych od oczekiwań danych nt. sprzedaży detalicznej w Polsce. 30 grudnia mieliśmy do czynienia ze wzrostem rentowności obligacji o średnich i długich terminach zapadalności, podczas gdy te na krótkim końcu krzywej lekko zyskały na wartości. 2 stycznia nastąpił wzrost rentowności polskich obligacji na całej długości krzywej, którego nie ograniczył słabszy odczyt indeksu PMI dla polskiego przetwórstwa. 3 stycznia ceny polskiego długu w dalszym ciągu spadały.

W tym tygodniu polski rynek długu podobnie jak kurs złotego pozostawać będzie pod wpływem czynników globalnych. Dzisiejszy odczyt inflacji w strefie euro w naszej ocenie pozostanie neutralny dla cen polskich obligacji. Spodziewamy się, iż w środę RPP zgodnie z zapowiedzią pozostawi stopy procentowe na niezmienionym poziomie(*forward guidance*) i utrzyma dotychczasową retorykę, co powinno być neutralne dla rentowności polskich obligacji. Najważniejszym wydarzeniem dla polskiego rynku długu będzie publikacja *Minutes* z grudniowego posiedzenia FED, która może przyczynić się do podwyższonej zmienności rentowności długoterminowych obligacji na rynkach

bazowych i w Polsce. Oczekujemy, iż czwartkowa decyzja EBC będzie neutralna dla polskiego rynku długu. W piątek poznamy dane z amerykańskiego rynku pracy, które w przypadku realizacji naszej prognozy nie będą miały istotnego wpływu na oprocentowanie obligacji.

Prognozy miesięcznych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu miesięcznym														
Wskaźnik	gru 12	sty 13	lut 13	mar 13	kwi 13	maj 13	cze 13	lip 13	sie 13	wrz 13	paź 13	lis 13	gru 13	sty 14
Stopa referencyjna NBP* (%)	4,25	4,00	3,75	3,25	3,25	3,00	2,75	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	2,50	**2,50**
Kurs EURPLN*	4,07	4,20	4,14	4,17	4,16	4,28	4,32	4,25	4,27	4,22	4,18	4,20	4,15	**4,14**
Kurs USDPLN*	3,08	3,09	3,17	3,25	3,16	3,28	3,32	3,19	3,23	3,12	3,08	3,09	3,02	**3,04**
Kurs CHFPLN*	3,37	3,39	3,39	3,43	3,40	3,44	3,51	3,45	3,47	3,45	3,40	3,41	3,38	**3,37**
Inflacja CPI (r/r, %)	2,4	1,7	1,3	1,0	0,8	0,5	0,2	1,1	1,1	1,0	0,8	0,6	**0,6**	
Inflacja bazowa (r/r, %)	1,4	1,4	1,1	1,0	1,1	1,0	0,9	1,4	1,4	1,3	1,4	1,1	**1,1**	
Produkcja przemysłu (r/r, %)	-9,6	0,4	-2,1	-2,9	2,8	-1,8	2,8	6,4	2,2	6,3	4,4	3,0	**11,4**	
Inflacja PPI (r/r, %)	-1,1	-1,2	-0,3	-0,7	-2,1	-2,5	-1,3	-0,8	-1,1	-1,4	-1,4	-1,5	**-1,3**	
Sprzedaż detaliczna (r/r, %)	-2,5	3,1	-0,8	0,1	-0,2	0,5	1,8	4,3	3,4	3,9	3,2	3,8	**7,5**	
Wynagrodzenie w SP (r/r, %)	2,4	0,4	4,0	1,6	3,0	2,3	1,4	3,5	2,0	3,6	3,1	3,1	**3,5**	
Zatrudnienie w SP (r/r, %)	-0,5	-0,8	-0,8	-0,9	-1,0	-0,9	-0,8	-0,7	-0,5	-0,3	-0,2	0,1	**0,4**	
Stopa bezrobocia rej.* (%)	13,4	14,2	14,4	14,3	14,0	13,6	13,2	13,1	13,0	13,0	13,0	13,2	**13,6**	
Saldo ROB (mln EUR)	-1705	-1375	-668	-272	436	-204	133	-497	-785	-1024	-466	**-789**		
Eksport (r/r, %, EUR)	-1,1	7,6	5,4	0,2	12,7	2,1	7,1	6,5	2,8	8,1	0,2	**4,3**		
Import (r/r, %, EUR)	-0,9	2,0	-5,3	-0,1	3,7	-4,6	-0,8	1,8	-0,1	3,2	2,4	**0,8**		

