

Goldman  
Sachs

Asset  
Management

Asset Management

---

# VÝHLED NA DRUHÉ POLOLETÍ ROKU 2024

## KLÍČOVÁ TÉMATA

**Makroekonomika:**  
Delší cesta k normalizaci

**Geopolitika a volby:**  
Cestovní mapy pro odolnost

**Zadní vítr a protivítr:**  
Investice do megatrendů

Tento finanční propagační materiál poskytuje společnost Goldman Sachs Asset Management B.V.

# JAK PRONIKNOUT DO SLOŽITÉ SITUACE

Když jsme vstupovali do roku 2024, upozorňovali jsme na nově vznikající ekonomickou realitu, mimo jiné vyšší a dlouhodobější úrokové sazby, zvýšené geopolitické riziko a megatrendy, které rapidně mění jednotlivá průmyslová odvětví. Vstupujeme do druhé poloviny roku a tyto skutečnosti se skutečně projevují. Na makroúrovni přetrvávající inflace znamená, že centrální banky přistupují ke snižování sazeb pomalejším tempem, než se předpokládalo před půl rokem. Podle našeho názoru vývoj očekávání ohledně přesného načasování a tempa politických změn podtrhuje potřebu dynamického investičního přístupu v nadcházejících měsících. Dochází k úpravám makroekonomického cyklu, svět však zůstává v éře hlubokých geopolitických změn. Hlavními riziky jsou i nadále eskalace konfliktů na Blízkém východě a na Ukrajině. Volatilitu trhů zvyšují i předvolební kampaně a výsledky klíčových politických voleb na různých místech světa. Tyto nejistoty se projevují v době, kdy se sekulární megatrendy – od umělé inteligence po udržitelnost – zrychlují a kdy přetvářejí ekonomiky a průmyslová odvětví. Pochopení nuancí těchto sil a toho, jak jsou vzájemně propojeny, může společně s investorem umožnit potenciální využití příležitostí, které vytvářejí. Shrnutí jsme proto názory našich investičních týmů, abychom umožnili proniknout do některých z těchto složitostí a pomohli vám bez problémů projít zbytkem roku 2024.

## HLAVNÍ ZÁVĚRY



### Makroekonomika: Delší cesta k normalizaci

Značný, ale stále ještě nikoliv úplný pokrok v dezinflaci prodlužuje cestu k normalizaci úrokových sazeb. Jsme přesvědčeni, že tyto podmínky vyžadují aktivní a dynamické investiční strategie. Oblasti potenciálních příležitostí zahrnují základní pevný výnos, akciové expozice i mimo největší společnosti s vysokou kapitalizací a strategie na soukromém trhu zaměřené na podporu tvorby hodnoty v portfoliových společnostech.



### Geopolitika a volby: Cestovní mapy pro odolnost

Vyvážené alokace a zajišťovací strategie mohou potenciálně zvyšovat odolnost portfolií v geopoliticky nestabilní době a v nejistotě související s volbami. Volatilitu trhu mohou investoři pomoci zvládnout hedgeové fondy a likvidní alternativy. Dlouhodobé investiční příležitosti představuje větší důraz na dodavatelský řetězec, zdroje a národní bezpečnost.



### Zadní vítr a protivítr: Investice do megatrendů

I nadále se zaměřujeme na hlavní strukturální síly: dekarbonizaci, digitalizaci, deglobalizaci, destabilizaci geopolitiky a demografické stárnutí. Tyto trendy přesahují ekonomické a volební cykly a tam, kde se vzájemně protínají, vznikají nové příležitosti i rizika.

# ↑ MAKROEKONOMIE: DELŠÍ CESTA K NORMALIZACI

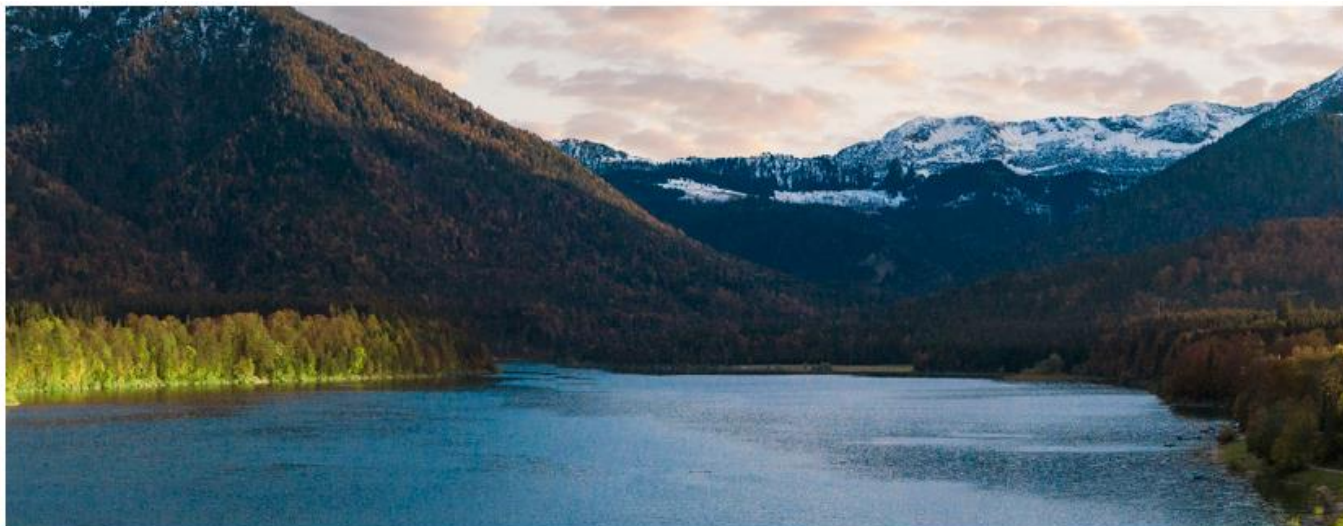
Po pandemii zvyšovaly hlavní centrální banky úrokové sazby nejrychlejším tempem za poslední desetiletí. Je pravděpodobné, že cesta k normalizaci bude dlouhá. Největší ekonomiky již sice mají mimořádnou situaci v oblasti inflace za sebou, ukazuje se však, že inflace nadále přetrvává v důsledku zvláštností souvisejících s pandemií nebo efektu dohánění v kategoriích, v nichž se ceny přizpůsobují postupně. Výsledkem je skutečnost, že centrální banky přistupují ke snižování sazeb pomalejším tempem, než se očekávalo na začátku roku 2024.

V USA se politici a investoři potýkají se složitostí takzvané poslední míle. Odolnost ekonomiky, ziskovosti firem i trhu práce se v průběhu prvního čtvrtletí sešla s překvapivě pozitivním vývojem inflace. Inflace se podle údajů z dubna a května pohybovala správným směrem, avšak stále nestačila plně vyvážit silnou inflaci z počátku roku a solidní řadu výsledků v oblasti zaměstnanosti.<sup>1</sup> Celkově očekáváme, že navzdory ne příliš hladkému prvnímu pololetí bude dezinflace v USA pokračovat, a ještě do konce roku dojde ke snížení sazeb. Přesné načasování však zůstává nejisté vzhledem k tomu, že ekonomické údaje musí znovu potvrdit důvěru v obnovení rovnováhy na trhu práce a v cestu dezinflace. Kromě toho by americké volby – a potenciální fiskální změny – mohly indikovat, že americké sazby budou vyšší ještě déle.

Evropská centrální banka (ECB) – která v minulosti přistupovala k cyklu snižování sazeb až po Fedu – snížila sazby v červnu.<sup>2</sup> Motivoval ji dostatečný pokrok v oblasti inflace, jehož bylo dosaženo od posledního zvýšení sazeb v září 2023. Očekáváme, že v následujících čtvrtletích bude snižování sazeb postupné. Nadále sledujeme vývoj mezd a inflace ve službách i případné zpřísňování finančních podmínek způsobené politickou nejistotou, které může představovat riziko pro růst a měnit tempo a rozsah cyklu snižování sazeb ECB. Ve Velké Británii silná inflace z poslední doby vedla k odložení prvního snížení sazeb Bank of England (BoE) v tomto cyklu. Možné letní snižování závisí na signálech od ukazatelů přetrvávající inflace, jako je růst mezd a cen služeb.

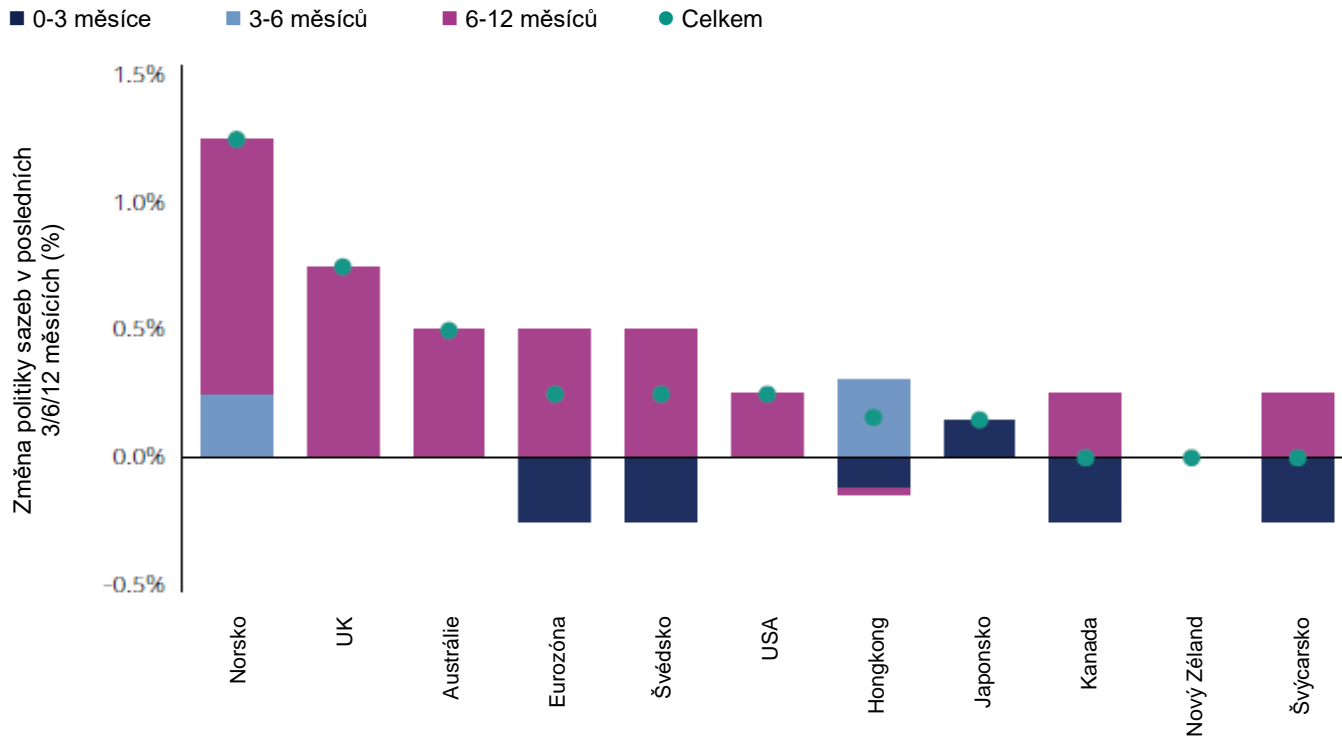
V Japonsku očekáváme další, i když omezené zvyšování sazeb, neboť Bank of Japan (BoJ) pokračuje v postupné normalizaci sazeb, když dlouhodobější inflační očekávání nadále rostou na udržitelnější úrovni.

Již téměř rok probíhají cykly snižování cen na rozvíjejících se trzích (EM). Dezinflace na EM, která umožnila přistoupit k uvolňování měnové politiky dříve, zůstala v podstatě nedotčena. Země v Asii, střední a východní Evropě a Latinské Americe dosáhly značného pokroku při ochlazení inflace, i když existují i významné výjimky, mimo jiné Argentina a Turecko. V poslední době se cykly snižování sazeb v EM staly zranitelnými vůči měnícím se očekáváním ohledně sazeb v USA a vůči obavám týkajícím se důvěryhodnosti v tvorbě politiky (např. Brazílie) a náladám souvisejícím s volbami (např. Mexiko). V důsledku toho se očekávání trhu ohledně rychlosti a rozsahu uvolňování politiky v EM snížila ve srovnání s obdobím před několika měsíci. V některých případech trh nyní počítá se zvyšováním sazeb. Čínská ekonomika se i nadále odlišuje a očekává se, že tvůrci měnové politiky udrží tendenci k uvolňování spolu s tím, jak dochází k oživení ekonomiky a trhu s nemovitostmi.

