



## Szanowni Państwo,

Główne banki centralne, jak amerykański Fed (Rezerwa Federalna), Europejski Bank Centralny (EBC) oraz Bank Anglii (BoE) planują normalizację polityki monetarnej, przy czym powyższe będzie następowało w różnym tempie.

### Amerykańska Rezerwa Federalna

Przed grudniowym posiedzeniem amerykańskiej Rezerwy Federalnej, przedstawiciele Fed komunikowali w sposób klarowny zamiar kolejnej podwyżki stopy procentowej. Od październikowego posiedzenia otoczenie makroekonomiczne w USA uległo poprawie, co potwierdzały najnowsze publikacje o zatrudnieniu, nastrojach w biznesie, czy dane o dynamice inflacji. Chociaż podwyżka stóp procentowych przez Fed była przesądzona, główną niepewnością związaną z nadchodzącym wydarzeniem była kwestia rewizji projekcji ekonomicznych (dynamiki wzrostu gospodarczego, stopy bezrobocia oraz inflacji), jak i potencjał wzrostu tzw. Fed dots, które odzwierciedlają anonimowe oczekiwania członków Fed odnośnie przyszłych poziomów stóp procentowych.

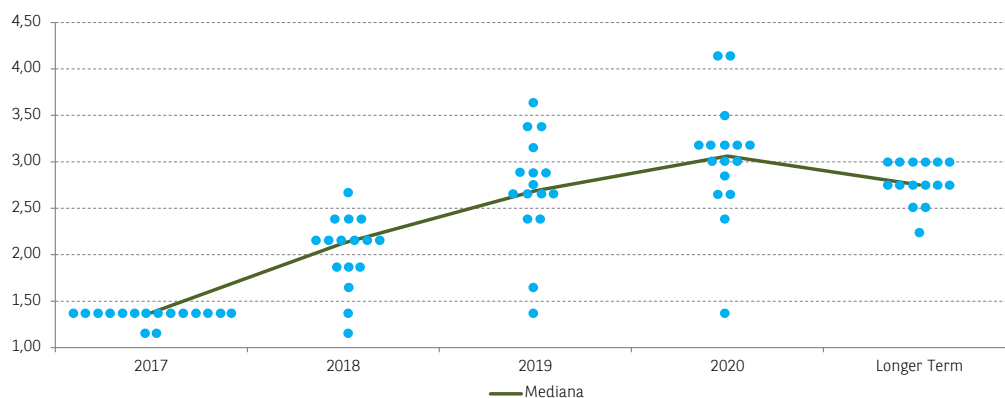
*Poprawa otoczenia makroekonomicznego w USA*

Ostatecznie, zgodnie z oczekiwaniami rynku, Fed podczas grudniowego posiedzenia podwyższył stopy procentowe o 25 pkt. bazowych do 1,50%. Członkowie Fed są zgodni co do pozytywnego wpływu prawdopodobnej reformy podatkowej na wzrost PKB, niemniej uważają że efekt ten będzie tylko tymczasowy. W ich opinii, impuls ze strony reformy nie będzie istotny w kontekście inflacji oraz długoterminowych oczekiwań co do wzrostu gospodarczego, a tym samym nie powinien wpłynąć na poziom średnioterminowych stóp procentowych. Powyższe zostało faktycznie potwierdzone poprzez brak zmian w medianie wcześniej wspomnianych tzw. Fed dots. Tym samym, zgodnie z naszymi wcześniejszymi oczekiwaniami, na 2018 rok przedstawiciele Fed spodziewają się trzech podwyżek stóp procentowych. Należy jednak zwrócić uwagę na delikatny wzrost średniej oczekiwań na 2019 rok, przy jednoczesnym braku zmiany mediany, co wynikało z podniesienia swoich prognoz przez jastrzębich członków Fed. Względem września zauważalna zmiana nastąpiła w horyzoncie 2020 roku, gdzie media wzrosła z 2,9% do 3,1%. Długoterminowe szacunki Fed odnośnie poziomu stóp procentowych pozostały na poziomie 2,75%.

*Podwyżka stóp procentowych przez Fed zgodnie z oczekiwaniami*

*Wg Fed pozytywny efekt reformy podatkowej tymczasowy*

Prognozy poziomu stóp procentowych członków Fed (tzw. Fed dots)



