

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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI	2
AKCIE	5
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY	7
DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISEY	8
DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ FONDY	10
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 3Q 2020	11
LIKVIDITA PORTFOLIA	13
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	13
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE	16

Hodnota aktiv k 30. září 2020

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	165 344 438 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	151 444 390 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	134 117 546 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	13 900 048 Kč

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 30.6.2020 – 30.9.2020

Portfolio – objemově váženo	2,05 %
Benchmark	0,63 %

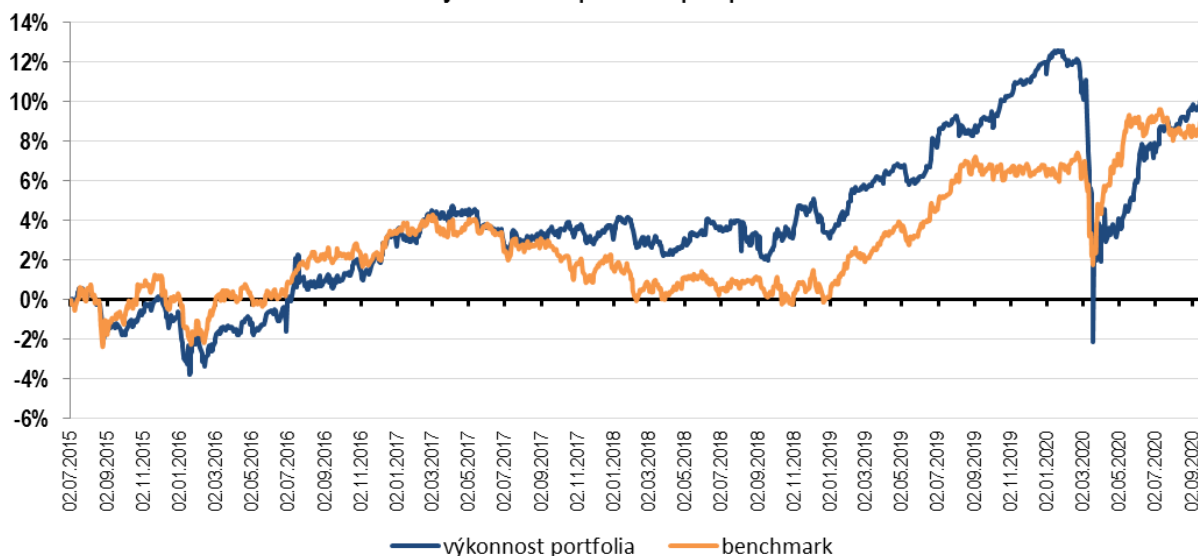
Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 1.1.2020 – 30.9.2020

Portfolio (objemově váženo, v periodě)	- 1,15 %
Benchmark	3,29 %

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 30.9.2020

Portfolio (objemově váženo, od počátku spolupráce)	10,36 % (1,90 % p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	9,90 % (1,82 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

EUROZÓNA

Ekonomická data se zlepšují, vzhledem k opětovným nárůstům případů koronaviru však tomu tak asi dlouho nebude. V sektoru služeb je patrná rostoucí nervozita, klesající inflace ukazuje na slabou agregátní poptávku.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se ve druhém čtvrtletí propadla dle finálních dat mezičtvrtletně o 11,8%, což sice bylo o něco lepší než v prvním odhadu (12,1%), ale také s přehledem její historicky vůbec nejhorší výsledek (a horší výsledek než v USA). Struktura dat ukázala, že na poklesu se podílely všechny složky agregátní poptávky s výjimkou zásob (příspěvek +0,07 p.b. k mezičtvrtletnímu růstu) a, samozřejmě, dovozu (+8,1 p.b.). Poptávka domácností růstu ubrala 6,6 p.b., vývoz 9,1 p.b. a hrubá tvorba fixního kapitálu 3,8 p.b. Ekonomika Eurozóny tak za celou první polovinu roku propadla o 15,5%.

Měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu čtvrtletí, ukázala další zlepšování ekonomické situace, ale též klesající inflaci.

Předstihové indikátory se vesměs zlepšily. Jen spotřebitelská důvěra, byla na konci kvartálu i navzdory zlepšení v posledních měsících (vč. samotného září) stále výrazně slabší než v únoru (únor -6,6 bodu, září -13,9 bodu). Německý index IFO vzrostl z dubnového dna na úrovni 74,3 bodu přes květen (79,7), červen (86,3), červenec (90,4) a srpen (92,5) na zářijových 93,4 bodu, což je už doslova jen pár bodů od jeho hodnot z února letošního roku (95,8). Hodnocení současné situace se však od dubna (79,4) zlepšilo mnohem méně (září: 89,2; únor 2020: 98,8) než očekávání (duben: 70, září: 97,7, tj. nejvíce od října 2018). Prozatím je tak výraznější část zlepšení indexu IFO hnaná vírou ve světlejší budoucnost. PMI v průmyslu se dle finálních dat dále zlepšil (53,7 vs. srpen 2020 na 51,7), a to hlavně díky více než dvouletým maximům v Německu a v Itálii (56,4 a 53,2 bodu). Dále vzrostly nové objednávky, ty exportní dokonce nejvíce od února 2018, což je vzhledem k vývoji kurzu eura celkem zvláštní. Na nejvyšší hodnotu od dubna 2018 se dostala důvěra v budoucnost (nejvíce v Itálii, ale víra v budoucnost se zvýšila i v Německu). Na druhé straně však pokračoval, i když nejpomalejším tempem od února, pokles zaměstnanosti. V dominantním sektoru služeb je situace horší. Dle předběžných dat v srpnu poklesl index ve službách na čtyřměsíční dno (47,6 vs. srpnových 50,5 bodu), a to jako důsledek opětovného nárůstu nových případů COVID19.

Sezonně očištěná nezaměstnanost, jak již bylo zmíněno, vzrostla v srpnu na 8,1%, tj. na nejvyšší úroveň od července 2018. Ve všech velkých ekonomikách nezaměstnanost pomalu roste, což se dalo vzhledem k ekonomické situaci očekávat. Od počátku krize je sice nárůst míry nezaměstnanosti mnohem menší, než by bez

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

masivní pomoci byl (v takovém případě by dnes nezaměstnanost jistě byla nad 10%), ale to, že se trh práce zhoršuje, je evidentní. Ve Španělsku je situace relativně nejhorší, nezaměstnanost se vrátila na hodnoty z jara 2018.