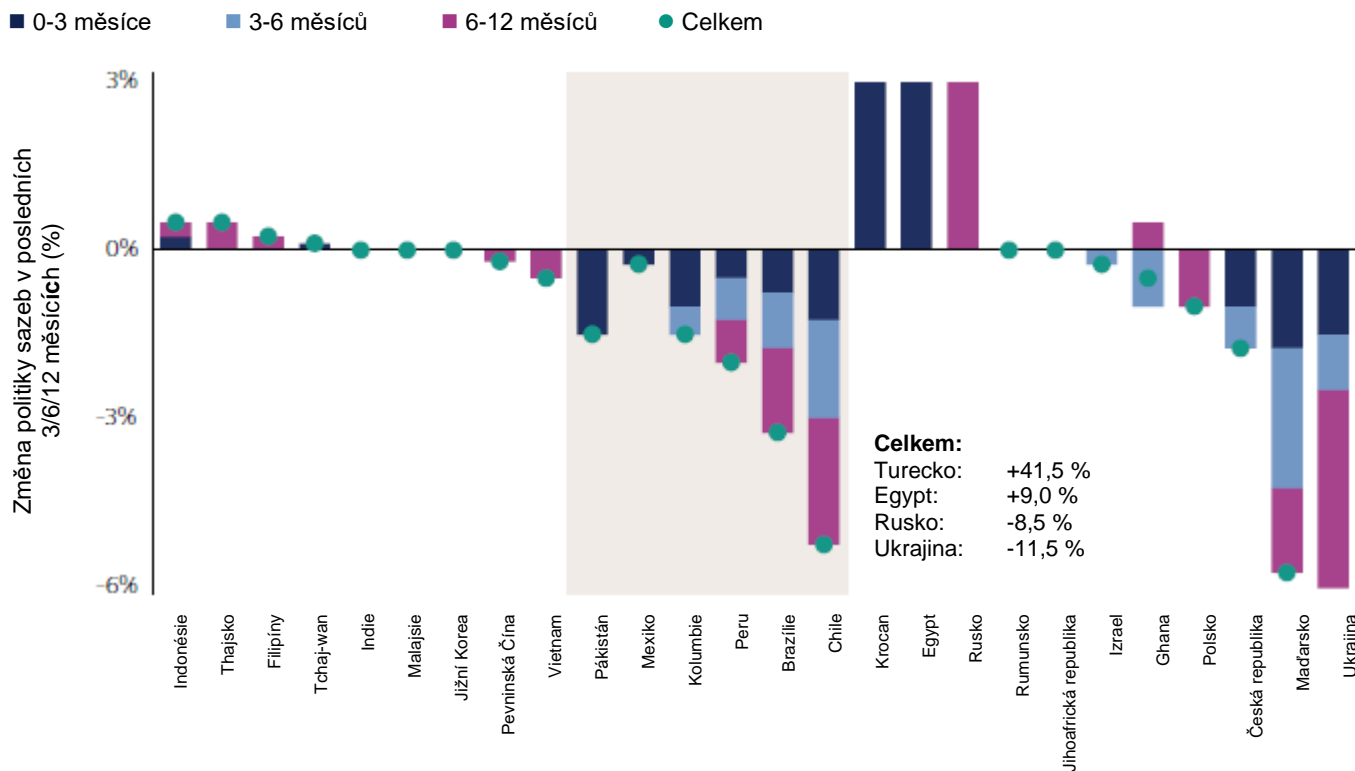


## Většina globálních centrálních bank ukončila cyklus zvyšování sazeb a některé začaly sazby snižovat

### Rozvinuté trhy



### Rozvíjející se trhy



Zdroj: Goldman Sachs Global Investment Research. Údaje ke 14. červnu 2024.

## Investiční úvahy

### Zaměřte se na pevný výnos

V prostředí stabilního růstu, zpomalující se inflace a obecně silných podnikových fundamentů vidíme příležitosti k vytvoření bohatě diverzifikovaných portfolií s pevným výnosem, která budou mít potenciál dosáhnout atraktivních úrovní výnosů. Domníváme se však, že prostředí bude i nadále rozhodující aktivní výběr cenných papírů. Jsme stále ostražití vůči negativním překvapením v ekonomické aktivitě a nepříznivým vlivům na podnikové investice v důsledku nejistoty související s volbami. Naše pozice takticky upravujeme v reakci na příležitosti, k jejichž rozvoji přispívá trh. Nejistota podtrhuje defenzivní roli státních dluhopisů a měn vnímaných jako bezpečné, například amerického dolaru. Jinde vidíme hodnotu v atraktivních výnosech, které nabízejí spreadové sektory, například podnikové a sekuritizované úvěry.

Domníváme se, že na trzích státních dluhopisů bude nezbytné nastavit dynamickou strategii řízení durace, a to vzhledem k odlišnému načasování, tempu i směru politiky jednotlivých centrálních bank. V USA můžeme očekávat strmější forwardovou výnosovou křivku státních dluhopisů. Tato expozice může chránit před rizikem poklesu růstu a umožnit investorům, aby využili počínajícího snižování sazeb Fedu nebo růstu termínové prémie, k němuž dochází díky stabilní nabídce amerických státních dluhopisů. Naše pozice k evropským sazbám je v zásadě neutrální. Zatímco ECB vykazuje tendenci k uvolňování a politické nejistoty by mohly vést ke zpomalení růstu, jsme ostražití i vůči silné inflaci v oblasti služeb. Dáváme přednost britským sazbám vzhledem k tomu, že pokud nedojde k výrazným překvapením v podobě proinflačních údajů, chystá se BoE uvolnit politiku. Naopak v případě Japonska si uvědomujeme, že další posilování mezd a jestřábí tendence BoJ zvyšují pravděpodobnost dalšího zpřísnění. V oblasti státních úvěrů v EM mají investoři potenciální příležitost získat atraktivní carry a k identifikovat dluhopisy s potenciálem celkového výnosu vzhledem k možnému zvýšení ratingu na investiční stupeň. I když jsme celkovou expozici vůči místním dluhopisům EM snížili, zaměřujeme se na trhy jako Chile, Česká republika a Maďarsko, které se zdají být připraveny na další uvolňování měnové politiky, a nadále sledujeme faktory specifické pro jednotlivé země vzhledem k postupující divergenci ve směru politiky jednotlivých centrálních bank.

Ačkoliv se úvěrová situace celkově jeví jako stabilní, je patrný rozptyl mezi jednotlivými sektory a regiony. Například u emitentů s ratingem A s vyšší úrovní zadlužení došlo k výraznějšímu poklesu ukazatelů úrokového krytí ve srovnání s emitenty s ratingem BBB a nižší zadlužeností. Napříč úvěry dáváme přednost emitentům v sektorech, které mají potenciál prokázat odolnost v průběhu celého hospodářského cyklu.

Dluhopisy emitované bankami jsou podle našeho názoru atraktivní díky spreadové prémii, ačkoliv jejich výsledky z nedávné doby jejich atraktivitu pro ocenění snižují. Potenciální příležitosti představují také sektory, které se přizpůsobují dekarbonizaci a digitalizaci, například telekomunikační společnosti, které nabízejí širokopásmové a 5G služby, nebo technologické firmy zaměřené na kybernetickou bezpečnost a ochranu dat. Stále se domníváme, že trh podnikových dluhopisů v EM nabízí atraktivní kombinaci výnosů, diverzifikace pro stávající expozice vůči podnikům nebo EM a odolnosti vůči makroekonomickým výzvám. Naše analýza naznačuje, že základy podnikových dluhopisů v EM jsou i nadále pevné a že čistá finanční páka se blíží desetiletému minimu. Trendy v úvěrovém ratingu jsou pozitivní a předpokládá se, že v roce 2024 dojde k obratu v trendu posledních tří let a nastane pokles nesplacených úvěrů. Nadále příznivé je vzhledem k omezené nové nabídce i technické prostředí. Zastáváme také pozitivní pohled na sekuritizované úvěry, včetně cenných papírů krytých komerčními hypotékami (CMBS) a zajištěných úvěrových závazků (CLO). Domníváme se, že ve druhé polovině roku existuje potenciál pro další zúžení spreadů, který bude podpořen silnými fundamenty, zejména u cenných papírů na vrcholu kapitálové struktury. Důležité je, že nejnovější ekonomické údaje nadále podporují scénář „měkkého přistání“, který je příznivý pro udržení peněžních toků z podkladových úvěrů.

### Rozšiřte si obzory v oblasti akcií

Na veřejných akciových trzích inflační tlaky a vyšší úrokové sazby umožnily, aby nejsilnější obchodní modely za posledních několik čtvrtletí prokázaly odolnost marží. Výsledkové sezóny v USA byly v prvním čtvrtletí obecně lepší, než se očekávalo na základě naší analýzy.<sup>3</sup> Většinu růstu zisků indexu S&P 500 i nadále táhne „Velká sedma“, ačkoliv v rámci skupiny narostl rozptyl ve výkonnosti. Druhá polovina roku 2024 může investorům přinést příležitost rozšířit své akciové obzory i mimo největší jména. Jsme svědky toho, jak se objevuje nová vrstva firem, které těží z výhod AI a které mají zároveň podporu fundamentů a doplňují „Velkou sedmu“. Jde mimo jiné o firmy, které podporují AI a využívají přitom sílu dat. Pečlivé zkoumání strategií v oblasti AI, návratnosti investic a ziskovosti se pravděpodobně zvýší spolu s tím, jak porostou výdaje firem na AI. To podtrhuje nutnost pečlivého výběru cenných papírů a aktivního řízení.

Domníváme se, že po několika letech slabší výkonnosti jsou v porovnání s velkými společnostmi jsou malé americké firmy připraveny na oživení.

# MAKROEKONOMIKA: DELŠÍ CESTA K NORMALIZACI

## Investiční úvahy

Náš názor vychází z atraktivního absolutního a relativního ocenění, zlepšujícího se makroekonomického výhledu USA a předpokladu snížení úrokových sazeb v USA do konce roku. Cykly uvolňování americké politiky v minulosti pro tuto třídu představovaly zadní vítr.<sup>4</sup> Díky vyššímu podílu pohyblivého dluhu a vyššímu dluhovému zatížení mohou menší společnosti zaznamenat mnohem rychlejší a silnější dopad očekávaného snížení sazeb v druhé polovině roku 2024 na horní linii. Akcie s nízkou tržní kapitalizací rovněž nabízejí diverzifikaci směrem od rizika koncentrace v rámci indexu S&P 500.

Pokud jde o oblasti mimo USA, domníváme se, že zlepšující se mix růstu a inflace v Evropě v kombinaci s lepší dynamikou podnikových zisků a mírným oceněním bude pro evropské akcie slibný. V Evropě došlo ke snížení sazeb dříve než v USA, což by podle našeho názoru mělo v kombinaci s mírnějším růstem mezd a inflace vést ke zlepšení marží společností, a to včetně evropských společností s nízkou tržní kapitalizací, které byly citlivější na vyšší úrokové sazby. V Japonsku očekáváme, že silná výkonnost akciového trhu bude i nadále důsledkem strukturálních změn; zejména posunem k inflačnímu prostředí po desetiletích deflace. Pokračující reformy ve firmách vedou k tomu, že japonské společnosti aktivněji zveřejňují své plány pro dosažení kapitálové efektivity.<sup>5</sup>

### Rozvíjející se příležitosti na soukromém trhu

Nadále dochází k rozvoji příležitostí na soukromém trhu a investoři mají mnoho možností, jak zvýšit výnosy upravené o rizika a přidat k tradičním investičním expozicím i diverzifikaci. Pokud jde o soukromý kapitál, vyšší kapitálové náklady změnily počty pro vyjednávání transakcí. Jsme přesvědčeni, že hlavními faktory určujícími úspěch se v tomto novém režimu stanou páky pro tvorby provozní hodnoty. Obezřetnost při využívání kapitálu – jak na nové investice, tak na podporu stávajících firem – by se také měla stát ještě kritičtější faktorem určujícím výsledky investic. Vzhledem k tomu, že komanditisté (LP) hledají likviditu ze stávajících podílů, a v některých případech je to jejich podmínka pro přijímání nových závazků, mohou komplementáři (GP) stále častěji využívat kontinuální nástroje a strukturovaná řešení, která jim pomohou zajistit likviditu v rámci navyšování hodnoty. Příležitost nadále představují i sekundární podíly, protože jak LP tak GP hledají takovou strukturu transakcí a fondů, která jim zajistí jak likviditu, tak možnost prodloužení doby držení.

