

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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY	5
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2022	11
LIKVIDITA PORTFOLIA	12
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ	13
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE	17

Hodnota aktiv k 31. březnu 2022

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	188 651 505 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	159 444 390 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	139 432 672 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	29 207 116 Kč

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 31.12.2022 – 31.3.2022

Portfolio – (časová výkonnost)	- 1,84 %
Benchmark	- 3,78 %

Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 31.12.2021 – 31.3.2022

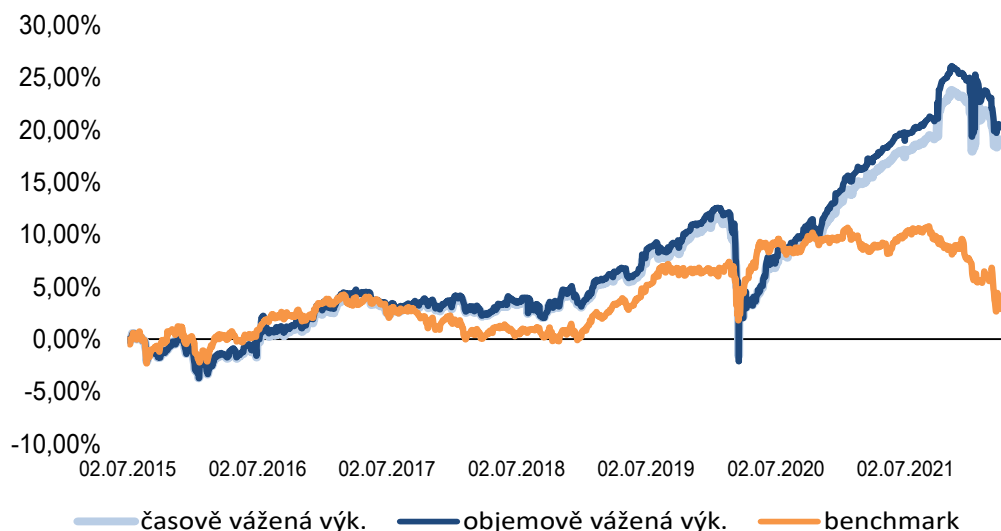
Portfolio (časově váženo, v periodě)	- 1,84 %
Benchmark	- 3,78 %

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 31.3.2022

Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce)	20,95 % (2,77 % p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	3,42 % (0,50 % p.a.)

Cena investiční akcie k 31.3.2022	1,1925
-----------------------------------	--------

Výkonnost od počátku spolupráce



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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH

EUROZÓNA, USA, ČR

Vývoj v prvních měsících roku 2022 byl, ve světle událostí v závěru února, v podstatě nudný. Evropská i americká ekonomika pokračovaly v růstu, nezaměstnanost v poklesu a silná domácí poptávka s rostoucími cenami komodit dále tlačily na inflaci. Obě ekonomiky taky byly zralé na vyšší úrokové sazby, což jak ECB, tak FED svorně potvrzovaly. Pandemická situace sice zůstávala vážná, ale ve většině ekonomiky relativně stabilizovaná. Nejpodstatnější událostí v úvodu roku, a z historického pohledu pravděpodobně i jedna z nejzásadnějších geopolitických událostí posledního století, byl ale bezesporu vpád ruské armády na území Ukrajiny a rozpoutání otevřeného válečného konfliktu.

To, co do té doby vypadalo pouze jako ruské stupňování tlaku na západ a posilování jeho vyjednávací pozice, se změnilo v iracionální konflikt, který nemá v Evropě 21. století místo.

Konkrétní odpověď na to, co se v uvažování Ruska změnilo, nám dají až učebnice dějepisu, již nyní je ale jasné, že aktuální dění znamená tragické ztráty, utrpení nevinných obyvatel a ekonomické škody, které se budou napravit dlouhá léta.

Faktorů, které spustily domino, vedoucí ke konečnému rozhodnutí bude bezpočet, je ovšem pravděpodobné, že roli hrálo odtržení nejužších kremelských struktur od reálného dění (ať už vlivem historicky dané totalitní mentality či v důsledku pandemie), snaha o uznání Ruska jako politické a (ačkoliv tomu její velikost neodpovídá) i ekonomické velmoci, která spoluudává směr dnešnímu světu s USA, Evropou a Čínou. Politické reprezentaci Ruska se taktéž velmi nehodí bohatnoucí Ukrajina stále více integrovaná na západ, s rostoucí životní úrovní obyvatelstva, kontrastující s dlouhodobě stagnujícím HDP na obyvatele v Rusku. A stále více začíná bohužel být jasná otevřená nenávist vůči Ukrajincům jako národu.

Síla dopadu do budoucího vývoje bude (mimo jiné) funkcí délky trvání konfliktu a udržení jednotného postoje západu. Je pravděpodobná akcelerace nyní již tak vysokých inflačních tlaků s dopadem do ekonomické výkonnosti v delším období. To bude pramenit z raketového růstu cen energetických a za nějakou dobu i zemědělských komodit. Evropská centrální banka tak bude muset pečlivě zvažovat bezprostřední dopady na výši inflace a to, jak se tento vývoj dlouhodobě projeví v poklesu spotřebitelské poptávky. Domácnosti si v průběhu uplynulých dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat právě na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy vzdálenější, americká ekonomika. Evropa naopak může těžit ve střednědobém horizontu z nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech.

