

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

## ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 1. ČTVRTLETÍ 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH .....	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA .....	5
LIKVIDITA PORTFOLIA .....	8
OČEKÁVANÝ VÝVOJ .....	8
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE .....	11

### Hodnota aktiv k 31. březnu 2020

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	149 047 297 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	146 444 391 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	132 353 389 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	2 602 906 Kč

### Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 31.12. 2019 - 31. 3. 2020) - objemově váženo

Portfolio	-7,71 %
Benchmark	- 1,48 %

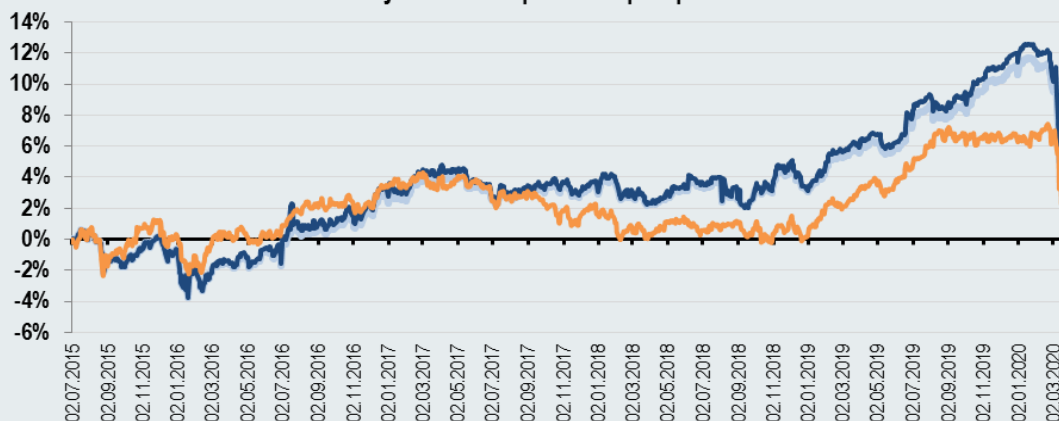
### Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2020 - 31. 3. 2020) - objemově váženo

Portfolio	-7,71 %
Benchmark	- 1,48 %

### Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 31. 3. 2020) - objemově váženo

Portfolio	1,97 % (0,45 % p.a.)
Benchmark	4,83 % (1,00 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### ▣ DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### ČR, EU, USA

První kvartál 2020 započal spíše negativní lednovou náladou, zejména závěr prvního měsíce vyzněl pesimisticky. Důvody byly tři a to sílící epidemie koronaviru, slabá čísla ohledně dynamiky HDP eurozóny ve čtvrtém čtvrtletí a slabší výsledková sezóna potvrzující globální recesi korporátních zisků. Nicméně šlo pouze o slabou předehru toho, co mělo následovat. V únoru nabraly události rychlý spád a jeho poslední týden byl, kvůli rychlému rozšiřování epidemie koronaviru mimo Čínu, pro trhy rizikových aktiv nejhorším od globální finanční krize v roce 2008.

Přestože celý rok 2019 lze hodnotit jako velmi úspěšný, v jeho závěru se začal, v té době zcela nepozorovaně, projevovat faktor, který dále zcela bezprecedentně ovlivnil nejen úvod roku 2020, ale viděno dnešní optikou pravděpodobně předurčil i několik následujících let. Virová nákaza s původem v čínském Wu-chanu v provincii Chu-pej velmi rychle přerostla v celosvětovou pandemii a vyústila v přijetí bezpečnostních opatření, zcela ochromujících ekonomickou aktivitu v Evropě, USA a v podstatě celém zbytku světa. Tomu odpovídal i vývoj na finančních tržích, které reagovaly masivními propady, oslabením měn a vymizením likvidity na trhu korporátních dluhopisů.

Takové chování finančních trhů a vývoj hodnoty aktiv jsme naposledy mohli pozorovat v počátcích finanční krize roku 2008, přičemž v některých případech byla nynější volatilita ještě výraznější, umocněna pasivními strukturami finančních trhů. Přestože reálně očekáváme výrazné dopady a pokles ekonomické aktivity v průběhu většiny roku 2020, spojené se zvýšením nezaměstnanosti, nárůstem kreditních marží a míry úvěrových selhání, máme za to, že okamžitá vládní opatření a alokovaná fiskální kapacita umožní zmírnění celého procesu a postupný návrat k původním úrovním ekonomické aktivity s pozitivní odezvou na akciových tržích a v celkové valuaci investičních aktiv.

Bez ohledu na výše zmíněné a intenzitu prvotních ekonomických ztrát vychází náš přístup i nadále z dlouhodobé vize a valuaci aktiv v průběhu prvního a druhého kvartálu 2020 vnímáme spíše jako jednorázovou anomálii, jejíž intenzita bude plně funkcí délky trvání bezpečnostních opatření, než jako nový normál dlouhotrvající recese.

Všechna makroekonomická data zveřejněná v úvodních měsících jsou vzhledem ke koronaviru pohledem do značně irelevantní minulosti. Jedinou výjimkou jsou měkké indikátory, které, bohužel, ale pochopitelně, věští pro přelom prvního a druhého čtvrtletí ekonomický propad. Celková inflace zůstává velmi nízká. Jádrová i celková inflace v únoru dle finálních dat dosáhly shodně 1,2%, a vzhledem k recesi, která Eurozónu čeká, nelze čekat, že by se inflace v jakémkoliv dohledné době měla vrátit k cíli ECB.