Rozšiřují se i soukromé úvěry, které dlužníci nadále oceňují jako flexibilní a včasné řešení pro financování kapitálových potřeb.

Ačkoliv výnosy z přednostních zajištěných úvěrů jsou ve srovnání s posledními roky stále atraktivní, konkurenční tlak na umístění kapitálu vedl v roce 2024 ke zužování spreadů. Aby je kompenzovali, snaží se někteří věřitelé refinancovat své stávající balíčky za atraktivnějších podmínek a prodloužit tak jejich duraci (tj. obětují současný výnos za vyšší násobek investovaného kapitálu). Může se vyvíjet i struktura soukromých úvěrových obchodů. Firmy se například mohou snažit dále snižovat své úrokové náklady tím, že využijí kapitálové nástroje jako kompenzaci za nižší spread. Domníváme se, že nejlépe jsou na tom ty firmy, které mají možnosti a flexibilitu půjčovat v rámci celé kapitálové struktury a zároveň dlouhý seznam stávajících dlužníků. Nový zdroj konkurence představují pololiquidní nástroje, přičemž tlak na relativně rychlé umístění nového kapitálu může přispívat ke zužování spreadu. Celkově sice neočekáváme rozsáhlé potíže, ale přetrvávající vyšší sazby budou v nadcházejících čtvrtletích pravděpodobně představovat zkoušku pro některé společnosti plně využívající dluhový kapitál a některé obchodní modely. Podle našeho názoru by o konečných výsledcích měly více rozhodovat úpisy, disciplína ve strukturalizaci, robustní zdroje a zkušenosti.

Uzavírání infrastrukturních obchodů se v posledních čtvrtletích značně zpomalilo, protože vyšší sazby stále působily nepříznivě. Ale však i silná místa. Kapitál nadále přitahuje projekty související s energetickou transformací. Populární zůstávají také digitální aktiva, kde investoři vidí zajímavé příležitosti k rozvoji platform, protože poptávka roste a regulační rámce se vyvíjejí. V oblasti nemovitostí se někteří investoři drží zpátky v důsledku rozdílných názorů na načasování a rozsah snižování sazeb v USA. Výhled ovlivňují přetrvávající rizika v USA – mimo jiné nadcházející volby, nejistoty v regulační oblasti a rostoucí náklady na pojištění. Mnozí investoři se stále zaměřují na aktiva nejvyšší kvality, avšak mírný nárůst zaznamenaly i prodeje problémových nemovitostí, protože nadále klesá jejich ocenění. Očekáváme, že globální poptávku po nemovitostech budou v následujících letech určovat demografie, technologie a snaha o udržitelnost a že ekonomické výkyvy a výkyvy na kapitálovém trhu časem povedou k vytvoření nových příležitostí.

## MAKROEKONOMIKA: DELŠÍ CESTA K NORMALIZACI

### Tři klíčové otázky:

1

Představuje posun k vyšším úrokovým sazbám problém pro emitenty dluhopisů?

**Náš názor:** Brzy to bude rok, co sazby Fedu dosáhly vrcholu, a naše analýza naznačuje, že základní finanční zdraví průměrné americké společnosti investičního stupně zůstává silné. Ukazatele úrokového krytí se i přes klesající trend stále pohybují blízko historických průměrů nebo těsně pod nimi. Udržitelný růst ekonomiky a zisků může odolným společnostem umožnit přizpůsobit se prostředí vyšších sazeb.

Vyšší sazby mohou také podpořit konzervativnější přístup firem k řízení kapitálu, což by mohlo posílit úvěrové ukazatele. Zdá se sice, že přechod na vyšší úrokové sazby je všeobecně zvládnutelný, pro některé firmy však představuje výzvu. Domníváme se, že orientace v novém prostředí vyšších sazeb a strukturálních změn vyžaduje aktivní a fundamentální přístup k výběru dluhopisů.

2

Mohou společnosti s nízkou kapitalizací konečně dosáhnout lepších výsledků?

**Náš názor:** Domníváme se, že akcie firem s nízkou tržní kapitalizací mohou na pozadí zlepšující se ekonomické situace a nižších sazeb na vyspělých trzích vystřelit nahoru. Americké akcie firem s nízkou tržní kapitalizací v minulosti generovaly po rozptýlení extrémní koncentrace vysoce kapitalizovaných firem, ale také v letech voleb v USA silné výnosy.<sup>6</sup>

Podle našeho názoru je nejlepším způsobem, jak získat přístup k této třídě aktiv, diferencovaný přístup s vysokým aktivním podílem, který umožní využít nadstandardních příležitostí k výnosům, a selektivní přístup s využitím disciplinovaného fundamentálního přístupu, který umožní vyhnout se společností, které negenerují zisky.

3

Co je u soukromého kapitálu „normální“?

**Náš názor:** Někteří soukromí investoři se ptají, jak bude v budoucnu vypadat „normální“ prostředí. Zatímco prudké tempo aktivity v letech 2021/22 bylo pravděpodobně anomálií, kterou podpořily historicky nízké sazby a snadný přístup ke kapitálu, dlouhodobý návrat k trendům z doby před pandemií nemusí být do budoucna tou nejpravděpodobnější cestou.

Osvědčené struktury v kombinaci s nárůstem kontinuačních nástrojů, umožňují držet aktiva po delší dobu. Tento vývoj naznačuje, že velikost, rozsah a povaha obchodů se bude pravděpodobně i nadále vyvíjet a bude se vzpírat pokusům definovat „normál“.

# GEOPOLITIKA A VOLBY: CESTOVNÍ MAPY PRO ODOLNOST

V dobách geopolitické nestability se investoři vždy uchýlovali k nezákladnějším aktivům: komoditám, které v minulosti vykazovaly schopnost zajistit proti geopolitickým a finančním šokům. V roce 2024 zatím roste hodnota ropy jako zajištění proti geopolitickému narušování dodávek. Cena zlata dosáhla v květnu rekordní hodnoty, a to díky nákupům centrálních bank rozvíjejících se trhů, které se od ruské invaze na Ukrajinu ztrojnásobily.<sup>7</sup> Domníváme se, že kromě expozičních v oblasti komodit zvýšené geopolitické riziko a potenciál eskalace konfliktu podtrhuje význam proaktivního přístupu a přípravy celých portfolií na neočekávané události. Jako první obranná linie může fungovat vyvážená alokace s různorodým souborem faktorů ovlivňujících výnos napříč třídami aktiv. Začlenění zajišťovacích strategií spolu s dlouhodobými rozhodnutími o budování portfolia může také pomoci využívat příležitostí a potenciálně snížit citlivost vůči šokům z velkých událostí.

Politika je i nadále v centru pozornosti. V první polovině roku 2024 byly EM zvláště aktivní. Již třetí vítězství Demokratické pokrokové strany po sobě na Tchaj-wanu naznačuje, že politické změny budou nejspíše omezené, ale napětí mezi státem a Čínou na druhé straně průlivu pravděpodobně bude i nadále zvýšené. Zdrojem volatility na trzích byly výsledky voleb v Indii, Mexiku a v Jihoafrické republice. V Indii, kde se konaly největší volby na světě, si premiér Módí zajistil třetí funkční období. Módího strana Bhartiya Janata Party (BJP) však nezískala většinu a při sestavování vlády se musela spolehnout na alianční partnery. Očekáváme, že bude přetrvávat makroekonomická síla Indie, a nepředpokládáme ani zvrat klíčových strukturálních reforem, jichž jsme byli svědky v posledním desetiletí.

V prezidentských volbách s velkým náskokem zvítězila kandidátka mexické vládní strany Claudia Sheinbaumová a překonala předvolební odhady. Mexická aktiva, včetně mexického pesu, zareagovala negativně, protože velká většina koalice Morena by mohla umožnit provést ústavní změny bez podpory opozice. V Jihoafrické republice budou v následujících měsících pravděpodobně pozorně sledovány důsledky přechodu ke koaliční vládě vzhledem k překvapivě slabým výsledkům Afrického národního kongresu (ANC).

V zemích s vyspělými trhy jsou na prahu druhé poloviny roku 2024 v centru pozornosti volby. Ve Velké Británii si 4. července labouristé zajistili výraznou většinu. Programové prohlášení labouristů předpokládá poměrně omezené změny fiskální politiky.<sup>8</sup> Očekává se, že nová vláda v následujících týdnech a měsících představí další podrobnosti svého politického programu – včetně výdajů a zdanění. Očekáváme, že investoři se budou nadále soustředit na pokrok v oblasti dezinflace a na možnost snížení sazeb ze strany BoE. Ve Francii volby začátkem července vyústily v parlament bez většiny, když největší počet křesel nečekaně získala levicová koalice. Politická nejistota a potenciál volatility francouzských aktiv zůstávají pro nejbližší období zvýšené. Proces sestavování vlády by se mohl protáhnout až do léta. Volby v USA se konají v listopadu a my sledujeme dopad politiky – včetně fiskální a obchodní – na regiony, jednotlivá odvětví a firmy.

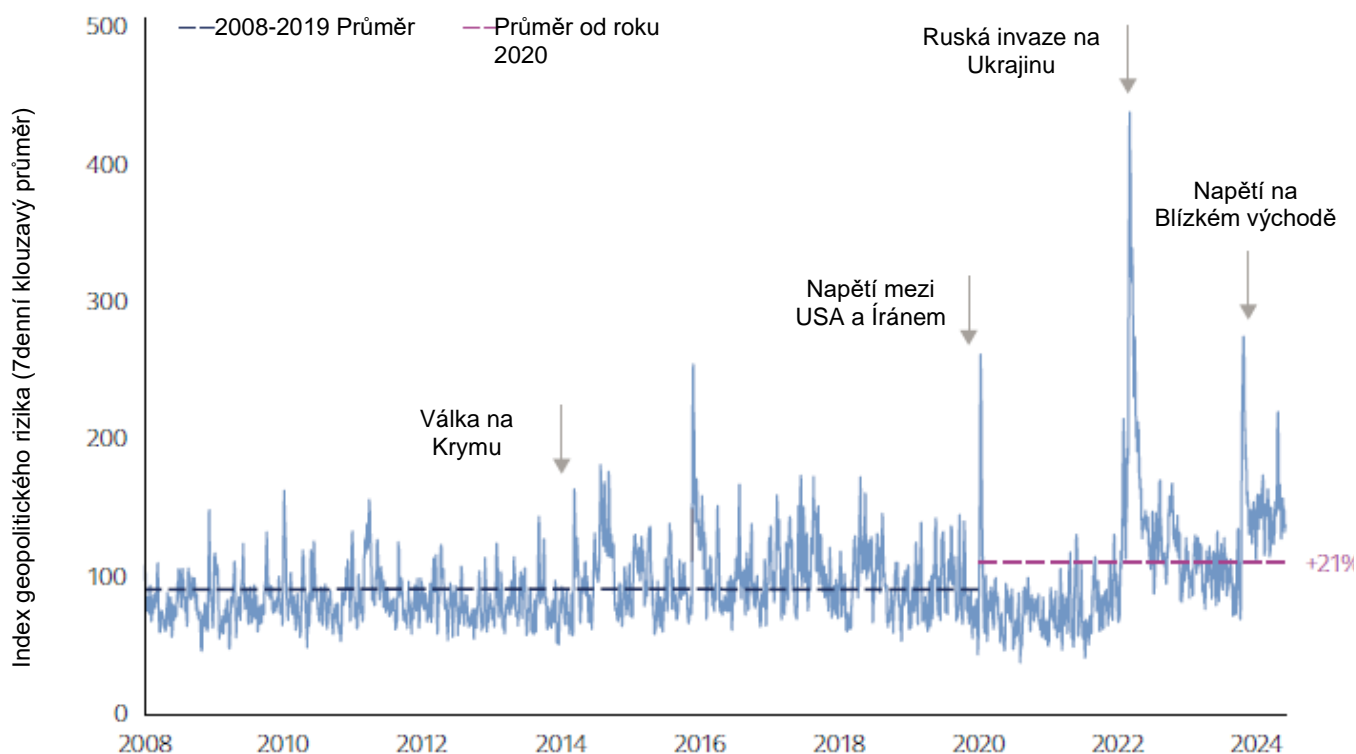




Pokud jde o fiskální oblast, bývalý prezident Trump nastoupil v roce 2017 do úřadu s menším, ale rostoucím strukturálním deficitem, který umožnil snížení daní. Prezident Biden nastoupil do úřadu před čtyřmi lety s velkým deficitem, ale zároveň s nízkými úrokovými sazbami a v politickém prostředí, které podporovalo další fiskální opatření. Žádná z těchto podmínek již neexistuje. To nevylučuje možnost, že vítěz voleb bude v příštím roce zastávat politiku, která deficit ještě zvýší. S blížícími se volbami v USA se také pravděpodobně budou zvyšovat rizika spojená se změnami v obchodní a mezinárodní politice země. Výsledky budou mít různý dopad na růst a výkonnost trhů s aktivy v dalších zemích včetně Evropy a Číny. Očekáváme, že se účastníci trhu zaměří na možnost, že se zvýšená cla stanou politikou, a na rizika, která tato cla vytvářejí pro růst a ziskovost.

