

# KOMENTÁŘ K AKTUÁLNÍMU VÝVOJI TRHŮ

## MAKRO POHLED

**Růst na rozvinutých trzích:** Pravděpodobnost recese v USA jsme snížili z 25 % na 20 %, protože zpomalení růstu mezd ukazuje, že inflace může klesat i bez recese. Eurozóna a Velká Británie jsou na podobné cestě jako USA.

**Měnová politika:** Domníváme se, že Fed ukončil zvyšování úrokových sazeb, ale to se ještě může změnit, pokud na trzích převládne investiční horečka. Vzhledem k odolnému růstu v USA očekáváme postupné snižování úrokových sazeb nejdříve ve 2. čtvrtletí 2024.

**Inflace:** Objevují se spekulace o tom, že deglobalizace a přechod na udržitelnou energetiku mohou být příčinou strukturálně vyšších cen. To by nastalo, pokud se tyto trendy promítnou ve formě daní, a náklady tak budou přenášeny na spotřebitele. Pokud se však promítnou ve formě dotací, ceny se naopak mohou snižovat. Například americký CHIPS and Science Act (zákon o čipech a vědě) a Inflation Reduction Act (zákon o snížení inflace) nabízejí domácím výrobcům rozsáhlé dotace, které by měly kompenzovat výrobní náklady a snížit náklady spotřebitelů.

**Růst v Číně:** Kratší stimul při znovuootevření čínské ekonomiky a slabý vývoj v oblasti vývozu, nemovitostí i spotřeby přispěly ke znatelnému zpomalení růstu. Očekáváme, že uvolňování politiky bude mírnější než v minulých cyklech vzhledem k nízkému oficiálnímu cíli Číny pro růst okolo 5 % a důrazu na vysoce kvalitní růst. Přesto se uvolňování zrychlilo a očekáváme, že se nadále zaměří na fiskální, měnovou, bytovou a spotřebitelskou základnu, což podporuje naši prognózu, že letošní růst čínského HDP bude 5,4 %.

## VÝHLED DLE TŘÍDY AKTIV

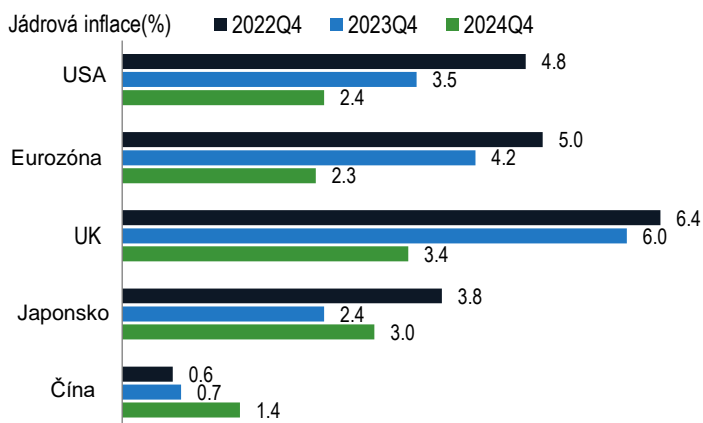
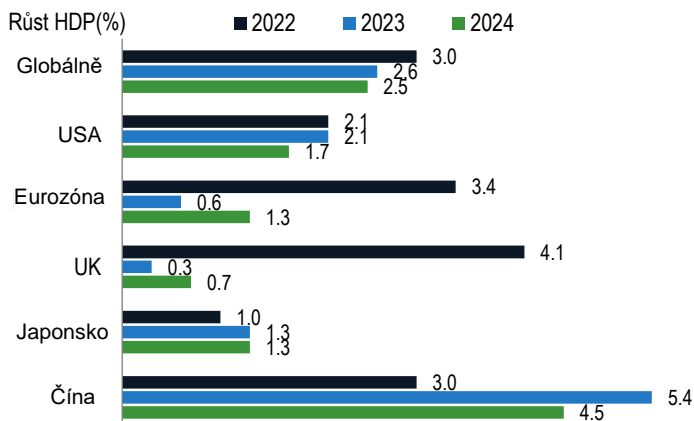
**Americké akcie:** Vyzdvihujeme čtyři témata, na která je třeba se zaměřit během letošní výsledkové sezóny: 1) marže, u nichž očekáváme, že v tomto čtvrtletí dosáhnou svého dna, 2) finanční výsledky, které mohou objasnit ekonomický dopad napětí v bankovním sektoru, 3) rizika a příležitosti v oblasti umělé inteligence a 4) spotřebitelskou náladu. Nadále předpokládáme celoroční zisk na akcii v indexu S&P 500 ve výši 224 USD.

