

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

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA ZA 2. ČTVRTLETÍ 2020

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA	5
LIKVIDITA PORTFOLIA	9
OČEKÁVANÝ VÝVOJ	9
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE	11

Hodnota aktiv k 30. červnu 2020

Tržní hodnota aktiv ke dni valuce	162 018 866 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	151 444 390 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	133 244 562 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	10 574 476 Kč

Dosažené zhodnocení (za uplynulé čtvrtletí 31.3. 2020 - 30. 6. 2020) - objemově váženo

Portfolio	5,22 %
Benchmark	4,18 %

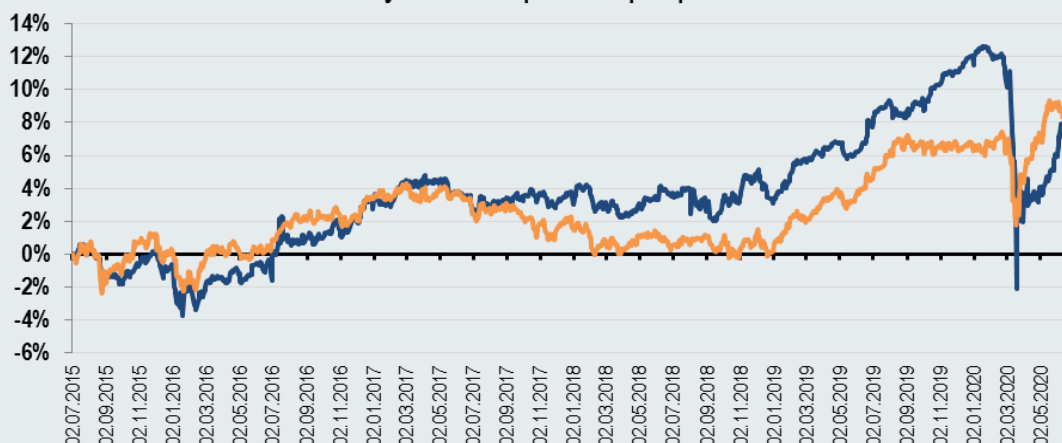
Dosažené zhodnocení (od počátku investiční periody 01. 01. 2020 - 30. 6. 2020) - objemově váženo

Portfolio	-2,74 %
Benchmark	2,78 %

Dosažené zhodnocení (od počátku spolupráce 02. 07. 2015 - 30. 6. 2020) - objemově váženo

Portfolio	7,94 % (1,54 % p.a.)
Benchmark	9,21 % (1,78 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

▣ DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

ČR, EU, USA

Vývoj na trzích byl ve druhém kvartálu ve znamení uklidňování situace. Panika kolem koronaviru a jeho efektů na světovou ekonomiku, která se podepsala na masivních výprodejích aktiv jakékoliv kvality v březnu, a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnově-politických zásahů dále rozměňovala i v květnu a v červnu.

Ekonomika Evropské měnové unie se v prvním čtvrtletí dle finálních dat propadla mezičtvrtletně o 3,6%, což byl její historicky vůbec nejhorší výsledek. A také to byl výsledek, který je v mírových časech bezprecedentní v podstatě pro každou ekonomiku. Všechny velké ekonomiky poklesly zhruba stejně (5,2-5,3% q/q) kromě Německa, kde byl pokles „jen“ o 2,2% q/q. Strukturální data ukázala, že mezičtvrtletní pokles Eurozóny byl důsledkem všech složek agregátní poptávky (kromě zásob). Největším negativním faktorem růstu byla samozřejmě poptávka domácností (růstu odebrala 2,5 p.b.), následována fixními investicemi, které růstu ubraly skoro procentní bod.

Propad ekonomické aktivity pokračoval i během druhého čtvrtletí. Tvrdá měsíční data, která byla v EMU zveřejněna v průběhu června, byla samozřejmě velmi špatná, týkala se už totiž začátku druhého čtvrtletí, což znamená, že se v nich už naplno projevovala restriktivní opatření vlád. Maloobchodní tržby po březnovém poklesu o 11,1% m/m klesly v dubnu o dalších 11,7%, meziroční pokles tak dosáhl bezmála 20%. Mezi velkými ekonomikami jsou velké rozdíly: v Itálii klesly tržby o třetinu, v Německu naopak jen o 6,2%. První květnová data – ze Španělska – ukazují mírné oživení s tím, jak se ekonomiky začaly otevírat, ale k normalitě je evidentně ještě dlouhá cesta. I po květnovém růstu je totiž květnový španělský maloobchod stále o pětinu nižší než před rokem. Průmyslová produkce po poklesu o 13% m/m v březnu klesla v dubnu o dalších 18,4%, její meziroční pokles tak dosáhl 28% r/r. Nejhlubší propad byl v nejhůře postižené Itálii (42,5%), relativně nejlépe si opět vedlo Německo (-30,2%). Největší vypovídací schopnost budou mít konečná data za druhý resp. třetí kvartál, kdy se projeví skutečný zpožděný dopad pandemie, případně i úpravy ve vládních podpůrných balíčcích.

