

# KOMENTÁŘ K AKTUÁLNÍMU VÝVOJI TRHŮ

## MAKRO POHLED

**Výroba:** Snížená výrobní aktivita byla způsobena odčerpáváním zásob, které korigovalo přebytek z roku 2022, přesunem spotřebitelských výdajů od zboží ke službám a slabým růstem v Číně. V USA podle indexu ISM klesá výrobní aktivita již 15 měsíců v řadě, což je třetí nejdelší série v historii. Domníváme se ale, že výrobní aktivita je připravena na oživení vzhledem k 1) odolnému globálnímu růstu, 2) blížícímu se uvolnění měnové politiky a 3) zvyšování počtu nových objednávek.

**Růst:** Ve 2. polovině roku 2023 se mezinárodní hospodářský růst zastavil a Japonsko i Velká Británie vstoupily do technické recese. V Japonsku ale roste cestovní ruch a po každoročním jarním vyjednávání odborů s vedením podniků se patrně zvýší také mzdy, což může být impulsem pro spotřebu a následně i pro poptávkovou inflaci. Spolu s podnikovou reformou, která má zlepšit finanční situaci japonských podniků, by tyto faktory měly mít silnější vliv na budoucí výkonnost akciových trhů než nedávné oslabení růstu.

**Měnová politika:** V USA došlo k mírnému zpomalení dezinflace, a to pravděpodobně kvůli opožděnému vlivu silného růstu mezd v roce 2023, který však v nadcházejících měsících může odeznít. Členové Federálního výboru pro volný trh (FOMC) vyjádřili větší obavy z rizika reflace než z potenciálně slabého růstu způsobeného příliš restriktivními sazbami. Proto nyní očekáváme, že Fed přistoupí k prvnímu snížení sazeb až v červnu. Předpokládáme, že ve stejném termínu začnou sazby snižovat také ECB a BoE.

## TRŽNÍ POHLED

**Evropské akcie:** GRANOLAS, jedenáct společností, které vykazují silný růst zisků, vysoké a relativně stabilní marže a nízkou volatilitu, přispěly za posledních dvanáct měsíců k více než 50 % výkonnosti indexu STOXX 600, což je srovnatelné s příspěvkem skupiny fantastické sedmičky k výnosům indexu S&P 500. GRANOLAS historicky nabízejí lepší výnosy očištěné o riziko než fantastická sedmička a v současné době jsou oceněny s 30% diskontem P/E. Očekáváme, že oba koše Mega Cap společností budou v krátkodobém a střednědobém horizontu dosahovat vysoké výkonnosti.

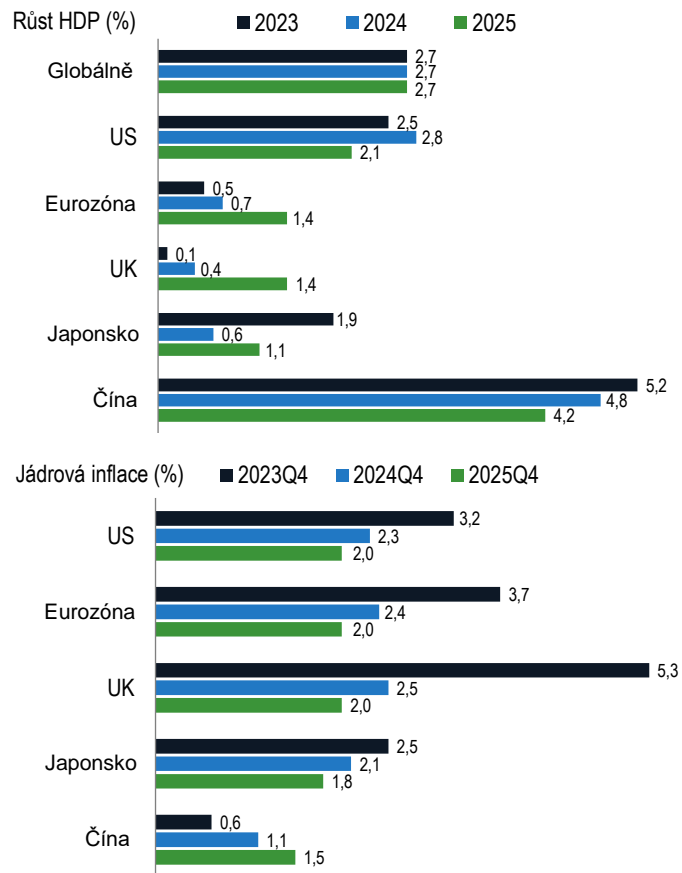
**Americké akcie:** Současná výsledková sezóna ukazuje na trvalý fundamentální sílu akcií fantastické sedmičky; zisk na akcii vzrostl u těchto 7 firem meziročně o 60 %, zatímco u zbytku indexu S&P 500 došlo k mírnému poklesu zisku na akcii. Proto jsme zvýšili svou cílovou cenu pro S&P 500 na konci roku na 5 200, což odráží vyšší odhad zisku na akcii v roce 2024 ve výši 241 USD (meziroční nárůst o 8 %).

