

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI	2
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY	5
DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISY	6
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2021	9
LIKVIDITA PORTFOLIA	11
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	11
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE	15

Hodnota aktiv k 31. březnu 2021

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	179 398 222 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	156 444 390 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	136 214 580 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	22 953 832 Kč

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 31.12.2020 – 31.3.2021

Portfolio – (časová výkonnost)	2,10 %
Benchmark	-0,88 %

Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 31.12.2020 – 31.3.2021

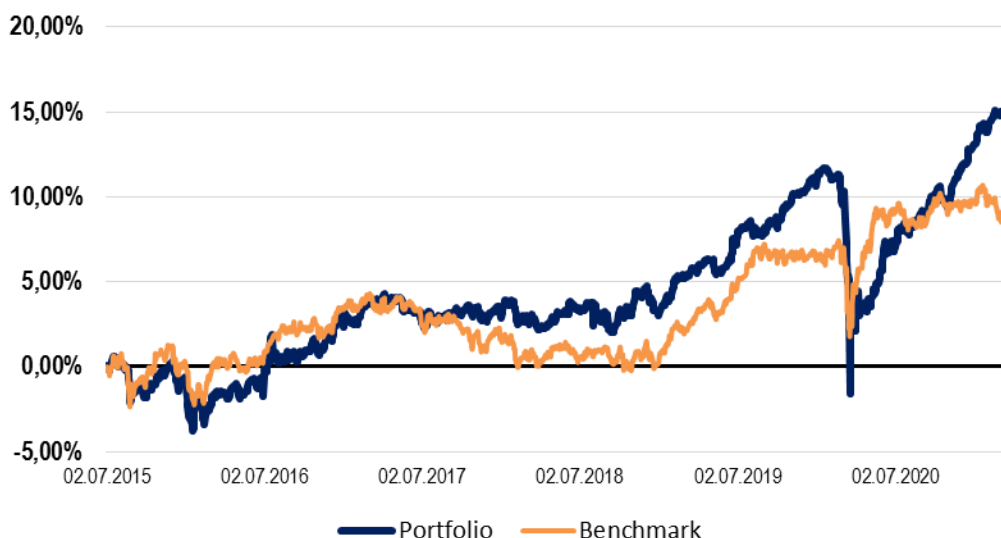
Portfolio (časově váženo, v periodě)	2,10 %
Benchmark	-0,88 %

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 31.3.2021

Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce)	15,44 % (2,53 % p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	8,74 % (1,47 % p.a.)

Cena investiční akcie k 31.3.2021	1,1530
-----------------------------------	--------

Výkonnost od počátku spolupráce



ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

EUROZÓNA, USA

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle druhého odhadu (a samozřejmě v souladu s očekáváním) ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku vrátila z nebeských růstových výšin třetího čtvrtletí zase zpátky na zem. Respektive lehce pod ní. Po růstu ve třetím čtvrtletí o 12,5% q/q (-4,2% r/r) totiž ve čtvrtém čtvrtletí její ekonomika poklesla, byť dle finálních dat jenom mírně (o 0,7% q/q, tedy o 4,9% r/r). Strukturální data zveřejněna během prvního kvartálu 2021 ukázala, že na tomto mezičtvrtletním poklesu se podílela jen poptávka domácností, která mezičtvrtletnímu růstu ubrala 0,7 p.b. Ostatní složky agregátní poptávky přispěly růstu pozitivně.

Měsíční data, která pak byla v EMU od ledna 2021 zveřejněna, sice reflektovala uzavírky obchodů (viz propad maloobchodních tržeb), ale také neutuchající naději, že již brzy bude podstatně lépe (viz předstihové indikátory).

Maloobchodní tržby zaznamenaly v lednu 2021 po prosincovém meziměsíčním růstu o necelá dvě procenta výrazný propad, a to o bezmála 6%, který byl největší od dubna 2020 (-11,4% m/m). Není ale divu: krátké předvánoční prosincové rozvolnění poměrů bylo v lednu vystřídáno opětovným uzavřením provozoven. Irsko i Rakousko zaznamenaly dvouciferné m/m poklesy, Francie se k takovému výsledku poklesem o 9,9% m/m přiblížila nejvíce, jak to šlo. Meziroční pokles maloobchodních prodejů tak dosáhl 6,4%. Měkké indikátory v průmyslu se dále zlepšily, dostaly se tak už na před-pandemické úroveň. I index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu, který se svou březnovou hodnotou 62,4 bodu dostal na historické maximum (měřeno je od června 1997). V dominantním sektoru služeb je situace sice horší, ale i tam se zlepšuje: oproti únoru, kdy index dosáhl 45,7 bodu, se v březnu zlepšil na sedmiměsíční maximum 48,8 bodu. Dohromady se tak poprvé po půlroce celkový kompozitní index PMI dostal nad 50, což indikuje expansi ekonomiky.

Celková evropská inflace dále narostla, a to z 0,9% v únoru na 1,3% v březnu. Důvodem růstu byl výrazný nárůst v sektoru energií. Poptávkové tlaky jsou však stále slabé, jak potvrzuje březnové zpomalení jadrové inflace na 0,9%.

Evropská centrální banka žádnou změnu politiky během kvartálu neprovedla, jasně však naznačila, že nedovolí růst výnosů. Prohlásila totiž, že očekává, že „tempo provádění nákupů v rámci PEPP bude v příštím čtvrtletí výrazně rychlejší než v prvních měsících tohoto roku“, což je evidentně reakce na růst výnosů během února a března. Aby bylo trhu jasné, že se jedná o „whatever it takes“ slib podobný slibu Draghiho z roku 2012 nedopustit rozpad Eurozóny, hodila koncem měsíce jeho nástupkyně na čele ECB Lagardová investorům rukavici, když řekla,

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

že můžou „odhodlání ECB [nepřipustit zpřísnění měnově politických podmínek skrze růst výnosů] testovat kolik jen chtějí“, že však ECB určitě nepovolí.