Celkově se domníváme, že je důležité, aby se investoři vyhýbali snaze o časování trhů nebo přijímání rozhodnutí výsledcích binární politiky.

### Geopolitická rizika zůstávají vysoká i v supervolebním roce



Zdroj: Goldman Sachs Asset Management, Caldara, Dario a Matteo Iacoviello. Údaje k 8. dubnu 2024. Údaje byly staženy z <https://www.matteoiacoviello.com/gpr.html>. Denní údaje. Pouze pro ilustrační účely. Minulé výsledky nejsou předpokladem budoucích výnosů a nezaručují budoucí výsledky, které mohou být odlišné.

## Investiční úvahy

### Hedgeové fondy a likvidní aktiva

Hedgeové fondy v posledních měsících využívají pokračujícího rozptylu trhu napříč třídami aktiv, sektory a regiony. Spolu s tím, jak stále více směřujeme do světa, v němž sazby zůstávají zvýšené a potenciálně hrozí náhlé vzplanutí tržní volatility a geopolitických otřesů, poskytuje tržní prostředí hedgeovým fondům silný soubor příležitostí k dosažení alfa. Identifikace makro dislokací, relativních hodnotových rozdílů mezi cennými papíry nebo příležitostí vyvolaných událostmi, kdy dochází k oživení aktivit na kapitálových trzích, může umožnit využít růstu a snížit riziko poklesu. Zatímco někteří investoři se mohou zaměřit na získání expozice vůči tomuto souboru příležitostí a na dosažení diverzifikace prostřednictvím soukromých trhů, likvidní alternativy umožňují dosahovat těchto cílů prostřednictvím veřejných trhů. Likvidní alternativy se neomezuji pouze na investice do akcií. Mohou to být strategie napříč aktivy realizované prostřednictvím dlouhých/krátkých expozic, které se opírají o deriváty. Dáváme přednost systematickému přístupu k investování do likvidních alternativ se zaměřením na investice, které jsou nákladově efektivní a mohou poskytovat vysoký stupeň transparentnosti a denní likvidity. Tento přístup může být doplňkem alokací akcií a papírů s pevným výnosem a umožňovat větší diverzifikaci portfolia.

### Příležitosti na rozvíjejících se trzích

Nejistá geopolitická situace v tomto politicky aktivním roce přináší investorům na rozvíjejících se trzích další příležitosti i komplikace. Některé země se na prahu druhé poloviny roku 2024 i nadále těší výhodné makroekonomické a geopolitické pozici. Indie vyniká makroekonomickou stabilitou a reformami, které jdou napříč odvětvími, a také tím, že benefituje z globální reorganizace dodavatelského řetězce – zadního větru, který může vyvážit obavy investorů z vysokého ocenění na akciových trzích. Navzdory potenciální nejistotě pokud jde o obchod, která plyne z voleb v USA, má Latinská Amerika významnou dlouhodobou příležitost těžit z dynamiky near-shoringu. Brazílie a Mexiko mají potenciál být těmi, kdo budou těžit z těchto výhod, a to vzhledem k profilu s relativně mladou populací a velkému množství přírodních zdrojů a klíčových nerostných surovin, které podporují přechod na nízkouhlíkovou ekonomiku. Na Blízkém východě se rozvíje stále nové příležitosti vzhledem k tomu, že kapitálové trhy s akciemi a dluhovým kapitálem začínají být vyspělé a že pokračuje ekonomická diverzifikace prostřednictvím investic do státních investičních fondů.

Vidíme širokou škálu potenciálních příležitostí, které mohou nabízet diverzifikaci alokací na rozvinuté trhy. Jsme přesvědčeni, že na akciovém trhu bude naprosto klíčové postupovat vysoce selektivně a zaměřovat se na firmy s domácí orientací, které jsou v kontaktu s dlouhodobými sekulárními růstovými tématy, jež mohou dobře fungovat po celý tržní cyklus nezávisle na událostech na trhu.

Trh korporátních dluhopisů v EM je také rozmanitý a podle našeho názoru jde o podceňovanou oblast pevného výnosu s atraktivními výnosy a expozicí vůči sekulárním megatrendům. Firemní dluhopisy soukromého sektoru mají tendenci vykazovat nižší citlivost na politické události, což je činí potenciálně atraktivními v aktivním volebním cyklu. Odolnost vybraných podniků v EM vůči makroekonomické volatilitě zvyšuje i silná globální poptávka po produktech a výnosech v amerických dolarech. Celkově se domníváme, že investoři musí být při investování na rozvíjejících se trzích pohotoví a likvidní a že jim při řízení rizik mohou pomoci zkušenosti s investováním v průběhu více hospodářských a volebních cyklů. Kreativní přístupy k tvorbě portfolia, jako jsou alokace akcií jednotlivých zemí nebo strategie vyčlenění expozice vůči Číně, mohou rovněž přinášet nové příležitosti a pomoci řídit riziko.

### Bezpečnost: dodavatelské řetězce, zdroje a obrana

Domníváme se, že téma bezpečnosti nabralo nezvratný směr, kdy se vlády a společnosti zaměřují na zajištění dlouhodobé bezpečnosti dodavatelských řetězců, zdrojů a národní bezpečnosti. Vzhledem k pokroku v oblasti umělé inteligence se pokusy velkých ekonomik o posílení technologických dodavatelských řetězců pravděpodobně setkají s podporou z obou stran bez ohledu na výsledky voleb. Vyspělé trhy urychlují přechod na čistou energii s cílem zvýšit svou energetickou nezávislost a snížit závislost na fosilních palivech. Války na Ukrajině a Blízkém východě stále zdůrazňují význam národní bezpečnosti. Očekáváme proto, že v nadcházejících letech bude spíše než domácí politika hlavním tahounem výdajů na obranu geopolitika. Z pohledu investora jsme přesvědčeni, že práce s tímto sekulárním dlouhodobým trendem musí být komplexní. Investice napříč všemi třemi výše uvedenými bezpečnostními tématy nabízí rozsáhlé příležitosti pro hledání nápadů na akciové tituly a možnost sestavit diverzifikované portfolio s vyváženou expozicí napříč sektory.

# GEOPOLITIKA A VOLBY: CESTOVNÍ MAPY PRO ODOLNOST

## Tři klíčové otázky

1

Jsou investiční teze podmíněny pokračováním stávajících politik?

**Náš názor:** Přestože obezřetné investice nikdy nezávisí na jediném faktoru, mnoho investorů zvažuje, jak může případné zrušení, doplnění nebo změny politických strategií změnit předpoklady pro upisování.

Toto může být potenciálně snazší v USA, kde mnohé z politik týkajících se dodavatelských řetězců a energetických zdrojů vycházejí zdola a zaměřují se na konkrétní trhy, na rozdíl od Evropy, kde mohou předpisy vytvářené shora zásadně změnit prostředí.

2

Co mohou volby v USA znamenat pro zákon o snížení inflace?

**Náš názor:** Volby v USA vyvolávají určitou nejistotu v oblasti udržitelných investic. Projekty financované na základě zákona o snižování inflace (IRA), který je typický pro americkou politiku v oblasti klimatu, mohou získat větší podporu v případě vítězství demokratů, anebo jinou míru podpory v případě republikánské vlády. Zdá se nepravděpodobné, že by došlo k plošnému zrušení, a to bez ohledu na to, kdo bude u moci.

Navzdory možným změnám ve směřování politiky po volbách v USA nadále očekáváme silný růst investičních příležitostí v oblasti klimatu a nízkouhlíkových technologií, a to díky lepším cenám energie vyráběné ze slunce a vyšší energetické účinnosti.

3

Jak by měli investoři ve volebním roce uvažovat o zdravotní péči?

**Náš názor:** Zdravotnictví v USA zatím není v porovnání s předchozími volebními cykly tak silným tématem. Růst nákladů na zdravotní péči v důsledku inflace může být větším tématem před listopadovým hlasováním. Větší kontrole by mohly být podrobeny soukromé akvizice ve zdravotnictví, a to vzhledem k obavám ze vzniku monopolů na některých trzích, které jsou pak optimalizovány spíše pro zisk než pro péči o pacienty.

Proto dáváme přednost investicím, které jsou izolovány od rizika úhrad a rizika „škrtnutí perem“. Obecněji se nadále zaměřujeme na oblasti, které těží z dlouhodobých růstových témat, jako je roboticky asistovaná chirurgie a léky proti obezitě, které nadále vytvářejí investiční příležitosti.

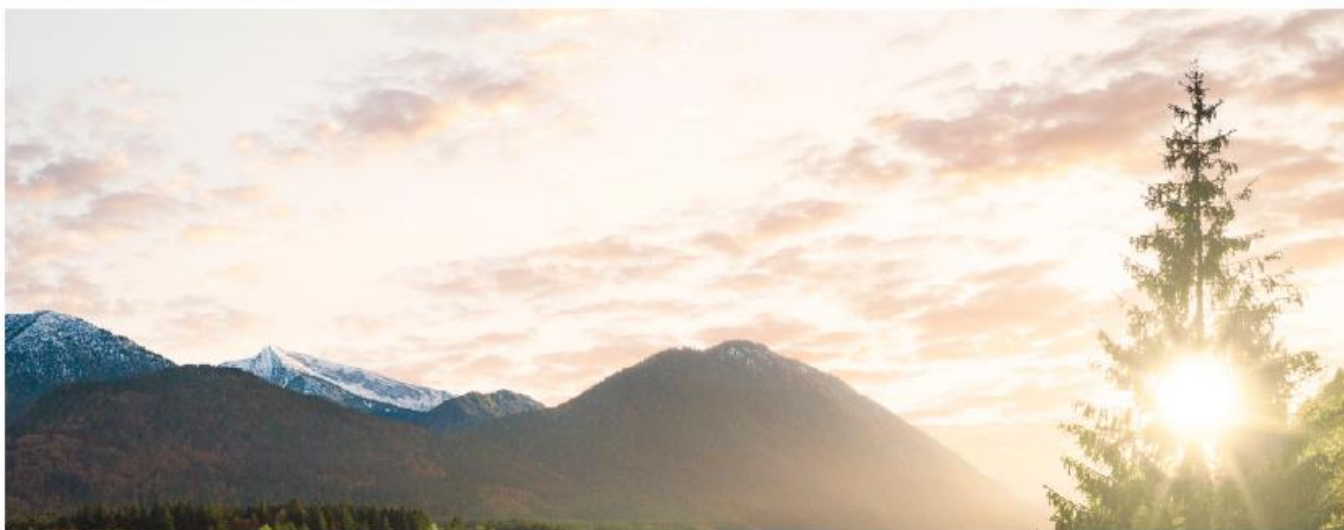
# ↗ ZADNÍ VÍTR A PROTIVÍTR: INVESTICE DO MEGATRENDŮ

Vedle krátkodobého vývoje inflace, sazeb a výsledků voleb se nadále zaměřujeme i na dlouhodobější změny paradigmat, mimo jiné i na pět hlavních strukturálních sil: dekarbonizace, digitalizace, deglobalizace, destabilizace geopolitiky a demografické stárnutí. Na významu mohou nabývat aktivní investiční strategie a zaměření na diverzifikaci a řízení rizik, které pomáhají proplout těmito složitostmi a přinést alfa zisk. Investoři, kteří zůstávají ve svých silách a zaměřují se pouze na jedno téma, mohou přicházet o příležitosti a podcenit rizika.