Celková inflace klesla dle prvního odhadu v září na nové historické minimum, desinflační tlaky dále zesilují. V září totiž dle předběžných údajů jak celková, tak jádrová inflace poklesly, v případě jádrové inflace z 0,4% v srpnu (což bylo v té době historické minimum) na 0,2% (což je nové historické minimum). Došlo totiž k dalšímu zpomalení růstu cen služeb (únor: 1,6% r/r, srpen: 0,7%, září: 0,5%) a k prohloubení deflace v cenovém okruhu průmyslového zboží (únor: 0,5%, srpen: -0,1%, září: -0,3%). Obojí ukazuje na dále postupující desinflační tlaky.

ECB v průběhu kvartálu žádnou změnu v nastavení měnové politiky neprovedla. A to ani vzhledem k rekordně nízké jádrové inflaci, která byla zaznamenána v srpnu (a posléze pak i v září). Centrální banka zmínila, že je pravděpodobné, že nakoupí celý objem v rámci PEPP („Pandemic Emergency Purchase Programme“), tj. 1350 mld. EUR (na tuto částku a objem jej zvýšila v červnu 2020 z předchozích 750 mld. EUR). Centrální banka zveřejnila v září i novou prognózu, ale oproti minulé prognóze došlo jen k malým změnám. Pro letošek čeká pokles ekonomiky o 8% (předcházející prognóza -8,7%), v příštím roce pak zase její růst o 5% (v roce 2022 pak o 3,2%). Inflace zůstane nízká, dle nové prognózy dosáhne i v roce 2022 průměrné hodnoty 1,3%, což je pod cílem ECB; to indikuje, že ECB nečeká žádné utažení měnové politiky. A není divu.

Americká ekonomika poklesla ve 2Q20 dle finálních dat o něco méně (-31,4% q/q anualizovaně) než dle odhadu prvního (-32,9%) i druhého (31,7%), i tak se však samozřejmě jedná o bezprecedentní pokles. Struktura růstu byla shodná s tím, co jsme viděli v minulých datech. Největší mírou se na propadu podepsaly spotřebitelské výdaje na služby (příspěvek -22 p.b.), fixní investice (-5,3 p.b.) a export (-9,5 p.b.). Pozitivní příspěvek byl od vlády, ale jednalo se pouze o příspěvek zanedbatelně malý (+0,8 p.b.), a, samozřejmě, od dovozu (+10,1 p.b.).

Data zveřejněná během září 2020 byla opět dobrá. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby poté, co během března a dubna klesly o cca 35% m/m, přidaly v květnu 15%, v červnu dalších 7,7% a v červenci dokonce 11,2%. V srpnu sice v podstatě jen stagnovaly (+0,4%), ale i tak jsou oproti hodnotě z konce února už jen o 5,4% nižší, a i na tom se z velké části podepisují volatilní objednávky letadel. Po vyloučení této volatilní kategorie a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, dostáváme dokonce lepší čísla: za březen a duben pokles o cca 8%, za další 4 měsíce ale pak nárůst v takovém rozsahu (+1,5% m/m, +4,3% m/m, +2,5% m/m a +1,7% m/m), že koncem srpna byly objednávky již o 1,9% nad únozem. Je překvapivé, že od květnu došlo k takovému růstu tohoto ukazatele, a to zejména s ohledem na nejistotu a na to, jak se vyvíjí průmyslová produkce. Ta totiž sice mezi květnem a srpnem vzrostla o cca 11% (v srpnu samotném o 0,4% m/m), ale i tak je meziročně (a také i oproti únoru 2020) o skoro 8% nižší. Celkové maloobchodní tržby bez aut a bez paliv po poklesu o 17% během března i dubna vzrostly během následujících dvou měsíců o pětinu. V červenci a v srpnu se sice růst zpomalil (1,1% a 0,7%), ale zůstal kladný a maloobchodní

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

tržby se tak koncem léta dostaly o 3,1% nad únorovou úroveň a o skoro 4% nad úroveň z konce srpna 2019. Primárně je to důsledek pokračující masivní fiskální podpory, která je extrémně štědrá (u mnoha lidí je podpora dokonce vyšší než pracovní příjem). Tato podpora sice původně měla koncem července skončit, prezident Trump ji však svými dekrety prodloužil (byť došlo ke snížení příspěvků).

USA

Americký trh práce se zlepšuje, je však stále daleko od normálu. Míra nezaměstnanosti klesá (v září klesla na 7,9%). Negativním je však vývoj u podpor a žádostí o ně. První žádosti o podporu v nezaměstnanosti se nadále drží lehce pod 900 tis., což nadále indikuje bezprecedentní míru destrukce pracovních míst, pokračující žádosti o podporu jsou sice o třináct milionů níž než v květnu, ale hodnoty lehce pod 12 mil. v polovině září jsou také zcela bezprecedentní a indikují trvajících „vůli“ na trhu práce.

Centrální banka zasedala v polovině září, dle očekávání k žádné změně nastavení měnové politiky nedošlo. Bylo to první zasedání poté, co prezident FEDu Jerome Powell na srpnovém sympóziu v Jackson Hole ohlásil, že FED bude tolerovat vyšší inflaci než 2 procenta. V tomto smyslu se nesl i zápis ze zasedání: FED řekl, že bude udržovat měnovou politiku extrémně uvolněnou tak dlouho, jak bude potřeba k tomu, aby průměr inflace dosáhl 2% (za předpokladu, že dlouhodobá inflační očekávání zůstanou ukotvena). S tímto postojem nesouhlasila dvojice členů FOMC – Neel Kashkari, jehož preferencí bylo, aby se FOMC zavázal měnovou politiku neutahovat do doby, než jádrová inflace dosáhne udržitelným způsobem hranici 2%, a Robert Kaplan, který by chtěl vidět v zápisu větší flexibilitu do budoucna. Tak jako tak, šance, že se měnová politika zpřísní v příštích dvou letech, je minimální.

ČR

Česká ekonomika dále ožívuje, meziroční poklesy měsíčních dat už jsou jednociferné. V číslech však zatím není zhoršení epidemiologické situace v září.

Po poklesu o 3,3% q/q v prvním poklesla česká ekonomika o 8,7% q/q ve druhém čtvrtletí. Meziroční tempo poklesu ve 2Q20 tak dosáhlo 10,9% a bylo (vzhledem k tomu, že bychom čekali dramatický propad dovozu) překvapivě ovlivněno hlavně zahraniční poptávkou (příspěvek čistého exportu dosáhl -7,9 p.b.). Překvapením byl pak i relativně malý negativní příspěvek domácností (jenom -2 p.b.) stejně tak jako fakt, že se držely fixní investice (-0,2 p.b.). Míra úspor dosáhla historicky nejvyšší úrovně (18,5%), což bylo výsledkem výrazného poklesu výdajů domácností a mírného růstu příjmů proti předchozímu čtvrtletí. Profitabilita firem naopak dále poklesla.

