

KOMENTÁR K AKTUÁLNEMU VÝVOJU TRHOV

MAKROPOHĽAD

Rast v Číne: Čínska ekonomika dramaticky ochladla v dôsledku 1) slabného efektu stimulačných krokov vlády, 2) prechodu od vytvárania zásob k ich znižovaniu, 3) spomalenia v sektore nehnuteľností a 4) slabého zahraničného dopytu. Vzhľadom na politickú podporu v 2. polroku očakávame zlepšenie rastu.

Rast na rozvinutých trhoch: V eurozóne zostane rast reálneho HDP pravdepodobne slabý vzhľadom na vysoké ceny energií, prísne úverové štandardy bánk a zhoršujúce sa údaje z prieskumov.

V USA naopak reálny HDP zostane nad potenciálom vďaka zníženému vplyvu sprísňovania menovej politiky a rastu reálnych disponibilných príjmov.

Menová politika: V základnom scenári predpokladáme, že Fed začne štvrtročne znižovať úrokové sadzby o 25 bázických bodov od druhého štvrťroka 2024. Vzhľadom na 1) vyšší potenciál HDP, 2) mieru nezamestnanosti blízko 50-ročného minima a 3) zmiernenie finančných podmienok však nevyklúčujeme, že Fed pristúpi k znižovaniu sadzieb neskôr. Stimulácia už tak silnej ekonomiky príliš skorým znížením sadzieb môže byť vnímaná ako zbytočné riziko.

Trh práce: Po tri uplynulé mesiace zostal mesačný prírastok pracovných miest pod hranicou 200 000. Miera nezamestnanosti sa v auguste zvýšila o tri desatiny percentného bodu. Na druhej strane rast priemerného hodinového zárobku zostáva v medziročnom porovnaní stále na úrovni 4,3 %. Napriek zmiešaným signálom i naďalej predpokladáme postupné a zdravé uvoľňovanie dopytu po práci, ktoré bude spôsobené jednak znižovaním počtu voľných pracovných miest, jednak zvýšeným prepúšťaním.