**Dluhopisy:** Výnosy amerických státních dluhopisů pravděpodobně dosáhly svého vrcholu, nicméně stále existuje možnost, že ještě porostou. Ochlazující se inflace v USA podnítila nadměrný optimismus trhu v oblasti uvolňování měnové politiky, ale pokud se nezhorší situace na trhu práce, může Fed držet sazby na vyšší úrovni déle. Ve Velké Británii přetrvává inflace a vysoké úrokové sazby zde mohou zůstat po delší dobu. V eurozóně může nejistý výhled ekonomické aktivity a jestřábí postoj ECB mít za následek vyšší trajektorii úrokových sazeb, než se očekuje.

**Dolar:** Nadále očekáváme, že americký dolar bude v dlouhodobém horizontu oslabovat, jeho sestup však může být nerovnoměrný. I kdyby červencové zvýšení sazeb bylo poslední, Fed svou politiku nezmění, dokud nebude mít jistotu, že ceny jsou stabilní. Prudké oslabení dolaru navíc vyžaduje vyhlídku na posílení jiné měny – ale která to bude, se teprve ukáže.

Zdroj: GS Global Investment Research a GS Asset Management, data k 31. červenci 2023. Odkazujeme na GS Asset Management. Uvedené názory se mohou lišit od názorů GIR a dalších divizí Goldman Sachs a jejich přidružených společností. Další informace naleznete na konci této prezentace. Ekonomické a tržní očekávání uvedené v tomto dokumentu jsou pro informační účely k datu této prezentace. Nelze zaručit, že se očekávání naplní. **Minulá výkonnost nezaručuje budoucí výsledky, které se mohou lišit.**

## EKONOMICKÝ VÝHLED<sup>1</sup>



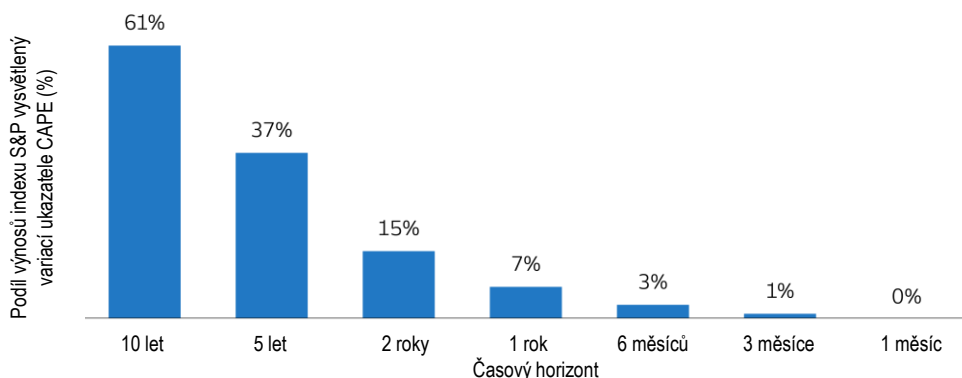
## OČEKÁVANÝ VÝVOJ DLE TŘÍD AKTIV<sup>2</sup>

	Aktuálně	3m	12m	% Δ to 12m
S&P 500 (\$)	4478	4300	4700	5.0
STOXX Europe (€)	459	470	500	8.9
MSCI Asia-Pacific Ex-Japan (\$)	526	540	580	10.2
TOPIX (¥)	2275	2200	2500	9.9
10-Year Treasury	4.0	3.9	3.8	-30 bp
10-Year Bund	2.5	2.8	2.4	-13 bp
10-Year JGB	0.6	0.7	0.7	6 bp
Euro (€/\$)	1.10	1.07	1.12	1.5
Pound (£/\$)	1.28	1.24	1.33	4.4
Yen (\$/¥)	142	140	125	-11.8
Brent Crude Oil (\$/bbl)	85.1	86	93	9.2
London Gold (\$/troy oz)	1940	2050	2050	5.7