Americká ekonomika sice v únoru kvůli počasí klopýtla, její vyhlídky se však díky zlepšování trhu práce i schválení dalšího balíku fiskálních stimulů zlepšily. Inflace je nadále nízká.

Americká ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí minulého roku samozřejmě také nezopakovala stratosférické tempo růstu z třetího čtvrtletí (33,4% q/q, anualizovaně), ale na rozdíl od Eurozóny ani mezičtvrtletně nepoklesla. Tempo jejího anualizovaného mezičtvrtletního růstu totiž dle třetího odhadu dosáhlo 4,3% (vs. druhý odhad +4,1%), když se na něm výrazně podepsaly jak hrubé fixní investice (+4,4 p.b.), tak, což bylo vcelku překvapivé, rovněž spotřebitelské výdaje.

Data zveřejněná během března 2021 byla smíšená: na jedné straně sice počasí utlumilo průmyslovou produkci a maloobchodní tržby, na druhé straně se dále zlepšil trh práce. Celkové maloobchodní tržby bez aut a bez paliv se po poklesech (dohromady o 4,2%) ve všech třech měsících posledního čtvrtletí minulého roku v lednu sice výrazně zvedly (+8,5% m/m), v únoru 2021 však opět poklesly. Pozvolna se zlepšuje i trh práce a průmyslová produkce.

Americká centrální banka taktéž ponechala nastavení měnové politiky bez změny. Sazby zůstaly na nule a nezměnil se ani závazek FEDu pokračovat v agresivních nákupech aktiv. Pokračující vakcinace, schválení fiskálního plánu podpory během února a jeho podpis prezidentem v polovině března však znamenaly, že se výhled od posledního zasedání přece jenom zlepšil. To pak v textu prohlášení reflektoval i samotný FED, když řekl, že „po poklesu tempa zpomalení v minulosti se v minulých týdnech indikátory zaměstnanosti i ekonomické aktivity zvedly“ a že se tak bude dít díky podpoře vlády i nadále. Přes to všechno však mediánové datum prvního zvýšení sazeb je stále až v roce 2024. Na rozdíl od situace před 3 měsíci však již 7 (místo tehdejších tří) členů FOMC očekává alespoň jedno utažení do konce roku 2023.

Jádrová PCE inflace přidala v únoru 2021 0,1% m/m, meziroční tempo tedy dosáhlo 1,4%, což je stejné jako v srpnu 2020 nebo v prosinci 2020. Zatím tak obavy finančního trhu z vysoké inflace v inflaci skutečně pražádnou oporu nenacházejí. Vezmeme-li však v úvahu gigantický balík fiskální pomoci (900 mld. v prosinci, 1900 mld. v březnu) a očekávaný letošní návrat k normálu díky vakcinaci, není nepředstavitelné, že se letos (a v dalších letech) znatelného růstu inflace nakonec dočkáme.

ČR

Česká ekonomika se s podzimní a zimní vlnou pandemie vypořádává lépe, než s tou první, jarní. Míra úspor domácností, která nebývale narostla, představuje zásobárnu poptávky pro doby, kdy se ekonomika znovu plně otevře. Může pak pomoci zvednout inflaci, která nyní naopak zpomaluje.

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

Po poklesech v prvním a ve druhém čtvrtletí minulého roku (o 3,1% q/q v prvním a o 8,7% q/q ve druhém čtvrtletí) a po výrazném oživení ve třetím čtvrtletí (+7,1% q/q) ekonomika ve čtvrtém čtvrtletí dle finálních dat ze začátku dubna 2021 překvapivě rostla, a to až o 0,6% q/q. To znamená, že se i navzdory druhé vlně pandemie, která ČR zasáhla na podzim a která v podstatě pokračuje doteď, dokázala nejen vyhnout dalšímu propadu, ale také to, že za celý rok byl pokles ekonomiky „jen“ o 5,6%. To, že druhá vlna pandemie se na růstu nepodepsala tak jako první, je důsledkem mnohem lepšího vývoje průmyslu (ten na rozdíl od jara 2020 nezavřel své provozy), ale také menších propadů v maloobchodu. Co se spotřeby domácností týče, pro budoucnost je důležité, že míra úspor kvůli poklesu daní a uzavření obchodů výrazně vzrostla, a to až na neuvěřitelných 23,3% disponibilního příjmu ve 4Q20. To je rezervoár nakumulované poptávky, který ekonomiku může po jejím znovu-otevření nakopnout, byť efekt tohoto krátkodobého vzednutí spotřeby pro státní rozpočet určitě nevykompenzuje dopady snížení daní, jež bude jeho prapůvodcem. To, jak velké tyto dopady na rozpočet jsou, je vidět z dat o plnění rozpočtu za první čtvrtletí: deficit rozpočtu v prvních třech měsících letošního roku dosáhl gigantických 125 mld. korun.

ČNB zasedala koncem března 2021, k žádné změně měnové politiky samozřejmě nedošlo neboť, jak konstatovala BR ČNB, „v situaci bezprecedentní míry nejistoty, která nadále ovlivňuje jak samotný hospodářský život, tak i jeho zachycení statistickými daty, se zimní (listopadová) prognóza zatím docela uspokojivě naplňuje.“ Výhled měnové politiky se posunul mírně holubičím směrem: ČNB totiž konstatovala, že rizika pomalejšího odeznívání pandemie jsou velká a mohou „vést k potřebě udržovat měnové podmínky uvolněné o něco déle než v prognóze“.