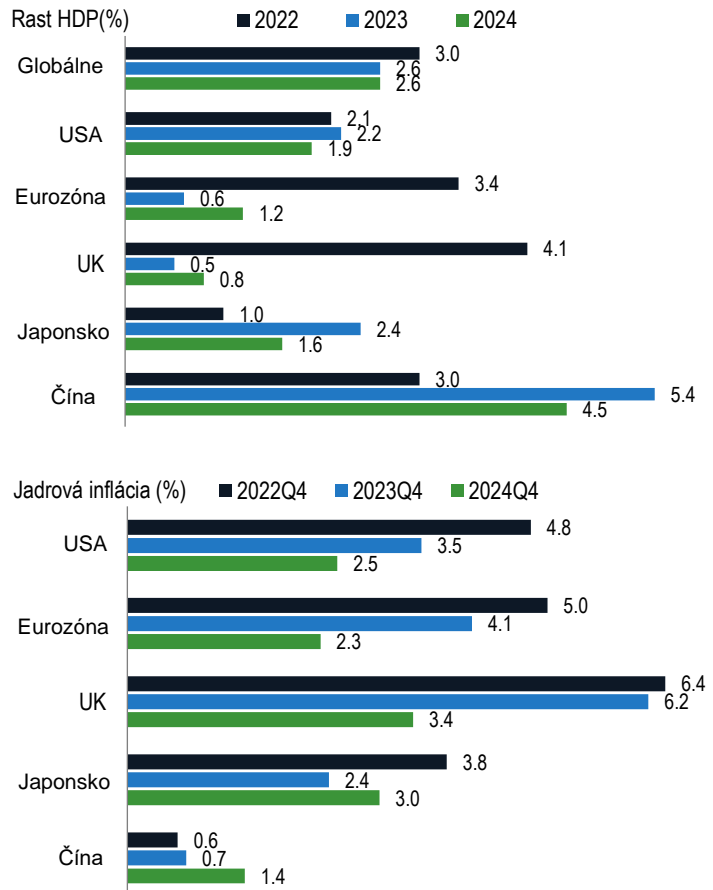
TRHOVÝ POHĽAD

Sadzby v USA: Domnievame sa, že zlepšený rastový sentiment prispel k opätovnému a trvalejšiemu zvýšeniu výnosovej krivky amerických štátnych dlhopisov. Ďalšie faktory – ako sú očakávané veľké emisie a dosahy politiky Bank of Japan – prispievajúce k vyšším dlhodobým výnosom, môžu byť mierne preceňované. Predpokladáme, že než sa výnosová krivka trvale normalizuje zo svojho inverzného stavu, budú sa musieť trhovo implikované dlhodobé neutrálne sadzby opäť zvýšiť.

Small caps: Podľa nášho názoru sú americké akcie s malou trhovou kapitalizáciou atraktívne. Po prvé, ziskové firmy v indexe Russell 2000 sa obchodujú s neobvykle vysokým diskontom v porovnaní s podobnými firmami v indexe S&P 500. Po druhé, akcie s malou trhovou kapitalizáciou majú tendenciu prekonávať akcie s veľkou trhovou kapitalizáciou, keď inflácia klesá z vysokých úrovní. Menšie firmy totiž viac pocítia uvoľnenie tlaku pri vyjednávaní s dodávateľmi a tvorbe cien so spotrebiteľmi. Domnievame sa tiež, že potenciál nadvýnosu (alfa) je vo svete malých kapitalizácií vysoký – každú akciu v indexe Russell 2000 pokrýva v priemere len 6 analytikov na strane predajcov (oproti 22 analytikom v indexe S&P 500).

Durácia: Napriek atraktivite neskorého cyklu sprísňovania zostáva veľká časť aktív v hotovosti. Ponúkame ďalší uhol pohľadu na predĺžovanie durácie: vzhľadom na dnešné vyššie výnosy sa výrazne zlepšila asymetria výnosov pri dlhopisoch s dlhšou duráciou. Táto asymetria naznačuje, že dlhopisy sú dnes menej trestané rastúcimi sadzbami, a čo je ešte dôležitejšie, sú viac odmeňované klesajúcimi sadzbami.

EKONOMICKÝ VÝHLAD¹



OČAKÁVANÝ VÝVOJ PODĽA TRIED AKTÍV²

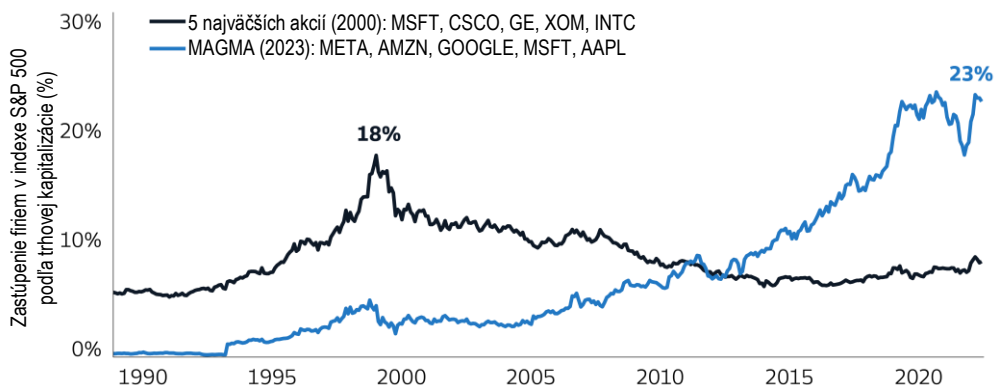
	Aktuálne	3m	12m	% Δ do 12m
S&P 500 (\$)	4451	4500	4700	5.6
STOXX Europe (€)	454	470	500	10.2
MSCI Asia-Pacific Ex-Japan (\$)	503	505	555	10.4
TOPIX (¥)	2383	2200	2500	4.9
10-Year Treasury	4.3	3.9	3.8	-51 bp
10-Year Treasury	2.6	2.8	2.3	-30 bp
10-Year JGB	0.7	0.7	0.7	5 bp
Euro (€/€)	1.07	1.07	1.12	4.6
Pound (£/£)	1.25	1.24	1.33	6.8
Yen (\$/¥)	147	150	150	1.9
Brent Crude Oil (\$/bbl)	89.9	86	93	3.4
London Gold (\$/troy oz)	1918	2050	2050	6.9

