



Svět je ekonomicky propojený. Když se hýbou americké či evropské úrokové sazby, má to dopad i na dlouhodobé české úrokové sazby, bez ohledu na to, zda je vidět nějaká logická souvislost či ne. Fakticky však platí to, co řekl Benjamin Graham o akciovém trhu: „Krátkodobě se může jednat o soutěž krásy, dlouhodobě jsou však důležité fundamenty.“ A ty jsou podle nás v případě českých úrokových sazeb vcelku jasné.

## Vývoj ve světě

Od konce června Evropská centrální banka zvýšila úrokové sazby z 3,5 % na 4,0 %, tedy na nejvyšší krátkodobou úrokovou sazbu od vzniku eura. A zvyšování sazeb je pravděpodobně u konce. Federální rezervní systém (centrální banka USA) zvýšil úrokové sazby z 5,25 % na 5,50 %, což je nejvyšší krátkodobá sazba od roku 2001 a zatím není jasné, jak moc je toto zvyšování u konce.

Růst krátkodobých výnosů vyvolal tlak i na růst dlouhodobých výnosů. Výnosy do splatnosti německých státních dluhopisů tak vzrostly z 2,39 % na konci června nad 2,90 % na počátku října, což byla nejvyšší úroveň od roku 2011. Výnos do splatnosti amerických státních dluhopisů vzrostl z 3,84 % na konci června na 4,80 % na počátku října, tedy někam, kde byl naposledy v létě roku 2007.

Všimněte si, že dlouhodobé výnosy jsou v obou případech nižší než krátkodobé. Trh tedy očekává, že dnešní krátkodobé úrokové sazby tak vysoko nevydrží. Spor se vede o tom, kdy a jak rychle půjdou dolů.

## Vývoj u nás

Růst nejdůležitějších úrokových měr světa měl dopad i na české dlouhodobé úrokové sazby. Výnos do splatnosti českých desetiletých státních dluhopisů vzrostl z 4,31 % na konci června na téměř 5 % na počátku října. Tedy někam k úrovním, kde byly už letos v březnu. Jelikož jsou krátkodobé úrokové sazby ČNB stále stejné na úrovni 7 %, odborník by řekl, že se výnosová křivka zploštila.

Měřeno trhem úrokových swapů předpokládá se, že první snížení úrokových sazeb přijde letos v prosinci a krátkodobé úrokové sazby budou letos někde okolo 6,75 %. Rok 2024 skončí krátkodobé úrokové sazby poblíž 4,40 %, minimální hodnoty 4,21 % dosáhnou v listopadu 2025 a pak začnou opět růst. Platí, že pokud jste na příjmové straně úrokových swapů a skutečné sazby budou proti této projekci níže, vyděláte. A pokud budou výše, pak proděláte.

# Možný budoucí vývoj

Trh úrokových swapů aktuálně neočekává, že by se české krátkodobé úrokové sazby dostaly k „normální“ úrovni úrokových sazeb ČNB, tedy k 3 %. Jinými slovy, trh nevěří, že by míra inflace klesla na dlouhodobý inflační cíl ČNB 2 %. Což je paradoxně úroveň, kde by dle prognózy ČNB měla být míra inflace na přelomu druhého (ČNB předvídá průměrnou míru inflace 2,35 %) a třetího čtvrtletí příštího roku (průměrná míra inflace dle ČNB 1,87 %).

Aktuální makroekonomická data dávají za pravdu spíše předpovědi ČNB než trhu. Česká inflace klesá rychleji, než ČNB předpokládala, růst HDP za druhé čtvrtletí skončil v červené nule a meziročně hrubý domácí produkt klesl o -0,6 %. Předstihové průmyslové indikátory jsou nejhorší od covidu a ekonomická data z Německa (našeho největšího obchodního partnera) také žádné zvláštní nadšení nevyvolávají. Oblíbený cíl pana guvernéra, deficit českého vládního rozpočtu, je nejnižší od počátku pandemie covidu.

Centrální banky Polska a Maďarska, jejichž ekonomiky jsou v podobném stavu jako česká, už začaly úrokové sazby snižovat. Pokud by ČNB důvěřovala vlastní prognóze, tak by k snižování úrokových sazeb došlo už teď. Současná bankovní rada má ale rezervovanější postoj než minulé.