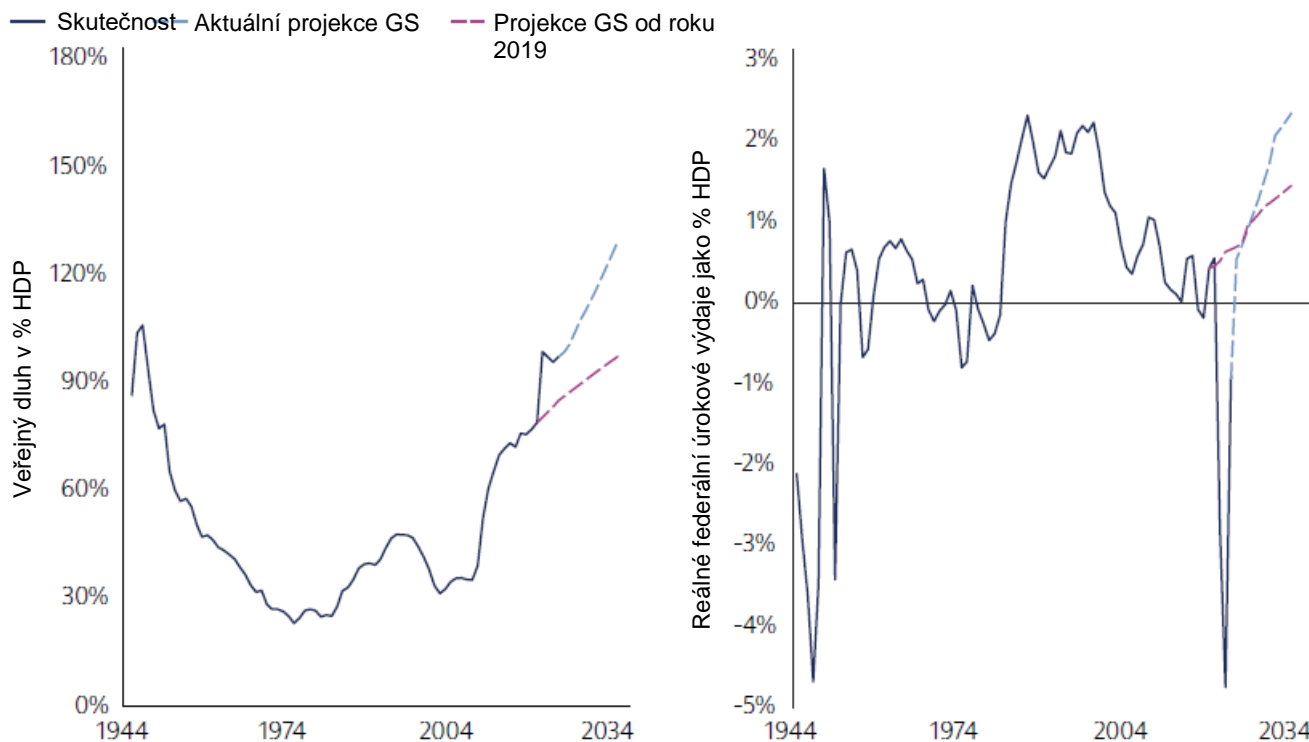
Snahy o **dekarbonizaci** otevírají širokou škálu investičních příležitostí v oblasti akcií, papírů s pevným výnosem a alternativních investic. Ekonomická životaschopnost technologií využívajících čistou energii se stále zlepšuje díky rostoucí cenové dostupnosti a vyšší účinnosti výroby solární energie a bateriových úložišť. Nejvíce bezprostředního a nejhmatatelnějšího dopadu na snížování emisí uhlíku však lze dosáhnout prostřednictvím pomoci subjektům s vysokými emisemi, které restrukturalizují svůj obchodní model a mění svou pozici pro zelenější ekonomiku na rozvinutých i rozvíjejících se trzích. Očekáváme, že v následujících čtvrtletích bude stále více investorů podrobně sledovat dekarbonizaci a pro kvantifikaci reálného dopadu jednotlivých aktiv využívat úplnější metriky. Kromě dekarbonizace se rozvíjejí také příležitosti inkluzivního růstu, zlepšuje se dosažitelnost a cenová dostupnost vzdělávání, finanční inkluze a zdravotní péče.

**Digitalizace** a technologický pokrok, zejména generativní umělá inteligence, jsou podle našeho názoru dlouhodobými motory příležitostí. Domníváme se, že v budoucnu bude vzhledem k tempu narušení a potenciálním příležitostem k tvorbě bohatství stále více investorů zvažovat specializované alokace do technologií. Investoři se sice mohou rozhodnout využít nejnovějšího vývoje a umístit kapitál přímo do příležitostí souvisejících s AI, ale stejně tak mohou mít prospěch z vyhodnocování toho, jak průlomové objevy v oblasti AI pomáhají zlepšit proces řízení investic a investiční rozhodování. Vzhledem k tomu, že stále větší počet firem napříč odvětvími usiluje o začlenění generativní AI do své celofiremní strategie, jsme přesvědčeni, že by manažerské týmy firem měly vyhodnotit, jakými způsoby lze generativní AI využít jako nástroj pro skutečnou strategickou diferenciaci, nikoliv pouze pro zvyšování efektivity.

Vzhledem k potenciálním ekonomickým a finančním dopadům **deglobalizace** a **destabilizace** geopolitiky v kombinaci s dekarbonizací a disruptivními technologiemi budou investoři muset kombinovat makroekonomické a geopolitické znalosti s promyšlenými strategiemi. Souhra těchto sil se může vyvíjet různými směry. Významnou výzvou a příležitostí bude pochopit hluboké vzájemné závislosti těchto megatrendů a zmapovat jejich investiční důsledky. A konečně, **demografické** stárnutí je pouze jedním z faktorů, které ovlivňují ekonomické a sociální výsledky napříč ekonomikami. Tato dynamika může však také z dlouhodobého hlediska hrát zásadní roli ve formování veřejné politiky, inflace a investičních rozhodnutí.



## Očekává se, že dluh USA v poměru k HDP a reálné úrokové výdaje budou nadále stoupat



Zdroj: Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Údaje k 1. červnu 2024. GIR předpokládá základní nominální úrokovou sazbu ve výši 3,75 %, nominální míru růstu 4 % a počáteční efektivní úrokovou sazbu dluhu 2,57 %, jak je tomu v současnosti. GIR předpokládá, že recese nastává v průměru jednou za deset let a vede ke kumulativnímu nárůstu primárního deficitu o 5 pb. GIR předpokládá, že úrokové sazby porostou 1 bp na každý 1 pb nárůstu poměru dluhu k HDP.

# ZADNÍ VÍTR A PROTIVÍTR: INVESTICE DO MEGATRENDŮ

## Investiční úvahy

### Umělá inteligence: rozdíl spočívá v datech

Nástup a rychlé zavádění generativní umělé inteligence vytváří příležitosti napříč celými třídami aktiv a odvětvími. Investoři budou potřebovat jasné strategie, které jim pomohou najít příští generaci vítězů v oblasti umělé inteligence a které jim umožní tuto technologii pochopit a aplikovat. Kombinace investic do umělé inteligence a investování s její pomocí, což jsou dva odlišné, ale vzájemně propojené přístupy, může přinést dlouhodobě lepší výkonnost. Tato cesta však bude pravděpodobně složitá a bude se neustále vyvíjet. V době, kdy se modely umělé inteligence stávají sofistikovanějšími a komplexnějšími, patří k nejvyšším prioritám spoléhání se na vysoce kvalitní soubory dat. Rozhodujícím faktorem bude pečlivá správa dat, včetně místa jejich původu, infrastruktury pro jejich ukládání, protokolů pro jejich čištění a opatření k jejich zabezpečení. Limity společností v rámci možností generativní umělé inteligence budou pravděpodobně určovány právě kvalitou souborů dat. Klíčová bude také odpovídající infrastruktura a intelektuální kapitál, který umožní pochopit ekonomické důvody a přesvědčení, které stojí za modely AI.

### Podpora udržitelného růstu

Podle našeho názoru je svět stále ještě na počátku posunu směrem k udržitelnému růstu podporujícímu začlenění, jehož dovršení bude trvat několik desetiletí. Obrovský objem investic, které budou na této cestě nezbytné, stoupá také význam zelených, sociálních a udržitelných dluhopisů (GSS). V prvním čtvrtletí roku 2024 činily emise GSS dluhopisů celkem 272 miliard dolarů. Očekává se, že v roce 2024 vzrostou na rekordní 1 bilion dolarů.<sup>9</sup> Samotné emise zelených dluhopisů v prvních třech měsících roku dosáhly 195 miliard dolarů, což představuje vůbec nejsilnější zaznamenané první čtvrtletí. Do budoucna očekáváme, že emise zelených dluhopisů porostou v Asii a na Blízkém východě díky rostoucímu počtu udržitelných projektů, jako jsou ekologické budovy a potřeba opatření pro adaptaci na změnu klimatu. V současné době tvoří dluhopisy GSS pouze 5 % státního zahraničního dluhu rozvíjejících se zemí a trh podnikových dluhopisů odráží podobný trend. Očekáváme, že spolu s tím, jak budou zelené dluhopisy a širší trh dluhopisů GSS dosahovat splatnosti, bude více investorů diverzifikovat stávající alokace na EM dluhopisy s pevným výnosem směrem k tomuto segmentu.

### Comeback Číny?

V Číně přetrvává ekonomický protivítr a je pravděpodobné, že celkovou míru oživení bude určovat situace v oblasti nemovitostí. Vysoká míra zadlužení, geopolitické obchodní napětí a stárnutí populace mohou znamenat, že oživení v tomto cyklu bude náročnější a pravděpodobně delší. Čínští politici však nesedí stranou. Intenzita, akcelerace a rozsah opatření fiskální a měnové politiky a politiky v oblasti nemovitostí se v první polovině roku 2024 zvýšily. V reakci na to rostly čínské akcie, k čemuž přispěl i lepší než očekávaný hospodářský růst. V nadcházejících měsících může svůj taktický postoj k čínským akciím přehodnotit větší počet investorů, zejména vzhledem k tomu, že čínské akcie se stále obchodují s historicky nejvyššími diskonty v porovnání s jejich globálními akciovými protějšky. Nadále se zaměřujeme na dlouhodobé fundamenty čínských firem a vidíme příležitosti v oblastech pokročilé výroby a technologických inovací, které mají široký záběr a přinášejí prospěch sektorům zdravotnictví a IT. V nadcházejících čtvrtletích se může vyplatit zaměřit se na podniky se stabilnějšími volnými peněžními toky a výnosy pro akcionáře. Nedávno oznámená americká cla na čínské elektromobily, solární články a lithium-iontové baterie – oblasti, které čínští politici označili za motor vysoce kvalitního růstu – jen zdůrazňují, proč je důležité sledovat mezinárodní obchodní politiku a snažit se vyhnout společností, které se mohou dostat octnout v hledáčku geopolitiky.

# ZADNÍ VÍTR A PROTIVÍTR: INVESTICE DO MEGATRENDŮ

## Tři klíčové otázky

1

Jaké jsou potenciální důsledky rostoucího státního dluhu pro trh?

**Náš názor:** Úroveň státního dluhu USA má rostoucí tendenci a politická dynamika snižování deficitu je malá. Vyšší úroveň zadlužení v USA a v některých dalších vyspělých ekonomikách může mít v krátkodobém horizontu mírné dopady na trhy, přičemž dlouhodobé dopady jsou obtížně měřitelné. Jsme však přesvědčeni, že posuny v dluhovém zatížení je nezbytné pečlivě sledovat, a to vzhledem k možným fetězovým dopadům na fiskální a měnovou politiku.