Zdroj: GS Global Investment Research a GS Asset Management, údaje k 31. augustu 2023. Ekonomické a trhové očakávania uvedené v tomto dokumente sú na informačné účely k dátumu tejto prezentácie. Nie je možné zaručiť, že sa očakávania naplnia. Účelom procesu riadenia rizík portfólia je monitorovanie a riadenie rizík, čo ale nezaručuje nízke riziko. Spoločnosť Goldman Sachs neposkytuje účtovnícke, daňové ani právne poradenstvo. Ďalší informácie nájdete na konci tejto prezentácie. **Minulá výkonnosť nezaručuje budúce výsledky, ktoré sa môžu líšiť.**

Hľadanie a výber

Zvýšená koncentrácia a plné ocenenie zostávajú v popredí záujmu mnohých amerických investorov do akcií s veľkou trhovou kapitalizáciou. Optimizmus spojený s revolúciou v oblasti umelej inteligencie podporil predovšetkým hŕstku veľkých firiem, ktorá celý index posunula vyššie, a tak násobne viac firiem zostáva vystavených potenciálnemu sklamaniu zo ziskov. Napriek tomu sa domnievame, že pod povrchom bežných amerických indexov existujú atraktívne príležitosti, keďže výkonnosť akcií je stále viac poháňaná dynamikou jednotlivých firiem, nie makrofaktorami.

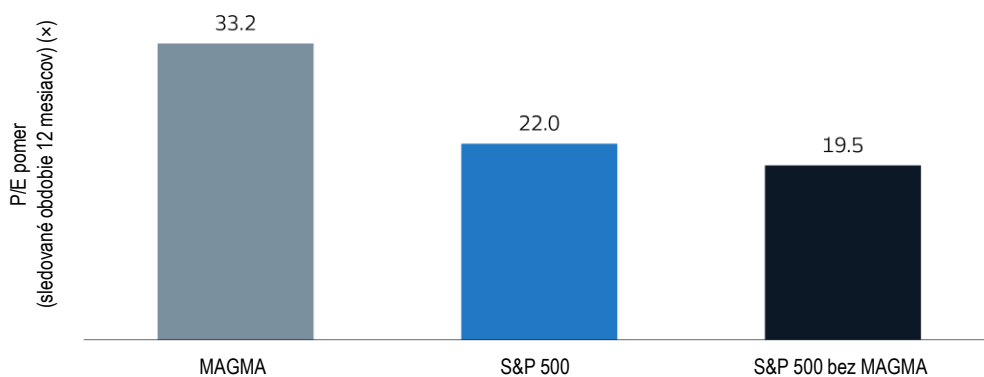
STÁLE KONCENTROVANEJŠÍ



Rast indexu S&P 500 od začiatku roka viedli technologické spoločnosti z vrcholu indexu. Konkrétne päť najväčších firiem podľa trhovej kapitalizácie (MAGMA) dosiahlo výnos 52 %, zatiaľ čo zvyšných 495 zložiek indexu len 10 %. V dôsledku tejto výkonnostnej nerovnováhy sa ťažisko indexu ďalej posunulo v prospech najväčších akcií – v súčasnosti týchto päť mien dohromady tvorí zhruba štvrtinu indexu.

Zdroj: Bloomberg and Goldman Sachs Asset Management.

