

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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH .....	2
DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI .....	2
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY .....	6
DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISEY .....	7
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 4Q 2020 .....	10
LIKVIDITA PORTFOLIA .....	12
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ .....	12
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE .....	16

## Hodnota aktiv k 31. prosinci 2020

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	175 713 473 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	156 444 390 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	135 077 283 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	19 269 083 Kč

## Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 30.9.2020 – 31.12.2020

Portfolio – objemově váženo	3,18 %
Benchmark	-0,18 %

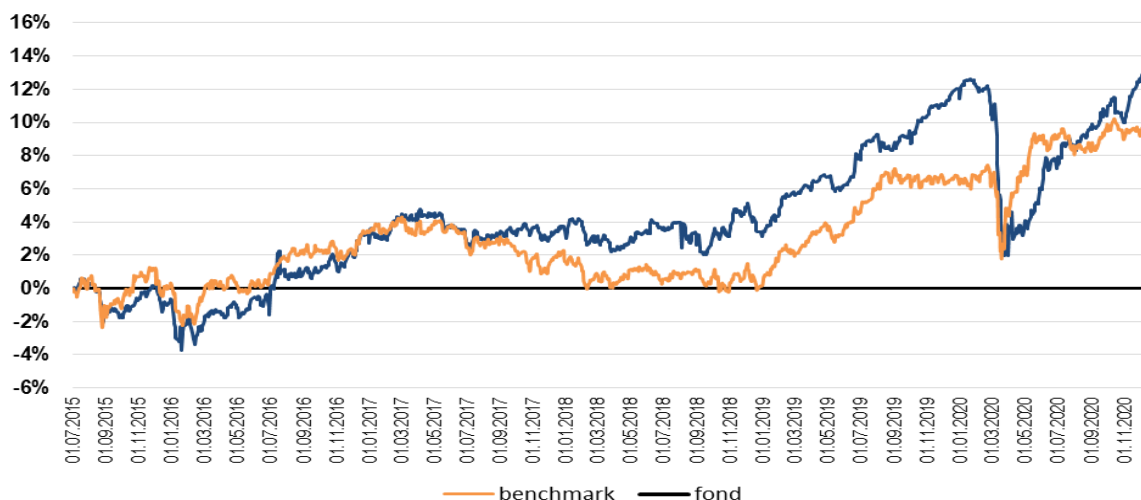
## Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 1.1.2020 – 31.12.2020

Portfolio (objemově váženo, v periodě)	2,54 %
Benchmark	3,24 %

## Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 31.12.2020

Portfolio (objemově váženo, od počátku spolupráce)	14,27 % (2,16 % p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	9,70 % (1,70 % p.a.)

Výkonnost od počátku spolupráce



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

## VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

### DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

#### EUROZÓNA, USA

Globální ekonomika se v roce 2020 ocitla v nejhlubší recesi od 2. světové války. Dle poslední prognózy Mezinárodního měnového fondu by mělo globální HDP za rok 2020 poklesnout o 4,4 %, což je násobně více než 1% pokles při globální finanční krizi v roce 2009. Přitom jedinou velkou ekonomikou, která by měla za celý letošní rok zaznamenat kladnou dynamiku HDP, je podle MMF Čína. Nejhlubší propady ekonomické aktivity jsme mohli zaznamenat během druhého kvartálu, kdy byly ekonomiky a kvůli sílící pandemii z velké míry uzavřeny/vypnuty. Následný náběh aktivity a zmírňování restrikcí byly mnohdy rychlejší proti očekávání a třetí kvartál tak naopak přinesl nevídané obnovení ekonomického růstu. Závěr roku byl nicméně opět ve znamení růstu počtu nakažených a obnovování restrikcí. Negativní dopad do nálady spotřebitelů byl ovšem do značné míry tlumen schválením několika nových vakcín, které s postupným náběhem očkování dávaly naději na relativně brzký návrat k normálu.

Co se ovšem k normálu ani zdaleka nevrací jsou uvolněné měnové politiky centrálních bank a programy nákupu aktiv všeho druhu. Celkový objem nově natištěných peněz centrálními bankami v roce 2020 činil bezprecedentních 9,2 bilionu dolarů, což je trojnásobek ve srovnání s krizovým rokem 2008 (zhruba 10 % světového HDP) a jde ruku v ruce s bezuzdným rozvolněním státních rozpočtů. Rozpočtové schodky se pro rok 2020 budou pohybovat okolo -15 % ve vyspělých ekonomikách (USA -19 %) a okolo -10 % v rozvíjejících se zemích. V důsledku masivního nárůstu peněz v systému dochází k silnému zkreslení informační hodnoty cen a misalokaci kapitálu. Akciové trhy dosahují nových maxim a výnosy státních dluhopisů směřují i přes masivní nárůst nového dluhu a jeho absolutní výši blízko nule či pod ní. Díky nákupním aktivitám hlavních centrálních bank (30 % dluhopisů s investičním ratingem poskytuje záporný výnos) jsou investoři vytlačováni do rizikovějších tříd aktiv.

Evropská ekonomika se ke konci roku pomalu vzpamatovává, předstihové ukazatele se i navzdory epidemiologické situaci a z ní pramenícím restrikcím vesměs zlepšily. Centrální banka dále uvolňuje měnovou politiku.

Ekonomika Evropské měnové unie (EMU) se dle finálních dat ve třetím čtvrtletí podle očekávání výrazně zlepšila. Po propadu o 11,7 % q/q ve druhém čtvrtletí vzrostla ekonomika ve třetím čtvrtletí o 12,5 % q/q, což znamená, že meziročně byla v reálném vyjádření na konci třetího čtvrtletí objemově už jen o 4,3 % menší než před rokem. Strukturálně se na silném mezičtvrtletním růstu ve třetím čtvrtletí samozřejmě nejvíce podílely ty složky, které se nejvíce podílely na propadu ve čtvrtletí druhém.