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

Dluhopisy jako jedna z klíčových tříd investičních aktiv mají za sebou nejhorší start do nového roku za poslední čtyři dekády. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond od začátku roku ztratil 8 %, index českých vládních dluhopisů pak odepsal přes 5 %. Hlavní centrální banky ustoupily od komentářů o dočasnosti inflace a v prostředí uvolněné měnové i fiskální politiky, růstu cen ropy a plynu, naakumulované poptávky v kombinaci se sníženou nabídkou v důsledku dopadů pandemie a vysoké míry úspor domácností začaly ostře krotit vysoké hodnoty růstu cenové hladiny i inflační očekávání.

Z pohledu konkrétního dění na vyspělých dluhopisových trzích jsme mohli dále pozorovat růst výnosových křivek v reakci na rostoucí inflaci a blížící se/započnuvší utahování měnové politiky ECB a FEDu. Výnosová křivka amerických vládních dluhopisů výrazně narostla a zploštila se. Krátké výnosy vyrostly od konce února do konce března o bezmála procentní bod (z 1,4 % na 2,3 %), na dlouhém konci pak o půl procentního bodu (z 1,8 % na 2,3 %). Na německých vládních dluhopisech jsme také viděli růst výnosů, ve srovnání s americkou výnosovou křivkou byl rozdíl pouze v tom, že růst výnosů byl v podstatě stejný na všech splatnostech. Na krátkém konci totiž výnosy vyrostly o 45 b.b. na -0,1 %, na dlouhém o 40 b.b. na 0,55 %.

Česká výnosová křivka v průběhu čtvrtletí dále narostla a zůstala výrazně inverzní. Březnový růst sazeb ČNB o půl procentního bodu a očekávání, že nebyl poslední, poslaly krátký konec na dohled 5 % (tj., + cca 100 b.bodů ve srovnání s koncem roku). Na dlouhém konci vzrostly výnosy o něco méně – desetileté dluhopisy přidaly cca 85 bazických bodů a koncem března se dostaly dvacet b.b. pod hranici 4 %. Trh (a je to evidentní i z vývoje swapových sazeb) tak evidentně nevěří, že by sazby ČNB měly rychle zamlžit dolů. Dle finálních dat vzrostla ekonomika České republiky ve 4. čtvrtletí o překvapivých 0,8 % q/q, tj. o 3,6 % r/r. V celém minulém roce tak ekonomika vzrostla o 3,3 %, což je vzhledem k tomu, že v jeho prvních měsících byla z podstatné části uzavřena, překvapivě výborný výsledek. Centrální banka opět zvýšila sazby a slibuje, že za každou cenu obnoví cenovou stabilitu. Ekonomika si toho zatím příliš nevšímá. Domácí poptávka zůstává vysoká, když jí nahrává vysoká míra úspor domácností (4Q21 dosáhla 18,4 %, což je výrazně nad před-pandemickým průměrem kolem 12 %). V důsledku ruské invaze a růstu cen komodit se ale výrazně zhoršila nálada spotřebitelů. U firem došlo vlivem výše uvedeného a tlakem na růst mezd k poklesu ziskovosti (míra zisku nefinančních podniků ve 4. čtvrtletí byla 43,9 %, což je o 0,7 procentního bodu méně než v předchozím čtvrtletí a o 2,7 p. b. méně než před rokem. Celkové mzdové náklady nefinančních podniků stouply meziročně o 7,2 %). Česká koruna se pohybovala v relativně širokém pásmu 24,2 – 25,75, přičemž s opadnutím prvotního šoku z ruské invaze sílila v důsledku blížícího se zasedání ČNB.

Pro další pohyb sazeb je zásadní sdělení z prohlášení bankovní rady, která cílí jednoznačně na ukotvení inflačních očekávání. Ta se v důsledku kombinace naakumulovaných úspor domácností, růstu cen energií a potravin silně vzdalují od 2% inflačního cíle. Opětovné brzké obnovení cenové stability je nyní naprostou prioritou ČNB, protože

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

jde o zcela nezbytnou podmínku pro dlouhodobou prosperitu české ekonomiky. Centrální bankéři tak sice budou opatrně zohledňovat riziko silnější recese, ale jejich tolerance ke zpomalení domácí ekonomiky je aktuálně dána vysokým rizikem dlouhodobější zvýšené inflace.

AKCIE

Po velice dobré výkonnosti v roce 2021 si vyspělé akciové trhy v průběhu ledna prošly menší korekcí. Začátek roku se nesl v obavách ze silné inflace a následných reakcí centrálních bank. Právě očekávání zvyšování úrokových sazeb americkou centrální bankou FED vedla k výprodejům převážně růstových společností. Ty jsou nejvíce zastoupené v technologickém indexu Nasdaq, který se meziměsíčně propadl o 9 %. Probíhající výsledková sezóna vyzněla opět lépe než byla očekávání analytiků, k překonání docházelo na úrovni tržeb i čistých zisků. Negativní reakce se však u některých společností dostavily, i přes dobré hospodářské výsledky, když oznámily očekávaný růst mzdových a výrobních nákladů s dopady na ziskové ukazatele.