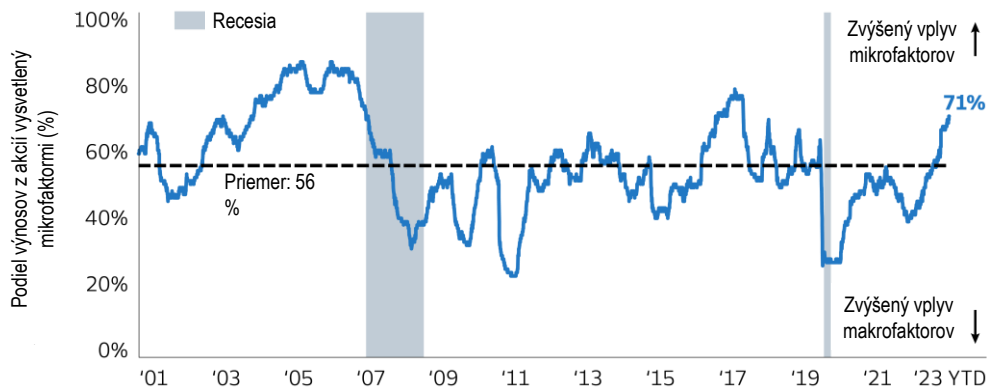
AKO SA NEZRUINOVAŤ



Spolu so stále koncentrovanejším trhom sa zvyšujú aj ceny – index S&P 500 sa v súčasnosti obchoduje za 22x P/E. Dobrou správou pre investorov hľadajúcich zľavy je, že tie najvyššie ceny sa nachádzajú len pri malom počte niekoľkých firiem. Zatiaľ čo päť najväčších mien sa obchoduje za 33,2x P/E, zvyšok trhu dosahuje len 19,5x P/E, pričom na úrovni jednotlivých akcií sú potenciálne ešte lacnejšie príležitosti.

Zdroj: Bloomberg and Goldman Sachs Asset Management.

MIKROPOHĽAD



V indexe S&P 500 sa výnosy stále viac odvíjajú od mikrofaktorov. Faktory špecifické pre danú firmu teraz vysvetľujú 71 % mediánovej výkonnosti akcií, pred rokom to bolo len 41 %. Takéto obdobia boli v minulosti úrodnou pôdou pre generovanie zdrojov nadvýnosu na úrovni jednotlivých firiem. Vzhľadom na to, že budúce výnosy indexov sa môžu riadiť už plným ocenením, veríme, že investori môžu generovať spoľahlivejšiu alfu výberom konkrétnych akcií podľa svojho investičného štýlu.

Zdroj: Goldman Sachs GIR and Goldman Sachs Asset Management.

Poznámky k prvému grafu: Zdroj: Bloomberg a Goldman Sachs Asset Management. K 25. augustu 2023. Poznámky k druhému grafu: Zdroj: Bloomberg a Goldman Sachs Asset Management. K 28. augustu 2023. Poznámky k tretiemu grafu: Zdroj: Goldman Sachs Global Investment Research a Goldman Sachs Asset Management. K 31. júlu 2023. Mikrofaktory odkazujú predovšetkým na zdroje rizika a výnosu špecifické pre danú firmu, zatiaľ čo makrofaktory sa vzťahujú na makroekonomické okolnosti, ako je beta trh, beta sektor, veľkosť a ocenenie. Akýkoľvek odkaz na konkrétnu spoločnosť alebo cenný papier nepredstavuje odporúčanie na nákup, predaj, držbu alebo priame investovanie do spoločnosti alebo jej cenných papierov. Nemalo by sa predpokladať, že investičné rozhodnutia prijaté v budúcnosti budú ziskové alebo sa budú rovnať výkonnosti cenných papierov, ktorými sa zaoberá tento dokument. **Minulá výkonnosť nezaručuje budúce výsledky, ktoré sa môžu líšiť.**

Vysvetlivky

1. Ekonomické predpovede spracovala spoločnosť Goldman Sachs Global Investment Research k 8. septembru 2023. Jadrová inflácia USA odkazuje na „Core PCE“, jadrová inflácia eurozóny na HICP bez potravín, energií, alkoholu a tabaku, jadrová inflácia UK odkazuje na UK CPI bez potravín, energií, alkoholu a tabaku, jadrová inflácia Japonska na CPI bez čerstvých potravín a jadrová inflácia Číny na CPI bez jedla a energií. „Q4“ odkazuje na priemernú hodnotu za 4. štvrtrok daného roka.
2. Ceny pre hlavné triedy aktív poskytuje Goldman Sachs Global Investment Research. Zdroj: AI a európsky trh – z 8. septembra 2023.