Powyższe sugeruje, że z uwagi na wpływ reformy podatkowej oraz obniżenia stopy bezrobocia poniżej 4,0%, Fed będzie zmuszony utrzymać restrykcyjną politykę monetarną. Z drugiej strony, należy mieć na uwadze przyszłoroczne rozszady w składzie Federalnego Komitetu ds. Operacji Otwartego Rynku (ang. FOMC), które mogą mieć wpływ na rewizję obecnych projekcji. Na chwilę obecną **podtrzymujemy prognozy na dokonanie trzech podwyżek stóp procentowych w 2018 roku oraz braku podobnych ruchów w 2019 roku**, z uwagi na oczekiwane pojawienie się oznak spowolnienia gospodarki USA w 2019 r. Pod względem ilościowej polityki pieniężnej, Fed będzie kontynuował redukcję bilansu – obecnie bilans kształtuje się na poziomie 4,5 biliona USD. Zakładając redukcję w wysokości ok. 20 mld USD miesięcznie, proces normalizacji zajmie relatywnie długi okres. **Podtrzymujemy zatem 12-miesięczny poziom docelowy dla 10-letnich obligacji amerykańskich w okolicach 2,75% (wobec 2,35% obecnie).**

*Podtrzymujemy oczekiwania na dokonanie trzech podwyżek stóp procentowych w 2018 roku*

## Europejski Bank Centralny

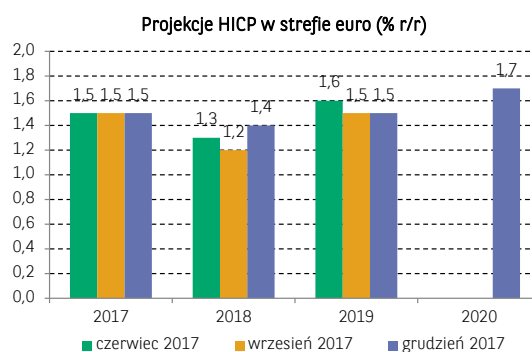
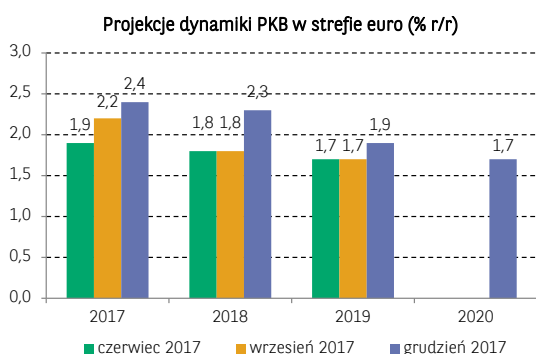
Przed minionym posiedzeniem EBC, dane makroekonomiczne wskazywały na mocną poprawę koniunktury w strefie euro. Biorąc pod uwagę powyższe, rynek oczekiwał rewizji w górę projekcji ekonomicznych, zarówno w przypadku tempa wzrostu gospodarczego jak i inflacji. Ostatnie wypowiedzi członków Rady Prezesów EBC, również wskazywały na zmniejszającą się potrzebę bardzo łagodnej polityki pieniężnej

*Mocna poprawa koniunktury w strefie euro potwierdzona przez twarde dane makroekonomiczne*

Zgodnie z oczekiwaniami Europejski Bank Centralny zdecydował o pozostawieniu stopy procentowej na niezmiennym poziomie (stopa depozytowa -0,4%). Ogólne przesłanie nadal pozostało konserwatywne i ostrożne - prezes Draghi podtrzymał, że stopy procentowe będą utrzymywane na niskim poziomie w najbliższym czasie, zachowując możliwość dostarczenia dodatkowych bodźców w razie potrzeby. W kontekście tzw. luzowania ilościowego, EBC będzie kontynuował zakup obligacji co najmniej do września 2018 roku (30 mld EUR miesięcznie), a środki z zapadających obligacji będzie reinwestować w kolejne, o dłuższym terminie wykupu. Chociaż przedstawiciele EBC są pewni osiągnięcia celu inflacyjnego w dłuższym terminie, na 2020 rok wyznaczyli prognozę inflacji na poziomie 1,7%, która znajduje się nadal poniżej celu (2,0%). Natomiast względem wrześniowych projekcji, z uwagi na obserwowaną poprawę koniunktury w strefie euro (kolejne rekordowe wskazania wskaźników PMI za grudzień, zarówno dla przemysłu, jak i usług) i perspektyw gospodarki światowej, **istotnie zrewidowano prognozy dotyczące dynamiki PKB na najbliższe lata (największa zmiana dla roku 2018 z 1,8% r/r na 2,3% r/r).**

*Zgodnie z oczekiwaniami EBC nie zmienił założeń polityki monetarnej*

*Istotna rewizja in plus projekcji ekonomicznych jako efekt poprawy koniunktury*



Sama retoryka Europejskiego Banku Centralnego pozostaje bez zmian, a intencją jest zacieśnianie polityki monetarnej dokonywane w bardzo stopniowy sposób. Oczekujemy, że EBC przedłuży po raz ostatni programu zakupu obligacji do końca kolejnego roku, przed ostatecznym jego zakończeniem. **Zgodnie z naszymi prognozami, EBC podwyższy stopę depozytową w 2Q'2019 do -0,2% z -0,4% obecnie, a w horyzoncie końca 2019 roku stopa depozytowa zostanie podniesiona do 0,0%.** Podtrzymujemy nasz 12-miesięczny cel dla rentowności 10-letnich obligacji Niemiec na poziomie 1,0%.