## Udržíme kurz

Díky plnému ocenění na amerických akciových trzích se může zdát, že jiné třídy aktiv jsou atraktivnější, zejména pokud jde o hotovost, která nyní v USA vynáší více než 5 %. Ačkoli defenzivní taktické přesuny mohou přinést krátkodobě lepší výkonnost, mají tendenci stát se strategickými alokacemi, pokud nejsou pečlivě sledovány. Investice do hotovosti financované z vlastního kapitálu se historicky neukázaly jako úspěšná strategie pro dlouhodobé zhodnocení kapitálu, a to ani v případě, že akcie jsou drahé a výnosy hotovosti atraktivní.

### CENA INVESTIC



Americké akcie se mohou zdát poněkud drahé, protože ukazatel CAPE (cyklicky očištěný P/E) indexu S&P 500 je v horním kvintilu od roku 1950. Naštěstí pro investory nejsou ceny vždy hlavním faktorem určujícím výkonnost, zejména v krátkém časovém horizontu. V minulosti například ocenění vysvětlovalo pouze 15 % odchylek ve výnosech indexu S&P 500 v časovém horizontu dvou let. Cena investice je faktorem, který stojí za zvážení, ale nemysleme si, že je jediným.

CAPE označuje cyklicky očištěný poměr ceny a zisku.

Zdroj: Robert Shiller, Bloomberg, Goldman Sachs Asset Management, data k 30. červnu 2023.

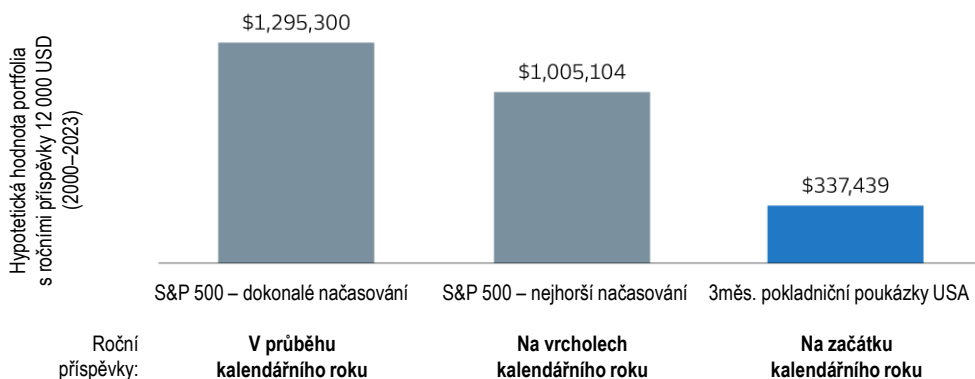
### DISCIPLÍN



Opuštění strategických alokací do akcií může být nejlákavější na konci cyklu zpříšňování měnové politiky, kdy výnosy hotovosti dosahují nejatraktivnějších úrovní. Z historického hlediska však opuštění akciového trhu a investování do hotovosti v těchto inflexních bodech nepřineslo v dlouhodobém horizontu trvalé zhodnocení kapitálu. Investoři by měli zachovávat disciplínu při udržování cílových akciových podílů, aby dosáhli dlouhodobých cílů v oblasti výnosů.

Zdroj: Bloomberg, Goldman Sachs Asset Management, data k 21. červenci 2023.

### „DO ČEHO“ SPÍŠE NEŽ „KDY“



Mnoho investorů se obává nákupů na drahém trhu. Často je ale důležitější, do čeho investujete, než kdy. Rozdíl v konečných hodnotách portfolia mezi dokonale načasovanými ročními příspěvky do indexu S&P 500 a nejhůře načasovanými příspěvky činí cca 300 tis. dolarů. Zatímco rozdíl mezi nejhůře načasovanými příspěvky a držením hotovosti je cca 600 tis. dolarů. Při pohledu na náklady ušlých příležitostí vynikne atraktivita akciových strategií.

Dokonalé načasování je strategie, při které je každý rok investováno 12 000 USD do indexu S&P 500 při jeho nejnižší uzavírací hodnotě. Nejhorší načasování je strategie, při níž je každý rok investováno 12 000 USD do indexu S&P 500 při jeho nejvyšší uzavírací hodnotě. Hotovost je strategie, při které je 12 000 USD investováno do tříměsíčních pokladničních poukázek USA na začátku každého roku. **Minulá výkonnost nezaručuje budoucí výsledky, které se mohou lišit.**

Zdroj: Bloomberg and Goldman Sachs Asset Management, data k 21. červenci 2023.