Riziká na zváženie

S investovaním sú spojené niektoré riziká. Minulé výnosy nie sú zárukou výnosov budúcich. Hodnota investície môže kolísat' a nie je zaručená návratnosť investovanej sumy. Upozorňujeme tiež na možné kolísanie výnosov z dôvodu výkyvov menového kurzu.

Investície do akcií podliehajú trhovému riziku, čo znamená, že hodnota cenných papierov, do ktorých investuje, môže stúpať alebo klesať v závislosti od vyhladok jednotlivých spoločností, konkrétnych odvetví a/alebo všeobecných ekonomických podmienok. Rôzne investičné štýly (napr. „rast“ a „hodnota“) majú tendenciu posúvať sa v prospech a v neprospech a niekedy môže stratégia zaostávať za inými stratégiami, ktoré investujú do podobných tried aktív. Trhová kapitalizácia spoločnosti môže tiež zahŕňať väčšie riziká (napr. spoločnosti s „malou“ alebo „strednou“ kapitalizáciou) než tie, ktoré sú spojené s väčšími, zavedenejšími spoločnosťami a okrem nižšej likvidity môže podliehať prudším alebo nevyspytateľným cenovým pohybom.

Investície do cenných papierov s pevným výnosom podliehajú rizikám spojeným s dlhovými cennými papiermi všeobecne vrátane úverového rizika, rizika likvidity, úrokovej sadzby, predčasného splácania a rizika predĺženia. Ceny dlhopisov sa menia nepriamo k zmenám úrokových sadziieb. Všeobecný rast úrokových sadziieb teda môže mať za následok pokles ceny dlhopisu. Hodnota cenných papierov s premenlivou a pohyblivou úrokovou sadzbou je všeobecne menej citlivá na zmeny úrokových sadziieb než cenné papiere s pevnou úrokovou sadzbou. Cenné papiere s premenlivou a pohyblivou úrokovou sadzbou môžu klesať na hodnotu, ak sa úrokové sadzby nepohybujú podľa očakávania. Naopak hodnota cenných papierov s premenlivou sadzbou sa všeobecne nezvyší, ak trhové úrokové sadzby klesnú. Úverové riziko je riziko, že emitent nebude meškať s platbami úrokov a istiny. Kreditné riziko je vyššie pri investovaní do dlhopisov s vysokým výnosom, známych tiež ako podradné dlhopisy. Riziko predčasného splatenia je riziko, že emitent cenného papiera môže splatiť istinu rýchlejšie, než sa pôvodne očakávalo. Riziko predĺženia je riziko, že emitent cenného papiera môže splácať istinu pomalšie, než sa pôvodne predpokladalo. Všetky investície s pevným výnosom môžu mať pri spätnom odkupe alebo splatnosti nižšiu hodnotu, než je ich pôvodná cena.

Cenné papiere s vysokým výnosom a nižším ratingom zahŕňajú väčšiu volatilitu cien a predstavujú väčšie úverové riziká než cenné papiere s vyšším ratingom s pevným výnosom.

Definície z 1. strany

Reálny HDP označuje hrubý domáciopisujú produkt očistený o infláciu.

GIR označuje Global Investment Research spoločnosti Goldman Sachs.

Fed označuje Federálny rezervný systém.

Alfa označuje rizikovo váženú návratnosť presahujúcu benchmark.

Durácia je meradlo citlivosti ceny cenného papiera na zmeny úrokových

sadziieb.

Definície z 2. strany

Úplné ocenenie je subjektívny pojem opisujúci zvýšené ocenenie v indexe S&P 500 vo vzťahu k jeho historickému vývoju.