AKCIE

Vyspělým akciovým trhům se v úvodním čtvrtletí dařilo. Celosvětový akciový index vyspělých trhů MSCI World si meziměsíčně připsal slušná 4,5 %. V rámci regionů celoevropský index DJ STOXX 600 vzrostl o 7,7 %, americký index S&P500 pak dosáhl na svá historická maxima (+5,8 %). Lepší výkonnost evropských akcií byla dána vyšší vahou levnějších hodnotových akcií, kterým se již pátým měsícem daří. Akcie rostoucích společností jako například Apple, Microsoft nebo Google naopak mírně zaostávaly. Pozitivně se obecně odrážely uvolnění nastavené měnové politiky centrálních bank, rostoucí proočkovanosť proti nemoci Covid19, globálně klesající počet nakažených nebo optimistický výhled na druhou polovinu roku ať již z pohledu rozvolňování lockdownů, ekonomického ožívování, růstu zisků společností nebo fiskálních stimulů.

Dobře se vedlo i českému akciovému indexu PX (+6,2 %), v němž se nachází mnoho bankovních titulů. Obecně se od listopadu roku 2020 relativně dobře daří hodnotovým akciím, které převažují v našem regionu. Slušné zhodnocení předvedly i akcie České zbrojovky, reagující na oznámení koupě stoprocentního podílu v americkém výrobci ručních zbraní, Colt.

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

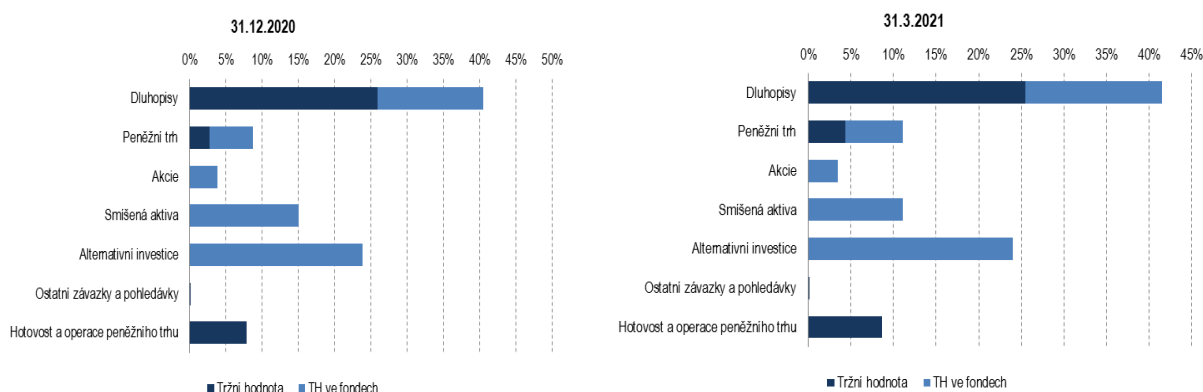
Akcie na rozvíjejících se trzích v závěru kvartálu mírně korigovaly zisky z předchozích měsíců, když souhrnný index MSCI Emerging Markets USD ztratil 1,7 % a od ledna tak přidal 1,95 %. Částečně se však do tohoto výsledku promítl také posilující dolar. Trhy nejvíce dolů táhly čínské akcie, domácí akcie (index CSI300 -3,1 %). Jako hlavní důvody vidíme vysoké valuace, které přiměly investory vybrat část dosažených zisků a vystřídání optimismu z ekonomického oživení pesimismem ohledně možného utažení měnových podmínek. Oproti tomu ostatní hlavní asijské trhy připisovaly mírné zisky. Dařilo se rovněž akcím v Latinské Americe, které dokázaly navzdory zhoršující se epidemiologické situaci (zvláště v Brazílii) umazat ztráty z předchozího měsíce. Rostoucí ceny ropy pomáhají také ruským akciím. Největší šok zažili investoři v Turecku, kde se tamní trhy propadly po oznámení prezidenta Erdogana, který zcela neočekávaně vyměnil guvernéra centrální banky. Důvěra v předchozí odpovědnou politiku tím byla zcela vymazána. Akcie oslabily mezikvartálně o více než 5,8 % a výnosy dále snížilo oslabení turecké liry.

Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	TER**
2020	2,24%	3,24%	1,20%
2019	7,39%	6,06%	1,3%
2018	0,13%	-1,40%	1,48%
Průměr	3,25%	2,63%	1,38%

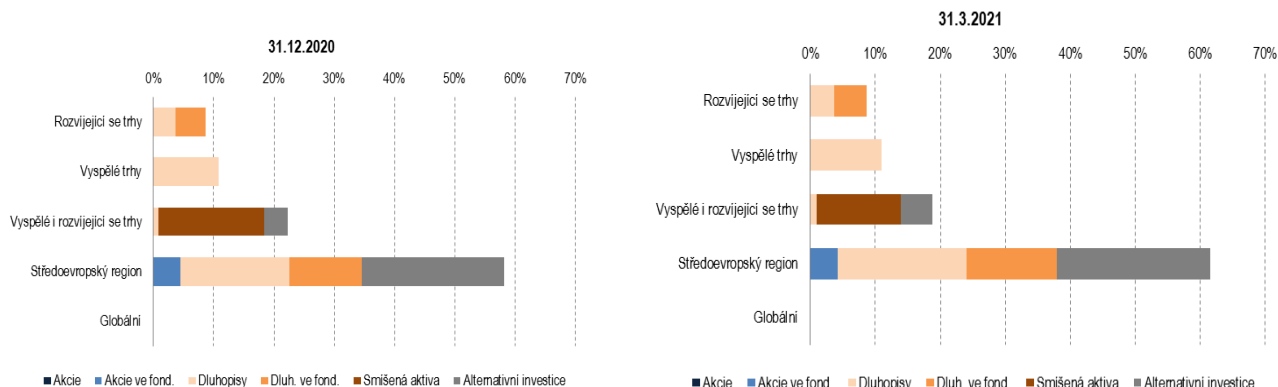
* časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta. Udávaná výkonnost je již očištěná o poplatky fondu (TER).