**Vysvětlivky**

1. Ekonomické předpovědi byly zpracovány Goldman Sachs Global Investment Research k 4. srpnu 2023. Jádrová inflace USA odkazuje na „Core PCE“, jádrová inflace eurozóny na HICP bez potravin, energií, alkoholu a tabáku, Jádrová inflace UK odkazuje na UK CPI bez potravin, energií, alkoholu a tabáku, jádrová inflace Japonska na CPI bez čerstvých potravin a jádrová inflace Číny na CPI bez jídla a energií. „Q4“ odkazuje na průměrnou hodnotu za 4. čtvrtletí daného roku.
2. Ceny pro hlavní třídy aktiv poskytuje Goldman Sachs Global Investment Research. Zdroj: Globální akcie ztratily 2,3 %; energie dosáhly lepších výsledků – ze dne 7. července 2023.

**Rizika ke zvážení**

**S investováním jsou spojena některá rizika. Minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Hodnota investice může kolísat a není zaručena návratnost investované částky. Upozorňujeme také na možné kolísání výnosů z důvodu výkyvů měnového kurzu.**

Investice do akcií podléhají tržnímu riziku, což znamená, že hodnota cenných papírů, do kterých investuje, může stoupat nebo klesat v závislosti na vyhlídkách jednotlivých společností, konkrétních odvětví a/nebo obecných ekonomických podmínkách. Různé investiční styly (např. „růst“ a „hodnota“) mají tendenci se posouvat ve prospěch a v neprospěch a někdy může strategie zaostávat za jinými strategiemi, které investují do podobných tříd aktiv. Tržní kapitalizace společnosti může také zahrnovat větší rizika (např. společnosti s „malou“ nebo „střední“ kapitalizací) než ta, která jsou spojena s většími, zavedenějšími společnostmi a kromě nižší likvidity může podléhat prudším nebo nevyzpytatelným cenovým pohybům.

Investice do cenných papírů s pevným výnosem podléhají rizikům spojeným s dluhovými cennými papíry obecně, včetně úvěrového rizika, rizika likvidity, úrokové sazby, předčasného splacení a rizika prodloužení. Ceny dluhopisů se mění nepřímo ke změnám úrokových sazeb. Obecný růst úrokových sazeb tedy může mít za následek pokles ceny dluhopisu. Hodnota cenných papírů s proměnlivou a pohyblivou úrokovou sazbou je obecně méně citlivá na změny úrokových sazeb než cenné papíry s pevnou úrokovou sazbou. Cenné papíry s proměnlivou a pohyblivou úrokovou sazbou mohou klesat na hodnotě, pokud se úrokové sazby nepohybují podle očekávání. Naopak hodnota cenných papírů s proměnlivou a proměnlivou sazbou se obecně nezvyšuje, pokud tržní úrokové sazby klesnou. Úvěrové riziko je riziko, že emitent nebude v prodloužení s platbami úroků a jistiny. Kreditní riziko je vyšší při investování do dluhopisů s vysokým výnosem, známých také jako podřadné dluhopisy. Riziko předčasného splacení je riziko, že emitent cenného papíru může splatit jistinu rychleji, než se původně očekávalo. Riziko prodloužení je riziko, že emitent cenného papíru může splácet jistinu pomaleji, než se původně předpokládalo. Všechny investice s pevným výnosem mohou mít při zpětném odkupu nebo splatnosti nižší hodnotu, než je jejich původní cena.

Cenné papíry s vysokým výnosem a nižším ratingem zahrnují větší volatilitu cen a představují větší úvěrová rizika než cenné papíry s vyšším ratingem s pevným výnosem.