Zásadní událostí byla koncem února invaze ruských vojsk na Ukrajinu. Tato bezprecedentní, agresivní a neracionální akce ze strany jaderné velmoci znamenala veliké překvapení pro celý svět. Tomu také odpovídaly negativní reakce akciových trhů, nejméně padaly regiony vzdálené tomuto konfliktu. Dařilo se akciím těžších komodit a vyrábějících zbraně. Vzhledem k závažnosti situace tak investoři moc nereagovali na příchodí makroekonomické údaje nebo zveřejněné hospodářské výsledky společností za rok 2021. Po prvotní negativní reakci na ruské vojenské agresivní napadení Ukrajiny si akciové indexy začátkem března našly své lokální dno a začaly postupně umazávat své dřívější ztráty. Trhům neuškodily ani silné růsty cen zemědělských, energetických nebo průmyslových komodit, které se přidaly k již dříve silným proinflačním tlakům. Centrální bankéři opatrně zpříšňovali své měnové rétoriky s ohledem k očekávaným bojům s inflací. Docházelo k menším negativním revizím hospodářských růstů ekonomik, se zvyšující se intenzitou citací stagflačních obav. Akciové trhy v prvním čtvrtletí klesly o: americký index S&P 500 -5 %, evropský index DJ STOXX 600 -6,6 % a japonský index Nikkei225 -3,4 %.

Středoevropský region, vzhledem k své blízkosti rozpoutaného konfliktu ruského vpádu na Ukrajinu, ze začátku zaznamenal výrazné ztráty a oslabení lokálních měn. Nejvíce ztrácely trhy nejbližší ukrajinským hranicím, tedy Maďarsko a Polsko. Obecně ztrácely především bankovní tituly, zvláště pak ty s provozní expozicí v Rusku a na Ukrajině. Také agrární ukrajinské společnosti obchodované v Polsku, jako Kernel nebo Astarta, výrazně padaly. V březnu již docházelo ke korekcím předchozích propadů a středoevropské trhy růstově, ne tak výrazně, následovaly trhy vyspělé. Dařilo se těžařům uhlí (JSW a Bogdanka), mědi (KGHM) a utilitám. Na Burze cenných papírů v Praze se nejlépe vedlo akciím Česká Zbrojovka (+21 %) a ČEZ (+12 %).

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

Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	Poplatky za správu**
2021	7,60 %	-2,02 %	1,2 %
2020	2,24 %	3,24 %	1,2 %
2019	7,39 %	6,06 %	1,3 %
2018	0,13 %	-1,40 %	1,48 %
Průměr	3,25 %	2,63 %	1,33 %

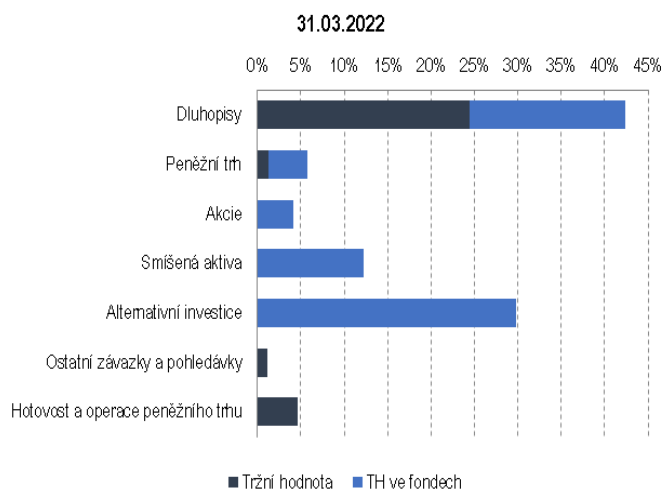
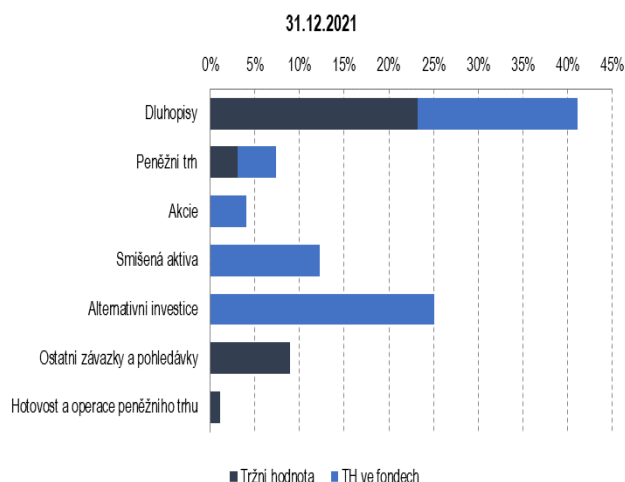
* časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta, udávaná výkonnost je již očištěná o poplatky fondu (TER).