* wartość na koniec miesiąca

Prognozy kwartalnych wskaźników makroekonomicznych

Wybrane wskaźniki makroekonomiczne w Polsce w ujęciu kwartalnym												
Wskaźnik	2013				2014				2012	2013	2014	2015
	Q1	Q2	Q3	Q4	Q1	Q2	Q3	Q4				
PKB (%, r/r)	0,5	0,8	1,9	**2,4**	**2,7**	**2,8**	**2,9**	**2,9**	1,9	**1,5**	**2,8**	**3,4**
Konsumpcja (%, r/r)	0,0	0,2	1,0	**1,3**	**1,7**	**1,9**	**2,0**	**2,3**	1,2	**0,6**	**2,0**	**2,5**
Inwestycje (%, r/r)	-2,1	-3,2	0,6	**0,8**	**2,9**	**6,0**	**6,8**	**7,0**	-1,7	**-1,0**	**5,7**	**10,0**
Eksport (ceny stałe, %, r/r)	1,3	3,2	6,4	**7,1**	**7,2**	**9,2**	**9,5**	**9,4**	3,9	**4,5**	**8,8**	**11,0**
Import (ceny stałe, %, r/r)	-1,6	-1,9	3,4	**3,5**	**3,6**	**4,2**	**4,3**	**4,4**	-0,7	**0,9**	**4,1**	**6,5**
Wkłady do wzrostu PKB: Spożycie prywatne (pp.)	0,0	0,1	0,6	**0,7**	**1,1**	**1,2**	**1,2**	**1,2**	0,8	**0,3**	**1,2**	**1,4**
Wkłady do wzrostu PKB: Inwestycje (pp.)	-0,3	-0,6	0,1	**0,2**	**0,3**	**1,0**	**1,2**	**1,8**	-0,3	**-0,1**	**1,1**	**1,8**
Wkłady do wzrostu PKB: Eksport netto (pp.)	1,3	2,5	1,4	**1,6**	**1,8**	**1,6**	**1,4**	**1,3**	2,0	**1,7**	**1,5**	**1,4**
Saldo obrotów bieżących***	-3,1	-2,3	-2,0	**-1,5**	**-1,4**	**-2,1**	**-2,3**	**-2,3**	-3,4	**-1,5**	**-2,3**	**-3,1**
Stopa bezrobocia (%)**	14,3	13,2	13,0	**13,6**	**13,8**	**12,6**	**12,4**	**12,8**	13,4	**13,6**	**12,8**	**12,5**
Wynagrodzenia w GN (%, r/r)	2,6	3,3	4,0	**3,6**	**3,6**	**3,6**	**3,9**	**3,8**	3,7	**3,4**	**3,7**	**4,2**
Inflacja CPI(%)*	1,3	0,5	1,1	**0,7**	**1,1**	**1,3**	**1,2**	**1,6**	3,7	**0,9**	**1,3**	**2,6**
Wibor 3-miesięczny (%)**	3,39	2,73	2,67	2,71	**2,70**	**2,70**	**2,87**	**3,03**	4,11	2,71	**3,03**	**4,03**
Stopa referencyjna NBP (%)**	3,25	2,75	2,50	2,50	**2,50**	**2,50**	**2,50**	**2,75**	4,25	2,50	**2,75**	**3,75**
EURPLN**	4,17	4,32	4,22	4,15	**4,13**	**4,05**	**4,05**	**4,00**	4,09	4,15	**4,00**	**3,85**
USDPLN**	3,25	3,32	3,12	3,02	**3,11**	**3,12**	**3,14**	**3,13**	3,02	3,02	**3,13**	**3,16**

*wartość średniokwartalna
**wartość na koniec okresu
***narastająco za cztery ostatnie kwartały

Kalendarz

GODZINA PUBLIKACJI	KRAJ	WSKAŹNIK	OKRES	POPRZEDNIA WARTOŚĆ	PROGNOZA*	
					CA	RYNEK**
		Wtorek 07.01.2014r.				
11:00	Strefa euro	Wstępna inflacja HICP (% r/r)	Grudzień	0,9	0,8	0,9
		Środa 08.01.2014r.				
	Polska	**Decyzja o stopach procentowych NBP (%)**	**Styczeń**	**2,50**	**2,50**	**2,50**
8:00	Niemcy	Bilans handlowy (mld €)	Listopad	16,8		18,0
12:00	Niemcy	Nowe zamówienia w przemyśle (% m/m)	Listopad	-2,2	2,1	1,5
14:15	USA	Raport ADP o liczbie pracujących (tys.)	Grudzień	215		200
20:00	USA	*Minutes* z posiedzenia FOMC	Styczeń			
		Czwartek 09.01.2014r.				
2:30	Chiny	Inflacja PPI (% r/r)	Grudzień	-1,4	-1,3	-1,2
2:30	Chiny	Inflacja CPI (% r/r)	Grudzień	3,0	2,5	-1,3
11:00	Strefa euro	Wskaźnik koniunktury gospodarczej BCI (pkt.)	Grudzień	0,20		0,22
12:00	Niemcy	Produkcja przemysłowa (% m/m)	Listopad	-1,2	1,5	1,5
13:00	Wlk. Brytania	Decyzja o stopach procentowych Banku Anglii (%)	Styczeń	0,5	0,5	0,5
13:45	Strefa euro	Decyzja o stopach procentowych EBC (%)	Styczeń	0,25	0,25	0,25
		Piątek 10.01.2014r.				
14:30	USA	Stopa bezrobocia (%)	Grudzień	7,0	7,1	7,0
14:30	USA	Zatrudnienie poza rolnictwem (tys. m/m)	Grudzień	203	200	195
16:00	USA	Zapasy w hurtowniach (% m/m)	Listopad	1,4		0,4
16:00	USA	Sprzedaż hurtowa (% m/m)	Listopad	1,0		0,8

* Prognozy wskaźników krajowych zostały przygotowane przez Credit Agricole Bank Polska S.A. Prognozy wskaźników zagranicznych zostały opracowane przez Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.
** Konsensus Reuters

Jakub BOROWSKI	Główny Ekonomista	tel.: 22 573 18 40	jakub.borowski@credit-agricole.pl
Krystian JAWORSKI	Ekonomista	tel.: 22 573 18 41	krystian.jaworski@credit-agricole.pl
	Jeśli chcecie Państwo otrzymywać tygodnik ekonomiczny "MAKROmapa" w języku angielskim, prosimy o kontakt mailowy z Magdaleną Boineau:		mboineau@credit-agricole.pl

Niniejszy dokument został sporządzony na podstawie najlepszej wiedzy autorów, z wykorzystaniem informacji pochodzących ze sprawdzonych źródeł. Materiał ten nie może być wykorzystywany jako rekomendacja do zawierania transakcji. Stawki zawarte w materiale mają charakter informacyjny. Credit Agricole Bank Polska S.A. nie ponosi odpowiedzialności za treść zamieszczanych komentarzy i opinii.