** TER obsahuje zejména fixní manažerské poplatky, vratky z fondů do portfolia (trailer fee), poplatek za depozitáře, custody a audit, bankovní poplatky

STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY



ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.



*Celková váha dynamické složky: 18,9 %

Celková váha dynamické složky: 14,6 %

* Conseq invest akcie nové Evropy + Conseq Private Dynamický

V průběhu čtvrtletí jsme se ve dvou krocích rozhodli postupně snížit zastoupení dynamické složky akciových fondů. Prodeje jsme provedli napříč globální akciovou expozicí mimo nejatraktivnější oceněné akciové regiony – střední a východní Evropu, Ruska a Turecka.

Realizovat další část akciových zisků jsme se rozhodli především proto, že i) hlavní globální akciové indexy se momentálně pohybují na nových historických maximech, ii) akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je také na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, a iii) kvůli našim obavám z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 32; P/S 3,0; EV/EBITDA 20).

Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům neboli srovnávacím indexům i nadále podvážení v akciích a naopak nadvážení v dluhopisech a alternativních investicích.

V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele se střední a východní Evropou a rozvíjející se Asií.

DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISY

Fond Conseq Invest Dluhopisový zakončil březen mírným ziskem a opětovně tak výrazně překonal srovnávací index, který klesá šest měsíců v řadě. Za posledních dvacet čtyři měsíců klesl fond pouze během čtyř z nich, zatímco tržní index zaznamenal měsíčních poklesů celkem patnáct. Na pětileté periodě je pak relativní výkonnost fondu lepší o více než sedm procentních bodů (+7,2 % vs 0 %). Portfolio fondu jsme udržovali při nízké úrokové citlivosti se zaměřením zajímavé korporátní emise.

Fond Conseq Invest Konzervativní si na závěr prvního čtvrtletí připsal kosmetickou ztrátu 0,05 %. Od května 2020 nicméně zaznamenal teprve druhý negativní měsíc. Pokles byl dán zejména propadem cen českých státních

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

dluhopisů, jejichž výnosy během kvartálu dále silně rostly. Dvouleté splatnosti se dostaly až na 1,1 %, což je hodnota, která je o skoro procentní bod výše než počátkem ledna 2021 a také nejvyšší hodnota od konce března minulého roku. Stejně tak vinou stále špatné epidemiologické situace a špatného vývoje rozpočtu pokračovaly výprodeje delších splatností.

Po dvacetiprocentním růstu v závěrečném kvartálu 2020 přidal fond Conseq Opportunity dalších téměř 15 procent. Hlavní kontribuci přinesl pokračující růst českých úrokových swpaů. Výnos desetiletých kontraktů se zastavil na 1,83 %, což byl po téměř 50 bodové růstu ve čtvrtém kvartálu další, tentokrát téměř 60 ti bodový vzestup. Pozitivně se vedlo i korporátním emisím neinvestičního stupně.

Pokles 2,3 % zaznamenal naopak fond Conseq Invest dluhopisy Nové Evropy. Výkonnost fondu se v březnu, po sedmi plusových měsících, ocitla v červených číslech. Celý březnový propad (3,5 %) jde přitom na vrub tureckých dluhopisů. Slibný vývoj cen tureckých aktiv, která od konce loňského roku nabrala velmi pozitivní směr v důsledku toho, že se turecká ekonomika vyhnula recesi a změny na pozici guvernéra centrální banky a na postu ministra financí přinášely výrazně racionálnější ekonomický kurz, tradičně utnul prezident Erdogan. Jako zastánce netradiční ekonomické teorie, že vysoké sazby přinášejí vysokou inflaci, ho rozezlilo další 200 bodové zvýšení měnově politické sazby a bez varování vyměnil trhem velmi pozitivně přijímaného guvernéra centrální banky. Zvýšení sazeb, respektive kladná reálná úroková sazba je přitom nutným předpokladem k utlumení vysoké (a stále rostoucí) inflace. Politickým cílem prezidenta je nicméně nepřipustit zpomalení turecké ekonomiky, které by přineslo zhoršení životní úrovně domácího obyvatelstva. Predikce tureckého vývoje se tak opětovně stává stále více nepředvídatelnou a případná pozitiva se hledají stále obtížněji.

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

V lednu 2021 poprvé od dubna 2020 vzrostly kreditní prémie jak investičních, tak také spekulativních korporátních dluhopisů. To se týkalo jak těch denominovaných v euru, tak v dolaru. Následný pohyb pak byl ve vleku vývoje rizikové averze a trhu státních dluhopisů. Zatímco trh dolarových emisí byl pod tlakem růstu výnosů amerických Treasuries a moc se nedařilo ani eurovým emisím investičního stupně, výnosy korporátních dluhopisů se spekulativním ratingovým hodnocením dále klesaly. Zatímco v prvním případě jsou CDS prémie eurových dluhopisů s ratingem v investičním pásmu na konci března 2021 o cca 18 % vyšší než počátkem minulého roku 2020, v případě spekulativních ratingových stupňů jsou o cca 35 % nižší!