ECB hned na svém dubnovém zasedání potvrdila nákupy aktiv v rámci v březnu ohlášeného programu PEPP („Pandemic Emergency Purchase Program“) a v již dlouho probíhajícím programu APP („Asset Purchase Program“), ohlásila rovněž další uvolnění podmínek programu TLTRO III („Targeted Long-Term Refinancing Operations“), skrze který poskytuje cílené refinancování bankám v EMU, a také nový program PELTRO („Pandemic Emergency LTRO“), kde je minimum podmínek pro to, co banky se získanou likviditou mohou udělat. V červnu následně zvýšila objem celkového potenciálního objemu aktiv k odkupu v rámci (v březnu ohlášeného) programu PEPP o 600 mld €. na 1350 mld. €.

US

Americká ekonomika poklesla v 1Q20 dle třetího odhadu o stejných anualizovaných 5% jako dle odhadu druhého. To byl sice lepší výsledek než v EMU, ale před případným přehnaným optimismem by nás měla chránit informace, že v USA začala uzavírka ekonomik později než v Evropě (a že se části americké ekonomiky, třeba Arizona a Florida, koncem druhého čtvrtletí opět začaly zavírat). Strukturální příběh je stejný jako jinde: poklesu vévodí poptávka domácností, která růstu ubrala 4,7 p.b. a také fixní investice (-1,8 p.b.).

Data zveřejněná během června 2020 jako všude jinde ukazují, dotýkají-li se již května (a nikoliv dubna), oživení. Objednávky zboží dlouhodobé spotřeby poté, co propadly v březnu meziměsíčně o 16,7% a v dubnu pak o dalších 18,1% (v obou měsících převážně v důsledku gigantického propadu objednávek nových letadel), v květnu přidal 15,8%. Po vyloučení volatilní kategorie letadel a kategorie vojenské techniky, tj. poté, co objednávky skutečně představují proxy pro fixní investice většiny firem, dostáváme lepší čísla: v březnu pokles o

1,3% m/m, v dubnu větší, ale stále ještě ne hrůzostrašný pokles o 6,3% m/m, v květnu růst o 2,3%. Je překvapivé, že v květnu nedošlo k dalšímu poklesu, ale obáváme se, že investice mají své slabé období ještě před sebou, a to i s ohledem na to, jak se vyvíjí průmyslová produkce. Ta po meziměsíčním propadu o 4,6% v březnu a o 12,5% v dubnu vzrostla v květnu jen o 1,4% a meziročně je tak nižší o více než 15%. Celkové maloobchodní tržby bez aut a bez paliv po 2,5 procentním poklesu v březnu a po poklesu o 14,3% v dubnu v květnu překvapivě poskočily o 12,4% m/m, což znamenalo, že meziročně jsou teď nižší jen o 4%. Je to však jenom důsledek masivní fiskální podpory, která je sice extrémně štědrá (u mnoha lidí je podpora dokonce vyšší než pracovní příjem), ale která dříve (v červenci) nebo později skončí.

Centrální banka už během března vytáhla lehce zaprášenou rukověť krizového manažera z roku 2008 a dala jí velkou steroidovou injekci. Celá „písmenková 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 do hry 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 domácí měny hnané úprkem k dolaru. Novinkou bylo znovuzavedení programu odkupu aktiv (dluhopisy vlády a MBS) s absentujícím omezením objemu shora, jakožto i repo programu pro zahraniční centrální banky. Na svém zasedání na konci dubna FED už moc dalšího neudělal, což ale vzhledem k tomu, že již předtím začal odkupovat i dluhopisy neinvestičního ratingu a jediné, co zatím nekupuje, jsou akcie, lze jen pochopit. Jediné, co FED na dubnovém zasedání řekl, bylo, že sazby zůstanou na nule rok, možná i déle. Prozatím nezaznělo nic o tom, že by FED chtěl řídit výnosovou křivku (jak to dělá Japonsko), ale s gigantickým nárůstem dluhu a s uklidněním situace o tom nejspíš FED minimálně v teoretické rovině přemýšlet bude. Letošní pokles ekonomiky by měl dosáhnout 6,5%, nezaměstnanost by koncem roku měla stále být na dohled 10% (9,3%). Všichni členové FOMC mimo dvou očekávají, že ekonomika nevygeneruje žádné poptávkové tlaky nejméně do roku 2022 a že tudíž sazby zůstanou na stávajících hodnotách nejméně po tuto dobu.

CZ

Česká ekonomika v prvním čtvrtletí poklesla dle finálních dat o 3,4% q/q (tj., o 2,0% r/r), což bylo méně než na Slovensku (-5,2% q/q), ale daleko více než v Maďarsku (-0,4% q/q) nebo v Polsku (-0,4% q/q). Samozřejmě ekonomice nejtvrdší ránu zasadil koronavirus. Dle struktury dat se na poklesu nejvíce podepsala složka fixních investic (-11% q/q) a poptávky domácností (-2,2% q/q), naopak příspěvek vlády byl pozitivní (+2% q/q). Došlo rovněž k výraznému nárůstu míry úspor, která se tak dostala na nejvyšší úroveň (13,1%) od 3. čtvrtletí 2010. V jaké míře se jedná o efekt nemožnosti utrácet (kvůli zavřeně ekonomice) a v jaké o opatrnostní motiv nelze seznat.