**Právní upozornění**

Toto marketingové sdělení zveřejňuje Goldman Sachs Asset Management B.V., Czech Branch, správcovská společnost UCITS/AIF se sídlem v Nizozemsku. Tato marketingová komunikace má pouze informační charakter a vyjádřené pohledy a názory nepředstavují nabídku nebo výzvu ke koupi nebo prodeji cenných papírů nebo k účasti na jakékoli investiční strategii nebo poskytování investičních služeb nebo investičního výzkumu. I když byla věnována zvláštní pozornost obsahu tohoto marketingového sdělení, nelze poskytnout záruku či prohlášení, výslovné nebo implicitní, co se týče správnosti nebo úplnosti těchto

informací. Pohledy a názory jsou aktuální k datu této prezentace a informace uvedené v této komunikaci se mohou kdykoliv změnit nebo aktualizovat bez předchozího upozornění. Goldman Sachs Asset Management B.V. ani žádná jiná společnost nebo jednotka patřící do skupiny Goldman Sachs Group Inc. , ani žádný z jejich ředitelů nebo zaměstnanců nemůže nést přímo ani nepřímo odpovědnost za toto marketingové sdělení. Použití informací obsažených v tomto marketingovém sdělení je na vaše vlastní riziko. Toto marketingové sdělení a informace v něm obsažené nejsou určeny pro distribuci nebo použití jinou osobou v jiné zemi, kde investiční fondy ani služby zde uvedené nejsou povolené ani registrované k distribuci, nebo v nichž je šíření informací o fondech či službách zakázáno.

Tento materiál byl připraven společností Goldman Sachs Asset Management a není finančním výzkumem ani produktem Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Nebyla vypracována v souladu s příslušnými ustanoveními zákona, jejichž cílem je podpora nezávislosti finanční analýzy, a nevztahuje se na ni zákaz obchodování po distribuci finančního průzkumu. Vyjádřené názory a názory se mohou lišit od názorů Goldman Sachs Global Investment Research nebo jiných oddělení či divizí Goldman Sachs a jejich přidružených společností. Tyto informace nemusí být aktuální a Goldman Sachs Asset Management nemá povinnost poskytovat žádné aktualizace nebo změny. Nemělo by se na to spoléhat při rozhodování o investicích.

Výše uvedené držení portfolia a/nebo alokace jsou k uvedenému datu a nemusí být reprezentativní pro budoucí investice. Zobrazené držby a/nebo alokace nemusí představovat všechny investice portfolia. Budoucí investice mohou, ale nemusí být ziskové.

Indexy, na které se zde odkazuje, byly vybrány, protože jsou dobře známé, snadno rozpoznatelné investory a odrážejí ty indexy, o kterých se investiční manažer domnívá, zčásti na základě oborové praxe, poskytují vhodný benchmark, podle kterého lze hodnotit investici nebo širší trh zde popsany.

Přestože byly určité informace získány ze zdrojů, které jsou považovány za spolehlivé, nezaručujeme jejich přesnost, úplnost nebo správnost. Spolehlí jsme se a bez nezávislého ověření předpokládali přesnost a úplnost všech informací dostupných z veřejných zdrojů.

Ekonomická a tržní očekávání uvedené v tomto dokumentu odrážejí řadu předpokladů a úsudků k datu této prezentace a mohou se bez upozornění změnit. Tyto prognózy nezohledňují konkrétní investiční cíle, omezení, daňovou a finanční situaci ani jiné potřeby konkrétního klienta. Skutečná data se budou lišit a nemusí se zde projevit. Tyto předpovědi podléhají vysoké míře nejistoty, která může ovlivnit skutečný výkon. V souladu s tím by tyto prognózy měly být považovány pouze za reprezentativní pro širokou škálu možných výsledků. Tyto prognózy jsou odhadnuty na základě předpokladů a podléhají významné revizi a mohou se podstatně změnit v závislosti na změně ekonomických a tržních podmínek. Goldman Sachs nemá žádnou povinnost poskytovat aktualizace nebo změny těchto prognóz. Případové studie a příklady jsou pouze ilustrativní.

Tato marketingová komunikace není určena osobám naplňující definici „US Person“, tak jak je definováno v oddíle 902 nařízení S amerického zákona o cenných papírech z roku 1933, a není zamýšlena ani nesmí být používána k prodeji investic nebo úpisu cenných papírů v zemích, kde to příslušné orgány nebo právní předpisy zakazují. Veškeré nároky vyplývající z podmínek tohoto vyloučení odpovědnosti nebo v souvislosti s ním se řídí českým právem.

© 2023 Goldman Sachs. Všechna práva vyhrazena.

Datum prvního využití: 7. srpen 2023