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

Celková evropská inflace zůstala dle finálních dat před koncem roku (listopad) na -0,3 %, tj. na stejné úrovni jako v září i v říjnu. Na historickém minimu ze září a října (0,2 %) zůstala také jádrová inflace. Nejvýraznějšími desinflačními cenovými okruhy byly nadále energie (-8,4 % r/r) a průmyslové zboží (-0,3 % r/r), cenový růst je však kromě sektoru nezpracovaných potravin (+4,2% r/r) ve všech cenových okruzích prakticky neviditelný.

ECB na svém prosincovém zasedání dle očekávání uvolnila měnovou politiku. Sazby sice zůstaly bez změny, ale ECB provedla několik jiných změn. Zaprvé zvýšila program odkupu aktiv o 500 mld. EUR na 1850 mld. za jeho současného prodloužení do března 2022. Zadruhé uvolnila podmínky v rámci programů dodávání likvidity (tzv. TLTRO III), a to tak, že (i) až do června 2022 prodloužila období, v němž platí výhodnější úrokové sazby, že (ii) přidala trojici nových aukcí (mezi červnem a prosincem 2021) či že (iii) zvýšila maximální objem refinancování z 50% na 55% objemu akceptovatelných aktiv. Zatřetí ECB v roce 2021 uskuteční 4 dodatečné aukce likvidity v rámci tzv. pandemických refinančních operací PELTRO.

Americká ekonomická data jsou stále solidní, jen zlepšování trhu práce se zastavilo. FED přidal další verbální slib, že měnová politika zůstane uvolněná velmi dlouho.

Americká ekonomika po dramatickém a bezprecedentním poklesu ve druhém čtvrtletí (31,4 % q/q) vzrostla ve třetím dle prosincového (třetího) odhadu stejně bezprecedentním tempem, a to o 33,4 % q/q (ve druhém odhadu to bylo 33,1 % q/q). Velikosti příspěvků jednotlivých složek byly kvantitativně podobné těm z druhého čtvrtletí, jen znaménka byla jiná. Spotřebitelské výdaje přidaly k růstu HDP 25,4 p.b. (v minulém čtvrtletí -24 p.b.), fixní investice 12 p.b. (ve druhém čtvrtletí -8,8 p.b.), čistý export ubral 3,2 p.b. (ve druhém čtvrtletí +0,6 p.b.).

Meziroční jádrová PCE inflace zůstává nadále pod cílem FEDu, v listopadu dosáhla meziročně 1,4 %. Pro FED trošku špatnou zprávou je, že jádrová inflace podruhé v řadě nerostla: v listopadu totiž stejně jako v říjnu pouze meziměsíčně stagnovala. Za posledních 7 měsíců od dubna se tak jádrová cenová hladina zvedla celkově o 1,4 %, což znamená, že kdyby udržela dynamiku z léta, dostala by se za „pár“ měsíců na meziroční bázi ke 2 procentům. Poslední dva měsíce však návrat inflace k cíli FEDu oddalují.

Centrální banka zasedala koncem první prosincové dekády. Dle očekávání ponechala sazby bez změny, tj. v pásmu 0 - 0,25 %. Fed však explicitně řekl, že bude nakupovat nejméně 120 mld. dluhopisů (80 mld. vládních dluhopisů a 40 mld. MBS) měsíčně tak dlouho, dokud „nebude vidět podstatný pokrok ke splnění duálního cíle plné zaměstnanosti a cenové stability“. Společně se závazkem FEDu nezvyšovat sazby ani v případě, že by nezaměstnanost klesla na úroveň, kde by jinak k takovému kroku přistoupil, a společně se závazkem z Jackson Hole, že bude tolerovat i vyšší inflaci než 2 procenta, se tak jedná o další explicitní verbální závazek udržet měnovou politiku uvolněnou velmi dlouho.

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

## ČR

Prosincová data byla překvapivě dobrá, a to jak data tvrdá, tak měkká (předstihová). Měnově-politická inflace dále klesá, poptávková inflace je však stále vysoko.

Po poklesu o 3,3 % q/q v prvním a o 8,5 % q/q ve druhém čtvrtletí se ekonomika ve třetím čtvrtletí vrátila k růstu, a to, samozřejmě, tempem velmi výrazným. Mezičtvrtletní tempo růstu dosáhlo dle finálních dat 6,9 % (tj., o 0,7 p.b. více než v předcházejícím odhadu), což znamenalo, že v meziročním vyjádření byla ekonomika o 5 % níž a ve srovnání s koncem roku 2019 o 5,4 % níž. Struktura růstu zveřejněná počátkem prosince ukázala, že lví podíl na oživení měly domácnosti: jejich poptávka po sedmiprocentním mezičtvrtletním poklesu ve 2Q20 vzrostla o 5 % q/q ve 3Q20. Naopak, hrubé fixní investice klesly o 5 % q/q (celkové dokonce o 7,5 % q/q), díky výraznému nárůstu dovozu (+26,2 % q/q) a slabšímu nárůstu exportu (16,3 % q/q) byl negativním přispěvatelem k růstu také čistý vývoz.

Navzdory vratké epidemiologické situaci se v prosinci po třech měsících zhoršování výrazně zlepšil též sentiment domácností i firem, měřený Českým statistickým úřadem. U domácností se důvěra skokově v prosinci zvedla o 8 bodů na -14,5 bodu, což reflektovalo (jak se záhy ukázalo pouze krátkodobě) rozvolnění restrikcí. U firem jsme také zaznamenali výrazné zlepšení (o 6 bodů) na -1 bod.