Měsíční „tvrdá“ data zveřejněná v červnu se týkala počátku druhého čtvrtletí a byla tedy velmi slabá. Průmyslová produkce v březnu 2020 poklesla o skoro 11% m/m, v dubnu pak o dalších 23,4%, meziroční pokles tak činí třetinu (ve zpracovatelské části průmyslu pak skoro 35%). Celkové maloobchodní tržby poklesly v březnu meziročně o 13,2%, v dubnu se jejich propad prohloubil až na 21,3%, zejména (ale zdaleka ne jenom) díky propadu aut (-43,2%). Ačkoliv květen již přinesl stabilizaci a červen přinese oživení tržeb, přetrvávající nejistota, šetření a růst nezaměstnanosti budou omezovat růst tržeb i poté, co současné restriktce odezní, a to i navzdory masivní vládní fiskální pomoci.

Měkké indikátory ukazují na postupnou stabilizaci situace. PMI ve zpracovatelském průmyslu poklesl v dubnu na 35,1 bodu (nejméně od května 2009, kdy PMI dosáhl 40,5 bodu), v květnu pak mírně narostl (39,6 bodu) a v červnu dosáhl 44,9 bodu. To stále signalizuje pokles průmyslové produkce, ale menším tempem než počátkem druhého čtvrtletí. Zlepšení PMI v červnu přitom bylo primárně důsledkem menšího propadu skutečné produkce a prvního poloúnorového růstu důvěry firem, nové zakázky naopak stále prudce klesají. To indikuje, že firmy dodělávají minulé objednávky a věří v lepší budoucnost, nové objednávky se však nehrnou.

Celková inflace pokračuje v sestupném trendu, ten je však výhradně důsledkem poklesu cen pohonných hmot. Celková inflace v květnu zpomalila na 2,9%, nejnižší od října 2019. Ceny

pohonných hmot ubraly růstu celkové cenové hladiny 0,8 p.b. Do budoucna budou inflaci vyšším směrem tlačit ceny potravin, dolů naopak segment bydlení.

ČNB na svém zasedání 24. června ponechala všechny sazby bez změny, tj. dvoutýdenní repo sazbu na 0,25 %, diskontní sazbu na 0,05 % a lombardní sazbu na 1 %. Nebylo se čemu divit. Inflace zůstává překvapivě vysoko, další opatření ČNB prováděné jinde ve světě (třeba odkupy aktiv) nedávají v našich podmínkách moc smysl. Navíc, jak se píše ve stanovisku po zasedání, *„rizika aktuální prognózy inflace na horizontu měnové politiky vyhodnotila BR ČNB jako zhruba vyrovnaná. Zatímco aktuální vývoj kurzu koruny může působit oproti prognóze protiinflačně, může být na druhou stranu stabilizační vliv rozpočtové politiky výraznější“*.

Dluhopisové trhy

Německá výnosová křivka se během června vůbec nezměnila. Na krátkém konci zůstaly výnosy u dvouletých dluhopisů na -0,69% (koncem května to bylo přitom skoro stejné: -0,66%) a ačkoliv v první červnové dekádě došlo k jejich (jak se ve zbytku měsíce ukázalo krátkodobému) poklesu, podobný výsledek, tj. žádná změna mezi koncem května a koncem června, byl nakonec i u výnosů desetiletých. Ty se koncem května i koncem června nacházely totiž na navlas stejné úrovni -0,45%. Stejná situace – malé změny mezi koncem května a června – byla i ve Spojených státech. Počátkem června sice výnosy po relativně lepších makrodatech vzrostly, ale jen na dlouhém konci (skoro na +0,9%) a jen na pár dní. Koncem června tak byly desetileté americké výnosy opět zpátky na +0,67%, což je úroveň shodná s koncem května (+0,65%).

Vývoj na kreditním trhu byl i v červnu, podobně jako v dubnu a v květnu, 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 premií v březnu, a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnově-politických zásahů dále rozměľňovala i v květnu a v červnu.

Akcie

Globální akciové trhy dosáhly lokálního minima kolem 23. března. V tomto okamžiku z historických maxim z 19. února ztratily přibližně 35 %. Americký Fed nicméně na konci března oznámil masivní program kvantitativního uvolňování, objemově násobně větší než při poslední globální finanční krizi 2008-2009. Fed se rozhodl nakupovat prakticky všechny dluhové cenné papíry a v polovině dubna dokonce ohlásil, že začne nakupovat také korporátní dluhopisy s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Také Evropská centrální banka svůj program nákupů aktiv také výrazně rozšířila. Ve výsledku se díky masivním monetárním stimulům centrálních bank podařilo situaci stabilizovat a díky pokračujícím masivním monetárním stimulům klíčových centrálních bank a postupnému otevírání ekonomik pokračovala na globálních finančních trzích pozitivní nálada. Ve výsledku si nejširší globální akciový index MSCI All Country World připsal zhodnocení 18,7 %. Přitom od začátku roku tento index ztrácí již „pouze“ 7,1 %. Evropský DAX připsal téměř 24 %. Středoevropské trhy byly o něco skromnější – polský WIG 19 %, maďarský BUX lehce přes 8 % a pražský PX 16,2 %.