**Sazby:** Vzhledem k nedávné jestřábí rétorice Fedu mohou krátkodobé sazby zůstat na stávajících úrovních déle, než se očekávalo. Domníváme se však, že ve střednědobém horizontu budou sazby s delší dobou splatnosti překonávat hotovost. Upřednostňujeme neutrální duraci portfolia.

**Small caps:** Pokud v příštích 12 měsících nedojde v USA k recesi, očekáváme vysokou výkonnost small cap akcií. Index Russell 2000 v letech prezidentských voleb v USA historicky překonával index S&P 500 v průměru o 7 p.b. Kromě toho small cap společnosti historicky profitovaly z uvolnění měnové politiky – ve 12 měsících po prvním snížení úrokových sazeb překonávaly výkonnost velkých společností o 11 p.b.

Zdroj: GS Global Investment Research a GS Asset Management, data k 4. březnu 2024. Ekonomické a tržní očekávání uvedené v tomto dokumentu jsou pro informační účely k datu této prezentace. Nelze zaručit, že se očekávání naplní. Účelem procesu řízení rizik portfolia je monitorování a řízení rizik, což ale nezaručuje nízké riziko. Goldman Sachs neposkytuje účetní, daňové ani právní poradenství. Další informace naleznete na konci této prezentace. **Minulá výkonnost nezaručuje budoucí výsledky, které se mohou lišit.**

## EKONOMICKÝ VÝHLED<sup>1</sup>



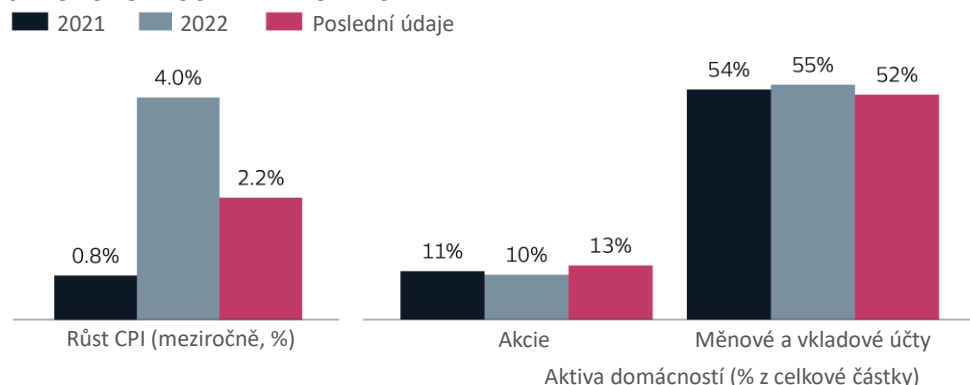
## OČEKÁVANÝ VÝVOJ DLE TŘÍD AKTIV<sup>2</sup>

	Aktuálně	3m	12m	% Δ to 12m
S&P 500 (\$)	5137	5000	5200	1.2
STOXX Europe (€)	498	490	510	2.5
MSCI Asia-Pacific Ex-Japan (\$)	527	520	560	6.2
TOPIX (¥)	2709	2800	2900	7.0
10-Year Treasury	4.2	3.8	4.0	-19 bp
10-Year Bund	2.4	2.1	2.0	-41 bp
10-Year JGB	0.7	0.8	0.9	19 bp
Euro (€/€)	1.08	1.08	1.12	3.4
Pound (£/\$)	1.27	1.28	1.35	6.7
Yen (\$/¥)	150	145	140	-6.8
Brent Crude Oil (\$/bbl)	84	85	80	-4.3
London Gold (\$/troy oz)	2074	2065	2175	4.9