Za pozornost stojí také tok nabídky dluhopisů, protože rostoucí dluhy a deficity mohou vést k větším emisím státních dluhopisů, což ovlivní termínovou premii.

2

Jak bude umělá inteligence ovlivňovat nemovitosti a infrastrukturu?

**Náš názor:** Vzestup generativní umělé inteligence již ovlivňuje nemovitosti a infrastrukturu. Z pohledu nemovitostí je zásadní umístění datových center, a to vzhledem k tomu, že cenově dostupná a spolehlivá energie je pro rozvoj AI nutností.

Z hlediska infrastruktury bude výroba a dodávka účinné energie v nadcházejících letech zásadní pro podporu očekávaných křivek růstu umělé inteligence. Nejlépe na tom budou investoři, kteří disponují zdroji a odbornými znalostmi nezbytnými pro posouzení obou stran rovnice nabídky a poptávky.

3

Jaké příležitosti vznikají tam, kde se protínají umělá inteligence a udržitelnost?

**Náš názor:** Vzhledem k tomu, že se umělá inteligence dotýká stále širšího spektra obchodních činností, budou rostoucí poptávka po energii a možné vyšší emise z datových center impulzem k debatě o dekarbonizaci. Očekáváme větší poptávku po energeticky účinných řešeních, v nichž mohou klíčovou roli hrát modely umělé inteligence. Nástroje AI mají také potenciál pomoci demokratizovat kvalitní vzdělávání a podpořit inovace ve zdravotnictví, což povede ke zvýšení jeho dosažitelnosti a cenové dostupnosti.

Předpokládáme, že investoři budou více využívat umělou inteligenci, aby oddělili šum od hodnoty a dále zrychlili pokrok napříč cíli udržitelného investování.

# ZDROJE

1. US Bureau of Labor Statistics. Údaje k 12. červnu 2024.
2. Evropská centrální banka. Údaje k 6. červnu 2024.
3. Goldman Sachs Asset Management, informace o společnosti. Údaje k červnu 2024.
4. Goldman Sachs Asset Management. Údaje k 29. prosinci 2023. Minulé výsledky nejsou zárukou výsledků budoucích, které mohou být odlišné.
5. Tokijská burza cenných papírů, Goldman Sachs Global Investment Research. Údaje k 16. květnu 2024.
6. Goldman Sachs Global Investment Research. Údaje k 29. květnu 2024.
7. Goldman Sachs Global Investment Research. Údaje k 2. květnu 2024.
8. Goldman Sachs Global Investment Research. Údaje k 5. červenci 2024.
9. Climate Bond Initiative. Údaje k 20. červnu 2024.



# SDĚLENÍ

## Slovníček

**Úvěrové hodnocení:** Úvěrový rating je hodnocení úvěrových rizik spojených s finančním nástrojem nebo finančním subjektem. Ratingy „AA“ a „BBB“ jsou považovány za investiční stupeň. Rating se může měnit a neeliminuje rizika spojená s investováním.

## Upozornění

Investice na rozvíjejících se trzích mohou být méně likvidní a je s nimi spojeno vyšší riziko než s investicemi na rozvinutých trzích, mimo jiné v důsledku následujících faktorů: nedostatečná regulace, nestabilní trhy s cennými papíry, nepříznivé směnné kurzy a sociální, politický, vojenský, regulační, ekonomický nebo environmentální vývoj nebo přírodní katastrofy.

Akciové investice podléhají tržnímu riziku, což znamená, že hodnota cenných papírů, do nichž investuje, může stoupat nebo klesat v závislosti na vyhlídkách jednotlivých společností, jednotlivých odvětví a/nebo na všeobecných ekonomických podmínkách. Různé investiční styly (např. „růstový“ či „hodnotový“) mají tendenci střídat období, kdy jsou výhodnější a kdy nikoliv, a určitá strategie může někdy dosahovat horších výsledků než jiné strategie, které investují do podobných tříd aktiv. Tržní kapitalizace společnosti s sebou může také přinášet větší rizika ((např. společnosti s „nízkou“ nebo „střední“ kapitalizací) než jaká existují u větších a zavedenějších společností, a kromě nižší likvidity může být více ovlivňovány nárazovými nebo nepravidelnými pohyby cen.

Strategie v oblasti životního prostředí, sociálních věcí a správy a řízení společnosti („ESG“) mohou přebírat rizika nebo eliminovat expozice, které se vyskytují v jiných strategiích nebo širších tržních benchmarkcích, což může způsobit, že se výkonnost bude od výkonnosti těchto jiných strategií nebo tržních benchmarkků lišit. Strategie ESG budou ovlivňovány riziky spojenými s třídou aktiv jejich podkladových investic. Dále platí, že poptávka na určitých trzích nebo v odvětvích, na které se strategie ESG zaměřuje, se nemusí vyvíjet v souladu s prognózami nebo se může vyvíjet pomaleji, než se předpokládalo. Veškeré charakteristiky strategie ESG, názory, hodnocení, tvrzení nebo podobné skutečnosti, na které se v tomto dokumentu odkazuje, (i) budou zohledňovat konkrétní atributy nebo ukazatele ESG související s produktem, emitentem nebo službou a budou se omezovat právě na ně a nikoliv na jejich širší nebo úplný profil ESG, a není-li uvedeno jinak, (ii) mohou se omezovat na hodnocení k určitému momentu v čase a nemusí tedy zohledňovat širší životní cyklus produktu, emitenta nebo služby a (iii) nemusí zohledňovat případné negativní dopady ESG vyplývající z produktu, emitenta nebo služby nebo s nimi související.

Investice do cenných papírů s pevným výnosem podléhají rizikům spojeným s dluhovými cennými papíry obecně, včetně úvěrového rizika, rizika likvidity, úrokové sazby či rizika předčasného splacení nebo prodloužení splatnosti. Ceny dluhopisů kolísají nepřímo úměrně změnám úrokových sazeb. Všeobecný nárůst úrokových sazeb proto může vést k poklesu ceny dluhopisu. Hodnota cenných papírů s proměnlivou a pohyblivou úrokovou sazbou je obecně méně citlivá na změny úrokových sazeb než hodnota cenných papírů s pevnou úrokovou sazbou. Hodnota cenných papírů s variabilní a plovoucí úrokovou sazbou může klesnout, pokud se úrokové sazby nepohybují podle očekávání. Naopak hodnota cenných papírů s proměnlivou a pohyblivou úrokovou sazbou zpravidla nevzroste, pokud tržní úrokové sazby klesnou. Úvěrové riziko je riziko spočívající v tom, že emitent nezaplatí úroky a jistinu. Úvěrové riziko je vyšší u investic do dluhopisů s vysokým výnosem, takzvaných „junk bonds“. Riziko předčasného splacení je riziko, že emitent cenného papíru splatí jistinu rychleji, než se původně předpokládalo. Riziko prodloužení splatnosti je riziko, že emitent cenného papíru bude splácet jistinu pomaleji, než se původně předpokládalo. Všechny investice s pevným výnosem mohou mít při splacení nebo splatnosti nižší hodnotu, než byla jejich původní cena.

Investice do infrastruktury jsou snadněji ovlivňovány různými faktory, které mohou mít negativní dopad na jejich podnikání nebo provoz, včetně dodržování právních předpisů, rostoucích úrokových nákladů v souvislosti s investiční výstavbou, vládních omezení, která mají dopad na projekty financované z veřejných zdrojů, dopadů obecných hospodářských podmínek, zvýšené konkurence, nákladů na komodity, energetické politiky, nepříznivých daňových předpisů nebo účetních zásad a vysokého zadlužení.

Investice do nemovitostí jsou spekulativní a nelikvidní, existuje u nich vysoká míra rizika a jsou s nimi spojeny vysoké poplatky a náklady, které mohou snižovat výnosy. Tato rizika zahrnují mimo jiné výkyvy na trzích s nemovitostmi, finanční podmínky nájemců, změny stavebních, ekologických, územních a dalších předpisů, změny sazeb daně z nemovitostí nebo odhadní hodnoty investice do společného podniku, změny úrokových sazeb a nebo změny v dostupnosti nebo podmínkách dluhového financování, změny provozních nákladů, rizika vyplývající ze závislosti na peněžních tocích, ekologické závazky, nepojištěné nehody, nedostupnost nebo zvýšené náklady na určité druhy pojištění, kolísání cen energií a další faktory, které jsou mimo kontrolu komplementáře, mimo jiné

vypuknutí nebo eskalace závažných ozbrojených konfliktů, vyhlášení války, teroristické činy nebo jiné závažné národní či mezinárodní katastrofy nebo mimořádné události.

#### **Střet zájmů**

V souvislosti s alternativní investicí a jejími poskytovateli, včetně společnosti Goldman Sachs a jejich přidružených společností, může docházet ke střetu zájmů. Tyto činnosti a zájmy zahrnují potenciální vícenásobné poradenské, transakční a jiné zájmy v oblasti cenných papírů a nástrojů, které mohou být v rámci alternativní investice nakupovány nebo prodány. Jedná se o okolnosti, kterých by si investoři měli být vědomi. Další informace týkající se těchto střetů jsou uvedeny v nabídkových materiálech k alternativním investicím.

#### **Referenční hodnoty indexů**

Indexy nejsou řízené. Číselné údaje indexu odrážejí reinvestici všech výnosů, případně dividend, ale neodrážejí odečtení případných poplatků nebo nákladů, které by výnosy snižovaly. Investoři nemohou investovat přímo do indexů.

Indexy, na které se zde odkazuje, byly vybrány proto, že jsou dobře známé, investoři je snadno rozpoznají a odrážejí ty indexy, o nichž je investiční manažer přesvědčen, mimo jiné na základě své praxe v oboru, že poskytují vhodné měřítko pro hodnocení zde popsání investice nebo širšího trhu.

Ekonomické a tržní prognózy uvedené v tomto dokumentu odrážejí řadu předpokladů a úsudků k datu jeho vypracování a mohou se změnit bez předchozího upozornění. Tyto prognózy nezohledňují konkrétní investiční cíle, omezení, daňovou a finanční situaci ani jiné potřeby konkrétního klienta. Skutečné údaje se budou lišit a nemusí se zde projevit. Tyto prognózy podléhají vysoké míře nejistoty, která může ovlivnit skutečnou výkonnost. Proto by tyto prognózy měly být považovány pouze za ilustrativní pro širokou škálu možných výsledků. Tyto prognózy představují odhady založené na předpokladech, podléhají významné revizi a mohou se podstatně měnit v závislosti na změně ekonomických a tržních podmínek. Společnost Goldman Sachs není povinna poskytovat aktualizace ani provádět změny těchto prognóz. Případové studie a příklady slouží pouze pro ilustraci.

**TENTO MATERIÁL NEPŘEDSTAVUJE NABÍDKU ANI VÝZVU V ŽÁDNÉ JURISDIKCI ANI VŮČI JAKÉKOLIV OSOBE, V NIŽ NEBO VŮČI NIŽ BY TO NEBYLO DOVOLENO NEBO BY TO BYLO NEZÁKONNÉ.**

Potenciální investoři by se měli informovat o všech platných právních požadavcích a daňových předpisech a předpisech o devizové kontrole v zemích, jejichž jsou státními příslušníky, v nichž mají své bydliště nebo sídlo, které by mohly být relevantní.

Tento materiál je pouze informativní a nelze jej považovat za investiční poradenství ani za nabídku či výzvu k nákupu nebo prodeji cenných papírů. Tento materiál nemá sloužit jako obecný návod k investování ani jako zdroj jakýchkoliv konkrétních investičních doporučení a neobsahuje žádná implicitní ani výslovná doporučení týkající se způsobu, jakým by měl být nebo bude veden účet jakéhokoliv klienta, neboť příslušné investiční strategie závisí na investičních cílech klienta.