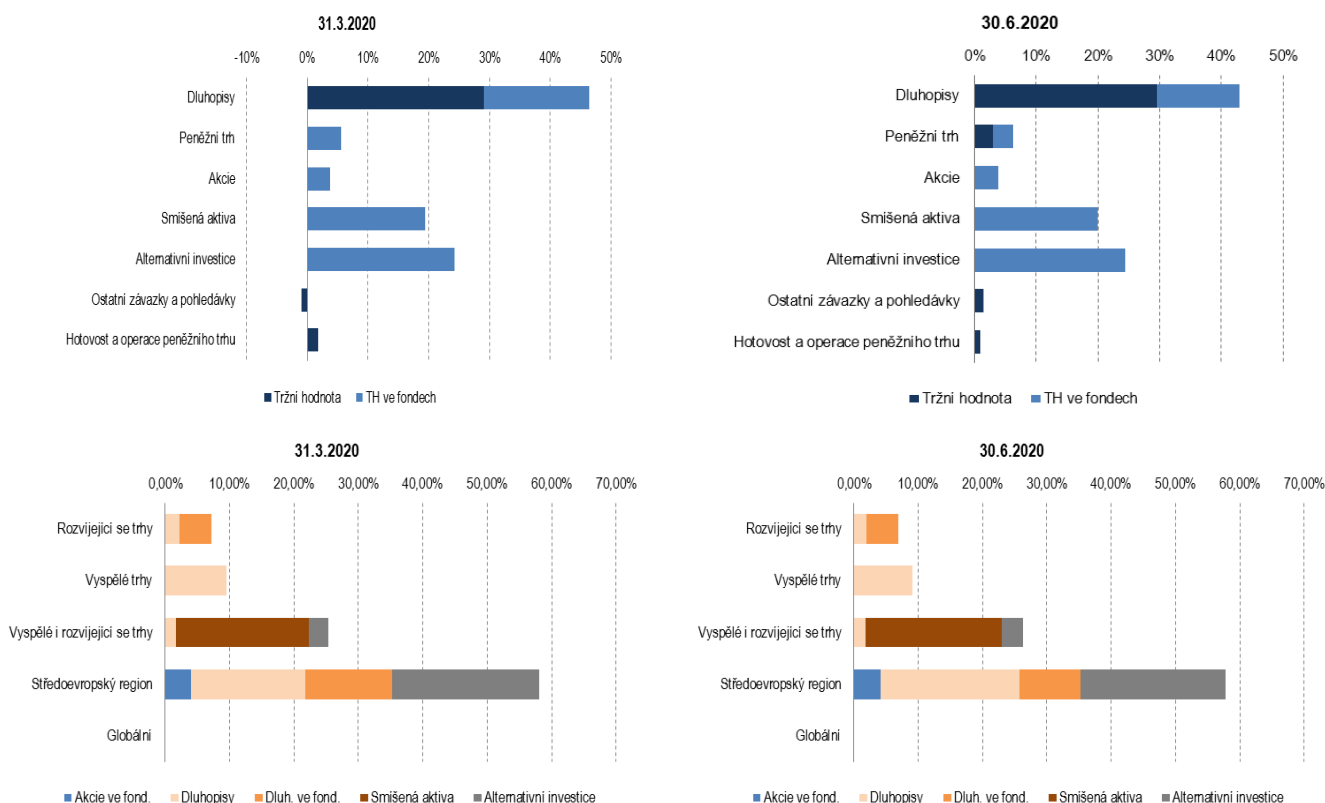
Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	TER**
2019	7,39%	6,06%	1,3%
2018	0,13%	-1,40%	1,48%
2017	0,52%	-1,69%	1,38% (odhad)

* 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), poplatek za depozitáře, custody a audit, bankovní poplatky

STRUKTURA PORTFOLIA A KONTRIBUČNÍ ANALÝZA

ALOKACE AKTIV



Portfolio fondu jsme během kvarátlu rozšířili o několik korporátních emisí. Jmenovitě o dodatečnou emisi dluhopisů českého dopravce RegioJet. Původní emise byla realizována na spreadu 450 bps nad 6M PRIBOR, přičemž poptávka ze strany Consequ zněla na 500 bps nad 6M PRIBOR. Primárního úpisu se tak Conseq neúčastnil. Vzhledem k potřebě dalšího nákupu vlakových vozů, což je hlavní překážka rozšíření působnosti společnosti a navýšení přepravní kapacity, realizuje emitent nyní dodatečnou emisi. Při indikovaném spreadu 600 bps nad 6M PRIBOR považujeme tuto investiční příležitost, jako atraktivní. Společnosti se daří výrazně navyšovat objem přepravených osob i pokrytí nových tratí. Specifická situace na trhu s novými vagóny, resp. staršími vozy v kontextu s poskytnutým zajištěním dává věřitelům poměrně silnou pozici (tržní hodnota zástavy je cca 2,3 mld CZK).

Dalším emitentem byla společnost Momox, založená v roce 2004 jako první německá společnost, která vstoupila do segmentu e-commerce, zaměřující se čistě na prodej použitého spotřebního zboží. Společnost se zaměřuje na přeprodej knih, medií (CD, DVD, software) a módy. Postupem času se vypracovala na přední pozici v tomto segmentu v Evropě. Množina

zákazníků je generována přes vlastní webové rozhraní (medimops.de, ubup.de) či přes platformy amazon a e-bay. Na poslední dvou jmenovaných patří do první trojky světových prodejců. Dodává do 170 zemí, na vlastní mobilní aplikaci má přes 750tis. uživatelů a celkově přes 8 mil kupujících. Díky zavedení uceleného a uživatelsky příjemného on-line procesu od nabídky odkupu po přebalení a prodej novému zákazníkovi a vysokému objemu prodeje se společnosti daří generovat velmi zajímavou marži.