## Cesta kolem světa

Aktiové trhy dnes v porovnání s minulým tržním cyklem nabízejí regionálně vyvážený soubor příležitostí. Přesto se domníváme, že investování do mezinárodních akcií by nemělo být realizováno plošně – každý region má jedinečné perspektivy a výzvy. Zveme vás na cestu kolem světa, při které vás upozorníme na trendy, které mohou ovlivnit budoucí výkonnost ve třech klíčových regionech: Japonsko, Evropa a Indie.

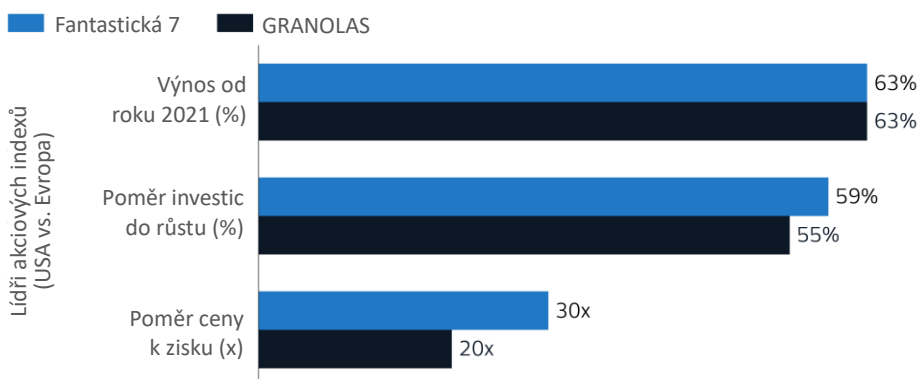
### JAPONSKO: DOSTATEK KUPNÍ SÍLY



Inflace byla v posledních letech přítěží pro mnoho ekonomik. Pro Japonsko je to však vítaný vývoj poté, co deflační tlaky v předchozích desetiletích upevnily konzervativní přístup domácích investorů. Kapitálová účast japonských domácností je pouhých 10%. Klesající reálné výnosy z peněžních investic spolu s obnovenými daňovými pobídkami pro drobné investory na akciovém trhu mohou posloužit jako katalyzátory nového zdroje přílivu kapitálu do japonských akcií.

Zdroj: Bloomberg, BoJ a Goldman Sachs Asset Management.

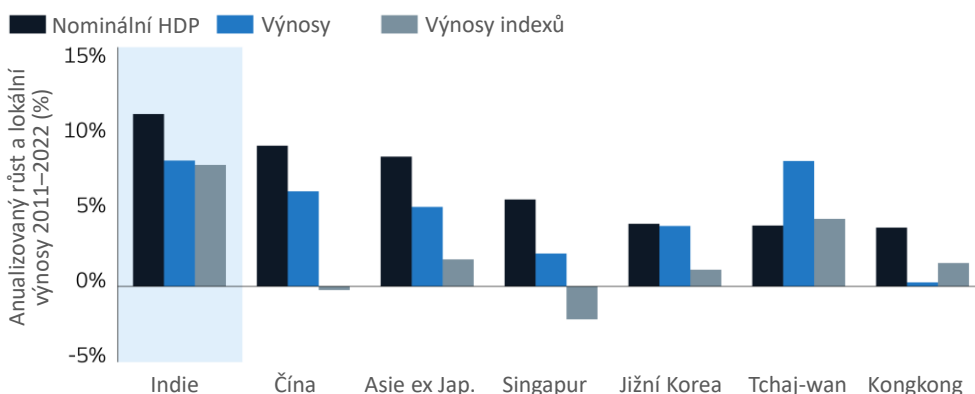
### EVROPA: KVALITNÍ RŮSTOVÉ SLOŽKY



Podobně jako v USA dominuje akciovému trhu v Evropě hrstka společností: GRANOLAS. Tato skupina 11 akcií loni zajistila více než 50% výnosů indexu STOXX 600 a od roku 2021 dosáhla stejné výkonnosti jako skupina fantastické sedmičky, a to při zhruba poloviční volatilitě. Tyto kvalitní růstové složky mají slibné vlastnosti – investují do svého budoucího růstu 3x více než zbytek trhu a zároveň se obchodují za rozumný 20násobek poměru ceny k zisku.