** Tj. ongoing charges, které obsahují zejména fixní manažerské poplatky, vratky z fondů do portfolia (trailer fee), poplatky za depozitáře, custody a audit, bankovní poplatky

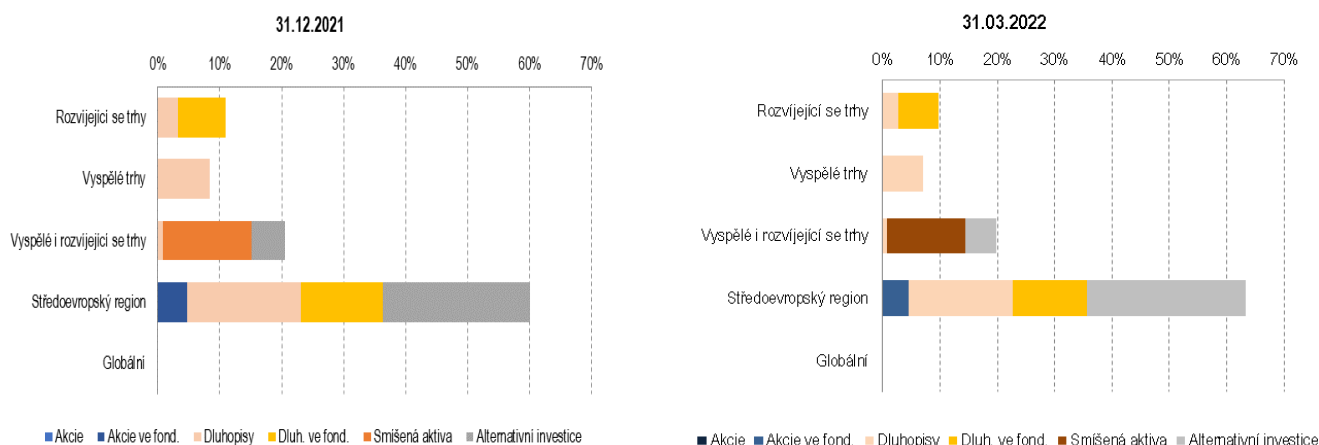
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY

*Celková váha dynamické složky: 16,4 %

*Celková váha dynamické složky: 16,4 %



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



* Conseq Invest Akcie Nové Evropy + Conseq Private Invest Dynamický

I nadále platí náš opatrný výhled na akciové trhy a úrokovou citlivost. V průběhu kvartálu jsme nicméně provedli několik změn v rámci geografické alokace. Během ledna byla na neutrální váhu v rámci rozvíjejících se trhů dovážena expozice na Latinskou Ameriku. Toto navýšení bylo realizováno na úkor proporciálního snížení vah ostatních regionů v rámci EM. Dále byl nově zařazen pasivně řízený fond zaměřený na kanadský akciový trh. Obě změny byly realizovány s ohledem na narůstající geopolitické napětí ve světě, růst cen komodit a utahující se monetární politiky, navíc oba trhy jsou v rámci svých regionů valuačně velmi atraktivní.

Následně dne 22.2.2022 rozhodl investiční výbor na mimořádném zasedání o kompletním prodeji BNP Paribas Russia Equity ze všech portfolií kvůli očekávanému nepříznivému vývoji na tomto trhu, díky čemuž došlo ke zvýraznění podvážení akciové složky.

V průběhu března byla navýšena akciová expozice v Japonsku. Toto navýšení bylo z 1/3 financováno z volné hotovosti celkovým navýšením akciové expozice a ze 2/3 snížením expozice na EM. Aktuálně tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům podvážení v akciích (-40 % mezi neutrálem a minimem) a nadvážení v alternativních investicích (+30 % mezi neutrálem a maximem).

V akciové složce nadále udržujeme výrazně podvážené rozvinuté trhy (developed markets) v čele s USA. Naopak nadvážené máme rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií.

U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podváženi na duraci, což znamená, že udržujeme úrokovou citlivost tohoto subportfolia oproti benchmarkům nižší, čímž se chráníme vůči úrokovému riziku případného pokračování nárůstu požadovaných výnosů do doby splatnosti a to především na delším konci

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

výnosové křivky. S postupným normalizováním sazeb ze strany ČNB a stabilizací rozpočtu plánujeme postupně využít primárních aukcí ve velmi plném emisním kalendáři Ministerstva financí.

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Aktivně jsme pracovali i s částí zaměřenou na korporátní dluhopisy. Do portfolia jsme zařadili novou korporátní emisi ZDR. Nemovitostní fond ZDR Investment se zaměřuje na investování do komerčních nemovitostí, s jejichž akvizicemi, výstavbou, pronájmem a správou má dlouholeté zkušenosti. Jde o fond kvalifikovaných investorů, který investuje zejména do retailových nemovitostí diskontního typu. Fond investuje i do administrativních a výrobních objektů a logistických parků. Hodnota nemovitostního portfolia skupiny vzrostla během prvního pololetí 2021 o téměř 40 % na 6,3 mld. Kč. ZDR se během čtyř let rozšířilo do pěti zemí a počet nemovitostí v portfoliu dosáhl 50 ks a 200 tis. m2 pronajímatelné plochy. Zahraniční akvizice tvoří přes 50 % portfolia skupiny ZDR.