Měsíčně zveřejňovaná „tvrdá“ data byla vesměs dobrá. Průmyslová produkce během března a dubna poklesla o více než 35% m/m, v květnu a v červnu přidala dohromady skoro třetinu a v červenci pak dalších bezmála +6%. Meziročně se tak během prvního měsíce druhého pololetí dostala jen pět procent pod úroveň z července 2019.

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

Celkové maloobchodní tržby v červenci opět zmírnily svůj meziroční pokles, který v dubnu dosahoval bezmála 21%, na o něco málo přes 2% r/r. Nejvýrazněji se nadále propadají tržby za auta (-12,2% r/r). Tržbám se daří hlavně díky fiskální podpoře vlády, jejíž stinnou stránkou však je bezprecedentní deficit rozpočtu (253 mld. v prvních 3 čtvrtletích letošního roku).

Měkké indikátory ukazují na pokračující stabilizaci situace. PMI ve zpracovatelském průmyslu, který v dubnu propadl na 35,1 bodu, rostl od té doby v nepřetržitě a poprvé od listopadu 2018 se dostal nad hranici 50 bodů, jež odděluje expansi v sektoru od kontrakce v něm. Nejvýraznějším faktorem přispívajícím ke zlepšení byla skutečná produkce (která se zlepšila nejvýrazněji od října 2018) a zlepšení očekávání ohledně budoucího vývoje. Naproti tomu, stejně jako v Eurozóně, pokračoval pokles zaměstnanosti i slabý růst objednávek (který však byl konečně mírně pozitivní). Spotřebitelská i podnikatelská důvěra měřená ČSÚ se také dále zlepšila: v případě spotřebitelů ze srpnových -12 na -9 bodů v září (únor 2020: -3 body), v případě firem z -2,8 na +1,7 bodu (únor 2020: 9,4 bodu). V obou případech se sice nadále jedná o historicky podprůměrné hodnoty, ale trend zlepšování je evidentní.

Inflace zůstává překvapivě vysoko. Celková inflace v srpnu dosáhla 3,3%, což je stejná hodnota jako v červnu a o 0,4 p.b. vyšší úroveň než úroveň ze srpna 2019. Měnově-politická inflace také dosáhla červnové hodnoty (3,3%), což je oproti inflaci před rokem vyšší o 0,3 p.b. Strukturálně se na inflačním obrázku nic nemění: cenovou hladinu zvyšují hlavně segment alkoholu, tabáku a potravin, který přispěl k inflaci v rozsahu 1,6 p.b. (v srpnu 2019 to bylo 0,9 p.b.), a segment bydlení, který přispívá v rozsahu 0,7 p.b. (v červenci 2019 to bylo 1,3 p.b.). Jinými slovy, vyloučili-li bychom tyto dva cenové okruhy, dosáhla by meziroční inflace jen 1%.

Žádná změna v nastavení měnové politiky se neodehrála, všechny sazby zůstaly bez změny, tj. dvoutýdenní repo sazbu na 0,25 %, diskontní sazbu na 0,05 % a lombardní sazbu na 1 %. Centrální banka konstatovala, že „v prostředí vysoké nejistoty se [srpnová] prognóza zatím poměrně dobře naplňuje“. Srpnová inflace byla oproti predikci jen nepatrně vyšší, hloubka meziročního propadu hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí letošního roku zhruba odpovídala očekávání. Podíl nezaměstnaných osob zůstal dle ČNB během třetího čtvrtletí poněkud pod prognózou. Růst průměrné mzdy se ve druhém čtvrtletí v souladu s očekáváním zastavil. V platnosti tak nadále zůstává výhled srpnové prognózy, která čeká stabilitu sazeb do poloviny roku 2021, poté jejich mírný nárůst.

AKCIE

Po druhém výrazně růstovém čtvrtletí následovalo zklidnění akciových trhů, přičemž většina skončila v 3Q v plusu (globální akciový indexe MSCI All Country World +7,7 %). V průběhu července pokračoval růst počtu celosvětově nakažených koronavirem, avšak i tak většina akciových trhů pokračovala v růstovém trendu, zvláště pak americké technologické společnosti. Extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, relativně optimistické výhledy do

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

dalších čtvrtletí a lepší než očekávané hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí byly nadále podporou akciovým trhům. V USA zahájená sezóna hospodářských výsledků vyzněla velice dobře a zvláště na úrovni čistých zisků došlo k dvoucifernému překonání odhadů analytiků u všech sektorů. Na tržbách zaostaly sektory ropy a plynu, těžby a utilities, výrazné pozitivní překvapení předvedl sektor průmyslu, spotřebitelský, zdravotnictví, telekomů a technologií. V měsíci srpnu se mnoho neudálo, technologické společnosti nadále pokračovaly ve spanilé jízdě. Zajímavou, dalo by se říci extrémní, událostí bylo, že se po růstu cen akcií na několik dnů dostala hodnota Tesly přes 400 mld USD a byla tak hodnotnější než například 10 světoznámých automobilových značek dohromady (Volkswagen, BMW, Daimler, Renault, Fiat, GM, Ford, Fiat, Honda,...). V průběhu září jsme se nedočkali výraznějších kurzotvorných zpráv jak na straně jednotlivých společností, tak na straně ekonomických ukazatelů. Investoři tak vyžili růstu akciových trhů z předešlých měsíců a uzavřeli část zisků. Nejvíce v USA korigovaly sektory technologií nebo energetiky. V Evropě se navíc po skandálu s praním špinavých peněz nedařilo ani sektoru bank, dále pak cestovního ruchu a technologií. Dobře se naopak vedlo sektoru spotřebitelskému a utilit. Celkově se ve třetím čtvrtletí dařilo evropským trhům o poznání hůře oproti americkým trhům, což je dáno nižší vahou technologických společností.