Inflace zůstává nadále na dohled horní hranice inflačního pásma, i když oproti říjnu dále poklesla. Měnově-politická inflace v listopadu dosáhla totiž 2,7 %, což byla o 0,2 procentního bodu nižší hodnota než v říjnu a také nejnižší hodnota od února 2019. Poptávková inflace však již popáté zůstala na dohled 4 %, když v listopadu podobně jako předcházející měsíce dosáhla 3,7 %. Strukturálně se na inflačním obrázku již měsíce nic nemění: cenovou hladinu zvyšují hlavně cenové okruhy alkoholu, tabáku a potravin (příspěvek k inflaci v rozsahu 1,1 p.b.) a segment bydlení, který přispívá v rozsahu 0,4 p.b.

ČNB zasedala před Vánoce, k žádné změně v nastavení měnové politiky samozřejmě nedošlo (dvoutýdenní repo sazba zůstala na 0,25 %, diskontní sazba na 0,05 % a lombardní sazba na 1 %). Centrální banka řekla, že její Bankovní rada „vyhodnotila rizika a nejistoty stávající prognózy v kontextu probíhající druhé vlny pandemie jako stále velmi výrazné“. Na jedné straně se totiž dle ČNB začíná „naplňovat riziko uvolněnější fiskální politiky v příštích letech a to vzhledem k balíčku daňových změn“. Na druhé straně se i přesto, že se „riziko horšího pandemického vývoje spojené s dlouhodobějšími a plošnějšími uzavírkami ekonomik našich obchodních partnerů i domácího průmyslu zatím v plném rozsahu nezhotňuje“, zatím nedá definitivně vyloučit možnost dalšího „zhoršení situace“. Proto je namístě dle ČNB vyčkávat.

Českým státním dluhopisům se v uplynulém čtvrtletí vůbec nedařilo. Index Bloomberg Barclays pro splatnosti nad jeden rok klesl od září o více jak dvě procenta. Česká výnosová křivka tak dále zvýšila svůj sklon (klesaly ceny

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

dluhopisů delších splatností). Krátký konec, který se ještě koncem dubna nacházel nad 0,6 % se směrem ke konci roku sunul na nižší úroveň, dlouhý konec naopak pod vlivem vývoje v Německu zamířil nahoru. Desetileté výnosy se tak dostaly až na dohled 1,30 %, kde díky stále vysoké inflaci zůstaly i poté, co jejich německé protějšky zamířily opět dolů.

## AKCIE

Začátek čtvrtého kvartálu znamenal pro akciové trhy pokračování propadu. Ten se koncentroval především do posledního týdne v říjnu, a to v důsledku prudce rostoucích čísel nově nakažených na obou stranách Atlantiku. Naproti tomu listopad přinesl pro finanční trhy jeden z nejlepších měsíců v historii. Nejširší globální akciový index MSCI All Country World totiž připsal fenomenální zisk 12,2 %. Tržní optimismus byl hnán především pozitivními zprávami o úspěšných testech vakcín proti koronaviru od společností Pfizer, Moderna a AstraZeneca. Investoři také ocenili poměrně jasný výsledek amerických prezidentských voleb. Růst cen rizikových aktiv pak pokračoval i v prosinci s tím, jak se po světě pomalu začaly v masovém měřítku aplikovat vakcíny proti koronaviru. Celý uplynulý rok 2020 byl pro globální finanční trhy velice úspěšný a to především díky bezprecedentnímu objemu kvantitativního uvolňování centrálních bank. Ve výsledku za celý rok 2020 připsaly globální akciové trhy zhodnocení 14,3 % a globální dluhopisové trhy 9,2 %.

Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	TER**
<b>2020</b>	2,24%	3,24%	1,35%***
2019	7,39%	6,06%	1,3%
2018	0,13%	-1,40%	1,48%
<b>Průměr</b>	3,25%	2,63%	1,38%

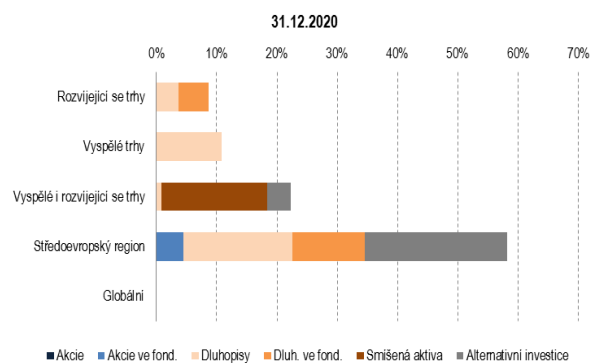
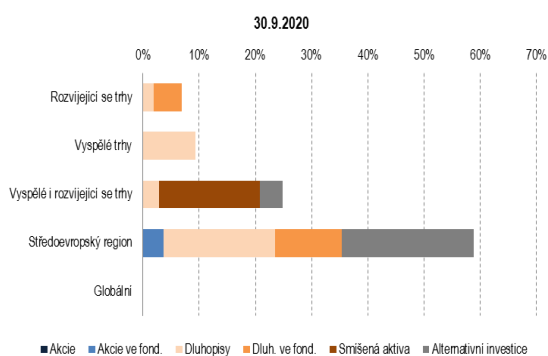
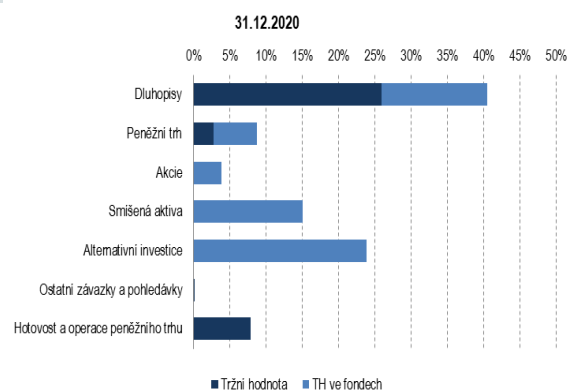
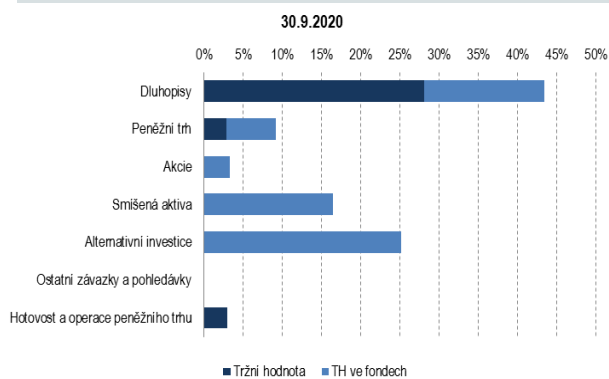
\* časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta do/z portfolia; tento způsob výpočtu je založen na stejné metodice jako výpočet výkonnosti otevřených fondů a je tedy srovnatelný