Pokud jde o trh korporátních dluhopisů z celkového pohledu, kreditní marže, které měří výnosovou prémii korporátních dluhopisů oproti relativně bezrizikovým výnosům vládních dluhopisů nebo sazbám úrokových swpaů, jsou výrazně pod úrovněmi historických průměrů a celkově jsou tak i korporátní dluhopisy velmi drahé (v poměru výnos/riziko). Naše aktivní správa portfolií korporátních dluhopisů je, co se kreditního rizika týče, nicméně také nastavena poměrně defenzivně. U korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield) se

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

zaměřujeme zejména na společnosti, které nejsou extrémně předlužené, například dle poměru čistý dluh/EBITDA, a zároveň na společnosti, které generují velice solidní cash flow, například dle poměru provozní cash flow/investovaný kapitál. Z duráčního pohledu pak preferujeme variabilně úročené emise, které nejsou cenově tolik citlivé na růst tržních úrokových sazeb.

Do portfolia jsme v průběhu kvartálu zařadili novou primární emisi nám již známého českého emitenta ze sektoru nemovitostí – ZDR. Splacením předchozí emise došlo k nárůstu hotovostních prostředků, jejichž opětovné umístění do ročních cenných papírů s velmi silným zajištěním a výnosem přes pět procent vnímáme jako velmi atraktivní s rozumným rizikovým profilem.

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Jak již bylo napsáno výše, akciovým trhům se během kvartálu velmi dařilo. V rámci globální alokace aktiv jsme se nicméně rozhodli dále snížit část akciových pozic. Tímto krokem jsme zvýšili podvážení globální akciové složky vůči benchmarku z -25,0 % na -37,5 % mezi neutrálem a minimem. Prodeje jsme provedli napříč globální akciovou expozicí mimo nejatraktivněji oceněné akciové regiony – střední a východní Evropy, Ruska a Turecka. Získanou hotovost jsme alokovali do nového fondu naší společnosti zaměřeného na vysoko úročené korporátní dluhopisy (high-yield), u kterého momentálně očekáváme roční zhodnocení kolem 6 %.

Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Domníváme se proto, že v aktuálních cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 32; P/S 3,0; EV/EBITDA 20). Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání a americké akcie v následujících měsících budou za zbytkem světa výrazně zaostávat, na relativní výkonnosti našich portfolií vůči benchmarkům se to projeví velice pozitivně.

Na druhou stranu se domníváme, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední a východní Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (P/E 18; P/S 1,3; EV/EBITDA 9). Region střední Evropy máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně nadvážený. Pevně věříme, že si k němu v nejbližších měsících investoři cestu opět najdou.

Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 25; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). Rozvíjející se Asie je totiž momentálně hospodářským motorem celého

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

Fond fondů Conseq Private Dynamický si za kvartál připsal 5,7 % a navázal tak na silný poslední kvartál 2020. Srovnávací index přidal 5,6 %.

Proti měnovému riziku jsme plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR (105 %)**. **Souhrnná efektivní cizoměnová expozice činila 0,7 %**.

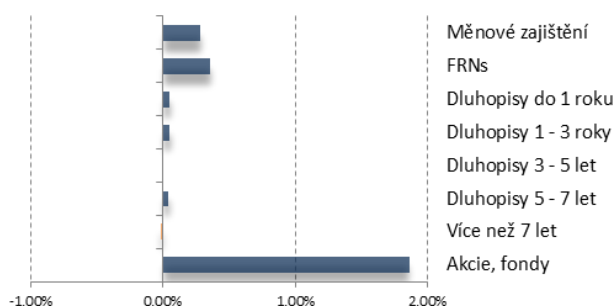
Durace a měnové zajištění

Měnové zajištění (celé portfolio)		Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický)	
Podíl portfolia v %		Podíl portfolia v %	
EUR	105 %	EUR	25 %
USD	-- %	USD	75 %
jiné	-- %	JPY	-- %

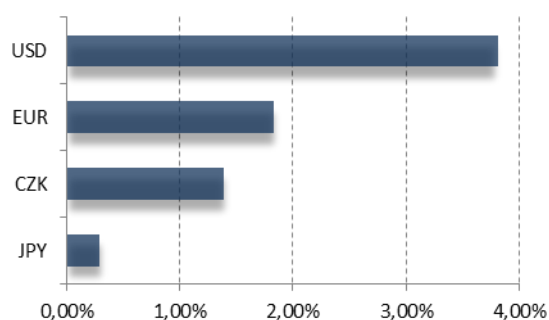
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2021