**Minulé výsledky nejsou zárukou výsledků budoucích, které mohou být odlišné. Hodnota investic a výnosy z investic budou kolísat a mohou klesat stejně jako stoupat. Může dojít ke ztrátě jistiny.**

Tento informační dokument pojednává o obecné aktivitě na trhu, trendech v odvětví nebo sektoru nebo o jiných všeobecných ekonomických, tržních nebo politických podmínkách a nelze je považovat za výzkum nebo investiční poradenství. Materiál vypracovala společnost Goldman Sachs Asset Management a nepředstavuje finančním výzkum ani produkt Goldman Sachs Global Investment Research (GIR). Nebyl vypracován v souladu s platnými právními předpisy, jejichž cílem je podporovat nezávislost finanční analýzy, a nevztahuje se na něj zákaz obchodování v návaznosti na distribuci finančního výzkumu. Názory a stanoviska vyjádřená v dokumentu se mohou lišit od názorů a stanovisek společnosti Goldman Sachs Global Investment Research nebo jiných oddělení či divizí společnosti Goldman Sachs a jejich přidružených společností. Investory vyzýváme, aby se před nákupem nebo prodejem cenných papírů poradili se svým finančním poradcem.

Existuje možnost, že dojde k částečné nebo úplné ztrátě kapitálu vloženého do investičního nástroje. Potenciální investoři by proto neměli investovat, pokud nejsou schopni snadno se vyrovnat s následky takové ztráty.

Některé investice do nemovitostí mohou vyžadovat výstavbu nebo přestavbu, což s sebou nese další rizika související s dostupností a včasným získáním územního rozhodnutí a dalších regulačních povolení, náklady a včasným dokončením výstavby a dostupností trvalého financování za výhodných podmínek.

Investice do nemovitostí budou vysoce nelikvidní a nebudou mít tržní kotace. Ocenění investic do nemovitostí je proto spojeno s nejistotou a může být založeno na předpokladech. Proto nelze zaručit, že odhadní hodnota investice do nemovitostí bude přesná, nebo dále, že odhadní hodnota bude skutečně realizována při případném prodeji takové investice.

Nemovitostní aktiva mohou být rovněž silně zadlužena, přičemž toto zadlužení může mít pro aktiva, a tedy i pro investiční nástroj, významné nepříznivé důsledky. V případě poklesu hodnoty aktiva pak zejména investice do investičního nástroje s pákovým efektem ztratí svou hodnotu rychleji než investice do aktiva bez pákového efektu. Před investicí do nemovitostního investičního nástroje byste proto měli plně porozumět rizikům spojeným s použitím pákového efektu.

Investice do soukromých úvěrů a soukromých akcií není vhodná pro všechny investory. Investoři by měli před investicí pečlivě prozkoumat a zvážit možné investice, rizika, poplatky a náklady, které jsou se soukromými akciemi spojené. Tyto investice jsou spekulativní, vysoce nelikvidní, zahrnují vysokou míru rizika, jsou s nimi spojeny vysoké poplatky a náklady, které mohou snižovat výnosy, a podléhají možnosti částečné nebo úplné ztráty kapitálu. Jsou proto určeny pro zkušené a sofistikované dlouhodobé investory, kteří jsou schopni tato rizika akceptovat.

Investice do soukromého kapitálu a soukromých úvěrů jsou spekulativní, vysoce nelikvidní, zahrnují vysokou míru rizika, mají vysoké poplatky a náklady, které mohou snížit výnosy, a podléhají možnosti částečné nebo úplné ztráty kapitálu fondu; jsou proto určeny pro zkušené a sofistikované dlouhodobé investory, kteří jsou schopni tato rizika přijmout.

#### **Všeobecné informace**

Diverzifikace nechrání investora před tržním rizikem a není zárukou zisku.

Hedgeové fondy a další soukromé investiční fondy (společně „alternativní investice“) podléhají menší regulaci než jiné typy sdružených investičních nástrojů, například podílové fondy. S alternativními investicemi mohou být spojeny značné poplatky, včetně motivačních poplatků, které závisí na procentu realizovaných a nerealizovaných zisků, a čistý výnos jednotlivce se tak může od skutečného výrazně lišit. Tyto poplatky mohou představovat celý zisk z obchodování takové alternativní investice anebo jeho významnou část. U alternativních investic neexistuje povinnost poskytovat pravidelně informace o cenách nebo ocenění. Investoři mohou mít ve vztahu ke svým investicím omezená práva, mimo jiné omezená hlasovací práva a účast na řízení takových alternativních investic.

Alternativní investice často využívají pákový efekt a další investiční postupy, které jsou extrémně spekulativní a je s nimi spojena vysoká míra rizika. Tyto postupy mohou zvyšovat volatilitu výkonnosti a riziko ztráty investice, včetně ztráty celé investované částky. V souvislosti s alternativní investicí a jejími poskytovateli, včetně společnosti Goldman Sachs a jejich přidružených společností, může dojít ke střetu zájmů. Dále platí, že podíly v alternativní investici jsou vysoce nelikvidní a obecně nejsou převoditelné bez souhlasu sponzora a převody jsou omezeny platnými předpisy o cenných papírech a daňovou legislativou.

Tyto informace nemusí být aktuální a společnost Goldman Sachs Asset Management není povinná poskytovat jakékoliv aktualizace ani provádět jejich změny.

Názory a stanoviska zde vyjádřená jsou pouze informativní a nepředstavují doporučení společnosti Goldman Sachs Asset Management k nákupu, prodeji nebo držení jakéhokoliv cenného papíru. Názory a stanoviska jsou aktuální k datu vypracování dokumentu a mohou se měnit. Neměly by být považovány za investiční poradenství.

Jednotlivé týmy společnosti Goldman Sachs Asset Management pro správu portfolia mohou mít názory a stanoviska a/nebo činit investiční rozhodnutí, která v některých případech nemusí být vždy v souladu s názory a stanovisky zde uvedenými.

Uvedené odkazy na webové stránky vám mají pouze usnadnit orientaci a neznamenaají, že společnost Goldman Sachs Asset Management podporuje nebo doporučuje některou z uvedených webových stránek nebo nabízené produkty či služby. Společnost Goldman Sachs Asset Management neodpovídá za správnost a platnost obsahu těchto webových stránek.

Tento materiál slouží pouze pro informační účely. Nebyl a nebude registrován ani přezkoumán či schválen místním regulačním orgánem. Tento materiál nepředstavuje nabídku ani výzvu v žádné jurisdikci. Pokud obsah materiálu nerozumíte, měli byste se poradit s autorizovaným finančním poradcem.

**Spojené státy americké:** V USA je tento materiál nabízen a schválen společnostmi Goldman Sachs Asset Management, L.P. a Goldman Sachs & Co. LLC, které jsou registrovány jako investiční poradci u Komise pro cenné papíry a burzy.

**Velká Británie:** Ve Velké Británii představuje tento materiál finanční propagaci a byl schválen společností Goldman Sachs Asset Management International, která je ve Velké Británii autorizována a regulována Úřadem pro jednání ve finančních otázkách (Financial Conduct Authority).

**Evropský hospodářský prostor (EHP):** Toto marketingové sdělení šíří společnost Goldman Sachs Asset Management B.V., mimo jiné i prostřednictvím svých poboček („GSAM BV“). Společnost GSAM BV má povolení a je regulována nizozemským úřadem pro finanční trhy (Autoriteit Financiële Markten, Vijzelgracht 50, 1017 HS Amsterdam, Nizozemsko) jako správce alternativních investičních fondů („AIFM“) a správce subjektů kolektivního investování do převoditelných cenných papírů („SKIPCP“). Na základě licence pro AIFM je správce oprávněn poskytovat investiční služby: (i) přijímání a předávání pokynů k finančním nástrojům; (ii) správa portfolia; a (iii) investiční poradenství. Na základě licence pro správce SKIPCP je správce oprávněn poskytovat investiční služby: i) správa portfolia a ii) investiční poradenství. Informace o právech investorů a mechanismech kolektivní nápravy jsou k dispozici na [www.gsam.com/responsible-investing](http://www.gsam.com/responsible-investing) (oddíl Policies & Governance). Na kapitál působí rizika. Veškeré nároky vyplývající z podmínek tohoto prohlášení o vyloučení odpovědnosti nebo v souvislosti s nimi se řídí nizozemským právem.

V Evropské unii byl tento materiál schválen buď společností Goldman Sachs Asset Management Funds Services Limited, která je regulována irskou centrální bankou, anebo společností Goldman Sachs Asset Management B.V, která je regulována nizozemským úřadem pro finanční trhy (AFM).

**Švýcarsko:** Určeno pouze pro kvalifikované investory – nikoliv k distribuci široké veřejnosti. Jedná se o marketingový materiál. Tento dokument vám poskytuje společnost Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH. Veškeré budoucí smluvní vztahy budou uzavřeny s přidruženými společnostmi společnosti Goldman Sachs Asset Management Schweiz GmbH, které mají sídlo mimo Švýcarsko. Rádi bychom vás upozornili, že zahraniční (země mimo Švýcarsko) právní a regulační systémy nemusí poskytovat stejnou úroveň ochrany ve vztahu k zachování mlčenlivosti ohledně informací klientů a ochrany údajů, jakou vám nabízí švýcarské právo.

**Asie kromě Japonska:** Vezměte prosím na vědomí, že společnost Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited („GSAMHK“) ani Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (číslo společnosti: 201329851H) („GSAMS“) ani žádné jiné subjekty, které se podílejí na činnosti společnosti Goldman Sachs Asset Management, které poskytují tyto materiály a informace, nejsou v Asii (kromě Japonska) držiteli jakékoliv licence, povolení nebo registrace, s výjimkou toho, že vykonávají činnost (podle platných místních předpisů) v následujících jurisdikcích a z těchto jurisdikcí: Hongkong, Singapur, Indie a Čína.

Tento materiál byl vydán pro použití v Hongkongu nebo z Hongkongu společností Goldman Sachs Asset Management (Hongkong) Limited a v Singapuru nebo ze Singapuru společností Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (číslo společnosti: 201329851H).

**Austrálie a Nový Zéland:** Tento materiál v Austrálii a na Novém Zélandu distribuují společností Goldman Sachs Asset Management Australia Pty Ltd ABN 41 006 099 681, AFSL 228948 („GSAMA“). Materiál je určen ke čtení výhradně velkoobchodním klientům v Austrálii ve smyslu §761G zákona o obchodních společnostech z roku 2001 (Cth) a klientům, kteří spadají do některé nebo všech kategorií investorů uvedených v §3 odst. 2 nebo odst. 5 (2CC) zákona o cenných papírech z roku 1978, spadají do definice velkoobchodního klienta ve smyslu zákona o poskytovatelích finančních služeb (registrace a řešení sporů) z roku 2008 (FSPA) a zákona o finančních poradcích z roku 2008 (FAA) a spadají do definice velkoobchodního investora podle bodu 37, 38, 39, anebo 40 přílohy 1 zákona Nového Zélandu o chování na finančních trzích z roku 2013 (FMCA) (společně dále jen „velkoobchodní investor NZ“). GSAMA není registrovaným poskytovatelem finančních služeb podle zákona FSPA. GSAMA nemá na Novém Zélandu místo podnikání. Na Novém Zélandu je tento dokument a jakýkoliv přístup k němu určen pouze pro osobu, která nejprve ujistila GSAMA, že je na Novém Zélandě velkoobchodním investorem. Tento dokument je určen k nahlížení pouze zamýšlenými příjemci. Bez předchozího písemného souhlasu GSAMA nesmí být tento dokument vcelku ani po částech reprodukován ani distribuován jakékoliv osobě.

V míře, v níž tento dokument obsahuje jakékoliv prohlášení, které lze v Austrálii považovat za poradenství týkající se finančních produktů podle zákona o obchodních společnostech z roku 2001 (Cth), je toto poradenství určeno pouze příjemci tohoto dokumentu, kterým je velkoobchodní klient ve smyslu zákona o obchodních společnostech z roku 2001 (Cth).

Veškeré rady uvedené v tomto dokumentu poskytuje jeden z níže uvedených subjektů. Na tyto subjekty se nevztahuje povinnost opatřit si australskou licenci na poskytování finančních služeb podle australského zákona o obchodních společnostech, a proto nejsou držiteli žádné australské licence na poskytování finančních služeb a řídí se příslušnými zákony platnými v jejich jurisdikcích, které jsou odlišné od australských předpisů. Veškeré finanční služby poskytované jakýmkoliv osobám těmito subjekty prostřednictvím distribuce tohoto dokumentu v Austrálii se těmto osobám poskytují na základě příslušných příkazů ASIC pro jednotlivé třídy a níže uvedeného nástroje ASIC.