Středoevropský region kopíroval vývoj západoevropských akcií, kdy většina trhů skončila v mírných ztrátách. Výsledková sezóna za druhé čtvrtletí výrazně nepřekvapila. Banky obchodované na pražské burze zveřejnily výsledky, jež byly v rámci hlavních ukazatelů v souladu s odhady analytiků. Odchylky byly na úrovni vyšších odpisů úvěrů očekávaných v budoucnu, to však znamená, že odpisy v následujících čtvrtletích mohou být nižší. Byla podepsána dohoda mezi státem a ČEZem ohledně rozšíření jaderných bloků Dukovan, ty nyní pokrývají asi pětinu spotřeby elektřiny v zemi, kdy stát pomůže s financováním projektu. Také v Polsku jsme se dočkali dalších zpráv ohledně možného rozdělení tamních utilit na dvě části a to na „špinavé uhelné“ zdroje a ty „zelené“. V září na burze v Praze předvedly dobrou výkonnost akcie CME, u kterých se spekuluje na blížící se podání nabídky na odkup akcií ze strany PPF. Akcie všech bank, včetně pojišťovny VIG, skončily ve ztrátách. Pro bankovní sektor to stejné platilo i pro zbylé země regionu a to Polsko, Maďarsko nebo Slovinsko. V Polsku navíc ztrácely sektory spotřebitelský a energií (dáno propadem cen surové ropy a zároveň rafinérských a petrochemických marží). Pozitivní výkonnost předvedly akcie telekomunikační společnosti Play, a to z důvodu nabídky na odkup 100% akcií francouzskou telekomunikační firmou Iliad. Zajímavou událostí bylo polské IPO e-commerce společnosti Allegro, která je lídrem (tržní podíl 36%) on-line prodeje v Polsku. Společnost byla oceněna 44mld polských zlotých, což z ní bude činit největší obchodovanou společnost na polské burze. Závěrem měsíce proběhlo IPO také na pražské burze, společnosti Česká zbrojovka. Jedná se o necyklickou společnost s kontinuálně rostoucími tržbami, kvalitními výrobky, dobrým managementem a zdravou kapitálovou strukturou.

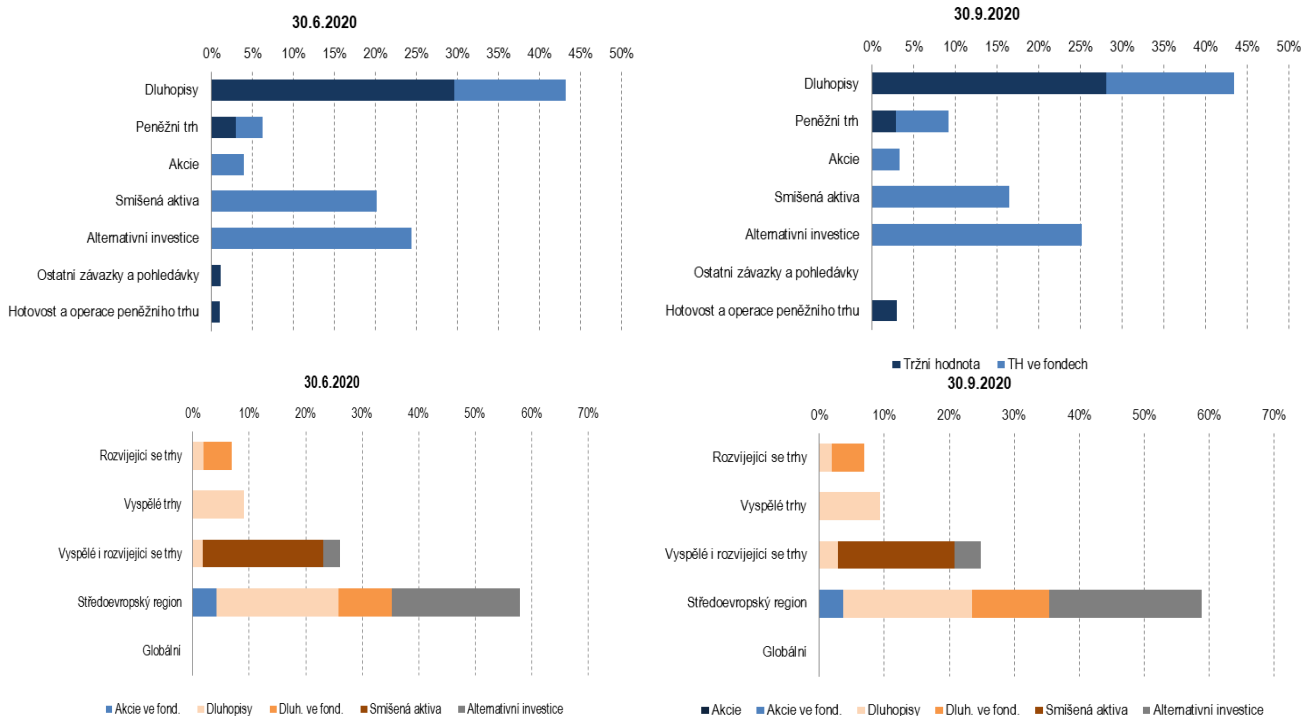
ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	TER**
2019	7,39%	6,06%	1,3%
2018	0,13%	-1,40%	1,48%
2017	0,52%	-1,69%	1,38%
Průměr	2,68 %	0,99%	1,38%

* časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta do/z portfolia; tento způsob výpočtu je založen na stejné metodice jako výpočet výkonnosti otevřených fondů a je tedy srovnatelný

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

STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY



*Celková váha dynamické složky: 23,92 % Celková váha dynamické složky: 19,70 %

* Conseq invest akcie nové Evropy + Conseq Private Dynamický

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

V průběhu kvartálu jsme se opět rozhodli využít pokračujícího rychlého zotavení akciových trhů, které již většinou umazaly ztráty způsobené koronavirovou krizí. Znovu jsme proto snížili (proporcionálně) zastoupení akcií v portfoliu. **O dalším snížení dynamické složky, analogicky s naším celkovým akciovým výhledem a nastavením, bylo rozhodnuto 30/9, s realizací v začátku října. Aktuálně jsme již celkově proti srovnávacímu benchmarku v akciích mírně podváženi. Váha akciových fondů k polovině října činila 16,7 %.**

Celkově máme v rámci asset alokace mírné podvážení v akciích a alternativních investicích a nadvážení v dluhopisech (při nízké úrokové citlivosti). **Portfolio za uplynulý kvartál vzrostlo o 2,05%, srovnávací index přidal 0,63 %.**

DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISY

Fondy **Conseq Ivnest dluhopisový** a **Conseq Invest konzervativní** si ve třetím kvartálu připsaly 1,14 % resp. 0,34 %. Vzhledem k nízké úrokové citlivosti obou fondů těžily oba fondy jen v omezené míře z růstu cen českých státních dluhopisů a větší část pozitivní výkonnosti byla generována v segmentu korporátních emitentů.