Zdroj: Goldman Sachs GIR a Goldman Sachs Asset Management.

### INDIE: DOSTÁVÁTE, ZA CO SI ZAPLATÍTE



Index BSE Sensex se podle našeho názoru oprávněně obchoduje s mírnou premií oproti desetiletému průměru. Rostoucí úroveň příjmů, příznivý demografický vývoj a vládní kapitálové výdaje jsou faktory, které mohou v příštích letech podpořit silný hospodářský růst. Důležité je, že v posledním desetiletí Indie vykazovala těsný vztah mezi hospodářským růstem a tržními výnosy, což naznačuje, že očekávaný silný růst se projeví v dalším posílení indexu.

Zdroj: MSCI, FactSet a Goldman Sachs Asset Management.

Poznámky k prvnímu grafu: Zdroj: Bloomberg, Bank of Japan a Goldman Sachs Asset Management. Ke dni 27. února 2024. Poznámky k druhému grafu: Zdroj: Goldman Sachs Global Investment Research a Goldman Sachs Asset Management. Ke dni 12. února 2024. „GRANOLAS“ označuje 11 největších evropských společností podle tržní kapitalizace. Poznámky k třetímu grafu: Zdroj: MSCI, FactSet a Goldman Sachs Asset Management. K 23. lednu 2024. Ekonomické a tržní očekávání uvedené v tomto dokumentu jsou pro informační účely k datu této prezentace. Nelze zaručit, že se očekávání naplní. Další informace naleznete na konci této prezentace. **Minulá výkonnost nezaručuje budoucí výsledky, které se mohou lišit.**

### Vysvětlivky

1. Ekonomické předpovědi byly zpracovány Goldman Sachs Global Investment Research k 4. březnu 2024. 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 získaly 0,8 %; Japonsko zaostávalo – ze dne 4. března 2024.

### Strana 1 – Definice pojmů

ISM odkazuje na Institute for Supply Management

FOMC označuje Federální výbor pro volný trh (Federal Open Market Committee)

Fed označuje Federální rezervní systém

BoE označuje Bank of England

GRANOLAS označuje společnosti GSK, Roche, ASML, Nestle, Novartis, Novo Nordisk, L'Oreal, LVMH, Astrazeneca, SAP a Sanofi.

Fantastická 7 označuje společnosti Apple, Microsoft, Meta, Amazon, Tesla, Nvidia a Google.

P/E označuje poměr ceny k zisku a vypočítává se vydělením aktuální ceny cenného papíru nebo koše cenných papírů budoucími konsenzuálními 12měsíčními odhady zisku

Jestřábí znamená relativně méně uvolněnou měnovou politiku

HDP označuje hrubý domácí produkt

p.b. označuje procentní body

### Strana 2 – Definice pojmů

Poznámky k prvnímu grafu: Graf ukazuje meziroční růst japonského indexu spotřebitelských cen v prosinci 2021, prosinci 2022 a lednu 2024. Graf také ukazuje procentní podíl aktiv domácností držných v akciích a na měnových a vkladových účtech ke konci kalendářních let 2021 a 2022 a ke konci 3. čtvrtletí 2023, což je poslední zveřejnění údajů Bank of Japan o tocích finančních prostředků. CPI označuje index spotřebitelských cen.

Poznámky k druhému grafu: Graf ukazuje celkové výnosy fantastické 7 a GRANOLAS od ledna 2021. Graf rovněž ukazuje poměr investic do růstu v těchto dvou skupinách akcií za posledních pět let. Poměr růstových investic se vztahuje k podnikovým výdajům na růstové CAPEX a výzkum a vývoj jako procento peněžních toků z provozní činnosti. Graf rovněž zobrazuje poměr forwardové 12měsíční ceny k zisku těchto dvou skupin akcií, který vyděluje aktuální ceny konsenzuálním 12měsíčním očekáváním zisku.