Z pohledu konkrétních pozic v korporátních dluhopisech přispěly dvě investice větší negativní výkonností. Jednalo se o:

Saxa Gres

Saxa Gres S.p.a. je průmyslovým podnikem, založeným v roce 2015 v italském Angani (cca 70 km východně od Říma) jako výsledek restrukturalizačního procesu jednoho z největších italských výrobců keramiky (Marazzi, zal. 1935, součást skupiny Mohawk Industries, obchodované na NYSE). V něm společnost získala továrnu na výrobu keramiky a dlažby, kterou se jí s pomocí private equity investorů podařilo oživit a obnovit výrobu. V roce 2018 přibyla v důsledku ukončení výroby společnosti Ideal Standard druhá továrna v Roccasecca. Posledním přírůstkem k výrobním kapacitám je továrna v Gualdo Tadino, získaná taktéž v restrukturalizaci. 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 posledních čtyřech letech se nicméně nepodařilo dostatečně navýšit kapacitu a rozvinout výrobu. Společnost v současné době uvažuje o prodeji některých aktiv či vstupu dalšího generálního investora.

Idavang

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. Právě situace v ruském provozu je velmi komplikovaná. Již v loňském roce došlo v důsledku propuknutí afrického moru prasat k uzavření celého chovu a nutnosti jeho kompletní obnovy. Náklady byly hrazeny z pojištění nicméně došlo k výpadku tržeb.

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

Aktuální válka na Ukrajině pak přináší další provozní komplikace. A to i přes to, že tamní provoz je určen čistě pro ruský trh. Společnost je nicméně schopna obsluhovat svůj dluh i jen z čistě evropské části provozu. V letošním roce se očekává čisté provozní cash flow a pozitivní vývoj v evropských cenách vepřového masa.

DLUHOPISOVÉ FONDY

Z konkrétních fondů zakončil fond **Conseq Invest Dluhopisový** první kvartál 2022 ztrátou -0,36 %. Benchmark poklesl od začátku roku o 4,88 %. Na pětileté periodě je pak relativní výkonnost fondu lepší o téměř patnáct procentních bodů (+5,19 % vs -9,71 %). Portfolio fondu jsme udržovali při nízké úrokové citlivosti se zaměřením zajímavé korporátní emise.

Fond **Conseq Invest Konzervativní** otevřel rok 2022 kladným zhodnocením a za první kvartál připsal 0,31 %, Srovnávací index přidal za stejné období 1,08 %.

Fond **korporátních dluhopisů** nadále těžil z nízké úrokové citlivosti, a tak i přes všeobecný růst bezrizikových výnosů silně outpermoval nad benchmarkem. Fond zakončil první kvartál roku 2022 se ztrátou 0,06 %, srovnávací index ve stejném období odepsal 4,13 %. Dobře se dařilo **fondu dluhopisů bez investičního stupně**, který přidal od začátku roku 1,21 % U obou fondů se soustředíme na vybrané korporátní emise s převážně variabilním úročením.

Fond **Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy** zažil v prvním čtvrtletí výrazný propad a kvartálně odepsal 12,23 %. Hlavní příčinou bylo oslabení cen ukrajinských aktiv po bezprecedentní invazi ruských vojsk na Ukrajinu. Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) se pohybuje kolem 25-40 %, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) aktuálně nelze obchodovat vůbec, respektive probíhá pouze aktivita na primárním trhu. Ministerstvo financí emituje speciální válečné dluhopisy, které jsou vydávány s fixním výnosem kolem 11 %. Domácí banky a částečně i zahraniční subjekty takto od začátku války umístili přes 1,7 mld. USD. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako nezávislý stát) normalizaci ocenění a návrat aktivity i na sekundárním trhu.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Výkonnost fondu **Conseq Opportunity** byla silně negativně ovlivněna propadem cen ukrajinských státních dluhopisů. Ten upozadil i rostoucí sazby úrokových swapů a poslal fond do čtvrtletní ztráty. Momentum války na Ukrajině se během března a v počátku dubna překlátilo, alespoň pro tuto chvíli, na stranu Ukrajiny. Ruská armáda byla v důsledku nemožnosti obsadit (či alespoň obklíčit) hlavní město, přetrvávajícím logistickým problémům a tuhému odporu ukrajinské armády nucena stáhnout se od Kyjeva a v současné době se přeskupuje. Lze očekávat opětovné plné nasazení v jižní části země s cílem udržet Doněcko-Luhanskou oblast a pobřeží

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

Černého moře. Vývoj (zejména v nejužších kremelských kruzích) je ale nepřehledný a možné scénáře jsou aktuálně velmi široké.

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala že Ukrajina přišla vlivem ztráty území odhadem o 7 % HDP. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika i veřejné finance a bankovní sektor jsou v lepší kondici, než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany IMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března byly vyplaceny dvě kuponové platby. Ministerstvo financí i centrální banka fungují. Probíhá výběr daní i platby ze státního rozpočtu. Problémem je samozřejmě omezená ekonomická aktivita. Byly nicméně zavedeny dočasné kapitálové kontroly s cílem zamezit vyvážení kapitálu ze země. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kupónů. Zároveň je dojednáno dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou.

Současně probíhají rozhovory s IMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4bn USD z SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další).