Poznámky k prvému grafu: Graf ukazuje percentuálny podiel trhovej kapitalizácie 5 podnikov s mega vysokou kapitalizáciou (mega-cap) v indexe S&P 500 na celkovej trhnej kapitalizácii tohto indexu. „MAGMA“ je akronym označujúci týchto päť podnikov s mega vysokou kapitalizáciou (META, AMZN, GOOGL, MSFT a AAPL).

Poznámky k druhému grafu: Graf ukazuje historický pomer ceny a zisku (P/E) za 12 mesiacov spoločností META, AMZN, GOOGL, MSFT a AAPL dohromady, S&P 500 a S&P 500 bez spoločností META, AMZN, GOOGL, MSFT a AAPL. Pomer ceny a zisku (P/E) je ukazovateľ ocenenia porovnávajúci cenu cenného papiera alebo súboru cenných papierov a zisk na akciu generovaný týmto cenným papierom alebo súborom cenných papierov.

Poznámky k tretiemu grafu: Graf ukazuje podiel mediánu historického výnosu akcií S&P 500 za 6 mesiacov vysvetlený na základe mikrofaktorov. Alfa označuje návratnosť presahujúcu návratnosť benchmarku. Úplné ocenenie je subjektívny pojem opisujúci zvýšené ocenenie S&P 500 vo vzťahu k jeho historickému vývoju.

Glosár

Index MSCI AC Asia Pacific ex Japan vyjadruje zastúpenie podnikov s vysokou a stredne vysokou trhovou kapitalizáciou v 4 z 5 rozvinutých trhov a v 8 rozvíjajúcich sa trhoch v Ázijsko-tichomorskej oblasti.

Index S&P 500 je index 500 Composite Stock Prices spoločnosti Standard & Poor's

zahŕňajúci akcie 500 podnikov, t. j. neradený index cien kmeňových akcií. Hodnoty indexu nezohľadňujú prípadné zrážky za úhradu poplatkov, nákladov alebo daní. Do neradeného indexu nie je možné priamo investovať.

Index STOXX Europe 600 je odvodený z indexu STOXX Europe Total Market Index (TMI) a je podmnožinou indexu STOXX Global 1800.

Tokyo Price Index (TOPIX) je ukazovateľom cien akcií na tokijskej burze (TSE). TOPIX je index vážený na základe kapitalizácie a zahŕňa všetky podniky zaradené do „prvej sekcie“ TSE.

Index Russell 2000 meria výkonnosť segmentu s nízkou trhovou kapitalizáciou v množine akcií v Spojených štátoch amerických.

Indexy nie sú riadené. Hodnoty indexu zohľadňujú reinvestíciu celého príjmu alebo dividend, ale nezohľadňujú zrážky za úhradu prípadných poplatkov alebo nákladov, ktoré znižujú výnosy. Investori nemôžu do indexov investovať priamo.

Právne upozornenie

Toto marketingové oznámenie zverejňuje spoločnosť Goldman Sachs Asset Management B.V., Czech Branch, správcovská spoločnosť UCITS/AIF so sídlom v Holandsku. Táto marketingová komunikácia má len informačný charakter a vyjadrené pohľady a názory nepredstavujú ponuku alebo výzvu na nákup či predaj cenných papierov alebo na účasť na akejkoľvek investičnej stratégii alebo poskytovaní investičných služieb či investičného výskumu. Hoci sme obsahu tohto marketingového oznámenia venovali náležitú pozornosť, nie je možné poskytnúť záruku či vyhlásenie, výslovné alebo implicitné, v súvislosti so správnosťou alebo úplnosťou týchto informácií. Pohľady a názory sú aktuálne k dátumu tejto prezentácie a informácie uvedené v oznámení sa môžu kedykoľvek zmeniť alebo aktualizovať bez predchádzajúceho upozornenia. Zodpovednosť za toto marketingové oznámenie nemôže niesť priamo ani nepriamo spoločnosť Goldman Sachs Asset Management B.V. ani žiadna iná spoločnosť alebo útvar patriace do skupiny Goldman Sachs Group Inc., ani žiaden z jej riaditeľov alebo zamestnancov. Použitie informácií obsiahnutých v tomto marketingovom oznámení je na vaše vlastné riziko. Toto marketingové oznámenie a informácie v ňom obsiahnuté nie sú určené na distribúciu alebo použitie inou osobou v inej krajine, kde investičné fondy a služby v ňom uvedené nie sú povolené ani registrované na distribúciu, alebo v ktorých je šírenie informácií o fondoch či službách zakázané.