- \* Goldman Sachs Asset Management, LP (GSAML), Goldman Sachs & Co. LLC (GSCo), na základě příkazu ASIC Class Order 03/1100; regulováno Komisí pro cenné papíry a burzy USA podle zákonů USA.
- \* Goldman Sachs Asset Management International (GSAMI), Goldman Sachs International (GSI), podle ASIC Class Order 03/1099; regulováno Úřadem pro jednání ve finančních otázkách; GSI má rovněž povolení Prudential Regulation Authority a oba subjekty podléhají zákonům Velké Británie.
- \* Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. (GSAMS), na základě příkazu ASIC Class Order 03/1102; regulováno Singapurským měnovým úřadem podle zákonů Singapuru.
- \* Goldman Sachs Asset Management (Hong Kong) Limited (GSAMHK), podle ASIC Class Order 03/1103 a Goldman Sachs (Asia) LLC (GSALLC), podle ASIC Instrument 04/0250; regulováno Komisí pro cenné papíry a futures Hongkongu podle zákonů Hongkongu.

V rámci tohoto dokumentu vám není nabízeno získání podílu na fondu nebo finančním produktu. Pokud budou podíly nebo finanční produkty v budoucnu dostupné, může nabídku zprostředkovat GSAMA v souladu s § 911A odst. 2 písm. b) zákona o obchodních společnostech. GSAMA je držitelem australské licence na poskytování finančních služeb č. 228948. Jakákoliv nabídka bude učiněna pouze za okolností, kdy se nevyžaduje zveřejnění informací podle části 6D.2 zákona o obchodních společnostech nebo není vyžadováno prohlášení o zveřejnění produktu podle části 7.9 zákona o obchodních společnostech (podle toho, co je relevantní).

URČENO VÝHRADNĚ K DISTRIBUCI FINANČNÍM INSTITUCÍM, DRŽITELŮM LICENCE NA FINANČNÍ SLUŽBY A JEJICH PORADČŮM. NENÍ URČENO K PROHLÍŽENÍ RETAILOVÝM KLIENTŮM ANI ŠIROKÉ VEŘEJNOSTI.

**Kanada:** Tento materiál byl v Kanadě zveřejněn společností GSAM LP, která je registrována jako správce portfolia podle právních předpisů o cenných papírech ve všech provinciích Kanady a jako správce obchodování s komoditami podle právních předpisů o komoditních futures v Ontariu a jako poradce pro deriváty podle právních předpisů o derivátech v Quebecu. Společnost GSAM LP není registrována v Manitobě pro poskytování služeb investičního poradenství nebo správy portfolia v souvislosti s futures kontrakty obchodovanými na burze nebo opcemi a dodáním tohoto materiálu nenabízí poskytování takových služeb investičního poradenství nebo správy portfolia v Manitobě.

**Japonsko:** Tento materiál byl vydán nebo schválen v Japonsku pro použití profesionálními investory definovanými v čl. 2 odst. 31 zákona o finančních nástrojích a burze („FIEL“). Rovněž jakýkoliv popis týkající se investičních strategií v rámci systému kolektivního investování podle čl. 2 odst. 2 bodu 5 nebo bodu 6 zákona FIEL byl schválen pouze pro kvalifikované institucionální investory definované v článku 10 nařízení úřadu vlády o definicích podle článku 2 zákona FIEL.

**Spojené arabské emiráty:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento dokument nebyl schválen Centrální bankou Spojených arabských emirátů ani Úřadem pro cenné papíry a komodity ani k nim nebyl podán. Pokud obsahu tohoto dokumentu nerozumíte, měli byste se poradit s finančním poradcem.

**Saúdská Arábie:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Úřad pro kapitálový trh neposkytuje žádné záruky ohledně přesnosti nebo úplnosti tohoto dokumentu a výslovně se zříká jakékoliv odpovědnosti za jakékoliv ztráty vyplývající z jakékoliv části tohoto dokumentu nebo vzniklé na jeho základě. Pokud obsahu tohoto dokumentu nerozumíte, měli byste se poradit s autorizovaným finančním poradcem.

Tento materiál vám předkládá společnost Goldman Sachs Saudi Arabia Company („GSSA“). Společnost GSSA je autorizována a regulována Úřadem pro kapitálový trh („CMA“) v Království Saúdské Arábie. Společnost GSSA podléhá příslušným pravidlům a pokynům CMA, jejichž podrobnosti naleznete na internetových stránkách CMA na adrese [www.cma.org.sa](http://www.cma.org.sa).

CMA neposkytuje žádné záruky ohledně přesnosti nebo úplnosti těchto materiálů a výslovně odmítá veškerou odpovědnost za jakékoliv ztráty vyplývající z jakékoliv části těchto materiálů nebo vzniklé na jejich základě. Pokud obsahu těchto materiálů nerozumíte, měli byste se poradit s autorizovaným finančním poradcem.

**Kuvajť:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento materiál nebyl schválen k distribuci ve Státě Kuvajť Ministerstvem obchodu a průmyslu, Centrální bankou Kuvajtu ani žádným jiným příslušným kuvajtským státním orgánem. Distribuce tohoto materiálu je proto omezena v souladu se zákonem č. 31 z roku 1990 a zákonem č. 7 z roku 2010 v platném znění. Ve Státě Kuvajť se nečiní žádná soukromá ani veřejná nabídka cenných papírů a ve Státě Kuvajť nebudou uzavřena žádná smlouva týkající se prodeje jakýchkoliv cenných papírů. Ve Státě Kuvajť se nevyužívají žádné marketingové aktivity, výzvy či pobídky směřující k nabídce nebo prodeji cenných papírů.

**Katar:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento dokument nebyl a nebude zaregistrován ani přezkoumán či schválen Katarským úřadem pro finanční trhy, Katarským úřadem pro regulaci finančních center ani Katarskou centrální bankou a nesmí být šířen veřejně. Není určen k obecnému šíření v Kataru a nesmí být reprodukován ani používán k jiným účelům.

**Francie:** POUZE PRO PROFESIONÁLNÍ POUŽITÍ (VE SMYSLU SMĚRNICE MIFID) – NIKOLIV PRO VEŘEJNÉ ŠÍŘENÍ. TENTO DOKUMENT JE POSKYTOVÁN POUZE PRO SPECIFICKÉ INFORMAČNÍ ÚČELY, ABY PŘÍJEMCI UMOŽNIL POSOUDIT FINANČNÍ CHARAKTERISTIKY DOTČENÉHO FINANČNÍHO NÁSTROJE (NÁSTROJŮ), JAK JE STANOVENO V ČLÁNKU L. 533-13-1, I, 2° FRANCOUZSKÉHO MĚNOVÉHO A FINANČNÍHO ZÁKONÍKU. MATERIÁL NEPŘEDSTAVUJE A NESMÍ BÝT POUŽÍVÁN JAKO MARKETINGOVÝ MATERIÁL PRO INVESTORY NEBO POTENCIÁLNÍ INVESTORY VE FRANCII.

**Bahrajn:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento materiál nebyl přezkoumán Bahrajnskou centrální bankou (CBB) a CBB nenese žádnou odpovědnost za správnost tvrzení nebo informací v něm obsažených, ani za výkonnost cenných papírů nebo souvisejících investic, a nenese žádnou odpovědnost vůči jakékoliv osobě za škody nebo ztráty vzniklé v důsledku spoléhání se na jakékoliv tvrzení nebo informace v něm obsažené. Tento materiál nebude vydáván, předáván ani obecně zpřístupňován veřejnosti.

**Omán:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Úřad pro kapitálový trh Sultanátu Omán (dále jen „CMA“) neodpovídá za správnost nebo přiměřenost informací uvedených v tomto dokumentu ani za zjišťování, zda služby uvažované v tomto dokumentu jsou či nejsou vhodnou investicí pro potenciálního investora. CMA rovněž neodpovídá za jakoukoliv škodu nebo ztrátu vyplývající ze spoléhání se na tento dokument.

**Jihoafrická republika:** Goldman Sachs Asset Management International je držitelem povolení Rady pro finanční služby Jihoafrické republiky jako poskytovatel finančních služeb.

**Izrael:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento dokument nebyl a nebude registrován u Izraelského úřadu pro cenné papíry (ISA), ani jím nebude přezkoumán či schválen. Není určen k obecnému šíření v Izraeli a nesmí být reprodukován ani používán k jiným účelům. Společnost Goldman Sachs Asset Management International není v Izraeli držitelem licence k poskytování služeb investičního poradenství nebo správy.

**Jordánsko:** POUZE PRO CÍLOVÉ PUBLIKUM – NENÍ URČENO K DALŠÍMU ŠÍŘENÍ. Tento dokument nebyl předložen jordánské Komisi pro cenné papíry ani Radě pro regulaci obchodů na zahraničních burzách a ani jimi nebyl schválen.

**Východní Timor:** Vezměte prosím na vědomí: Příložené informace byly poskytnuty na vaši žádost pouze pro informační účely a nejsou určeny jako výzva k nákupu nebo prodeji nástrojů nebo cenných papírů (včetně fondů) nebo k poskytování služeb. Ani společnost Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ani žádná z jejích přidružených společností nemá licenci podle zákonů nebo předpisů Východního Timoru. Informace vám byly poskytnuty výhradně pro vaše vlastní účely a nesmí být kopírovány ani dále šířeny žádné osobě nebo instituci bez předchozího souhlasu společnosti Goldman Sachs Asset Management.

**Vietnam:** Vezměte prosím na vědomí následující: Příložené informace byly poskytnuty na vaši žádost pouze pro informační účely. Příložené materiály nepředstavují poskytnutí poradenství jakékoliv osobě a poradenství neposkytují ani autoři, kteří se na tvorbě materiálů podíleli. Příložené materiály nepředstavují nabídku jakýchkoliv cenných papírů nebo služeb jakékoliv osobě a neměly by tak být chápány. Společnost Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ani žádná z jejích přidružených společností není držitelem licence obchodníka s cennými papíry podle vietnamských právních předpisů. Informace vám byly poskytnuty výhradně pro vaše vlastní účely a není dovoleno je kopírovat ani dále šířit žádné osobě bez předchozího souhlasu společnosti Goldman Sachs Asset Management.

**Kambodža:** Upozornění: Příložené informace byly poskytnuty na vaši žádost pouze pro informační účely a nejsou určeny jako výzva k nákupu nebo prodeji nástrojů nebo cenných papírů (včetně fondů) nebo k poskytování služeb. Společnost Goldman Sachs Asset Management (Singapore) Pte. Ltd. ani žádná z jejích přidružených společností není držitelem licence pro obchodníka nebo investičního poradce vydávané kambodžskou Komisí pro cenné papíry a burzy. Informace vám byly poskytnuty výhradně pro vaše vlastní účely a nesmí být kopírovány ani dále šířeny žádné osobě bez předchozího souhlasu společnosti Goldman Sachs Asset Management.

### **Mlčeniivost**

Bez písemného souhlasu společnosti Goldman Sachs Asset Management daného předem není dovoleno kteroukoliv část tohoto materiálu (i) kopírovat, pořizovat fotokopie nebo ji rozmnožovat v jakékoliv formě a jakýmikoliv prostředky nebo (ii) distribuovat kterékoliv osobě, která není zaměstnancem, vedoucím pracovníkem, ředitelem nebo oprávněným zástupcem příjemce.

© 2024 Goldman Sachs. Všechna práva vyhrazena.

**374073-0TU-2059780 Datum prvního použití: 11. července 2024.**

---

Společnost Goldman Sachs Asset Management kombinuje tradiční investice s alternativními a klientům po celém světě poskytuje dedikované partnerství a zaměření na dlouhodobou výkonnost. V rámci hlavní oblasti investic společnost Goldman Sachs poskytuje investiční a poradenské služby předním světovým institucím, finančním poradcům a jednotlivcům a využívá při tom svou úzce propojenou globální síť a na míru šité odborné poznatky, a to ve všech regionech a na všech trzích – ke 31. březnu 2024 spravovala aktiva v hodnotě více než 2,8 bilionu dolarů, která jí byla svěřena do správy v různých částech světa. Jsme vedeni nadšením pro výkonnost našich klientů a usilujeme o budování dlouhodobých vztahů založených na přesvědčení, udržitelných výsledcích a společném dlouhodobém úspěchu.