V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv

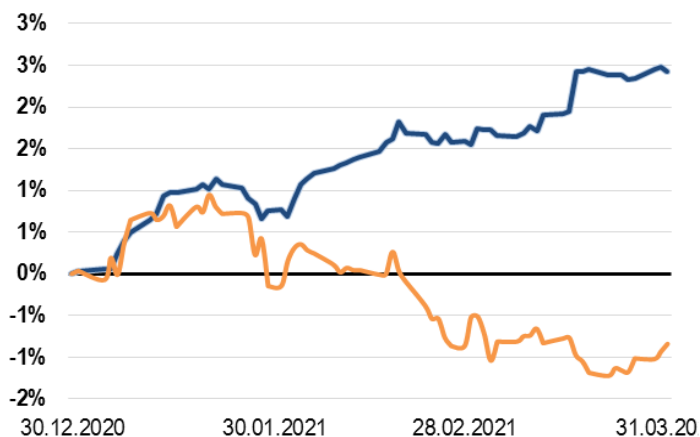


Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn

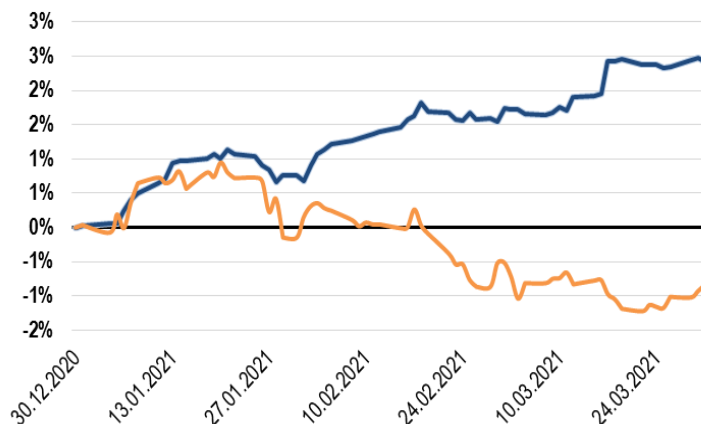


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

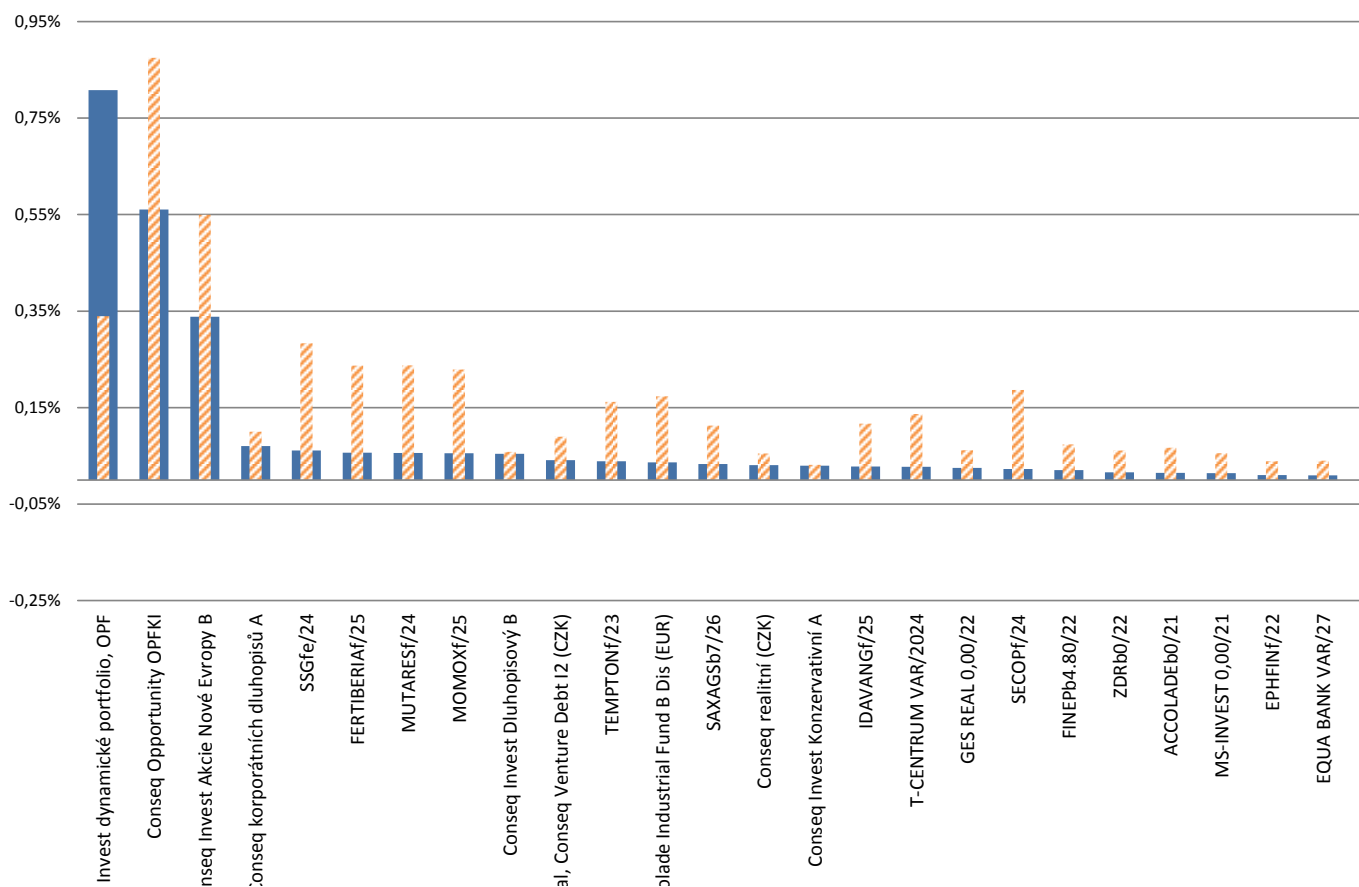
Výkonnost za 3 měsíce



Výkonnost v periodě

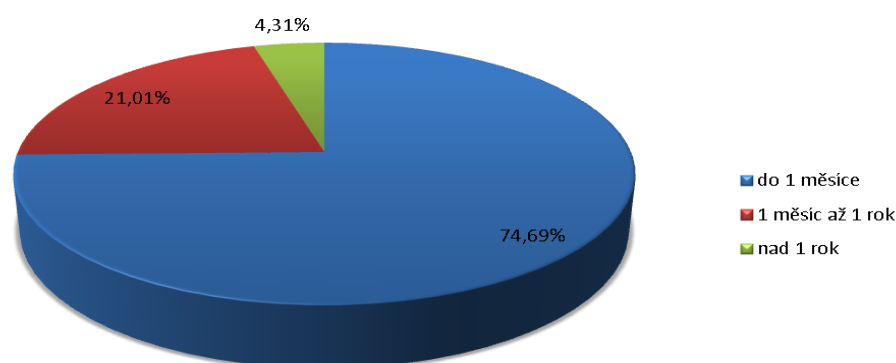


Kontribuce jednotlivých pozic



ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

LIKVIDITA PORTFOLIA



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhopisových sazeb máme čtveřici důvodů. Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 380 miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci 2020 (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) a kvůli špatné epidemiologické situaci (tj. kvůli dlouhé uzavírcce ekonomiky) stejné nebo horší. Zadruhé, Česká republika stále vykazuje vcelku vysokou inflaci v její poptávkové složce, a to i když v posledních měsících došlo ke zpomalení. Zatřetí, sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že letos nebo v příštím roce vyrostou, a to jako první v regionu. Nemusí se sice vyplnit poslední prognóza ČNB čekající v nejbližších 12 měsících čtyřnásobný růst sazeb, ale že bude ČNB první s prstem na utahovací kohoutku, je dle nás jasné. Začtvrté, jsou zde obrovské fiskální stimuly v Americe a z těchto stimulů pramení strach z vyšší inflace (a tudíž vyšší výnosy v USA).

Naproti těmto faktorům stojí (1) extrémně uvolněná měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně, která bude trvat dlouho, a také (2) domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). Podle vývoje v minulých měsících se zdá, že první množina faktorů převládá a bude převládat. Proto očekáváme, že výnosová křivka bude dále zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla vzhůru posouvat celá výnosová křivka.

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Polsko je málo zadlužená ekonomika s relativně zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila vloni sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť (a to ani když její vlastní prognóza ukazuje na inflaci nad 3% v nejbližších třech letech), spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v letošním nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska určitě nemá proč přijít. V Eurozóně je situace rovněž jasná. Evropská centrální banka provádí masivní uvolňování politiky, inflace je nízká (jádrová je na historickém minimu), ekonomika se bude na před-pandemické úrovni nějakou dobu vracet. Nízké výnosy po dlouhou dobu jsou tak v Eurozóně v podstatě jistotou. Polské výnosy tak může dostat znatelněji nahoru jen dění na globálních dluhopisových trzích, domácí faktory budou mít tendence tyto růstové tlaky spíše tlumit. Tak jako tak však mírný růst výnosů kvůli globálním faktorům letos čekáme.

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

Nečekané rozhodnutí prezidenta Erdogana o výměně guvernéra zcela vymazalo veškerou nově vybudovanou kredibilitu centrální banky a opětovně přineslo návrat nepředvídatelnosti a poplatnosti vůči prezidenta v rozhodování o měnové politice. Zahraniční investoři, kteří se do tureckých dluhopisů začali zvolna vracet tak mohou nyní maximálně doufat, že nový guvernér alespoň hned nezačne s opětovným snižováním sazeb. První reakce měnového kurzu a cen tureckých dluhopisů byla samozřejmě velmi negativní, nicméně prach se postupně usadil a propad cen a kurzu dále neakceleroval. Těžko ale hledat výraznější budoucí pozitiva. I nadále přetrvává vnější nerovnováha v podobě deficitu běžného účtu a v současné době opětovně zesílené inflační tlaky s tím, jak se uzavírá produkční mezera turecké ekonomiky a projevují se dopady oslabující turecké liry. Neexistující devizové rezervy brání centrální bance v její podpoře. Na slabší úrovni bude kurz tlačit i vysoký dolarový dluh turecké ekonomiky a potřeba jeho postupného refinancování. Pesimistický obrázek pak doplňuje prezidentova touha po nižších sazbách.