Poznámky k třetímu grafu: V grafu je znázorněn anualizovaný růst nominálního hrubého domácího produktu, výkonost indexu MSCI a růst zisků různých rozvíjejících se trhů v letech 2011 až 2022.

Asie ex Jap. označuje Asii bez Japonska.

CAPEX označuje kapitálové výdaje.

### Slovníček

Index S&P 500 je složený index cen 500 akcií Standard & Poor's 500. Index je neřízený. Údaje o indexu odrážejí reinvestici všech výnosů nebo dividend, ale neodrážejí žádné poplatky ani náklady, které by snižovaly výnosy. Investoři nemohou investovat přímo do indexu.

Index Russell 2000 měří výkonost segmentu amerických akcií s malou kapitalizací. Index Russell 2000 je podmnožinou indexu Russell 3000, která představuje přibližně 10 % celkové tržní kapitalizace tohoto indexu a zahrnuje společnosti, jež jsou v žebříčku Russell 3000 na 1001.–3000. místě (co do tržní kapitalizace).

Index STOXX Europe 600 je odvozen od indexu STOXX Europe Total Market Index (TMI) a je podmnožinou indexu STOXX Global 1800. Index STOXX Europe 600 s pevným počtem 600 složek reprezentuje společnosti s velkou, střední a malou kapitalizací v 18 zemích evropského regionu.

Japonský index TOPIX je kapitalizačně vážený index největších společností a korporací, které se nacházejí v první sekci tokijské burzy.

Index BSE SENSEX je volně pohyblivý tržně vážený akciový index 30 dobře zavedených a finančně zdravých společností kotovaných na Bombay Stock Exchange.

**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 prodlení 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.

Mezinárodní cenné papíry mohou být volatilnější a méně likvidní a podléhají rizikům nepříznivého ekonomického nebo politického vývoje. Mezinárodní cenné papíry podléhají v důsledku většímu riziku ztráty v důsledku, nikoli však výhradně, zejména kvůli: nepřiměřené regulaci, nestálému trhu s cennými papíry, nepříznivému směnnému kurzu a sociálnímu, politickému, vojenskému, regulačnímu, ekonomickému nebo ekologickému vývoji nebo přírodní katastrofě.

Investice na rozvíjejících se trzích mohou být méně likvidní a podléhají většímu riziku než investice na rozvinutých trzích, a to zejména jako důsledek nepřiměřené regulace, nestálého trhu s cennými papíry, nepříznivých směnných kurzů a sociálního, politického, vojenského, regulačního, ekonomického nebo environmentálního vývoje nebo přírodní katastrofy.

Strategie investující do komoditních trhů, může vystavit strategii větší volatilitě než investice do tradičních cenných papírů. Investice do komodit mohou být ovlivněny změnami v celkových pohybech trhu, změnami úrokových sazeb nebo faktory ovlivňujícími určité odvětví nebo komoditu. Komodity rovněž podléhají sociálním, politickým, vojenským, regulačním, ekonomickým, ekologickým nebo přírodním katastrofám.

Riziko kolísání směnného kurzu cizí měny může způsobit pokles hodnoty cenných papírů denominovaných v takové cizí měně. Směnné kurzy mohou v krátkých časových obdobích výrazně kolísat. Tato rizika mohou být výraznější u investic do cenných papírů emitentů umístěných v rozvíjejících se zemích nebo s nimi jinak ekonomicky spojených. Investiční techniky používané ve snaze snížit riziko pohybu měny (hedging) nemusí být případně účinné. Zajištění také zahrnuje další rizika spojená s deriváty.

### Právní upozornění

Tuto marketingovou komunikaci zveřejňuje Goldman Sachs Asset Management B.V., a to i prostřednictvím svých poboček (GSAM BV). GSAM BV je autorizována a regulována nizozemským úřadem pro finanční trhy (AFM) jako správce alternativních investičních fondů (AIFM) a subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů (SKIPCP). Na základě licence správce AIF je manažer oprávněn poskytovat investiční služby (i) přijímání a předávání pokynů ve finančních nástrojích; ii) správa portfolia; a (iii) investiční poradenství a na základě licence správce UCITS investiční služby (i) správy portfolia; a (ii) investiční poradenství.