Rozmach průmyslových nemovitostí a růst jejich cen se velmi pozitivně projevil i na výkonnosti **fondů Accolade**, který za rok 2021 připsal přes 28 %. Plocha pronajímatelných ploch překročila 1 mil m², a hodnotu 1mld €. S ohledem na strategický význam průmyslových nemovitostí lze i v následujících obdobích očekávat zajímavá zhodnocení, za kterými nestojí pouze obecný růst tržních cen, ale i know-how a zkušenosti Accolade, které se projevují v realizaci smysluplných projektů na lukrativních místech.

Ze stejného trendu těžil i fond **Conseq Realitní**. V důsledku vyšší proočkování populace a nástupem mírnější varianty koronaviru nebyl realitní trh začátkem roku 2022 zasažen vládními nařízeními ani přes rekordní přírůstky nakažených. Naopak pokračující boj České národní banky s inflací prostřednictvím zvyšování úrokových sazeb stále více sťažuje financování nových projektů, což se týká i nemovitostního trhu. Zrychlující inflace, a s tím spojené omezování spotřeby, může navíc ohrozit Fond nepřímo skrze horší výsledky retailových jednotek v jeho portfoliu. I přes určitá pozitiva, jako je například vyšší příjem z nájemného, bude tedy mít vysoká inflace na

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

výkonnost Fondu spíše negativní vliv. Poškozené dodavatelské řetězce i celkový makroekonomický výhled navíc výrazně zhoršila ruská invaze na Ukrajinu, která bude, mimo jiné, inflační tlaky pouze zvyšovat. Válka na Ukrajině také pravděpodobně sekundárně zasáhne i investorskou nabídku na realitním trhu v ČR. Již nyní ohlašují zejména institucionální investoři z Německa a USA dočasné zmrazení svých aktivit, což může mít sekundárně i dopad na poptávku a dosahované ceny nemovitostí. Je tedy pravděpodobné, že u části nemovitostního trhu může dojít ke stagnaci nebo mírnému poklesu cen.

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Klíčovou událostí prvního kvartálu byl jednoznačně útok ruské armády na Ukrajinu. Výsledek tohoto konfliktu a jeho dopady jsou zatím do velké míry nejisté, geopolitická rizika zůstávají vysoká. Expozice na ruská aktiva (akcie) byla ukončena ještě před uzavřením burzy v Moskvě (25.2.2022). Ačkoliv dopad na globální akciové trhy je prozatím do značné míry omezený, hlavními riziky pro investory nadále zůstávají zvýšené ceny komodit (a z toho pramenící inflace), zpomalení globální ekonomiky a volatilita na finančních trzích. Fond fondů **Conseq Private Dynamický** odepsal 3,89 %, když ztrácel zejména v únoru.

Po silném růstu v roce 2021 (přes 30 %) otevřel fond **Conseq Akcie nové Evropy** rok 2022 se ztrátou a v prvním kvartále 2022 odepsal 8,06 %. Benchmark za stejné období poklesl o 7,78 %.

Proti měnovému riziku jsme plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR (v důsledku poklesů akciových trhů a některých dluhopisů bylo portfolio částečně přezajištěno; 106 %).** Souhrnná efektivní cizoměnová expozice činila **0,48 %.** Durace dluhopisové složky činila **1,2.**

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

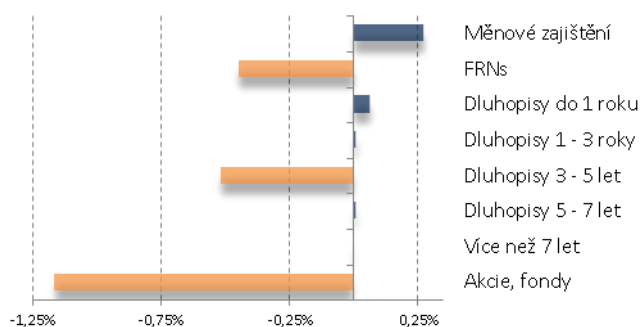
Durace a měnové zajištění

Měnové zajištění (celé portfolio)		Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický)	
Podíl portfolio v %		Podíl portfolio v %	
EUR	106 %	EUR	25,0 %
USD	-- %	USD	50,0 %
jiné	-- %	JPY	100,0 %
Durace dluhopisové části		1,2	
Průměrná doba do splatnosti		2,2	

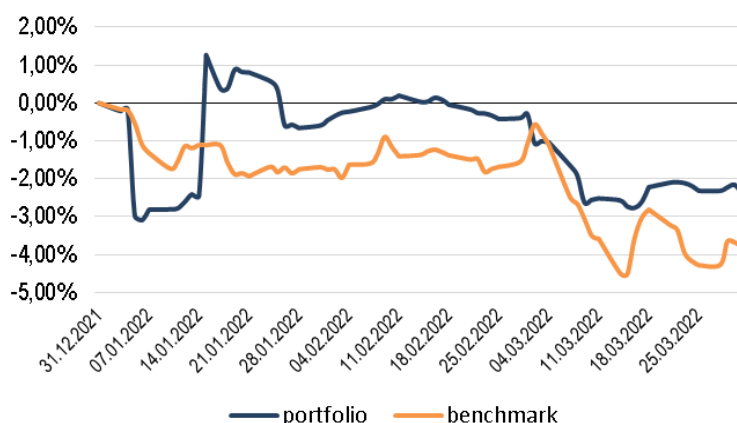
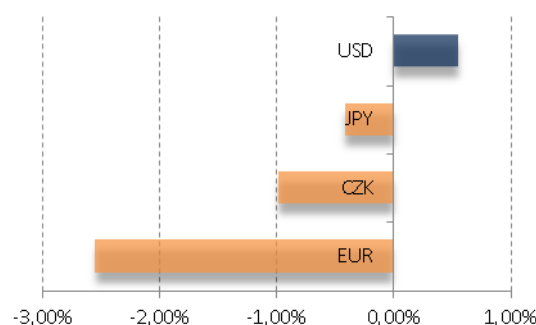
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2022