Lepší vývoj ukrajinského státního rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnového fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. A ačkoliv i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, pomalý progres plnění požadavků MMF a slabé institucionální uspořádání základních státních institucí jsou faktory, které atraktivitu tamních aktiv snižují. K tomu se nově přidává i opětovný nárůst geopolitického napětí na hranicích s Ruskem, kde roste vojenská aktivita a množí se výskyt fatálních střetů vojáků obou států.

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

MĚNOVÉ KURZY

U kurzu **eura proti dolaru** se, zdá se, zastavil trend k oslabování dolaru, hnaný inflačním narativem minulého roku. Vzhledem k tomu, že díky fiskálním stimulům a velmi svižnému tempu vakcinace se odhady letošního tempa růstu a tempa růstu v roce 2022 zlepšily, očekáváme, že dolar může technickým trendem v kratším horizontu dále mírně posílit. V delším horizontu však dle nás převládne vyšší inflace a její negativní vliv na dolar.

Koruna má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále velmi špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky štedré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postcovidovém období. Ano, mnohasetmiliardový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dluzích dnes (s nadsázkou řečeno) nikomu nezáleží. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace. ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, ale poslední prognóza ČNB již volá po jejich vcelku rychlém růstu. Možná tak rychlý ve skutečnosti nebude, ale ČNB určitě v nejbližších dvou letech sazby zvedne, což koruně pomůže. Očekáváme tak návrat mezi 25 a 25,50 v nejbližších 12 měsících.

Polskému zlotému by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb a centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit v posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat maximálně ke 4,40.

Maďarskému forintu škodí, podobně jako jeho polskému protějšku, centrální banka, která chce mermomocí udržet výnosy co nejnižší. A tak i makroekonomické oživení, které již přichází (a které je nyní lepší než třeba v ČR), se na forintu nejspíš letos podepíše jen v omezené míře. Nevidíme tak prostor pro výraznější posílení pod 345 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Na akcie máme nyní mírně negativní názor. Mezi hlavní důvody naší opatrnosti patří i) přední globální akciové indexy se momentálně pohybují na nových historických maximech, ii) akciové valuace neboli ocenění globálních akciových indexů je také na historických maximech nebo na nejvyšších úrovních od technologické bubliny v roce 2000, a iii) kvůli našim obavám z výrazně zvýšené inflace kvůli stále bezprecedentním monetárním a fiskálním stimulům v klíčových největších ekonomikách, zejména USA, eurozóně a Japonsku. Přitom dle historických statistik vždy platilo, že při zvýšené inflaci se akciím příliš dobře nevedlo. Domníváme se proto, že v aktuálních

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

cenách akcií je již zaceněno očekávání velice pozitivního budoucího vývoje a prostor pro další výrazný akciový růst je již výrazně omezen.