ECB na svém březnovém zasedání, podobně jako další centrální banky, zavedla dalekosáhlá opatření na boj s koronavirem. ECB kromě jiného zvýšila tempo odkupu aktiv v rámci jejího existujícího APP (Asset-Purchase Program) programu na 120 mld. EUR měsíčně do konce roku 2020 a spustila nový program PEPP („Pandemic Emergency Purchase Program“) s objemem 750 mld. EUR (6-7% HDP Eurozóny) a s pouze malým množstvím omezujících podmínek (kupř. je možné kupovat řecké dluhopisy, neexistuje limit na jednoho emitenta atd.). Vlády jednotlivých států, zejména Německa, přicházejí s fiskálními balíčky, které se v současné situaci na znovunastartování pohaslé ekonomiky hodí přece jen lépe než opatření ECB.

I v Americe se šíří koronavirus, takže tvrdá data jsou pro budoucnost, a to i tu blízkou, zcela nepodstatná. Trh práce se vzhledem k masivnímu propouštění vlivem uzavření valné většiny služeb nachází ve volném pádu, FED oprášil příručku krizového manažera z let 2008-2009 a snížil sazby na nulu. Měkké indikátory ještě nebyly tak úplně katastrofální jako v Eurozóně, ale to je dáno také tím, že situace v USA je stále ještě za Itálii nebo Španělskem. Bohužel se však poměrně rychle zhoršuje, takže březnové indexy PMI se nejspíš budou od dubnových znatelně lišit. Centrální banka během března vytáhla lehce zaprášenou rukověť krizového manažera

z roku 2008 a dala jí velkou steroidovou injekci. Celá „písmenkovaná polévka“ kreditních facilit z roku 2008-9 (CPFF, PDCF, MMLF, TALF, PMCCF atd.), jejichž cílem je zabránit zamrznutí klíčových složek finančních trhů, se vrátila zpátky během jednoho týdne. Sazby samozřejmě klesly na nulu, vrátily se i globální FX swapy s centrálními bankami (a nejenom s těmi velkými) s cílem zmírnit posilování dolaru hnané úprkem k relativnímu bezpečí. Novinkou je znovuzavedení programu odkupu aktiv (dluhopisy vlády a MBS) bez omezení objemu shora, jakožto i repo program pro zahraniční centrální banky.

Podobně jako jinde i v ČR byla ekonomika na zpomalující trajektorii už před koronavirem. Vládou nařízená uzavírka částí ekonomiky ji zcela jistě shodí do hluboké, doufejme však, že krátké, recese. ČNB poté, co v únoru sazby neočekávaně zvýšila, je během března ve dvou krocích snížila o celkem 1,25 p.b. na rovné 1 procento. Důvodem bylo samozřejmě uzavření částí ekonomiky ze strany vlády kvůli koronaviru a s tím spojené očekávání propadu ekonomiky i zpomalení inflace.

## Dluhopisové trhy

Německá výnosová křivka prošla velmi turbulentním vývojem. V průběhu kvartálu klesly desetileté výnosy na -80 b.b., dvouleté na -100 b.b., v obou případech tedy na historické minimum. Ve druhé polovině měsíce se kvůli eskalující situaci kolem koronaviru a z ní resultujícím uzavírkám sektorů prodávalo na finančních trzích všechno, a klasické korelace (akcie dolů, dluhopisy nahoru) se v tu chvíli rozpadly. Ve sháňce po likviditě za každou cenu se dvouleté německé výnosy na konci března dostaly až na -70 b.b., desetileté na -47 b.b. (a to ty dvouleté byly chvíli i -60 b.b., desetileté dokonce i -20 b.b., tj. nejvýše od poloviny ledna).

Podobný průběh – nejdřív úprk do dluhopisů, posléze z dluhopisů do hotovosti kvůli koronaviru – měl vývoj na dluhopisovém trhu na opačné straně Atlantiku. Americký desetiletý výnos nejprve krátkodobě propadl až na nové historické minimum 0,55%, poté se vrátil až k 1,20%, ale kvůli oživenému úprku k dolarové kvalitě zakončil měsíc lehce pod hranicí 0,70% - meziměsíčně tak desetiletý výnos propadl o silných 0,5 p.b. Dvouleté výnosy samozřejmě kvůli snížení sazeb FEDu klesly masivně, ještě o poznání více než dlouhý konec křivky, když na konci prvního čtvrtletí byly o 1,4 p.b. níže (tj., na 0,2%) než na jeho začátku.

Česká výnosová křivka v březnu výrazně zvýšila svůj sklon a opustila inverzní tvar z minulých kvartálů. Dlouhý konec (výnosy dlouhodobých dluhopisů) totiž ve volatilním obchodování na chvíli sice poklesl až pod 1,1%, poté se však vrátil na 1,5 % a oproti konci února se tak výnosy koncem března nacházely dokonce zhruba o 20 b.b. výš. Na krátkém konci se výrazně podepsalo snížení sazeb ČNB v reakci na dramatický obrát v ekonomických vyhlídkách v souvislosti s pandemií koronaviru – dvouleté dluhopisy klesly výnosově na 1,1%, tj. o 70 b.b.