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

\*\*\* odhad pro rok 2020

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

## STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY



\*Celková váha dynamické složky: 19,70 %

Celková váha dynamické složky: 18,93 %

\* Conseq invest akcie nové Evropy + Conseq Private Dynamický

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

Během čtvrtého kvartálu došlo k realizaci snížení dynamické složky, kdy jsme se rozhodli využít rychlého zotavení akciových trhů, které již většinou umazaly ztráty způsobené koronavirovou krizí. Znovu jsme proto mírně snížili (proporcionálně) zastoupení akcií v portfoliu, a to ve prospěch dluhopisových fondů. V závěru kvartálu jsme toto podvážení mírně korigovali, když jsme se rozhodli navýšit zastoupení akcií na asijských rozvíjejících trzích a CEE, a to na úkor krátkodobých investic. K tomu kroku nás vedl především potenciál růstu, který tento region nabízí. Ten byl navíc ještě posílen nově podepsanou obchodní dohodou RCEP. Celkově tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům i nadále podvážení v akciích a alternativních investicích, a naopak nadvážení v dluhopisech.

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

## DLUHOPISOVÉ FONDY A DLUHOPISY

Z jednotlivých fondů si Conseq Invest dluhopisový ve čtvrtém kvartálu připsal 0,8 %. Vzhledem k nízké úrokové citlivosti se fond vyhnul propadu cen českých státních dluhopisů a tržní index překonal o 2,8 p.b. Fond Conseq Korporátních dluhopisů vzrostl díky klesajícím kreditním prémie a vysokému zájmu investorů o riziková aktiva o 1,3 %. Z alternativních investic se, i přes mírné přecenění nemovitostí v souladu s probíhající pandemií a dopady na realitní trhu, dařilo fondu Conseq realitní. Samostatnou kapitolou je pak fond Conseq Opportunity, který za tři měsíce přidal přes 20 %, když těžil z růstu úrokových swapů a posilování komoditních měn.

Vývoj na kreditním trhu byl od konce září, podobně jako čtvrtletí předtím, ve znamení dalšího poklesu volatility. Kreditní prémie shora popsaný vývoj také samozřejmě reflektovaly. U kreditních prémie investičních korporátních emitentů denominovaných v euru došlo dle indexu Markit iTraxx Europe po listopadovém poklesu v prosinci k poklesu o další 2 %, u spekulativního stupně klesly prémie o dalších skoro 11 %. To znamená, že oproti hodnotě ze začátku roku spekulativní CDS prémie letos dokonce už o 16 % nižší. To vzhledem k makroekonomické situaci a všemu, co se letos odehrálo, jen potvrzuje, že zásah centrálních banky byl vpravdě masivní a značně vymazal z mysli investorů vnímaná rizika.

Pokud jde o dluhopisové trhy jako celek, ty jsou momentálně jako globální třída aktiv nejdražší v historii, když průměrný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti dle agentury Bloomberg na konci roku činil pouhých 0,83 % a pohyboval se tak i nadále poblíž historického minima ze srpna. Průměrný reálný globální dluhopisový výnos do doby splatnosti, tedy očištěný o očekávanou míru inflace, je proto poměrně hluboko v záporu. I nadále se proto domníváme, že vládní dluhopisy relativně bezrizikových zemí příliš prostoru pro solidní zhodnocení ve střednědobém horizontu příštích pěti let nenabízejí.

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

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

vypořádávat několik let. To přinese příležitosti k atraktivním nákupům nicméně je třeba počítat, že v krátkém horizontu bude docházet k vyšším výkyvům v cenách aktiv.

## KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Z pohledu jednotlivých korporátních emitentů jsme využili příležitostí na primárním trhu a zařadili několik nových emisí.

Ze zemědělského oboru šlo o dva nové emitenty - společnost Idavang, což je dánský producent prasat s provozem v Pobaltí a západním Rusku. Společnost byla založena v roce 1999 v Litvě dánskými farmáři, přičemž dnes provozuje 13 velkokapacitních chovů v Litvě a 3 v Rusku a s produkcí přes 90 mil. tun prasat ročně patří k největším regionálním chovatelům. Kromě Evropy a Ruska začala nedávno vyvážet živá prasata i do Asie, která v minulých letech utrpěla silné poklesy produkčních kapacit z důvodu prasečího moru a dalších chorob. Celková plocha farem přesahuje 240 tis. m<sup>2</sup> a jen v Litvě pokrývá 70 % produkce. Historicky prověřený obchodní model generuje díky silné diverzifikaci a technologické vyspělosti pozitivní cash flow i přes značnou závislost na ekonomickém cyklu. Vedoucí pozice na trhu produkce vepřů v Litvě (market share of ~28 % in 2019) a druhá příčka v severo-západním Rusku (8% tržní podíl) poskytují silnou pozici při rozdělení provozního výsledku 50:50 mezi tyto dvě země. Společnost těží z implementace technologicky vyzrálého dánského agronomického know-how v regionech se silnou zemědělskou tradicí, nízkými výrobními náklady a menší technologickou vyspělostí. Tato kombinace umožňuje dosahovat vysokých denních váhových přírůstků a lepší efektivity krmného procesu a řadí tak společnost k technologické špičce v oboru. Vysoký důraz je kladen na eliminaci zdravotních rizik zavlečení chorob do chovu.