*Oczekiwana podwyżka stóp procentowych przez EBC najwcześniej w 2Q2019*

## Bank Anglii

Biorąc pod uwagę, że Wielka Brytania i Unia Europejska (UE) uzgodniły, co do zasady, trzy kluczowe kwestie dotyczące Brexit, tj. status obywateli UE mieszkających w Wielkiej Brytanii, uregulowania zobowiązań finansowych wobec UE oraz warunki granicy między Irlandią a Irlandią Północną, ryzyko tzw. twardego Brexit w dużej mierze zniknęło. Należy jednak zaznaczyć, że zawarte uzgodnienia tylko odroczają ostateczną decyzję w sprawie granicy, między Irlandią a Irlandią Północną, która po zakończeniu Brexit stanie się jedyną granicą lądową między Wielką Brytanią a Unią Europejską. Mimo to, rynki finansowe zareagowały pozytywnie na kompromis, sugerując tym samym że wskaźniki zaufania w biznesie oraz nastroje konsumentów powinny również ulec poprawie w najbliższych miesiącach.

*Uzgodnienie między UE i Wielką Brytanią trzech kluczowych kwestii w kontekście Brexit*

Inwestorzy przed ostatnim posiedzeniem Banku Anglii oczekiwali, że wspomniane ustalenia zostaną uwzględnione już w najnowszych projekcjach ekonomicznych oraz polityce pieniężnej. Chociaż ostatecznie przedstawiciele BoE postanowili jednogłośnie pozostawić stopy procentowe na niezmiennym poziomie (0,50%), gubernator Carney przyjął bardziej pozytywny ton w odniesieniu do oceny ryzyka, jako efekt uniknięcia tzw. twardego Brexit. Spodziewamy się sentyment wśród przedsiębiorców oraz konsumentów powinny się poprawić w najbliższych odczytach. Podtrzymujemy przy tym, że Bank Anglii nie będzie się spieszył z zaostrzeniem polityki monetarnej w najbliższym czasie. Przed podjęciem decyzji, komitet BoE

*Bank Anglii pozostawia stopy procentowe na niezmiennym poziomie*

*Rynek oczekuje poprawy nastrojów przedsiębiorców oraz konsumentów*

najprawdopodobniej zaczeka, do momentu uzyskania potwierdzenia przyspieszenia wzrostu płac. **Podtrzymujemy zatem prognozy stabilizacji kursu EUR/GBP w rejonie 0,89-0,91 w najbliższych kwartałach.**

## Reakcja rynku

Chociaż ostatnie posiedzenia banków centralny były długo wyczekiwane przez rynki finansowe, komunikaty nie przyniosły istotniejszych zmian w trendach rynkowych. Rentowności amerykańskich obligacji skarbowych powracają do poziomów z przed posiedzenia Fed, a dolar osłabia się. W Europie, po ogłoszeniu decyzji EBC rentowności obligacji nieco wzrosły, natomiast względne zmiany między funtem brytyjskim, euro i dolarem były ograniczone. Bez większej reakcji pozostawały również notowania na rynku akcji.

**W kontekście powyższych komunikatów, podtrzymujemy nasze pozytywne nastawienie do indeksów w Europie Zachodniej oraz Japonii. Jesteśmy neutralni względem rynku amerykańskiego, Wielkiej Brytanii oraz krajów rozwijających się.** Obecnie nasza ocena rynku długu jest neutralna – oczekujemy utrzymania się trendów z ostatnich miesięcy to znaczy jedynie umiarkowanego poziomu inflacji oraz bardzo stopniowego zacieśniania polityki monetarnej przez banki centralne.

*Komunikaty banków centralnych pozostały bez większego wpływu na rynki finansowe*