Vývoj na kreditním trhu byl samozřejmě také velmi nepokojný. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na silném růstu CDS premií. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru klesly. U dolarových instrumentů došlo rovněž k výrazným cenovým poklesům. Masivní pohyby jsme samozřejmě zaznamenali i u kreditních premií korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly premie u dluhopisů investičního stupně jen oproti únoru o skoro padesát procent, u spekulativního stupně se dokonce zdvojnásobily. Rozsah cenových propadů byl mnohdy ještě umocněn nucenými prodeji ze strany fondů v důsledku výběrů či nutnosti doplnit úroveň bankami požadovaných kolaterálů z důvodu oslabujících měn a v podstatě neexistujícím trhem, kde se případní kupci hledali jen velmi ztěžka.

## Akcie

Úvodní kvartál roku 2020 byl pro riziková aktiva jedním z nejtěžších v celé novodobé historii. Veškeré události z ledna a února, jako například relativně výrazný geopolitický konflikt v podobě zabití generála íránských vládních gard či začátek výsledkové sezony, byly rychle zapomenuty v důsledku šířící se nákazy COVID19. Která postupně přerostla v celosvětovou pandemii a vedla k propadům všech akciových trhů. V počáteční fázi, započaté již koncem února, došlo téměř k bezhlavému vyprodávání, aniž by se reflektovaly základní fundamenty jednotlivých

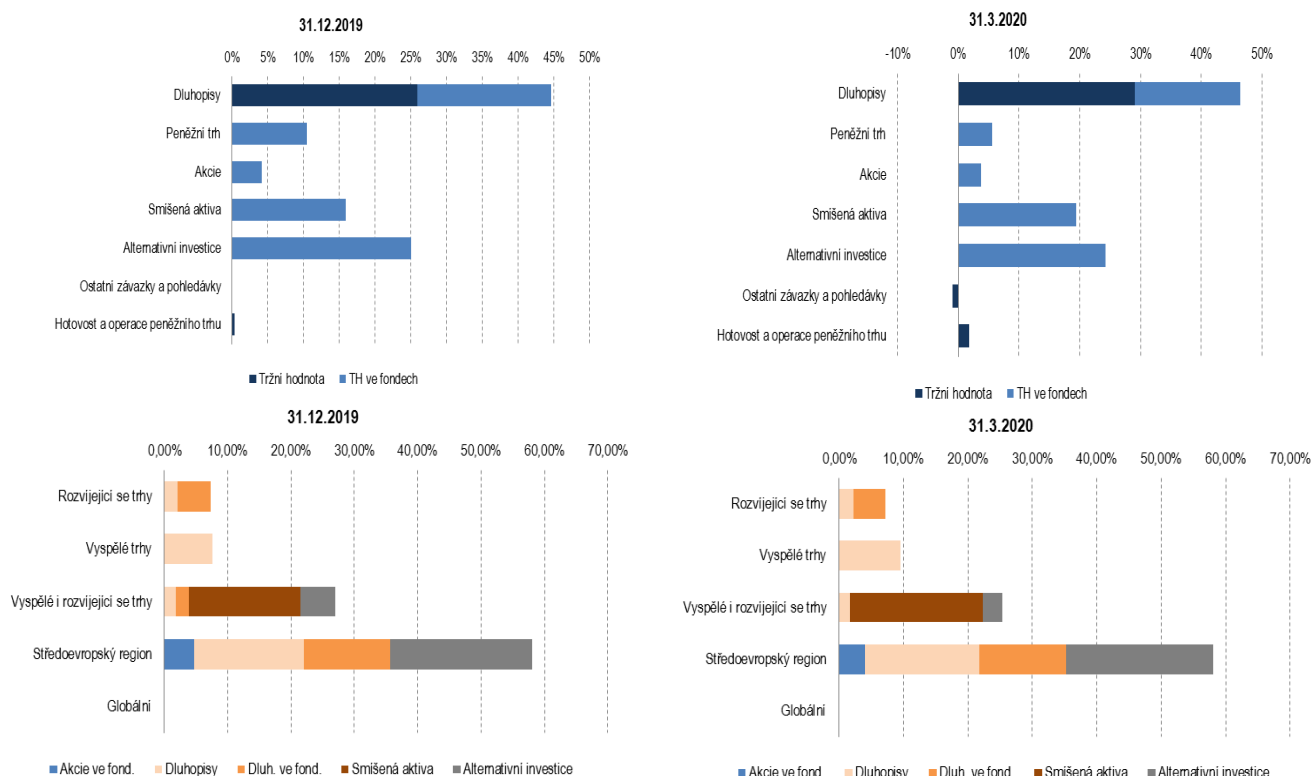
společností. Na vině bylo jednak nucené uzavírání pákových obchodů, potřeba získání likvidity pro kolateralizaci měnových obchodů či pouhý vysoký podíl pasivních struktur trhu v podobě etf fondů. Koncem března již došlo k relativní stabilizaci akciových trhů s orientací na vlastnosti daných společností. Nejmenší propady se týkaly především sektoru telekomunikací, zdravotnického nebo spotřebitelského (každodenní zboží). Výrazné propady naopak postihly sektory bankovníctví, automobilový, volného času, nemovitostní a ropy a zemního plynu. Právě neshoda na omezení produkce mezi OPEC a Ruskem vedla k propadu ropy WTI z lednových 60 až k březnovým 20 USD/barel. Na těchto úrovních jsou tak ztrátoví všichni US těžaři, jejichž průměrné náklady se pohybují mezi 40-50 USD/barel. Korporátní zprávy stály stranou a investoři se snažili odhadnout alespoň částečně dopady celé situace. Stěžejní tak pro několik málo následujících měsíců bude zkrácení šíření nákazy a uvolňování současných opatření, která mají výrazný dopad na hospodaření jednotlivých společností i celých ekonomik. Pozitivně pro finanční trhy působí podpůrná a stabilizující opatření centrálních bank a fiskální vládní balíčky. Americký index S&P 500 od ledna klesl o 24 %, evropský index DJ STOXX 600 propadl o 23,8 %.