Druhým emitentem z agro oboru je společnost Fertiberia. Ta je předním výrobcem hnojiv na Iberijském poloostrově. Na španělském trhu má podíl 29 % (Fertiberia, 5 produkčních lokalit), v Portugalsku pak přes 60 % (ADP Fertilizantes, 3 továrny). Vyrábí klasická a speciální hnojiva i chemické sloučeniny pro další průmyslové využití. Aktuálně zaměstnává přes 1400 lidí. Roční ebitda se pohybuje přes 55m EUR. V roce 2020 do společnosti majetkově vstoupil PE fond Triton (podřízená půjčka „quasi ekvita“ 280m EUR). Kromě výroby standardních hnojiv se společnost soustředí na zefektivňování výroby, zvyšování podílu speciálních produktů s vyšší marží, které dále vylepšují profitabilitu firmy a snižování energetické náročnosti výroby. Široká distribuční síť, velká kapacita výroby a skladovací kapacity napříč regionem umožňují společnosti rychlou a efektivní obsluhu zákazníků. Kapitálový partner Triton je PE fond, spravující přes 14mld €, založený v roce 1997. Cca 50 % jeho činnosti se odvíjí v oboru chemického a zemědělského průmyslu. Společnost se také specializuje na výrobu hnojiv s nízkou uhlíkovou stopou, využití nízké emisních energetických zdrojů a ve srovnání s konkurencí má dlouhodobě podporovaný program na druhotné využití surovin pro další výrobu, dekarbonizaci průmyslové výroby a v rámci



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

evropských snah o snížení emisí skleníkových plynů spolupracuje v konsorcii evropských společností na konceptu cirkulární ekonomiky a podpoře obnovitelných zdrojů.

Vyjma těchto dvou jsme přistoupili k prodeji stávajících pozic v dluhopisech SaxaGres se splatností v roce 2023 a zařadili novou emisi této společnosti se splatností v roce 2026. K prodloužení splatnosti formou nové emise vedly racionální důvody, kterými je domluvené bankovní financování, na které je navázán vstup strategického kapitálového partnera (jedna z hlavních italských společností z oboru utilit). Proti tomu se úměrně zvětšuje podkladové zajištění dluhopisových věřitelů formou zařazení všech aktiv skupiny Saxa Gres. Odbyt pro svoji produkci má aktuálně společnost zajištěný. Limitem je kapacita výroby, kterou má pomoci navýšit chystaný vstup nového kapitálového partnera.

## DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Klíčovým důvodem extrémního akciového růstu od konce března však byla bezprecedentní monetární stimulace klíčových centrálních bank. Americký Fed se dokonce zavázal k neomezeným nákupům dluhových cenných papírů, včetně nákupů korporátních dluhopisů s neinvestičním spekulativním ratingem (high-yield). Centrální banky ve výsledku investičnímu sentimentu v uplynulém roce zásadním způsobem pomohly. Celkově centrální banky v roce 2020 natiskly 9,2 bilionu dolarů, což je rovný trojnásobek oproti předchozímu maximu z krizového roku 2008. Je přitom velice pravděpodobné, že klíčové centrální banky budou finanční trhy bezprecedentně podporovat také v roce 2021.

Co se našeho globálního akciového výhledu týče, na konci září jsme se rozhodli akcie v našich investičních portfoliích podvážit. Vedli nás k tomu primárně tři důvody: 1) Solidní výkonnost globálních akciových trhů v loňském roce s přihlédnutím k masivním dopadům globální pandemie, 2) Velmi vysoké akciové valuace neboli akciové ocenění, nyní nejvyšší od roku 2000 a 3) Extrémně nejistý globální makroekonomický výhled.

Aktuální globální akciové valuace pro střednědobý horizont příštích pěti let přitom nyní indikují očekávané průměrné roční akciové výnosy včetně dividend pouze kolem 2 %. Nepříznivým faktorem pro akcie je také výrazně negativně dynamika globálních korporátních zisků, jejichž meziroční pokles ke konci roku činil 29 %. Celkově jsme proto na akcie mírně negativní.

Fond fondů Conseq Private Dynamický si za čtvrtý kvartál připsal 10,7 %, srovnávací index přidal 4,8 %.