Cenotvorba je založena na algoritmu, který využívá data ze stovek až tisíců historických i aktuálních transakcí se stejnou nebo obdobnou položkou a vzhledem k očekávané prodejní ceně navrhne adekvátní výkupní částku. Výsledný růstu revenues od roku 2014 je dán čistě organicky (CAGR >25 %). Díky databázi více jako 200 mio provedených transakcí má momox silnou podkladovou kapacitu pro výstup tohoto algoritmu.

85% podíl je od roku 2018 vlastněn firmou soukromého kapitálu Verdane Capital, která disponuje kapacitou přes 600 mio EUR. Očekávaný exit je plánován formou IPO v horizontu 5-7 let.

Poslední dva přírůstky byly z řad CZK korporátních emitentů. V prvním případě šlo o dluhopisy realitního fondu ZDR s krátkou splatností jeden rok a velmi solidním zajištěním kvalitními retailovými nemovitostmi (výnos 5,4 %). V podstatě analogická byla emise nemovitostního fondu Accolade, taktéž se splatností jeden rok, ovšem zaručené průmyslovými a logistickými parky (výnos 4,4 %).

Portfolio za uplynulý kvartál vzrostlo **5,22 %**, srovnávací **index přidal o 4,18 %**. **Od počátku spolupráce** dosáhla výkonnost úrovně **7,94 %**, benchmark od července 2015 přidal **9,21 %**.

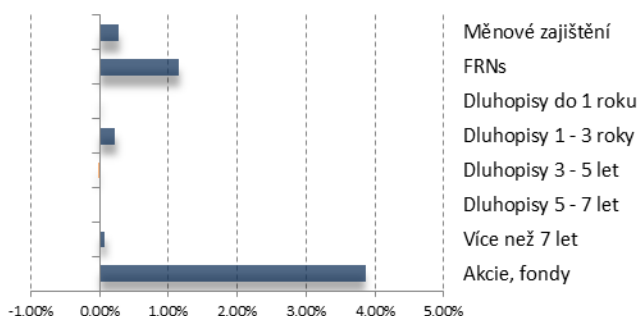
Tříletá časová výkonnost dosáhla 4,76 % (1,56 % p.a.).

Proti měnovému riziku jsme plně zajišťovali pozice v EUR. Celková otevřená měnová expozice portfolia činila 0,09 % NAV.

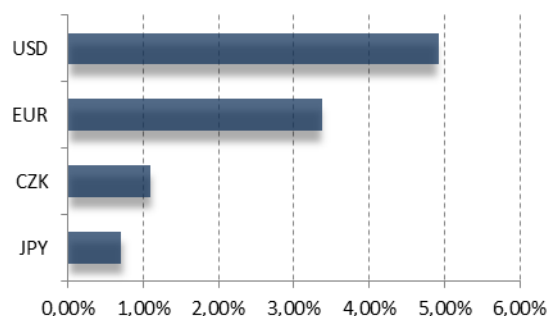
KONTRIBUCE JEDNOTLIVÝCH POZIC

V uplynulém čtvrtletí

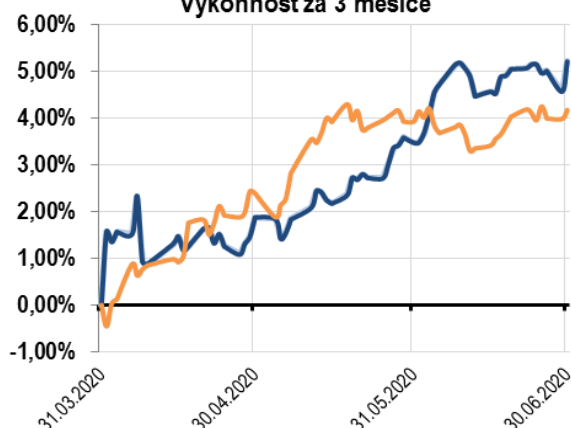
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



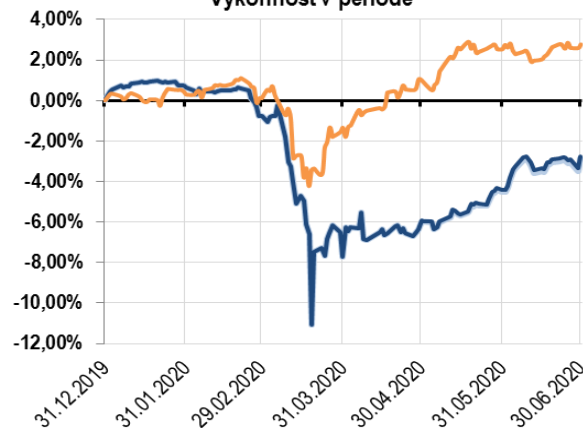
Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn

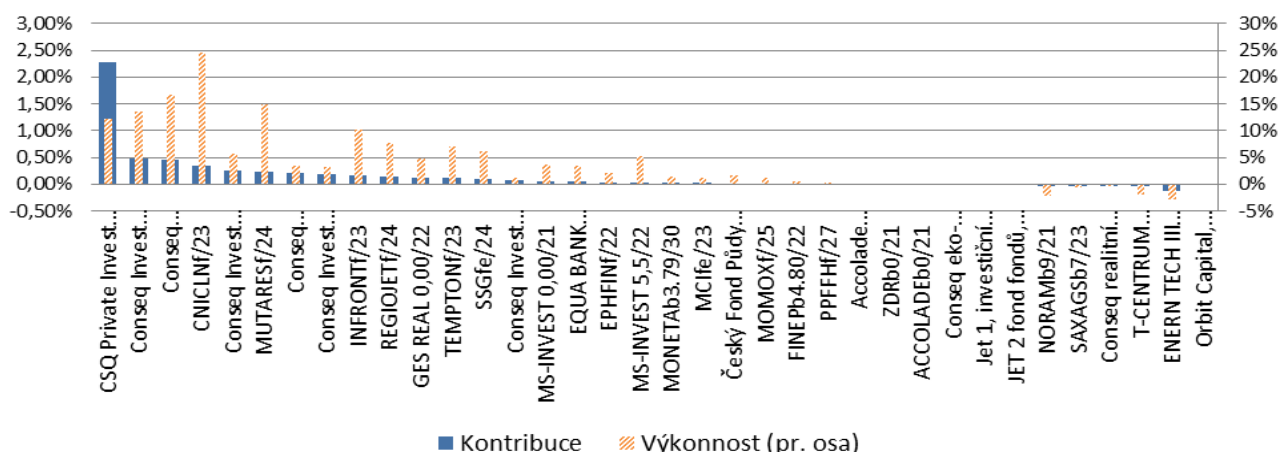


Výkonnost za 3 měsíce



Výkonnost v periodě





Dynamická složka – akciové fondy

Portfolio v uplynulém čtvrtletí přidalo přes 5 %. Největší kontribuci přinesl fond **Conseq Private Invest Dynamický**. Vzhledem k pokračujícím masivním monetárním stimulům klíčových centrálních bank a postupnému otevírání ekonomik pokračovala na globálních akciových trzích pozitivní nálada. Počty nakažených nemocí COVID19 v globálním kontextu nevyznívaly příliš pozitivně, avšak akciové trhy se soustředily převážně na pokračování v uvolňování restriktivních opatření a na očekávání ekonomického oživení. V červenci by měla začít výsledková sezóna, avšak ani ta zřejmě nebude mít významný vliv na určení dalšího vývoje akciových trhů, jelikož důležité budoucí měsíce nadále leží v nejistotě. Nejlepších výsledků dosáhly akcie na rozvíjejících se trzích, a to i přesto, že přicházela celá řada znepokojujících zpráv. Jmenujme například konflikt mezi Čínou a Indií, při kterém na společné himálajské hranici umírali vojáci na obou stranách, dramaticky narůstající počet případů COVID-19 v Latinské Americe, obavy z druhé vlny nákazy či schválení nového čínského zákona o státní bezpečnosti, což vyvolalo další vlnu protestů a zatýkání v Hong-Kongu (a také hrozbu sankcí ze strany USA).

Z důvodu hrozící měnové nestability a vyššího rizika jsme se rozhodli kompletně vyprodat fond zaměřený na turecké akcie. Peníze jsme převedli částečně do fondu zaměřeného na ruské akcie a částečně do čínských akcií (A-Shares). Celková expozice na rozvíjející se trhy tedy zůstává neměnná. Pozitivně vidíme poměrně rychlý návrat cen ropy směrem ke svým předkrizovým hodnotám, z čehož pak může profitovat mnoho ruských firem. Podíl čínského akciového trhu ve světových indexech neustále roste a z dlouhodobého pohledu nabízí zajímavé zhodnocení. Ekonomická situace v Číně se navíc navrácí poměrně rychle do starých kolejí. Mezi alternativami jsme vyměnili fond využívající opční strategie (z důvodu horší výkonnosti a nenaplnění investičních cílů) za fond zaměřený na globální nemovitostní společnosti. Nový fond nabízí větší prostor k růstu, neboť tyto společnosti se ještě po koronavirové krizi zdaleka nevrátily na svojí předchozí úroveň, a má dobrou dlouhodobou výkonnost. Dále jsme se rozhodli využít posílení koruny k výběru zisků, a tak jsme snížili podíl zajišťované eurové měnové expozice zpět na 25 %. Kurz koruny je již v posledních týdnech relativně stabilní, při případné korekci jsme připraveni podíl zajištění znovu zvýšit. Nadále jsme pokračovali v zajišťování 75 % dolarové expozice vůči koruně. V červnu koruna proti euru i dolaru celkově posílila, což přispělo pozitivně k výkonnosti portfolia. Hodnota fondu vzrostla mezikvartálně o 12,33 %, zatímco benchmark připsal za stejné období 10,42 %.