V uplynulém čtvrtletí

Kontribuce **portfolio** dle tříd aktiv

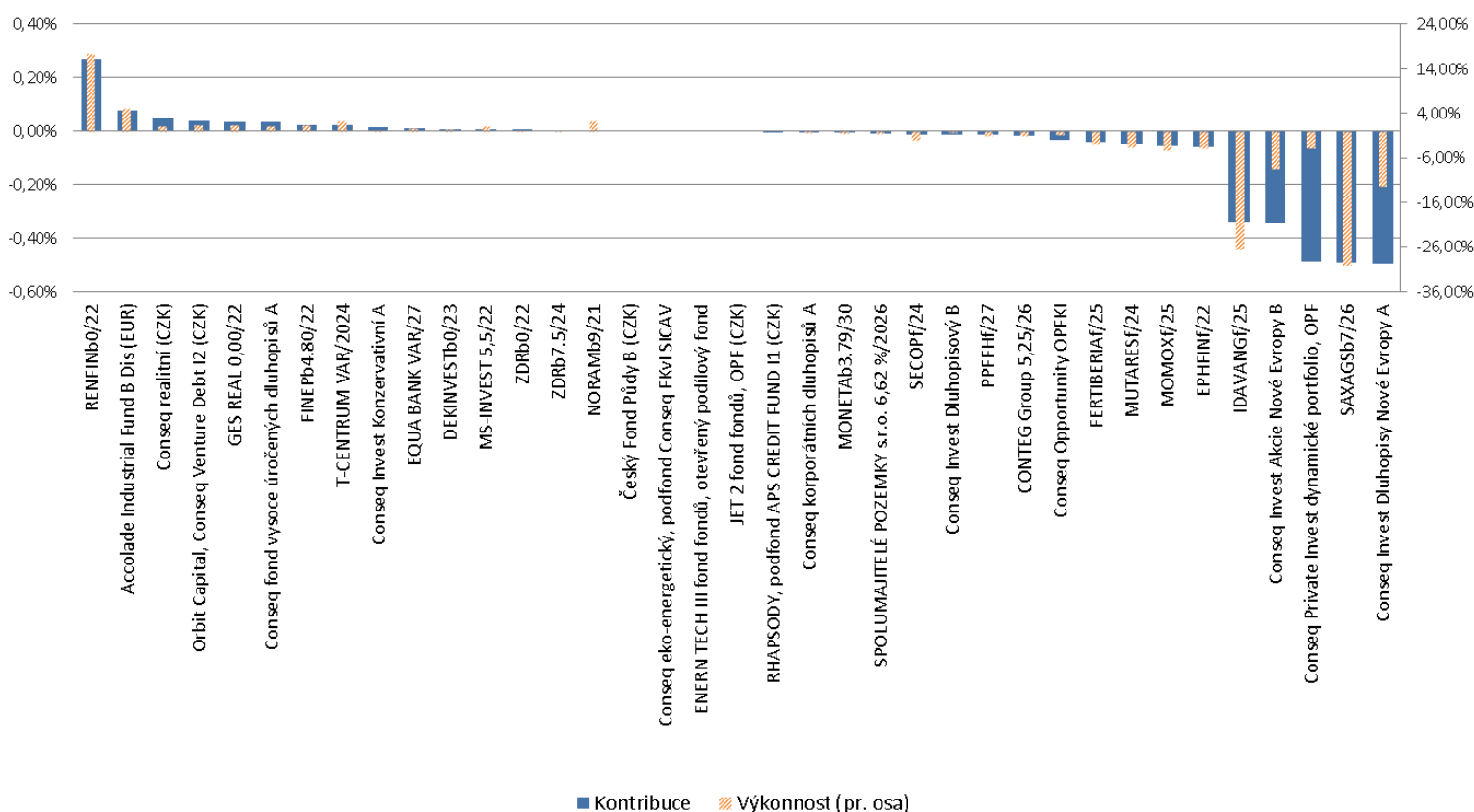


Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn

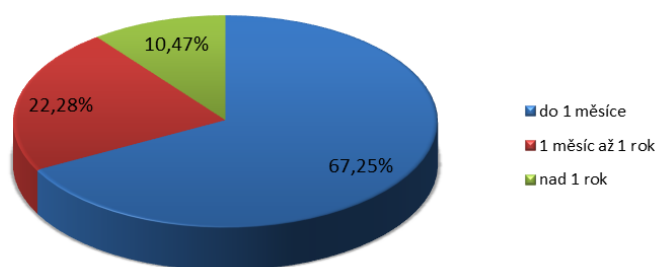


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

Kontribuce jednotlivých pozic



LIKVIDITA PORTFOLIA



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

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na pokračující růst českých dluhopisových výnosů, byť již ušly velkou část své cesty vzhůru, máme stále nejméně trojici důvodů.