Proti měnovému riziku jsme téměř plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR (109 %)**. **Souhrnná efektivní cizoměnová expozice činila 1,1 %.**

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

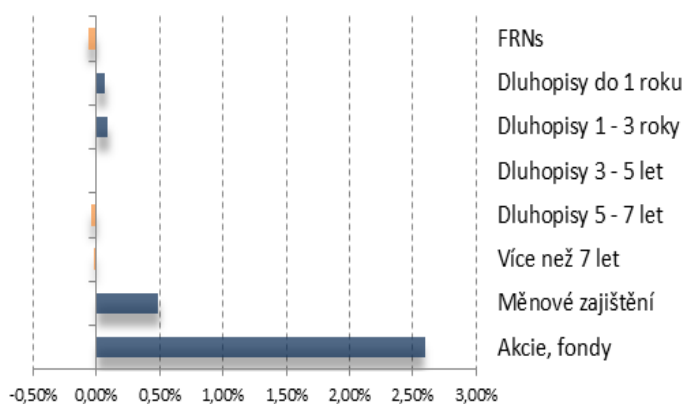
## Durace a měnové zajištění

Měnové zajištění (celé portfolio) Podíl portfolia v %		Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický) Podíl portfolia v %	
EUR	109 %	EUR	24 %
USD	-- %	USD	69 %
jiné	-- %	JPY	-- %

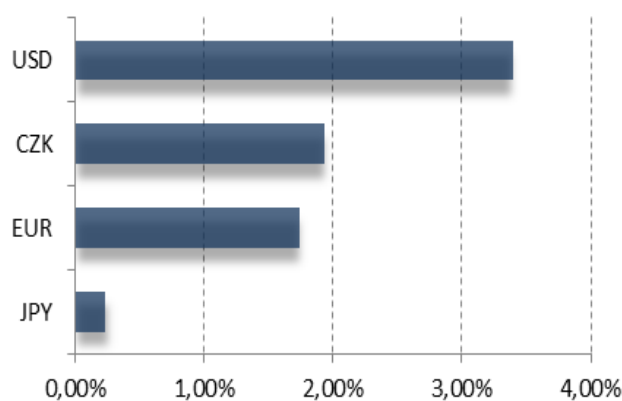
## KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 4Q 2020

### V uplynulém čtvrtletí

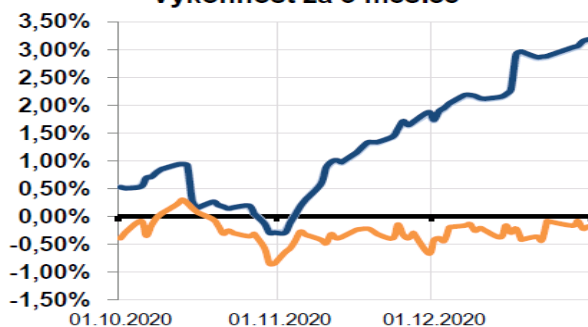
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