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

Dluhopisové fondy

k výrazným cenovým poklesům. Masivní pohyby jsme samozřejmě zaznamenali i u kreditních premií korporátních dluhopisů denominovaných v euru. Dle indexu Markit iTraxx

Vývoj na trhu státních i korporátních dluhopisů byl i ve druhém kvartále 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 premií v březnu, a která začala v dubnu opadat, se pod vlivem bezprecedentních fiskálních a měnově-politických zásahů dále rozměľňovala i v květnu a v červnu. Dluhopisové fondy nezůstaly stranou a připisovaly si pozitivní výsledky. Fond **Conseq Invest dluhopisový** přidal 3,3 %, když jsme se soustředili právě na segment státních dluhopisů v EUR a korporátních emisí. Úrokovou citlivost fondu udržujeme i nadále na zhruba poloviční hodnotě ve srovnání s tržním indexem.

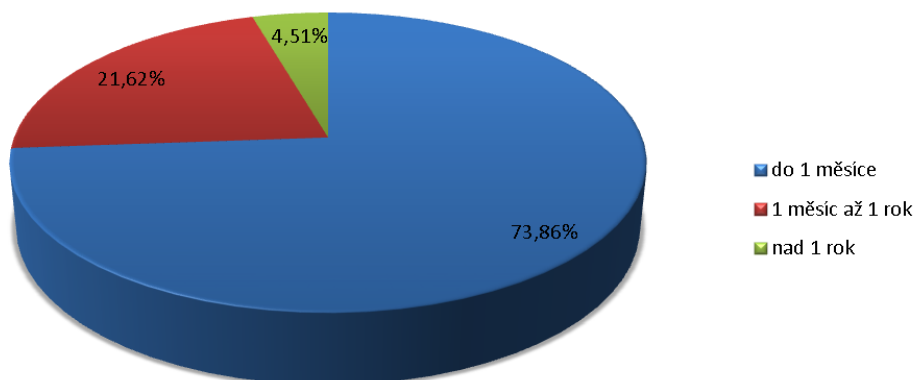
I v případě **Conseq Invest konzervativního dluhopisového** fondu jsme v uplynulém kvartále zaznamenali růst (+1,4 %). Dařilo se jak českým státním dluhopisům s krátkou durací, tak korporátním emisím v investičním pásmu.

Stejně faktory formovaly i výsledek fondu **Conseq Korporátních dluhopisů**. Ten uzavřel čtvrtletí ziskem 3,6 %. Díky pokračujícím masivním monetárním stimulům klíčových centrálních bank a postupnému otevírání ekonomik pokračovala na globálních finančních trzích pozitivní nálada. Navýšení objemu odkupu aktiv Evropskou centrální bankou podporovalo poptávku investorů zejména po emisích s investičním stupněm, stranou ale nezůstal ani neinvestiční ratingový segment.

Velmi dobře se vedlo i fondu **Conseq Invest dluhopisů nové Evropy**. Jeho vývoj odpovídal pomalu se navráťivšímu optimismu na globálních trzích a postupnému obnovování ekonomické aktivity. To podporovalo dluhopisy rozvíjejících se zemí, jmenovitě ukrajinské státní obligace. Rizikový apetit investorů podpořilo navýšení objemu odkupu aktiv na straně ECB a oficiální potvrzení osmnácti měsíční půjčky Ukrajině ve výši 5 mld USD ze strany Mezinárodního měnového fondu a 0,5 mld. EUR od Evropské unie. 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.

V důsledku událostí a vývoje okolo virové pandemie a nových ekonomických fundamentů zůstal v pozadí fakt, že i přes nadále velmi silně proklamované snahy o potlačení korupce a posílení důvěryhodnosti státních institucí v zemi (zejména soudnictví) konkrétní reformní kroky v podstatě ustaly a v pozadí naopak dochází k růstu vlivu oligarchických zájmových skupin, podkopávání nezávislosti centrální banky a erozi důvěry zahraničních investorů. Důležitým prvkem pro další vývoj bude postoj Mezinárodního měnového fondu, který postupné čerpání přidělených prostředků podmínil právě nezávislostí centrální banky a protikorupčními opatřeními. Náš pohled na další vývoj cen ukrajinských aktiv je tak nyní spíše opatrný až negativní. Nízká inflace, stále atraktivní reálné úrokové sazby a opětovný optimismus napříč trhy ustupují pod tíhou faktu, že institucionální uspořádání zůstává extrémně slabé a vliv na vývoj událostí v zemi mají spíše než nezávislí politici a instituce skupiny oligarchů, sledující hlavně své ekonomické zájmy.

LIKVIDITA PORTFOLIA



OČEKÁVANÝ VÝVOJ

Vývoj během koronavirové krize výrazně změnil dluhopisový terén. Na jedné straně došlo k výraznému nárůstu emisní aktivity české vlády a lze čekat pokračování této tendence. Vláda totiž za poslední roky nevytvořila na nepředvídanou situaci žádnou výraznou rezervu (navíc navýšila výrazně mandatorní výdaje), takže všechny programy pomoci ekonomice musí financovat dluhem. Rozpočtový schodek tak v letošním roce bude atakovat 500 miliard korun (po několikáté revizi k hlubšímu deficitu), což představuje bezmála 10% HDP, dvakrát tolik, kolik činil rozpočtový schodek při finanční krizi 2009. Navíc, podobný schodek tomu letošnímu vláda, dle plánu MF, připravuje také na příští rok. 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 déletrvající 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 40% 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.