Na druhou stranu musíme zdůraznit, že celková nadhodnocenost globálních akciových trhů je způsobena především extrémní nadhodnoceností amerických akcií (P/E 32; P/S 3,0; EV/EBITDA 20). Ty máme proto v naší globální akciové alokaci vůči benchmarkům výrazně podvážené. Pokud se vyplní naše očekávání a americké akcie v následujících měsících budou za zbytkem světa výrazně zaostávat.

Domníváme se však, že některé regiony z rozvíjejících se trhů jsou i nadále oceněny velice atraktivně. Patří mezi ně především region střední Evropy, který v uplynulých letech za globálními akciovými indexy velice výrazně zaostával. Střední Evropa je momentálně pravděpodobně vůbec nejlevnějším regionem na celém světě (P/E 18; P/S 1,3; EV/EBITDA 9). Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží.

Dalším regionem, který máme v rámci globální akciové složky výrazně nadvážený, je rozvíjející se Asie v čele s Čínou (P/E 25; P/S 1,9; EV/EBITDA 15). Tomuto regionu se v posledních kvartálech dařilo velice dobře a naše investiční portfolia z tohoto vývoje výrazně profitovala. Pevně přitom věříme, že nadvýkonnost tohoto regionu by měla pokračovat také ve zbytku letošního roku. Rozvíjející se Asie je totiž momentálně hospodářským motorem celého světa. HDP Indie by měl podle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu v letošním roce růst o 11 % a HDP Číny o 8 %. To by se samozřejmě mělo výrazně pozitivně projevit na dynamice korporátní ziskovosti lokálních burzovně obchodovaných firem a potažmo akciové výkonnosti.

Mezi klíčová rizika našeho mírně pesimistického scénáře pro globální akciové trhy patří především skutečnost, že klíčové centrální banky stále provádějí nákupy aktiv v bezprecedentním měřítku (kvantitativní uvolňování). Z globálního pohledu v loňském roce centrální banky natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je dokonce trojnásobek oproti předchozímu rekordu z krizového roku 2008. Nemůžeme tedy vyloučit, že globální akciové trhy budou pokračovat v růstu i ze současných historických maxim, neboť korelace mezi globálními akciovými indexy a globální peněžní zásobou je od globální finanční krize skutečně velice silná.

Jan Schiller

Senior portfolio manager

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE

V souladu s investičním kodexem nejsou v portfoliu fondu přímo zastoupeny žádné investiční nástroje, které by kolidovaly s filozofií ESG. Nepřímá expozice skrz fondy dosahuje v součtu mírně přes 1,5 %.

PŘÍMÁ EXPOZICE V DLUHOPISECH

EPH	Zařazeno po konzultaci- viz. mail 01.10.2018 10:53, návrh nákupu nových dluhopisů pro fond ČCE (B)
NORAM	Prodáno. Velice malá zbytková pozice 0,01 % portfolia (pozůstatek korporátní akce, vypořádané po prodeji).
Mutares	Společnost klade nemalý důraz na zodpovědný přístup k ESG problematice (vyrovnává vyprodukovanou CO2 stopu, sponzoruje dětské hospice a více, jak 1/3 vlastněných společností disponuje ISO certifikací a splňuje tak standardy ochrany životního prostředí).
Fertiberia	Specializuje se na výrobu hnojiv s nízkou uhlíkovou stopou, využití nízko emisních energetických zdrojů a ve srovnání s konkurencí má dlouhodobě podporovaný program na druhotné využití surovin pro další výrobu, dekarbonizaci průmyslové výroby a v rámci evropských snah o snížení emisí skleníkových plynů spolupracuje v konsorcii evropských společností na konceptu cirkulární ekonomiky a podpoře obnovitelných zdrojů.
Saxa Gres	Společnost se zabývá výrobou dlaždic a dlažebních kamenů pro vnitřní i venkovní účely, městské povrchy i individuální využití. Podstatou výroby je patentovaná technologie Grestone, která při výrobním procesu keramických dlaždic a kamenů využívá jako příměsi (až ze 30 %) popela ze spaloven. Tento přístup je základem projektu tzv. „circular economy“ – druhotného využití průmyslových odpadů, snížení nákladů výroby a znovuočtení jinak utlučených výrobních kapacit, pro které původní vlastníci již neměli využití. V tomto případě to vedlo k oživení továren a lokalit, zasažených poklesem poptávky a útlumem výroby, obnovení 500 pracovních míst a využití odpadů z lokálních spaloven. Celé fungování společnosti má tak také nezanedbatelný ESG rozměr.

ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

Nepřímá expozice skrze fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol a cigarety	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	0,97%	1,58%	0,00%	0,75%	3,30%	6,68%	0,22%
ConseqCorpBondA	2,85%	1,56%	0,00%	0,98%	5,39%	5,09%	0,27%
ConseqOpportunity	3,60%	0,00%	0,00%	1,52%	5,12%	4,02%	0,21%
ConservativeBFA	0,00%	2,90%	0,00%	0,00%	2,90%	6,73%	0,20%
EquityFundB	9,10%	1,24%	4,03%	0,00%	14,37%	3,50%	0,50%
NewEuropeBF_A	1,22%	0,00%	0,00%	1,37%	2,59%	4,27%	0,11%
						Celkem	1,51%