### Výkonnost za 3 měsíce

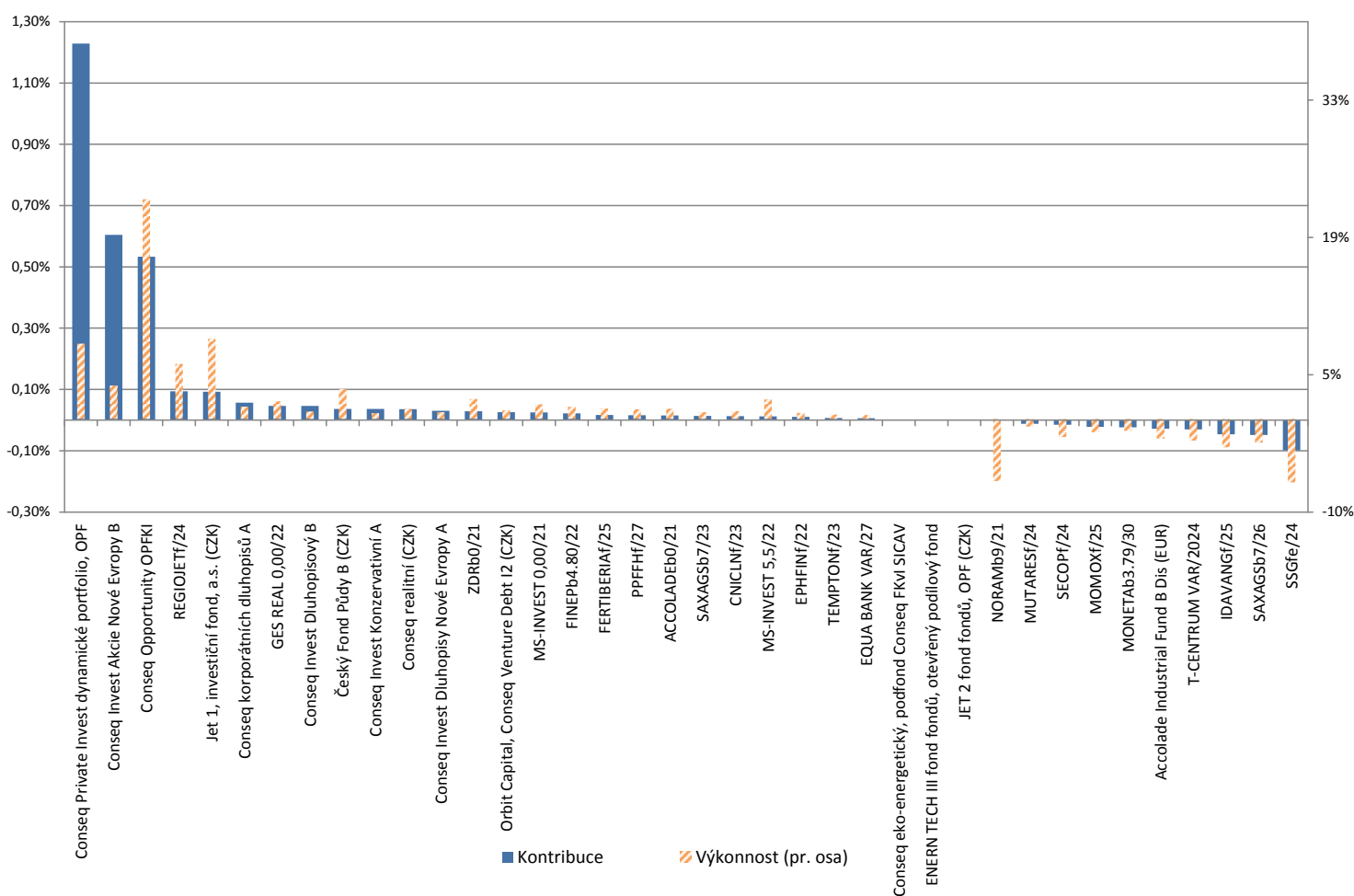


### Výkonnost v období



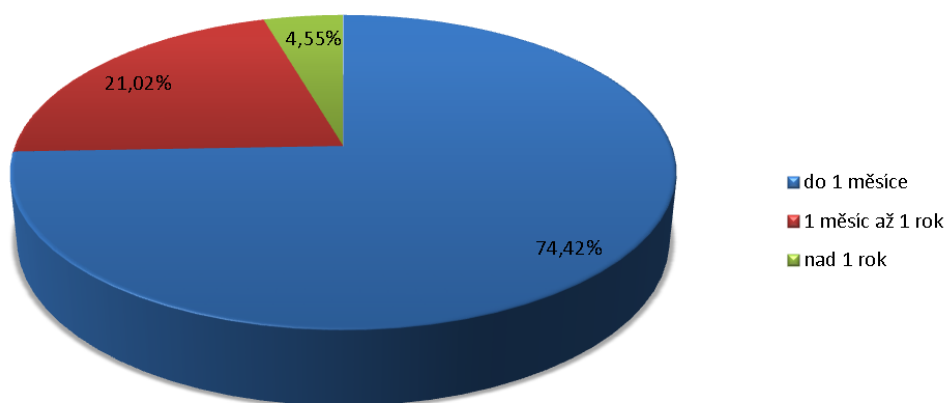
# ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

## Kontribuce jednotlivých pozic



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

## LIKVIDITA PORTFOLIA



## PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

### DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst dluhových sazeb máme nyní již faktory tři. Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády, která v roce 2020 vytvořila zhruba 500 miliardový deficit, a v letošním roce to bude vzhledem k daňovému balíčku schválenému v prosinci (s dopadem cca 100 mld. nad již beztak plánovaný deficit ve výši 320 mld. korun) jen o málo lepší. Zadruhé Česká republika navzdory bezprecedentnímu zpomalení ekonomiky vykazuje vcelku persistentně vysokou inflaci, a to (nyní zejména) v poptávkové složce. Zatřetí sazby ČNB jsou sice na nule, ale lze čekat, že na daňový balíček a jeho inflační implikace bude ČNB v příštím roce reagovat zpřísněním politiky, zejména pokud se ukáže, že vakcinace skutečně funguje a ekonomiky se vrátí k normálnímu způsobu fungování. Naproti tomu stojí extrémně uvolněná (a dokonce dále se uvolňující) měnová politika (jako důsledek desinflačních / deflačních tlaků) v celé Eurozóně a domácí bankovní sektor ve výrazném přebytku likvidity, který dokáže absorbovat i výrazné nové emise dluhopisů. Která z těchto skupin faktorů převládne v dalším roce je nejisté, ale naproti minulým měsícům se zdá, že navrch získávají domácí faktory. Mohlo by tak dojít k růstu českých výnosů a roztažení spreadu k německým výnosům.

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

## DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I Polsko je málo zadlužená ekonomika se zdravými fundamenty a centrální bankou, která navíc pro mnohé celkem překvapivě snížila sazby až na nulu. Na rozdíl od ČNB však polská centrální banka nemá k utahování politiky dle svých slov pražádnou chuť, spíše naopak, a ani inflační impuls fiskální podpory tam v roce 2021 nebude tak velký jako u nás. Tlak na růst výnosů tak zevnitř Polska určitě nemá proč přijít. V Eurozóně je situace rovněž jasná. Evropská centrální banka provádí masivní uvolňování politiky, inflace je nízká (jádrová je na historickém minimu), ekonomika se bude na před-pandemické úrovni nějakou dobu vracet. Nízké výnosy po dlouhou dobu jsou tak v Eurozóně v podstatě jistotou a v Polsku nejspíše také.

## DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

I přes relativně optimistický vývoj v uplynulém měsíci bude turecká ekonomika i nadále čelit náročným výzvám. Vyjma nedávno zpřísněných pandemických opatření přetrvává vnější nerovnováha v podobě struktury běžného účtu a v nejbližších měsících bude docházet ke zhoršování inflace i inflačních očekávání s tím, jak se bude uzavírat produkční mezera turecké ekonomiky a budou se projevovat dopady oslabující turecké liry. Ačkoliv byl vývoj ukrajinské ekonomiky ve třetím kvartále lepší, země se i nadále potýká s velmi bídným institucionálním uspořádáním výkonné a soudní moci a v zákulisí je patrný výrazný silný vliv oligarchických struktur. Lepší vývoj rozpočtu a s tím související nižší potřeba financování o několik měsíců odsunuly potřebu dojednání financování ze strany Mezinárodního měnové fondu a s tím související implementace nezbytných reforem. Ačkoli i nadále zůstává Ukrajina na reformní cestě se silným kurzem na západ, výrazný růst cen ukrajinských aktiv v poslední době není dle nás opodstatněný.

## MĚNOVÉ KURZY

Posílení **eura proti dolaru** v posledních měsících bylo primárně hnáno holubičí rétorikou americké centrální banky (příslib FED-u z Jackson Hole, podpořený přísliby nereagovat hned na klesající nezaměstnanost a udržet sazby dlouho nízké z posledních měnově-politických zasedání FOMC). Působení této rétoriky by mohlo mít trvalejší negativní dopad na hodnotu kurzu dolaru, tížit by jej v dalším období měl také extrémně nepříznivý fiskální vývoj v USA. Proti tomu však působí fakt, že ECB dále uvolňuje měnovou politiku (její rozvaha roste rychleji než rozvaha FED-u) a také fakt, že ani rozpočty v EMU nejsou kdovíjak slavné. V důsledku tak očekáváme, že tendence ke spíše slabšímu dolaru by měla v dalších měsících pokračovat, ale neměli bychom být svědky nezřízeného posilování eura.