## Naše české dluhopisové fondy

Předpokládáme, že budoucí směr pohybu úrokových sazeb je vcelku jasný – půjdou dolů. Tempem budoucího poklesu si ale nejsme jistí. Věříme, že minimum bude rozhodně níže než 4,21 %. Současný výnos do splatnosti desetiletého českého státního dluhopisu ve výši okolo 5 % považujeme za velmi atraktivní.

K 4. říjnu 2023 měl [Goldman Sachs Czech Crown Bond](#) duraci 5,83 let při výnosu do splatnosti 5,77 % (benchmark 5,57 při výnosu do splatnosti 5,04 %). [Goldman Sachs Czech Crown Short Duration Bond](#) měl duraci 0,96 let při výnosu do splatnosti 6,39 % (benchmark 0,98 při výnosu do splatnosti 5,80 %). Obě portfolia jsou plně zainvestovaná s minimální porcí hotovosti, z čehož by měli investoři v budoucnu těžit.



**Michal Špaček**  
Portfolio manažer  
Středoevropské dluhopisy

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

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

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

*Informace uvedené v této komunikaci se mohou kdykoliv změnit nebo aktualizovat bez předchozího upozornění. Goldman Sachs Asset Management B.V. ani žádná jiná společnost nebo jednotka patřící do skupiny Goldman Sachs Group Inc. ani žádný z jejich ředitelů nebo zaměstnanců nemůže nést přímo ani nepřímo odpovědnost za toto marketingové sdělení. Použití informací obsažených tomto*

marketingovém sdělení je na vaše vlastní riziko. Toto marketingové sdělení a informace něm obsažené nejsou určeny pro distribuci nebo použití jinou osobou jiné země, kde investiční fondy ani služby zde uvedené nejsou povolené ani registrované k distribuci, nebo nichž je šíření informací o fondech či službách zakázáno.

Odkazy na indexy, benchmarky nebo jiná měřítka relativní výkonnosti trhu za určité časové období jsou poskytovány pouze pro vaši informaci a neznamenají, že portfolio dosáhne podobných výsledků. Složení indexu nemusí odrážet způsob, jakým je portfolio sestaveno. Zatímco se investiční manažer snaží navrhnout portfolio, které odráží vhodné rizikové a výnosové vlastnosti, charakteristiky portfolio se mohou lišit od charakteristik srovnávacího indexu.

Výnos do splatnosti (YTM) je úroková sazba, díky níž se současná hodnota peněžních toků dluhopisu rovná ceně dluhopisu nebo počáteční investici. YTM na deriváty, Treasury futures a úrokové swapy zahrnují dopad současných sazeb financování (kvůli změně zdroje dat nebyly sazby financování pro Treasury futures zahrnuty do výpočtu YTM přibližně od začátku roku 2020 do 9. listopadu 2022. Od 9. listopadu 2022 jsou Treasury futures zahrnuty). Na úrovni portfolio je YTM charakteristikou portfolio na základě jeho držby k určitému datu a je považován za výnos dlouhodobého dluhopisu vyjádřený jako anualizovaná míra návratnosti za předpokladu, že portfolio drží aktiva do splatnosti a úrokové sazby zůstanou konstantní. YTM nepředstavuje výkonnostní výnos pro portfolio a může se zvýšit nebo snížit v závislosti na současné hodnotě tržní ceny dluhopisu a také na počtu a velikosti zbývajících plateb.

Goldman Sachs Czech Crown Short Duration Bond a Goldman Sachs Czech Crown Bond je podfondem Goldman Sachs Funds IV se sídlem v Lucembursku. Goldman Sachs Funds IV je řádně schválen Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) v Lucemburku. Fond i podfond jsou registrovány u CSSF. Prospekt, dokument Klíčové informace pro investory, informace o aspektech fondu souvisejících s udržitelností (jako je klasifikace SFDR) a další zákonem požadované dokumenty týkající se fondu (obsahující informace o fondu, nákladech a souvisejících rizicích) jsou k dispozici na [www.gsfondy.cz](http://www.gsfondy.cz) (sekce Fondy) jazyce země, kde je oznámen pro účely uvádění na trh. Společnost Goldman Sachs Asset Management B.V. se může rozhodnout o ukončení uvádění fondu na trh v souladu s článkem 93a směrnice SKIPCP a článkem 32a směrnice AIFM, jak byla implementována do nizozemského práva v článcích 2:121ca a 2:124.0a Wft. Informace o právech investorů a mechanismech kolektivního odškodnění jsou k dispozici na [www.gsfondy.cz](http://www.gsfondy.cz) (v části Společnost – Povinně zveřejňované informace).