Je však na druhou stranu třeba zdůraznit, že ČR má v současnosti nízké celkové zadlužení, což společně s nyní slabší korunou může dále lákat zahraniční investory při existenci zajímavé marže nad eurové vládní dluhopisy. V neposlední řadě je zde ČNB – její měnověpolitické sazby klesly na dohled nuly a ještě kosmeticky poklesnout mohou, plus centrální banka je dle slov bankovní rady připravena vstoupit v případě výraznějších propadů cen na trh vládních dluhopisů a nakupovat, možná současně s podporou měnovému kurzu prodejem části devizových rezerv. Ze zahraničí, tedy zejména z EMU, v nejbližší době silný tlak na růst obligačních výnosů nejspíš nepřijde, neboť těmto tendencím bude bránit Evropská centrální banka navýšeným programem nákupů vládních dluhopisů. Podtrženo sečteno, byť výsledkem v dalších málo měsících může být relativní stabilita českých výnosů na nízkých úrovních, vnímáme vysoké riziko možného přechodně negativního vývoje a v důsledku současné podprůměrné 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 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. Nízké výnosy v Eurozóně budou nicméně výraznější růst polské křivky pravděpodobně tlumit.

Měny

U kurzu eura proti dolaru vidíme pro nejbližší období kurz dolaru v pásmu 1,12-1,15, ve střednědobém výhledu pak očekáváme oslabování dolaru (i vůči dalším světovým měnám). Hlad po dolarové likviditě, který hnal posilování v březnu, totiž FED zahnal jak FX swapy s jinými centrálními bankami, tak repo programem FIMA (umožňujícím repo operace centrálních bank ve světě s americkými dluhopisy přímo s FEDem). V relativním postavení měnových politik ECB a FED-u se nejméně rok nic měnit nebude, a samotná tempa oživení ekonomik si také asi nebudou mít co závidět. Růst nových případů koronavirového onemocnění, který nyní v částech USA pozorujeme, hrozí tím, že se americká ekonomika opět brzy zavře, což by se dolaru dotklo negativně.

Koruna je nyní fundamentálně stále moc slabá, její návrat na silnější hodnoty je tak v horizontu 6 měsíců pravděpodobný. V březnovém výprodeji došlo jen k malému snížení pozic zahraničních hráčů a duben v tomto směru také o moc lepší nebyl (držba českých dluhopisů nerezidenty činila ke konci května 33,7% všech dluhopisů). Do konce roku se tak sice koruna pravděpodobně vrátí k hranici 26 korun za euro, ale zranitelnost jakožto dědictví dávno ukončených devizových intervencí si s sebou ponese dál.

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 uvažíme, že před březnovými výprodeji jej na ně nedostal ani široký pozitivní úrokový diferenciál a silný růst ekonomiky (a obojí je teď věcí minulosti). Je však možné, že se, podobně jako v roce 2008-9, polská ekonomika vypořádá se současnou krizí lépe než EMU, v kterémžto případě se zlotý může dostat až pod 4,20.

Maďarský forint je na tom stejně jako zlotý. Na silnější, řekneme únorové úrovně, se asi vrátí poměrně lehce (i když nedávný pokles sazeb centrální banky tento proces prodlouží), dále však jen tak 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 úplně vyloučit. Tvrdá data však zatím nic takového neindikují.

Akciový trh

Společnost si postupně přivyká a adaptuje na situaci ohledně nemoci COVID19. Prvotní panika odezněla, zdravotní systémy byly adekvátně nastaveny, vlády pokračují v uvolňování dříve nastavených omezení, obchody se otevírají, firmy obnovují výrobu, centrální banky nadále vše podporují uvolněnými měnovými politikami a vlády fiskálními podpůrnými balíčky. Zdá se tak, že to nejhorší je za námi. To vše se na akciových trzích postupně bude odrážet v pozitivní náladě. Stěžejní však bude zvládnutí konečného uvolňování přijatých opatření a nastartování ekonomik. Zotavení důvěry spotřebitele bude nutnou podmínkou. Akceleraci ekonomické aktivity očekáváme v následujících měsících, přičemž na předkrizové úrovně se nedostaneme ani v příštím roce. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až v posledním čtvrtletí letošního roku. 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 středoevropského regionu nyní vidíme u slovinských a některých 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 zaceněno. Z hodnotového pohledu se nám líbí mnoho slovinských společností.

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 1,25 %.

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	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	1,00%	2,40%	0,00%	2,00%	5,40%	4,96%	0,27%
ConseqCorpBond	2,50%	2,30%	0,00%	1,60%	6,40%	4,21%	0,27%
ConseqOpportunit	1,90%	1,40%	0,00%	2,50%	5,80%	3,04%	0,18%
ConservativeBFA	0,00%	1,30%	0,00%	0,00%	1,30%	3,31%	0,04%
EquityFundB	7,70%	0,50%	2,90%	0,00%	11,10%	3,90%	0,43%
NewEuropeBF_A	1,30%	0,10%	0,00%	0,00%	1,40%	4,64%	0,06%
							1,25%

Jan Schiller
Senior Portfolio Manager