**Koruna** má letos potenciál pro další posílení. Epidemiologická situace je sice stále špatná, ale zdá se, že světlo na konci tunelu (vakcinace) už v dálce přece jenom problikává. Pokud se během letošního roku potvrdí, že jsme na cestě normalizace, pro korunu to bude první vzpruha. Druhým důvodem je fakt, že se česká ekonomika díky

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

štedré podpoře vlády, která bude v tomto roce pokračovat, dokázala vyhnout růstu nezaměstnanosti i dopadům, které by omezovaly její růst v postcovidovém období. Ano, bilionový deficit za dva roky je strašidelný, ale že by devizový trh českou korunu za rozhazovačnou vládu vytrestal, je velmi nepravděpodobné – na dlužích dnes nikomu nezáleží. Zatřetí, díky fiskálnímu impulzu se udržela nejen poptávka domácností, ale i inflace (nyní stále skoro tři procenta). ČNB na jaře roku 2020 sice snížila sazby na nulu v očekávání, že inflace rychle klesne, ale nestalo se tak. A s vakcinací se to už ani stát nemusí. Již listopadová prognóza ČNB, která ještě nezahrnuje daňové změny, přitom volá po trojím růstu sazeb v příštím roce. S daňovými změnami, vakcinací a otočením cen nájmu po obnově turismu to může být i víc.

**Polskému zlotému** by z fundamentálního hlediska svědčily hodnoty mnohem silnější, než jaké vidíme dnes. Zhoršená situace kolem koronaviru, absence berliček v podobě vyšších reálných sazeb a nejnověji též centrální banka, která proti zlotému otevřeně brojí, však budou polské měně bránit v posílení. Ze stávajících hodnot očekáváme letos návrat ke 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. Ani podzimní zásah centrální banky v podobě zvýšení depozitní sazby nestačil na to, aby forint začal posilovat. Makroekonomické oživení by však mělo forint vrátit aspoň na 350.

## AKCIOVÝ TRH

Akcie napříč všemi regiony v průběhu prosince pokračovaly v solidních růstech. Pozitivní nálada nadále panovala po zvolení Joe Bidena 46. americkým prezidentem a po oznámení schválení a započatí testování vakcínami proti nemoci COVID-19. Obě tyto události budou mít vliv také v příštích letech. Joe Biden je brán jako člověk, který dokáže nalézt kompromisy a je, proti předešlému prezidentovi D. Trumpovi, pro trhy předvídatelnější. Vynalezené vakcíny proti COVID-19 pomohou s bojem proti globální nemoci, jež svírá mnoho ekonomik a vedla k jejich omezení, včetně pohybu občanů. V letošním roce budou zároveň nadále podporou uvolněné měnové politiky centrálních bank a vládní fiskální balíčky. Na druhou stranu se některé akciové trhy po proběhlých růstech nachází na vysokých hodnotových ukazatelích přičemž těžké zimní měsíce ohledně nemoci COVID-19 jsou ještě před námi. 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 horizontu jednoho roku 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 nižším očekávaném průměrném

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

ročním zhodnocení. Nepříznivým faktorem pro akcie je nyní negativní dynamika globálních korporátních zisků. Nicméně klíčová je podle nás pokračující masivní podpora předních centrálních bank a vládních balíčků. Růst ziskových ukazatelů korporací by se měl výrazněji dostavit až ve druhém čtvrtletí letošního roku. Středoevropské akcie měly silný růstový závěr roku 2020 podpořený nově zvoleným americkým prezidentem J. Bidenem a následným schválením vakcín proti nemoci COVID-19. Právě vrácení se k pokovidovému normálu podpořeného uvolněními měnovými politikami centrálních bank a vládními fiskálními balíčky nás vedou k pozitivnímu pohledu na akcie. Krátkodobě přes zimní měsíce, vzhledem k nejednoznačnému vývoji ohledně nemoci COVID19, jsme však nadále opatrní. Nejvyšší růstový potenciál v rámci středoevropského regionu ve střednědobém horizontu nyní vidíme především u slovinských, českých a některých polských akcií. Místní trhy se vyznačují vysokými dividendovými výnosy (zřejmě bude platit pouze částečně pro rok 2021) a relativně nízkým zadlužením. Bankovní tituly pak vysokou kapitalizací, dobrou očekávanou ziskovostí vlastního kapitálu a úrokovou marží. 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, zdravou kapitálovou strukturou, plánovaným rozšířením výrobních kapacit a potenciálem koupit americkou společnost Colt.

**Jan Schiller**

*Senior portfolio manager*

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

## SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE

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

### PŘÍMÁ EXPOZICE V DLUHOPISECH

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



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

## Nepřímá expozice skrze fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol a cigarety	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
BondFundB	1,69%	1,93%	0,00%	0,30%	3,92%	5,88%	0,23%
ConseqCorpBondA	3,74%	1,72%	0,00%	1,75%	7,21%	4,42%	0,32%
ConseqOpportunity	4,25%	0,00%	0,00%	2,37%	6,62%	3,42%	0,23%
ConservativeBFA	0,00%	3,59%	0,00%	0,00%	3,59%	5,94%	0,21%
EquityFundB	8,66%	0,40%	1,59%	0,00%	10,65%	3,89%	0,41%
NewEuropeBF_A	1,22%	0,00%	0,00%	1,37%	2,59%	4,28%	0,11%
						Celkem	1,51%