Středoevropské trhy ztratily při panující situaci ohledně šíření COVID19, oproti vyspělým trhům, výrazně více. Bylo to dáno mnoha faktory jako například ekonomickými důvody, nižší likviditou, specifickými sektorovými fundamenty, politickými obavami (především v Maďarsku) a v neposlední řadě otevřeností jednotlivých ekonomik a na ně navazujících dopadů omezení otevřenosti hranic a zavedení karantén. Výrazně se nedařilo akciím těžařských společností (propad produkce z důvodu izolací, pokles cen surovin, vyšší zadlužení), ropných, včetně rafinérských společností (propad poptávky po benzínu) nebo cyklickým retailovým společnostem. Jedny z nejvyšších propadů však zažil bankovní sektor, u něhož se velice těžce odhadují budoucí ztráty z nesplacených úvěrů. Dále pak byly negativně vnímány schválená moratoria na odklad splátek úvěrů, případně v České republice snížení základních úrokových sazeb ČNB nebo doporučení centrálních bank v letošním roce nevyplácet dividendy. Menší ztráty zaznamenaly defenzivní sektory a společnosti, které by z panující situace mohly dokonce profitovat. Mezi takové patří polské vývojářské IT firmy (CD Project, Ten square sGames, 11 Bit Studios), telekomunikační nebo defenzivní spotřebitelské společnosti (Philip Morris, Stock Spirits, Dino Polska). Český index PX propadl o 29,7 %, polský index WIG30 o 31,3 %, maďarský index BUX o 28,3 % a index jiho-východních evropských trhů SETXEUR o 22 %. Cizoměnovým investicím pomohlo silné oslabení české koruny (EUR/CZK od ledna +7,6 %).

Akcie na rozvíjejících se trzích zažily nejhorší propady od globální finanční krize v roce 2008, souhrnný index MSCI Emerging Markets USD odepsal přes 11 %. Investoři vyprodávali akcie napříč všemi trhy bez rozdílu s tím, jak se řada dalších ekonomik uchýlovala k drastickým omezením mající za cíl zpomalení šíření COVID19. Relativně slušných výsledků dosáhly pouze čínské akcie (-11,2 % index CSI 300). Počet nových případů nemoci v Číně klesl (pokud lze věřit publikovaným číslům) na „pouhých“ několik desítek denně, a postupně dokonce došlo i k uvolnění několika dříve zavedených opatření. S velkými ztrátami naopak skončily akcie například v Brazílii, Indii či v Jižní Koreji. Prudký propad cen ropy se také negativně promítl do oslabení měn zemí exportujících ropu (např. Mexiko, Rusko), což dále snížilo výnosy zahraničních investorů.

## STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

### ALOKACE AKTIV



V rámci asset alokace jsme v průběhu kvartálu díky zásadnímu propadu valuací výrazně navýšili globální akciovou složku. Celkově máme v rámci asset vůči srovnávacímu indexu nadvážením v akciích a naopak podvážením v úrokové citlivosti dluhopisů.

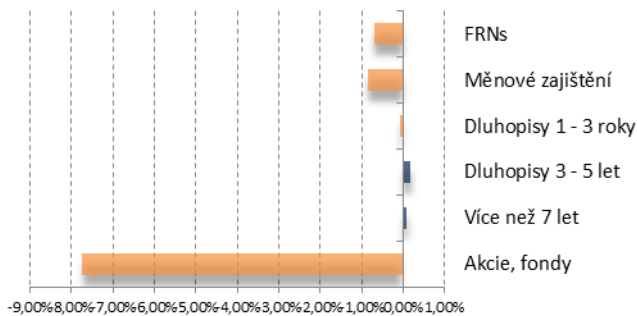
V akciové složce máme výrazně podvážené USA a naopak výrazně nadvážené rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií a střední a východní Evropou.

Portfolio fondu jsme také upravili prodejem korporátních dluhopisů Moravských naftových dolů a naopak rozšířili o novou emisi investiční společnosti Mutares (splatnost 4 roky, výnos 6,4 %), zaměřující se na akvizice a aktivní správu středně velkých společností (50-500 mio € výnosů). Ta byla založena v roce 2008 a aktuálně je listována na německé burze (ticker MUX, ISIN DE000A2NB650, tržní kapitalizace přes 200 mio €, 5 tis. zaměstnanců). Společnost se zaměřuje na divestice a spin-off transakce v průmyslovém sektoru od velkých a středně velkých firem či vyhledává podniky čelící poklesu odbytu a provozním problémům a díky rozsáhlým zkušenostem v oborech automotive a přeprava, strojírenství a technologie a ve službách těží ze schopnosti celkové restrukturalizace a synergií v rámci stávajícího fungování společnosti a sítě kontaktů. Od roku 2008 provedla přes 60 transakcí a 20 exitů. Aktuální portfolio sestává ze 13 společností, s ročními výnosy cca 1 mld €, NAV cca 200 mio €. Podmínky dluhopisů omezují další zadlužování společnosti. Mutares funguje kromě Evropy (Německo, Rakousko, UK, Itálie, Francie, Portugalsko, Švédsko, Finsko) také v USA, Číně a Mexiku. Vlastnická struktura je ze 42 % tvořena stávajícím managementem a zakladatelem, zbytek je volně obchodovaný. 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).