Vývoj na kreditním trhu se, podobně jako v předcházejících měsících, nesl ve znamení uklidňování situace po březnové panice. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku, která se podepsala na masivních výprodejích korporátních dluhopisů jakékoliv kvality a také na masivním růstu CDS prémie v březnu, a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnově-politických zásahů vlád resp. centrálních bank dále rozměňovala i v dalších měsících a ani třetí kvartál nebyl výjimkou.

Čtvrtletní výkonnost **fondů dluhopisů Nové Evropy** dosáhla -0,7 %, když po téměř 6% růstu ve druhém kvartálu následovala hned v prvním měsíci třetího čtvrtletí korekce. V červenci si fond připsal, po třech měsíčních ziscích, ztrátu 1,8 %. Na vině byly zejména klesající ceny ukrajinských státních dluhopisů a oslabující měnový kurz. Změny v obsazení bankovní rady, ústup z reformních snah i odklon od požadovaných bodů Mezinárodního měnového fondu spustily prodej ukrajinských aktiv. Vývoj ekonomických fundamentů na Ukrajině je i nadále silně ovlivňován virovou pandemií. Propad hrubého domácího produktu ve druhém čtvrtletí byl větší, než původní předpoklady a aktuální vývoj předstihových ukazatelů v kombinaci s rozvolňováním hygienických opatření a opětovným nárůstem počtu nových případů dává tušit, že zlepšování bude jen velmi pozvolné. Pro další vývoj bude zásadní konečná podoba státního rozpočtu, jehož plánovaný deficit není v souladu s požadavky Mezinárodního měnového fondu. Nicméně probíhá vyjednávání, které by mělo přinést určité změkčení požadavků tak, aby reflektovaly dopady pandemie a dosáhlo se uvolnění schválených prostředků ze strany MMF. Pro to bude dále zásadní posouzení protikorupčních opatření, jejichž tempo v poslední době výrazně ubralo z nastaveného reformního kurzu a to zejména pod vlivem rostoucího vlivu oligarchických struktur v pozadí parlamentu a erozi vlivu prezidenta na další vývoj. Stejně tak se ukrajinským představitelům nedaří zabezpečit o nezávislosti centrální

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

banky, v jejíž bankovní radě nadále probíhá výměna původních proreformních členů. Uvolnění financování ze strany MMF tak v letošním roce není vůbec jisté.

Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše opatrný, nicméně lze předpokládat, že nedojde k úplnému přerušení spolupráce s MMF. Rizikový apetit investorů bude podporovat navýšení objemu odkupu aktiv na straně ECB. Historicky nejnižší míra inflace umožnila centrální bance dále snížit úrokové sazby na 6 %, přičemž výhled na další vývoj cenové hladiny a nastavení měnově politických sazeb podporují obnovení ekonomického růstu a atraktivitu reálných sazeb i při očekávaném růstu míry inflace směrem ke konci letošního roku.

Celkově zůstává segment evropských korporátních dluhopisů pod silným vlivem ECB. Ta stabilně udržuje týdenní nákupy v rámci svého programu CSPP mezi 1 a 2 mld. EUR. Jen v září nakoupila celkově téměř za 7.5 mld. EUR, což byl nejvyšší objem od května 2017. **Fond Conseq korporátních dluhopisů** přidal od začátku července 1,47 %.

Ač fond **Conseq Opportunity** za první dva měsíce třetího kvartálu rostl až o 20 %, září přineslo v důsledku očekávaných dopadů druhé vlny koronaviru na českou ekonomiku silný pokles sazby úrokových swapů. Všeobecná opatrnost a chmurné vyhlídky evropských ekonomik směrem ke konci roku pak tlačily i na oslabování regionálních měn. Výkonnost fondu tak třetí kvartál zakotvila mírně přes tři procenta.

Vcelku racionálně lze předpokládat, že s následky virové pandemie a dopady do trhu práce, bankrotů společností i směrem do fundamentů celých odvětví a zejména státních rozpočtů se ekonomiky jednotlivých zemí budou vypořádávat několik let. Zejména aktuálně rostoucí fiskální břemeno se špatným strukturálním nastavením rozpočtů, následný vliv na sociální kohezi společnosti a další posilování populismu budou určovat další směr finančních trhů. To přinese příležitosti k atraktivním nákupům nicméně je třeba počítat, že v krátkém horizontu bude docházet k vyšším výkyvům v cenách aktiv.

Ze segmentu korporátních emitentů jsme zařadili společnost **Secop**. Ta je předním světovým producentem kompresorů pro chladicí zařízení, využívaných při zpracování a skladování potravin, restauračním segmentu či v laboratořích a nemocnicích. Historie společnosti sahá do roku 1956, kdy byla založena v německém Flensburgu. Aktuálně zaměstnává přes 1300 lidí, v rámci dvou výrobních závodů (Čína, Slovensko). Tržní podíl společnosti v segmentu necyklického maloobchodního zpracování potravin se pohybuje kolem 20 % při působení v USA, Číně a Evropě. Společnost disponuje vlastním centrem výzkumu a vývoje, 27 laboratořemi a vlastními přes 400 patentů. To jí dává nemalou konkurenční výhodu a umožňuje dosahovat výborného poměru ceny a energetické náročnosti.

Aktuální vlastník Orlando Management (PE) získal společnost v druhé polovině roku 2019 v rámci divestičního procesu japonského výrobce Nidec. Nynější emise má za cíl úpravu kapitálové struktury a bude sloužit k dalšímu rozvoji společnosti. Rozložení zdrojů po emisi bude sestávat ze 60 % z dluhopisů a 40% vlastních zdrojů.

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

V poměru k ukazateli EBITDA 3,7x, s perspektivou postupného snižování k hodnotě 2-2,5x v průběhu životnosti dluhopisu.

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ FONDY

S postupem času stále více víme o nemoci covid-19, dokážeme ji lépe léčit, vyvíjí se vakcíny, mutuje do slabších, méně závažných forem. Počet nakažených se celosvětově pohybuje na letošních maximech, avšak i tak většina akciových trhů pokračuje v růstovém trendu. Extrémně uvolněné měnové politiky centrálních bank, relativně optimistické výhledy do dalších čtvrtletí a dobré hospodářské výsledky společností za druhé čtvrtletí jsou nadále podporou akciovým trhům. Nejlépe se dařilo akciím na rozvíjejících se trzích. Zazářily především čínské akcie, jež podpořila zpráva o růstu čínské ekonomiky, který se již dostal meziročně do kladných hodnot. Překvapivě dobrá data ukazující na rychlejší hospodářské zotavení pak pomohla k vysokým ziskům akciím v Brazílii. V rámci vyspělých trhů pokračovaly v dobrých výsledcích americké akcie, kterým opět silně pomáhala nadprůměrná výkonnost velkých technologických firem. Naopak se příliš nevedlo západoevropským, japonským a regionálním akciím.