*Oczekujemy kontynuacji wzrostów na rynkach akcji w Europie Zachodniej*

*Nasze nastawienie do rynku obligacji jest neutralne*

Z poważaniem

Zespół Doradztwa Inwestycyjnego,  
Biuro Maklerskie BGŻ BNP Paribas

## Nota prawna

1. Biuro Maklerskie BGŻ BNP Paribas S.A. (dalej „Biuro Maklerskie”) prowadzi działalność maklerską na podstawie zezwolenia Komisji Papierów Wartościowych i Giełd (obecnie Komisja Nadzoru Finansowego). Podlega regulacjom ustawy z dnia 29 lipca 2005 roku o obrocie instrumentami finansowymi (Dz.U. 2010 Nr 211, poz. 1384 ze zm.). Nadzór nad działalnością Biura Maklerskiego sprawuje Komisja Nadzoru Finansowego.
2. Niniejszy Raport okresowy został przygotowany przez Biuro Maklerskie w ramach Usługi doradztwa inwestycyjnego, o której mowa w art. 69 ust. 2 pkt 5 ustawy o obrocie instrumentami finansowymi, świadczonej za zezwoleniem Komisji Nadzoru Finansowego, na podstawie Umowy świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego przez Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. dla klientów bankowości prywatnej (dalej „Umowa”) oraz Regulaminu świadczenia Usług Doradztwa Inwestycyjnego przez Biuro Maklerskie Banku BGŻ BNP Paribas S.A. dla klientów bankowości prywatnej (dalej „Regulamin”) dostępnego na stronie internetowej [www.bm.bnpparibas.pl](http://www.bm.bnpparibas.pl)
3. Informacje przedstawione w niniejszym raporcie okresowym zostały przygotowane przy uwzględnieniu okoliczności, że Klient jest Klientem detalicznym oraz na podstawie wyniku przeprowadzonej oceny odpowiedniości, zgodnie z którym Klient został zakwalifikowany jako Klient o Profilu inwestycyjnym określonym w kwestionariuszu oceny z uwzględnieniem postanowień Umowy.
4. Stwierdzenie odpowiedniości Usługi doradztwa inwestycyjnego oraz ustalenie Profilu inwestycyjnego Klienta nastąpiło na podstawie uzyskanych od Klienta informacji zgodnie z Regulaminem.
5. Przedstawione w raporcie okresowym informacje nie stanowią rekomendacji w rozumieniu rozporządzenia Ministra Finansów z dnia 19 października 2005r. w sprawie informacji stanowiących rekomendacje dotyczące instrumentów finansowych, ich emitentów lub wystawców (Dz.U. 2005, Nr 206, poz. 1715).
6. Przedstawione w raporcie okresowym informacje nie mogą być traktowane i postrzegane przez Klienta korzystającego z Usługi doradztwa inwestycyjnego jako zapewnienie lub gwarancja osiągnięcia potencjalnych lub spodziewanych zysków z inwestycji.
7. Inwestowanie przez Klienta w Instrumenty finansowe wiąże się z ryzykiem inwestycyjnym. Klient powinien być świadomy, że istnieją czynniki ryzyka związane z podejmowaniem decyzji inwestycyjnych w oparciu o Raporty okresowe przekazane w ramach Usługi doradztwa inwestycyjnego. W konsekwencji Klient powinien liczyć się z możliwością poniesienia straty obejmującej część lub nawet całość inwestowanych środków finansowych.
8. Informacje wskazane w niniejszym dokumencie, są aktualne jedynie w terminie ważności Raportu okresowego zgodnie z postanowieniami Regulaminu.
9. Przedstawiona w raporcie okresowym informacja została sporządzona przez uprawnionych pracowników Biura Maklerskiego w oparciu o informacje ze źródeł uznawanych za wiarygodne, w tym wymienionych w Regulaminie. Biuro Maklerskie dochowuje należytej staranności przygotowując Raporty okresowe zgodnie z najlepiej pojętym interesem Klienta, z uwzględnieniem wskazanych przez Klienta celów inwestycyjnych, sytuacji finansowej oraz wiedzy i doświadczenia Klienta.
10. Inwestowanie w Instrumenty finansowe wiąże się z obowiązkami podatkowymi wynikającymi z właściwych przepisów prawa, które mogą zależeć od indywidualnej sytuacji Klienta i wymagać zasięgnięcia przez Klienta porady doradcy podatkowego.
11. Niniejszy dokument został sporządzony przez Biuro Maklerskie wyłącznie na użytek Klienta i podlega ochronie prawa autorskiego. Raport okresowy nie może być rozpowszechniany, publikowany lub powielany odpłatnie czy nieodpłatnie, czy w jakiegokolwiek inny sposób przekazywany osobom trzecim w całości lub w części bez wyraźnej uprzedniej zgody Biura Maklerskiego.
12. Niniejszy dokument został sporządzony wyłącznie na potrzeby świadczenia usługi doradztwa inwestycyjnego i nie stanowi oferty lub zaproszenia do składania ofert, nie jest prospektem emisyjnym, reklamą, ofertą publiczną Funduszy inwestycyjnych lub produktów strukturyzowanych.

"Nota prawna na temat sporządzania i rozpowszechniania rekomendacji inwestycyjnych" jest dostępna na stronie:  
[https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static\\_informations\\_wersja\\_PL.pdf](https://www.bgzbnpparibas.pl/biuro-maklerskie/files/Static_informations_wersja_PL.pdf)

Autorzy: Adam Aniot,  
nr. ewidencyjny: KF/2017/12/15/13  
Data sporządzenia: 2017-12-15