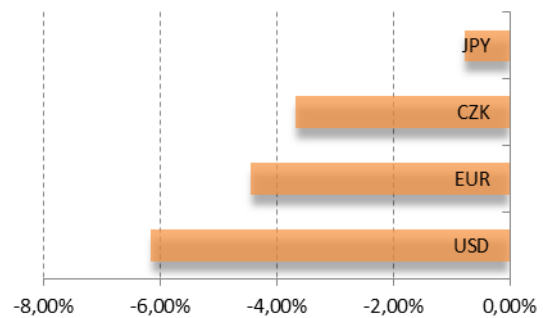
**Portfolio** za uplynulý kvartál odepsalo **7,71 %**, srovnávací **index klesl o 1,35 %**. **Od počátku spolupráce** dosáhla výkonnost úrovně **1,97 %**, benchmark od července 2015 přidal 4,83 %.

### KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

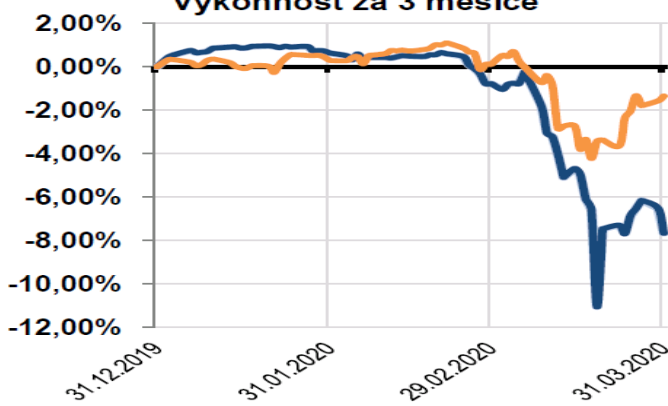
## V uplynulém čtvrtletí



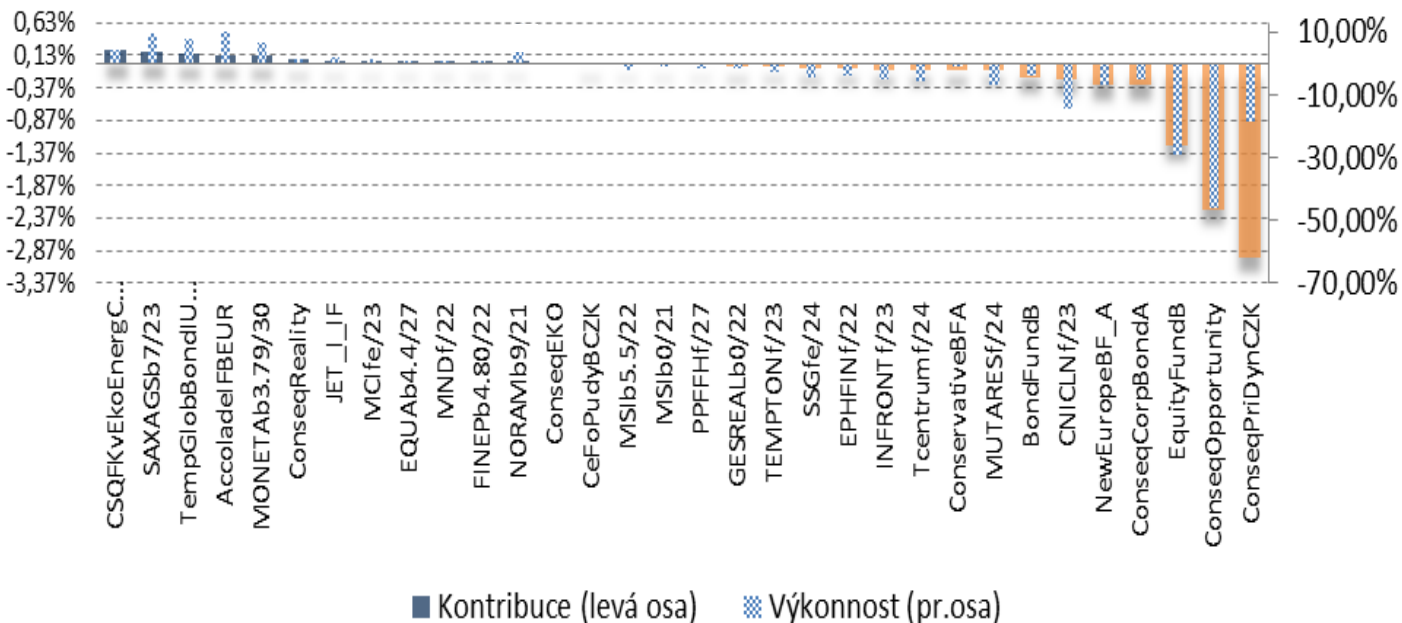
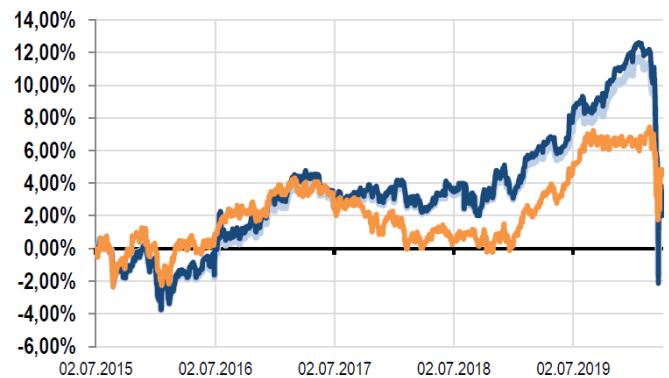
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv  
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