Investoři by si měli zjistit u svého distributora, zda fondy uvedené v tomto dokumentu patří do kategorie fondů, které jsou pro ně vhodné. Při rozhodování o investování do fondu by měly být zohledněny všechny charakteristiky, cíle a související rizika fondu, jak jsou popsána v prospektu. Propagovaná investice se týká nabytí podílových jednotek nebo akcií fondu, a nikoli podkladového aktiva, do kterého fond investuje.

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

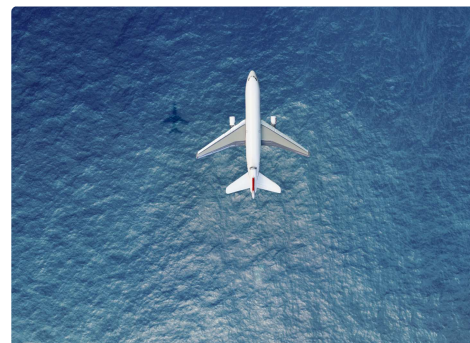
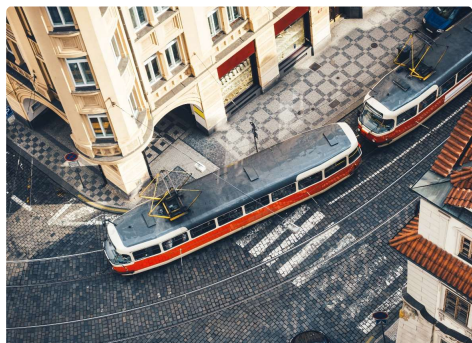
Fondy, Komentáře z trhu

Sdílet na LinkedIn 

Sdílet na Twitter 

Vytisknout článek

## Nepřehlédněte



[Fondy, Komentáře z trhu](#)

[Komentáře z trhu](#)

[Fondy](#)

## Komentář k aktuálnímu vývoji českého dluho...

06.10.2023

[Přečíst >](#)

## Komentář k aktuálnímu vývoji trhů – září 2...

12.09.2023

Růst v Číně, růst na rozvinutých trzích, měnová politika, trh ...

[Přečíst >](#)

## Napsali o nás: Portrét fondu Goldman Sachs...

16.08.2023

Globální akciový fond, který cílí na dividendové společnosti o...

[Přečíst >](#)

### Fondy

[Přehled fondů](#)

[Historické ceny fondů](#)

[Porovnání výkonnosti fondů](#)

[Oznámení akcionářům fondu](#)

### Společnost

[O Goldman Sachs](#)

[Odpovědné investování](#)

[Distribuční partneři](#)

[Povinně zveřejňované informace](#)

[Výroční zprávy](#)

[Sledujte nás na LinkedIn](#)

### Aktuality

[Všechny aktuality](#)

### Goldman Sachs Asset Management B.V., Czech Branch

Bozděchova 344/2  
150 00 Praha 5  
Česká republika

IČO: 09691171  
DIČ: CZ685360359

[Kontaktujte nás](#)

[Informace o zpracování osobních údajů](#) [Zabezpečení](#) [SFDR](#) [Právní upozornění](#) [Zásady používání souborů cookies](#)



© 2023 Goldman Sachs. Všechna práva vyhrazena. Goldman Sachs Asset Management je součástí skupiny Goldman Sachs Group, Inc. Společnost Goldman Sachs je obchodovaná na newyorské burze a podle amerických zákonů je bankovní holdingovou společností. Internetová stránka Goldman Sachs Asset Management B.V., Czech Branch poskytuje informace institucionálním, soukromým a profesionálním investorům či poradcům. S investováním jsou spojena některá rizika. Hodnota investice může kolísat a není zaručena návratnost investované částky. Výkonnost v minulosti není spolehlivým ukazatelem budoucích výnosů. Minulé výnosy nejsou zárukou výnosů budoucích. Další podstatné informace naleznete v části Právní upozornění.