V závěru kvartálu pak proběhlo menší vybírání zisků, většina akciových trhů tak zaznamenala po delším čase měsíční ztráty. V průběhu září jsme se nedočkali výraznějších kurzotvorných zpráv jak na straně jednotlivých společností, tak na straně ekonomických ukazatelů. Investoři tak vyžili růstu akciových trhů z předešlých měsíců a uzavřeli část svých zisků. Nedařilo se hlavně americkým akciím, kde korigoval nejvíce sektor technologií. Evropské fondy zaznamenaly smíšené výsledky, zisky naopak udržely japonské akcie. Drobná korekce se přelila i na akcie na rozvíjejících se trzích, které v souhrnu zaznamenaly první ztrátový měsíc od března, kdy vrcholila koronavirová panika.

Čínské akcie si po předchozím silném růstu také vybraly slabší závěr čtvrtletí. Do popředí se opět dostaly možné restriktce ze strany USA na čínské technologické firmy (Huawei) a zavedení zákazů používání aplikací TikTok a WeChat. Indické akcie také odepisovaly, i když výrazně méně. Schválené vládní reformy (v oblasti zemědělství a trhu práce) vnímali investoři pozitivně. Ztrátám se nevyhnuly v září ani ruské, brazilské či regionální akcie. Z přesunu směrem k bezpečnějším aktivům těžily dluhopisové fondy, které tak dosáhly slušných výsledků.

V průběhu kvartálu jsme se opakovaně rozhodli využít rychlého zotavení akciových trhů k výběru zisků, a snížili jsme proporcionálně zastoupení akcií v portfoliu. Vůči srovnávacímu benchmarku jsme ke konci kvartálu byli (co se týče celkového zastoupení akcií) na neutrální úrovni (další snížení bylo realizováno v prvních dnech čtvrtého kvartálu. Aktuální nastavení je tak s vahou akcií 25 % pod neutrálem). Volné prostředky jsme umístili do všech ostatních tříd aktiv, tj. fondů alternativních investic a dluhopisových. V přibližně polovině září jsme pak ještě snížili zastoupení asijských akciových fondů (kromě Japonska) a také fondu investujícím ryze do čínských akcií (A-Shares). Tímto jsme takticky realizovaly další zisky, neboť tyto akcie (obzvláště čínské) v posledních týdnech silně

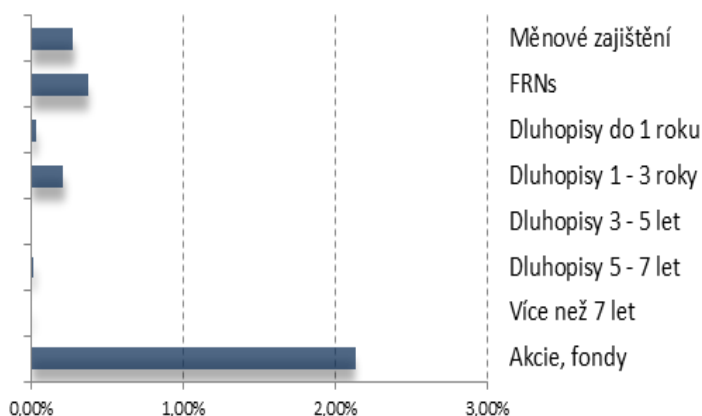
ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

posilovaly. Oproti tomu jsme navýšili zastoupení akcií v Latinské Americe a také regionální akcie, které jsou valuačně atraktivní a nabízejí příznivější vyhlídky na zajímavé zhodnocení. Nadále jsme pokračovali v zajišťování 75 % dolarové a 25 % eurové expozice vůči koruně. **Fond fondů Conseq Private Dynamický** si za třetí kvartál připsal 4,47 %, srovnávací index přidal 3 %.

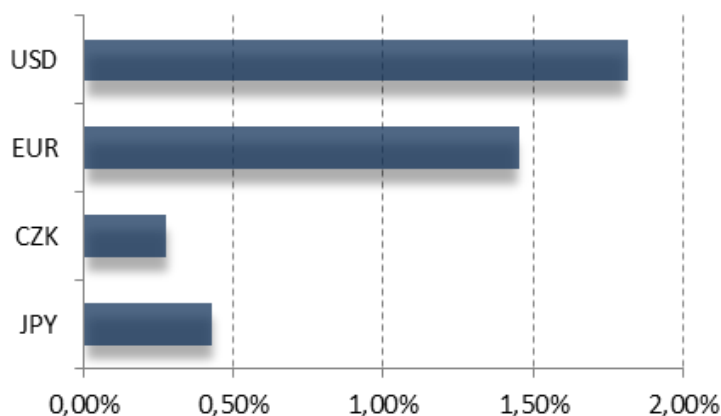
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 3Q 2020

V uplynulém čtvrtletí

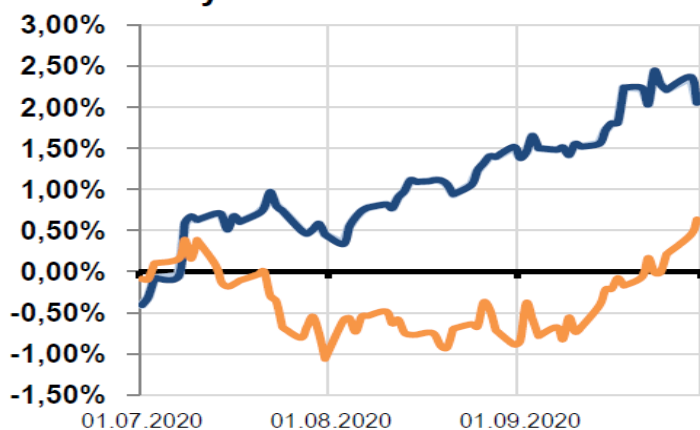
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