## Výkonnost za 3 měsíce



## Výkonnost od počátku spolupráce



## Korporátní dluhopisy

Vývoj na kreditním trhu byl samozřejmě také velmi nepokojný. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na silném růstu CDS premií. Korporátní dluhopisy investičního i spekulativního stupně denominované v euru klesly. U dolarových instrumentů došlo rovněž k výrazným cenovým poklesům. Masivní pohyby jsme samozřejmě zaznamenali i u kreditních premií korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx Europe vzrostly premie u dluhopisů investičního stupně jen oproti únoru o skoro padesát procent, u

spekulativního stupně se dokonce zdvojnásobily. Rozsah cenových propadů byl mnohdy ještě umocněn nucenými prodeji ze strany fondů v důsledku výběrů či nutnosti doplnit úroveň bankami požadovaných kolaterálů z důvodu oslabujících měn a v podstatě neexistujícím trhem, kde se případní kupci hledali jen velmi ztěžka. V průběhu dubna se situace na trhu začala zvolna uklidňovat. Dařilo se například dluhopisům poskytovatelů online her a gamingu s tím, jak rostla aktivita uživatelů v důsledku karantény.

### **Dluhopisové fondy**

Ani dluhopisové fondy nebyly v důsledku propadů cen korporátních dluhopisů a dluhopisů rozvíjejících se trhů jakožto i oslabení měn ušetřeny. Fond **Conseq Invest dluhopisový odepsal 3,8 %** (když pouze v březnu klesl přes 4 %), **tržní index naopak vzrostl o 1,9 %**. Úrokovou citlivost fondu udržujeme i nadále na zhruba poloviční hodnotě ve srovnání s tržním indexem.

I v případě **Conseq Invest konzervativního dluhopisového** fondu jsme v uplynulém kvartále zaznamenali pokles. Příčinou bylo v podstatě zhroucení reálné cenotvorby na trhu korporátních dluhopisů. Nulová ochota kupovat v kombinaci s nucenými prodeji a neexistující likviditou vedly k propadu fondu o 1,6 %.

Stejné faktory formovaly i výsledek fondu **Conseq Korporátních dluhopisů**. Ten uzavřel čtvrtletí ztrátou 5,2 %, při ztrátě srovnávacího indexu o 5,5 %.

Propady na trhu korporátních dluhopisů byly podpořeny i celkovým objemem vydaného dluhu, který je nejvyšší v historii (ukazatel čistého dluhu relativně k provoznímu výsledku stejně tak).

Vzhledem k výše popsané situaci propadl i **fond Conseq Opportunity**. Okamžitý šok a dopad do hodnoty aktiv byl extrémně negativní. A ačkoliv se lišil v závislosti na konkrétním druhu aktiv, bezprostřední expozici na nejzasazenější sektory, způsobu a frekvenci oceňování, výsledkem fondu za první čtvrtletí 2020 byl masivní propad o více jak 40 %, když negativně přispěly všechny realizované strategie.

Vzhledem k reakci centrálních bank, výhledu na silné propady vesměs všech ekonomik minimálně v následujících dvou kvartálech s neexistující inflací a všeobecné nejistotě ohledně dalšího vývoje, byly jedním z nepostiženějších tržních segmentů úrokové sazby. Kontribuce této strategie přesáhla mínus dvacet procentních bodů a byli jsme tak nuceni část pozic uzavřít. Expozici na úrokové sazby nicméně i nadále držíme a v současné době revidujeme náš výhled na pokračování této strategie. Ačkoliv lze asi těžko polemizovat s recesí ve zbytku tohoto roku, máme za to, že aktuální vnímání neexistence budoucí inflace a dlouhodobého poklesu českých sazeb k nule, je příliš silné. Nicméně doba, po kterou zde bude přítomno se nebude měřit v týdnech, ale spíše měsících či kvartálech.

Neméně silný propad potkal i ukrajinské státní dluhopisy, když na vině byl kromě úprku ze všech rizikových aktiv i vysoký podíl držby těchto dluhopisů zahraničními investory. V případě tohoto segmentu nicméně vidíme pozitivnější budoucnost, když i přes nesporně negativní dopad do ekonomických fundamentů a institucionální slabost zákonodárného a soudního systému v zemi, je v pokročilé fázi dohoda s Mezinárodním měnovým fondem, zabezpečující financování země v následujících letech.