Tento materiál pripravila spoločnosť Goldman Sachs Asset Management a nepredstavuje finančný výskum ani produkt Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Nebol vypracovaný v súlade s príslušnými ustanoveniami zákona, ktorých cieľom je podpora nezávislosti finančnej analýzy, a nevzťahuje sa naň zákaz obchodovania po distribúcii finančného prieskumu. Vyjadrené názory a stanoviská sa môžu líšiť od názorov Goldman Sachs Global Investment Research alebo iných oddelení či divízií spoločnosti Goldman Sachs a jej pridružených spoločností. Tieto informácie nemusia byť aktuálne a Goldman Sachs Asset Management nemá povinnosť poskytovať žiadne aktualizácie alebo zmeny. Nemalo by sa na to spoliehať pri rozhodovaní o investíciách.

Uvedené držanie portfólia a/alebo alokácie sú k uvedenému dátumu a nemusia byť reprezentatívne pre budúce investície. Zobrazené držby a/alebo alokácie nemusia predstavovať všetky investície portfólia. Budúce investície môžu, ale nemusia byť ziskové.

Indexy, na ktoré sa tu odkazuje, boli vybrané, pretože sú dobre známe, ľahko rozpoznateľné investormi a odrážajú tie indexy, o ktorých sa investičný manažér domnieva, čiastočne na základe odbornej praxe, že poskytujú vhodný benchmark, podľa ktorého možno hodnotiť opísanú investíciu alebo širší trh.

Aj keď boli určité informácie získané zo zdrojov, ktoré sa považujú za spoľahlivé, nezaručujeme ich presnosť, úplnosť alebo správnosť. Spoľahli sme sa a bez nezávislého overenia predpokladali presnosť a úplnosť všetkých informácií dostupných z verejných zdrojov.

Ekonomické a trhové očakávania uvedené v tomto dokumente odrážajú rad predpokladov a úsudkov k dátumu tejto prezentácie a môžu sa bez upozornenia zmeniť. Tieto prognózy nezohľadňujú konkrétne investičné ciele, obmedzenia, daňovú a finančnú situáciu ani iné potreby konkrétneho klienta. Skutočné údaje sa budú líšiť a nemusia sa tu prejaviť. Tieto predpovede podliehajú vysokej miere neistoty, ktorá môže ovplyvniť skutočný výkon. V súlade s tým by sa tieto prognózy mali považovať len za reprezentatívne pre širokú škálu možných výsledkov. Tieto prognózy sú odhadnuté na základe predpokladov, podliehajú významnej revízii a môžu sa podstatne zmeniť v závislosti od zmeny ekonomických a trhových podmienok. Spoločnosť Goldman Sachs nemá žiadnu povinnosť poskytovať aktualizácie alebo zmeny týchto prognóz. Prípadové štúdie a príklady sú len ilustratívne.

Táto marketingová komunikácia nie je určená osobám napĺňajúcim definíciu „US Person“, ako je vymedzená v oddiele 902 nariadenia S amerického zákona o cenných papieroch z roka 1933, a nie je zamýšľaná ani sa nesmie používať na predaj investícií alebo úpis cenných papierov v krajinách, kde to príslušné orgány alebo právne predpisy zakazujú. Všetky nároky vyplývajúce z podmienok tohto vylúčenia zodpovednosti alebo v súvislosti s ním sa riadia českým právom.

© 2023 Goldman Sachs. Všetky práva vyhradené.

Dátum prvého využitia: 12. septembra 2023