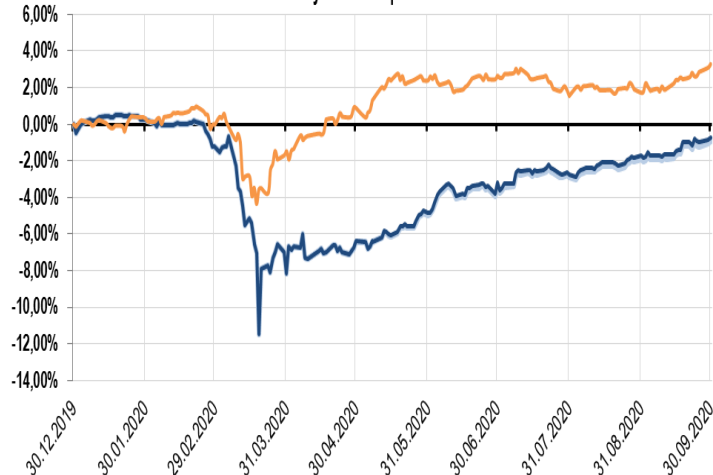
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



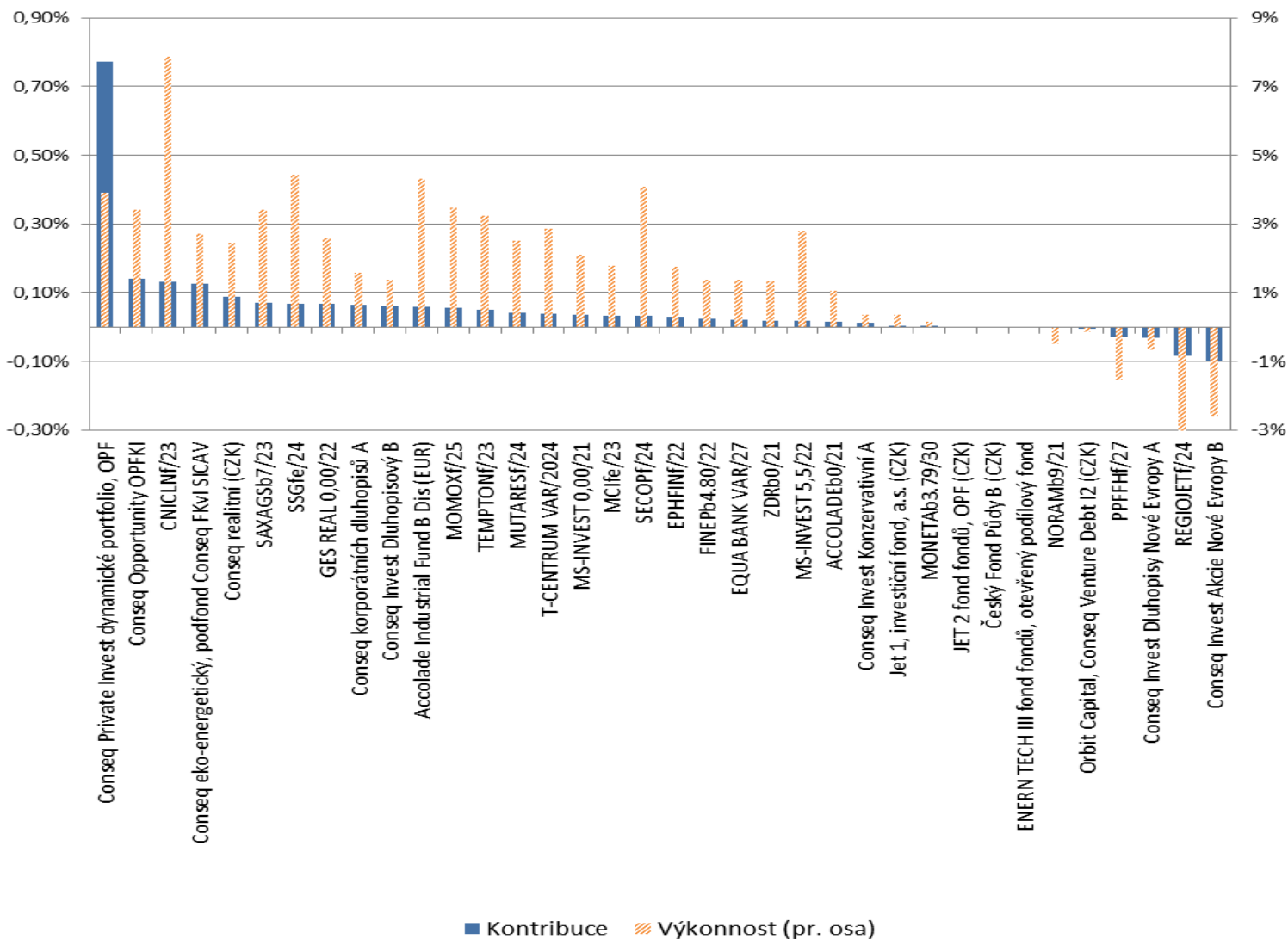
Výkonnost za 3 měsíce



Výkonnost v období

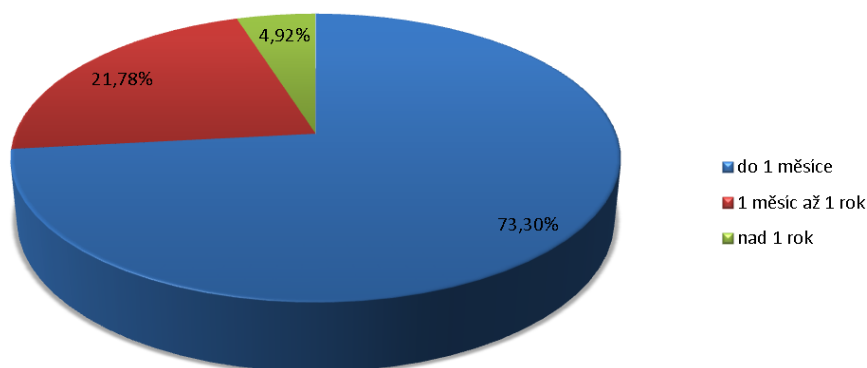


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.



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

LIKVIDITA PORTFOLIA



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČESKO

Na jedné straně extrémní emisní aktivita vlády, která letos vytvoří zhruba 500 miliardový deficit (a v příštím roce to bude o jen max o 100 mld. lepší), a persistentně vysoká domácí inflace, na straně druhé pokles sazeb ČNB na nulu, extrémní uvolňování měnové politiky v Eurozóně, domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity a komerční banky, které v čase koronavirové nejistoty preferují půjčovat státu než půjčovat obyvatelům či firmám. Potřeba státu financovat se na dluhopisovém trhu tak zůstane po delší dobu výrazně zvýšená. V českých poměrech to sice nemusí nutně automaticky znamenat okamžitý nárůst požadovaných výnosů (pokles cen), dle našeho názoru je to však klíčový rizikový faktor ve scénáři déletrvajících recese. V tomto ohledu nesmíme také zapomínat na přetrvávající vysoký (a v rámci CEE regionu i historicky výrazně nadprůměrný) podíl držby českých státních dluhopisů zahraničními investory (téměř 35% celkového objemu), jež v případě zhoršení tržního sentimentu či vnímaného makroekonomického fundamentu ČR může vést k turbulencím na trhu a i k rozsáhlým cenovým ztrátám vládních dluhopisů.