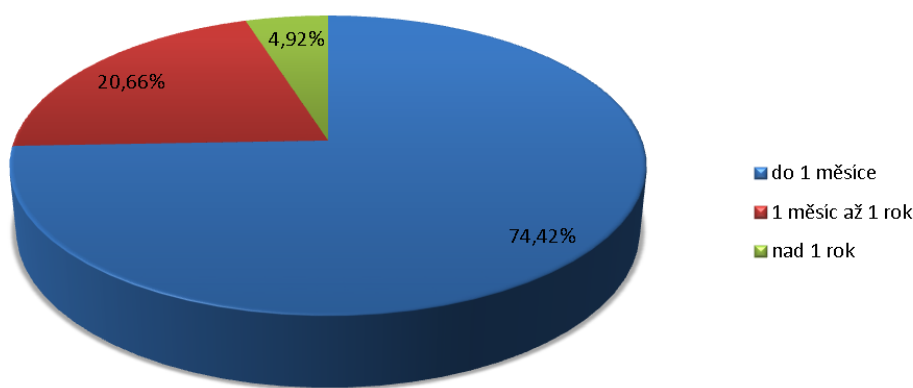
Fond **Conseq Invest dluhopisů nové Evropy** klesl o **6,7 %**. Většinu propadu zaznamenal fond v březnu, když ztratil 5,7 %, přičemž valná většina jde na vrub ukrajinských státních dluhopisů, jejichž ceny v důsledku silných prodejů zahraničních investorů hluboko propadly. Ukrajinská vláda nicméně urychlila přijetí zákonů a reforem, nutných pro získání prostředků od Mezinárodního měnového fondu, což je z pohledu cenové perspektivy tamních vládních obligací výrazně optimističtější.

### Dynamická složka – akciové fondy

V průběhu kvartálu jsme se rozhodli využít výrazného poklesu na akciových trzích, a proto jsme ve dvou krocích navýšili celkovou akciovou expozici ve fondu fondů **Conseq Private Dynamický**, na úkor alternativních investic a dluhopisových fondů. Nadále jsme pokračovali v zajišťování 75 % dolarové expozice vůči koruně. V březnu koruna výrazně ztrácela proti všem hlavním měnám (o více jak 7,5 % vůči euru i dolaru), čehož jsme se rovněž rozhodli využít, a tak nyní zajišťujeme také 25 % celkové eurové expozice (proti koruně). Od ledna klesla hodnota fondu o 21 %, zatímco benchmark odepsal za stejné období 12 %. Za tímto velkým rozdílem stojí zejména ztráty z měnového zajištění a relativní podvýkonnost některých fondů.

**Fond Conseq Invest Akcie nové Evropy** odepsal **téměř 30 %**. O síle propadů hovoří to, že na těchto úrovních NAV byl fond naposledy před deseti lety.

## LIKVIDITA PORTFOLIA



### Dluhopisové trhy - ČR

## OČEKÁVANÝ VÝVOJ

**Vývoj českého dluhopisového trhu bude nadále ovlivňován vývojem globální krize v souvislosti s pandemií koronaviru, zejména pak situací v Eurozóně a velkou pravděpodobností dalšího uvolnění měnové politiky ČNB.**

Vývoj v březnu a koronavirová krize samozřejmě mění dluhopisový terén. V první řadě totiž lze čekat výrazný nárůst emisní aktivity české vlády. Ta za poslední roky totiž nevytvořila na nepředvídanou situaci žádnou výraznou rezervu, takže všechny programy pomoci ekonomice bude muset, chtě nechtě, financovat dluhem. Rozpočtový schodek tak v letošním roce může velmi reálně dosáhnout i citelně horšího výsledku než vládou nyní indikovaných 200 miliard korun. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat razantní nárůst výnosů, dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvajících recese. Je totiž nutné zdůraznit, že ČR má v současnosti nízké celkové zadlužení, což společně s nyní slabší korunou může po prvotním šoku přilákat znovu zahraniční investory. V neposlední řadě je zde ČNB – její měnověpolitické sazby klesly a nejspíš ještě dále klesnou a, což je nyní možná důležitější, centrální banka je dle vyjádření guvernéra připravena vstoupit v případě výraznějších propadů cen na trh vládních dluhopisů a nakupovat, dost možná současně s podporou měnovému kurzu prodejem části devizových rezerv. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době výraznější tlak na růst obligačních výnosů nejspíš nepřijde, neboť těmto tendencím z titulu nutnosti financovat extrémní rozpočtové schodky v letošním roce bude urputně bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v dalších málo měsících může být relativní stabilita českých



výnosů s ohledem na výše zmíněné, vnímáme vysoké riziko možného přechodně negativního vývoje a v důsledku současné výnosy českých vládních dluhopisů jako neatraktivní.

#### **Dluhopisový trh Polsko**

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která se do utahování politiky nehrnula ani doposud a nyní neváhala měnovou politiku výrazně uvolnit. Zároveň již začala nakupovat vládní dluhopisy s cílem podporovat trh v období výrazného uvolnění fiskální politiky. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska pravděpodobně v brzké době nepřijde. A, jak bylo zmíněno výše, nezdá se ani, že přijde z EMU.

#### **Dluhopisový trh Turecko**

Vlivem probíhající stagnace turecké ekonomiky a silného bazického efektu poklesla spotřebitelská inflace výrazněji pod hranici 10%, v závěru roku 2019 a počátkem letošního roku se však vrátila až nad úroveň 12%. Předešlý pokles inflace umožnil centrální bance (v souladu se silným přáním prezidenta Erdogana) výrazně snížit měnověpolitické úrokové sazby (v úhrnu zatím o 12,75 p.b. od maxima po eskalaci krize na podzim 2018) nejprve k hranici 11% a nyní dále pod 10%. V letošním roce bude záležet na dalším inflačním, celkovém ekonomickém a v neposlední řadě též geopolitickém vývoji. Prostor pro další cenový růst vládních dluhopisů v našem základním scénáři vidíme pro nejbližší období jako omezený s vyšším rizikem korekce části předešlých rozsáhlých zisků, v delším horizontu pak vývoj určí inflační trajektorie (mj. pod vlivem stability/nestability měnového kurzu), stav vnitřní a vnější bilance (deficity rozpočtu a běžného účtu platební bilance) spolu s geopolitickou situací.