Informace o právech investorů a mechanismech kolektivního odškodnění jsou k dispozici na [www.gsfondy.cz](http://www.gsfondy.cz) (v části Společnost – Povinně zveřejňované informace). Kapitál je ohrožen. Jakékoli nároky vyplývající z nebo v souvislosti s podmínkami tohoto prohlášení o vyloučení odpovědnosti se řídí nizozemským právem.

Tyto informace pojednávají o obecné tržní aktivitě, průmyslových nebo sektorových trendech nebo jiných široce založených ekonomických, tržních nebo politických podmínkách a neměly by být vykládány jako výzkumné nebo investiční poradenství. 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 jejích přidružených společností. Tyto informace nemusí být aktuální a Goldman Sachs Asset Management nemá povinnost poskytovat žádné aktualizace nebo změny.

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 popsaný.

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

Ekonomické 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.

**TENTO MATERIÁL NEPŘEDSTAVUJE NABÍDKU V ŽÁDNÉ JURISDIKCI, PRO JAKOUKOLIV OSOBU, PRO KTEROU BY TO NEBYLO POVOLENÉ NEBO ZÁKONNÉ.**

Potenciální investoři by se měli informovat o všech příslušných právních požadavcích a předpisech týkajících se daní a devizové kontroly v

zemích jejich občanství, bydliště nebo bydliště, které by mohly být relevantní.

Tento materiál je poskytován pouze pro informační účely a neměl by být vykládán jako investiční rada nebo nabídka či výzva k nákupu či prodeji cenných papírů. Tento materiál není určen k tomu, aby byl použit jako obecný průvodce investováním nebo jako zdroj jakýchkoli konkrétních investičních doporučení, a neposkytuje žádná předpokládaná ani výslovná doporučení týkající se způsobu, jakým by se mělo nebo by mělo být nakládáno s účtem klienta, protože vhodné investiční strategie závisí na investičních cílech klienta.

Vyjádřené pohledy a názory jsou pouze pro informační účely a nepředstavují doporučení Goldman Sachs Asset Management k nákupu, prodeji nebo držení jakéhokoli cenného papíru. Pohledy a názory jsou aktuální k datu této prezentace a mohou se změnit, neměly by být považovány za investiční poradenství.

Jakýkoli odkaz na konkrétní společnost nebo cenný papír nepředstavuje doporučení k nákupu, prodeji, držení nebo přímému investování do společnosti nebo jejích cenných papírů. Nemělo by se předpokládat, že investiční rozhodnutí učiněná v budoucnu budou zisková nebo se budou rovnat výkonnosti cenných papírů uvedených v tomto dokumentu.

Společnost MSCI ani žádná jiná strana, která se podílí na sestavování, výpočtu nebo vytváření dat MSCI nebo s nimi souvisí, neposkytuje žádné výslovné ani předpokládané záruky nebo prohlášení s ohledem na taková data (nebo výsledky, které lze jejich použitím získat), a všechny takové strany tímto výslovně odmítají veškeré záruky originality, přesnosti, úplnosti, obchodovatelnosti nebo vhodnosti pro konkrétní účel s ohledem na jakékoli z těchto údajů. Aniž by se omezovalo cokoli z výše uvedeného, v žádném případě společnost MSCI, žádná z jejích přidružených společností nebo jakákoli třetí strana zapojená nebo související se sestavováním, počítáním nebo vytvářením dat neneset jakoukoli odpovědnost za jakékoli přímé, nepřímé, zvláštní, trestné, následné nebo jakékoli jiné náhrady škody (včetně ušlého zisku), a to i v případě upozornění na možnost vzniku takové škody. Bez výslovného písemného souhlasu MSCI není povoleno žádné další šíření nebo šíření dat MSCI.

Goldman Sachs Asset Management využívá zdroje Goldman Sachs & Co. LLC v souladu s právními, interními a regulačními omezeními.

### Důvěrnost

Žádná část tohoto materiálu nesmí být bez předchozího písemného souhlasu Goldman Sachs Asset Management (i) kopírována, reprodukována, šířena v jakékoli formě, žádnými prostředky nebo (ii) poskytována jiným osobám, než jsou jeho příjemci.

© 2024 Goldman Sachs. Všechna práva vyhrazena.