Co se týče měnové politiky ČNB, dle poslední kvartální prognózy a komentářů členů bankovní rady lze nadále očekávat stabilitu sazeb, jejich další (kosmetické) snížení spíše není pravděpodobné, stejně tak, jako použití nekonvenčních nástrojů na další ekonomickou stimulaci, byť akcelerující druhá vlna pandemie toto riziko zvyšuje. Později nicméně, se stabilizací epidemie očekáváme vyšší sazby zhruba v souladu s prognózou ČNB (2. pololetí 2021), a to v důsledku vyšší realizované inflace a též silnějšího ekonomického oživení. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů spíše nepřijde, neboť těmto tendencím bude bránit

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

Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v nejbližších měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, postupně dle našeho názoru převládnu tendence směrem k vyšším požadovaným výnosům a výnosová křivka bude zvyšovat svůj sklon růstem středně- a zejména dlouhodobých výnosů. Později by se měla celá posouvat vzhůru.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

Podobný výhled platí i pro Polsko. I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc, pro mnohé celkem překvapivě, snížila sazby až na nulu. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska může, nicméně, začít přicházet při scénáři ekonomického zotavení a přetrvávající zvýšené inflace, která se již dostala do viditelného kontrastu s extrémně (na polské poměry) uvolněnou měnovou politikou. Nízké výnosy v Eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

MĚNY

Vývoj kurzu eura proti dolaru byl v červenci překvapivý, v srpnu nudný, v září pak dle očekávání.

Oslabení dolaru v červenci směrem k 1,20 bylo primárně taženo spekulacemi na změnu strategie měnové politiky Fedu, které se následně potvrdily. Působení tohoto faktoru by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měly také extrémně nepříznivé fiskální vývoji v USA a politická nejistota v souvislosti s prezidentskými volbami. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat.

Koruna je po zářijovém oslabení opět moc slabá. Lepší růst (ve srovnání s EMU) a – hlavně – vyšší inflace by měly poté, co se trochu zploští epidemiologická křivka, postupně vést k návratu koruny směrem k úrovni 26 CZK/EUR v první polovině 2021. Ano, koruna bude i nadále zranitelná (přece jen, stále je v ní spousta zahraničních investorů), ale nemělo by se (už jenom proto, že se nejedná o takový šok, jako na jaře) ani v případě dalšího zhoršení situace opakovat jarní oslabení až na dohled 28 korunám za euro. Koruna by se měla ještě do konce roku vrátit na mírně silnější úroveň, v roce 2021 pak dále posílit.

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 však budou polskému zlotému bránit ve výraznějším posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme do konce roku pouze návrat k hranici 4,40.

Maďarskému forintu uškodil výrazný propad ekonomiky ve 2Q20, který byl mnohem horší než v Polsku, v ČR nebo i jinde v Eurozóně. I když dle měsíčních dat ekonomika solidně oživuje, nestačilo to ve světle vysoké inflace (ergo, nízkých reálných úrokových sazeb) na to, aby forint při zhoršení epidemiologické situace neztratil půdu pod nohama. Zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nejspíše bude stačit na to, aby forint dále

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

neoslaboval, ale zda jej dokáže posílit je nejisté. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň pod 350 do konce roku.

AKCIOVÝ TRH

Situace ohledně nemoci COVID19 se za uplynulý měsíc celosvětově výrazně nezměnila, avšak v evropských zemích postupně dochází k nárůstu počtu nově nakažených. Akciové trhy, v měsíci září, bez větších kurzotvorných zpráv uzavřely část dříve nabytých zisků. K tomuto kroku pravděpodobně vedly důvody jako blížící se volby amerického prezidenta, geopolitické problémy v různých místech světa, narůstající zadlužení vlád a korporací, nepredikovatelná situace ohledně vývoje nemoci COVID 19 v zimních měsících a mnoho jiného. Proto jsme na **akciové trhy z krátkodobého horizontu opatrní**. Negativní výkonnost očekáváme především od amerických společností, zvláště pak těch obsažených v technologickém indexu Nasdaq. V následujících měsících tak očekáváme výkonnostní zaostávání růstových společností a lepší výkonnost hodnotových akcií, jako například bankovního sektoru, průmyslu nebo ropy a plynu. To by znamenalo lepší regionální výkonnost akcií obchodovaných na evropských a rozvíjejících se trzích a horší výkonnost amerických akcií. Obecně se několika měsíční růst globálních akciových trhů v následujících měsících a letech projeví v nižší očekávané průměrné roční zhodnocení, včetně dividend, zhruba okolo 5 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci září činil 29 %. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora hlavních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až v posledním čtvrtletí letošního roku.

Zaostávání střeoevropské regionu a atraktivní hodnotové ukazatele pravděpodobně povedou k dobré výkonnosti v horizontu jednoho roku. Nejvyšší růstový potenciál v rámci střeoevropského regionu nyní vidíme především u slovinských a českých akcií. Silné propady způsobené šířením COVID 19 dle nás ve střednědobém horizontu poskytují zajímavé investiční příležitosti. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (pro rok 2020 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 obsaženy. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností. Zajímavou investiční příležitost vidíme v nedávném IPO České zbrojovky, kdy se jedná o dobře řízenou společnost, s kvalitními výrobky, rostoucím tržním podílem a zdravou kapitálovou strukturou.

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 1,2 %.

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).
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 znovuotevření 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	Zbraně	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	1,00%	1,68%	0,00%	0,72%	2,00%	5,40%	4,96%	0,27%
ConseqCorpBondA	2,50%	1,68%	0,00%	0,00%	1,60%	5,78%	4,21%	0,24%
ConseqOpportunity	1,90%	1,40%	0,00%	0,00%	2,43%	5,73%	3,04%	0,17%
ConservativeBFA	0,95%	1,30%	0,00%	1,20%	0,00%	2,50%	3,31%	0,08%
EquityFundB	7,65%	1,50%	2,90%	3,32%	0,00%	11,10%	3,90%	0,43%
NewEuropeBF_A	1,30%	1,52%	0,00%	0,00%	0,00%	1,40%	4,64%	0,06%
								1,27%

Jan Schiller

Senior portfolio manager