#### **Měny**

**U kurzu eura proti dolaru** vidíme pro nejbližší měsíce – ergo, až do momentu, kdy se koronavirová epidemie dostane pod kontrolu – kurz dolaru v pásmu 1,08-1,12. Hlad po dolarové likviditě, který hnal posilování v minulém měsíci, totiž centrální banka FED utlumila jak FX swapy s jinými centrálními bankami, tak repo programem FIMA (umožnění repo operace centrálních bank ve světě s americkými dluhopisy přímo s FEDem). Naproti tomu však USA jenom čeká největší nápor koronavirové krize ve zdravotnictví, což je negativní pro ekonomiku a dle našeho názoru i pro dolar.

**Koruna je nyní fundamentálně moc slabá**, její návrat na silnější hodnoty je tak v horizontu 6 měsíců dle našeho názoru pravděpodobný. V březnovém výprodeji došlo k určitému snížení (určitě však ne k eliminaci) pozic zahraničních hráčů, což by mělo korunu učinit o něco méně volatilní do dalších let. Do konce roku věříme v návrat k úrovni 26 korun za euro.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Očekáváme, že se po opadnutí paniky vrátí zpátky na 4,30, na silnější hodnoty však asi nebude jen tak mít, pokud uvážíme, že před březnovými výprodeji jej tam nedostal ani velký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky. Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008-9, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU - zlotý se v takovém případě může dostat až pod 4,20.

**Maďarský forint** je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, před-výprodejové úrovně, se asi vrátí poměrně lehce, dále však neposílí. Jedinou nadějí je, že by se na Maďarsku stávající krize podepsala méně, než na Eurozóně, což se vzhledem k přece jenom lepšímu strukturálnímu podkladu ekonomiky nedá vyloučit.

#### **Akciový trh**

Naše očekávání pro rok 2020 byla rozšířením epidemie koronaviru po celém světě výrazně upravena. I nadále jsme opatrně pozitivní, nicméně vzhledem k tomu, že globální akciové trhy jsou momentálně od začátku roku přes 25% v mínusu, bude poměrně složité dosáhnout za celý rok solidní kladné akciové zhodnocení. Globální ekonomika dostane v prvním a především druhém čtvrtletí velice silný zásah z poptávkové i nabídkové strany. Pravděpodobně se bude jednat o nejsilnější recesi od druhé světové války. Drtivá většina centrálních bank měnovou politiku v průběhu března výrazně uvolnila. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů. Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu na

konci měsíce výrazně pomohly. Také vlády oznámily výrazné podpůrná opatření pro občany, podnikatele a firmy.

Po únorovém a zejména březnovém propadu se valuace globálních akciových trhů dostaly na velice atraktivní úroveň, které indikují, že ve střednědobém horizontu 2-3 let by mělo být akciové zhodnocení vysoce nadstandardní. Stěžejní však bude zvládnutí a omezení šíření koronaviru a následné uvolnění nyní přijatých opatření. Akceleraci ekonomické aktivity tak nyní očekáváme především v druhé polovině roku, stejně tak růst ziskových ukazatelů korporací. Výhled na globální akciové trhy pro zbytek roku 2020 máme regionálně selektivní- pozitivní jsme na evropské a rozvíjející se trhy, nadále opatrní jsme naopak na US trhy.

Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují velice zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 zřejmě nebude platit) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. U polského akciového trhu nadále vidíme rizika ve vysokém zastoupení státu v podílech mnoha společností, což často vede k výměnám managementu, nevhodným akvizicím nebo neefektivnímu řízení mnohdy bez ohledu na cíle minoritních akcionářů. Pozitivní však jsme na polské společnosti ze spotřebitelského sektoru a některé banky, jež dle našeho názoru mají mnoho negativních událostí již v cenách akcií zaceněno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Ze segmentu START, části pražské burzy pro malé firmy, jsme pozitivní na akcie výrobce strun do 3D tiskáren, Fillamentum, výrobce obuvi Prabos, producenta bezpilotních letadel Primoco a také na zpracovatele kůží společnost Karo

## 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 1,2 %.

### Přímá expozice v dluhopisech

- EPH Zařazeno po konzultaci- viz. mail 01.10.2018 10:53, návrh nákupu nových dluhopisů pro fond ČCE (B)
- MND Prodáno
- 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).
- 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 znovuošetření jinak utlumených 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.

### Nepřímá expozice skrze fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol a cigarety	Sázky	Celkem fondy	Váha v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	0,9%	1,9%	0,0%	1,8%	4,7%	5,5%	0,3%
ConseqCorpBondA	2,3%	1,7%	0,0%	1,5%	5,5%	5,7%	0,3%
ConseqOpportunity	1,7%	0,0%	0,0%	1,2%	2,9%	4,4%	0,1%
ConservativeBFA	0,0%	0,8%	0,0%	0,0%	0,8%	9,6%	0,1%
EquityFundB	7,0%	0,5%	2,7%	0,0%	10,2%	3,8%	0,4%
New EuropeBF_A	1,2%	0,0%	0,0%	0,0%	1,2%	4,3%	0,1%
							1,21%

Jan Schiller  
Senior Portfolio Manager