Zaprvé je zde extrémní emisní aktivita vlády. Deficit v minulém roce dosáhl 420 mld. korun, což z něj činí deficit historicky nejvyšší. I když pro letošní rok MF ČR snížilo původně navržený deficit 376,6 mld. o 80 mld., o zásobu dluhopisů se dluhopisový trh obávat zrovna nemusí. Navíc, vpád Ruska na Ukrajinu bude mít krátkodobě i střednědobě rozpočtově negativní dopady – nejenom, že narostou dále ceny energií, které bude část populace potřeba kompenzovat, ale je evidentní, že bude potřeba dávat mnohem více na obranu. Doufejme, že si nakonec přece jen vláda uvědomí, že opozice k růstu daní je nyní zcela neudržitelná, a dokonce pro ČR životně nebezpečná. Zatím to tak, bohužel, nevypadá, a do doby, než se tak stane, bude deficit rozpočtu obrovský.

Zadruhé, Česká republika vykazuje stále vysokou míru inflace i v její poptávkové složce, která je už nyní nad 10% a určitě dále vzroste. Nadto, vysoká tempa růstu energetických surovin dále zvýší celkovou inflaci a v situaci neexistující nezaměstnanosti budou ještě více tlačit na rozjezd mzdově-inflační spirály. Desinflační efekt ekonomického zpomalení zdaleka nebude kompenzovat růst inflace vinou shora zmíněných faktorů. Jinými slovy, po dosažení 5% v březnu 2022 je nyní skoro jisté, že sazby ČNB ještě dále vzrostou a že vysoké zůstanou celý rok 2022 i 2023.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal, byť opatrně, s růstem sazeb. Když se konečně k akci rozhoupe i ECB, bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti měn pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopen absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se domníváme, že české výnosy budou dále ještě růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají nakročeno k dalšímu výnosovému růstu. Inflace je vysoko a s invazí Ruska na Ukrajinu se dále zvýšila. Centrální banka indikuje další růst sazeb i nad 4,5 % a upozorňuje, že můžou ještě výš, neumoudří-li se zlotý a inflace. A to se, zdá se, hned tak nestane.

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

DLUHOPISOVÝ TRH TURECKO A UKRAJINA

S válečným konfliktem má Ukrajina poměrně nedávnou historickou zkušenost. Anexe Krymu a okupace Donbasu Ruskou federací počátkem roku 2014 v reakci na politickou krizi a sesazení proruského prezidenta Janukovyče, kterého smetl tzv. Euromajdan, znamenala že Ukrajina přišla vlivem ztráty území odhadem o 7 % HDP. Bezprostřední kontrakce ekonomické výkonnosti dosáhla v prvním kvartálu po anexi necelých 20 %. Nynější konflikt bude díky svému rozsahu znamenat ještě výrazně větší bezprostřední pokles, který se promítne minimálně do celého letošního roku. I přes to, že jak celá ekonomika, tak i veřejné finance a bankovní sektor jsou v lepší kondici, než v roce 2014, bude zásadní zahraniční finanční pomoc. V nejbližších týdnech by mělo dojít k uvolnění nového záchranného financování ze strany MMF, vyloučit ovšem nelze ani odložení výplaty kupónů státních dluhopisů či prodloužení jejich splatnosti.

Tržní ocenění ukrajinských dluhopisů (v USD) se pohybuje kolem 25-40 %, nicméně s lokálními dluhopisy (v UAH) aktuálně nelze obchodovat vůbec, respektive probíhá pouze aktivita na primárním trhu. Ministerstvo financí emituje speciální válečné dluhopisy, které jsou vydávány s fixním výnosem kolem 11 %. Domácí banky a částečně i zahraniční subjekty takto od začátku války umístili přes 1,7 mld USD. Vzhledem k podpoře západu a nadnárodních měnových institucí lze reálně očekávat (pokud Ukrajina přetrvá jako nezávislý stát) normalizaci ocenění a návrat aktivity i na sekundární trh. Obnova ekonomiky a návrat k normálu bude ale probíhat v delším období. Zásadní v současné době je probíhající bezprecedentní materiální a finanční podpora a samozřejmě přetrvání samostatné Ukrajiny.

Státní infrastruktura prozatím pracuje a není plánována žádná restrukturalizace ani odsunutí splatných závazků. Během března byly vyplaceny dvě kuponové platby. Ministerstvo financí i centrální banka fungují. Probíhá výběr daní i platby ze státního rozpočtu. Problémem je samozřejmě omezená ekonomická aktivita. Byly nicméně zavedeny dočasné kapitálové kontroly s cílem zamezit vyvážení kapitálu ze země. Ministerstvo plánuje nové primární aukce a má dostatek prostředků pro výplatu dluhopisových kupónů. Zároveň je dojednán dočasný pohotovostní program na zajištění likvidity s centrální bankou.

Současně probíhají rozhovory s MMF a mezinárodními finančními institucemi o uvolnění současných či nových zdrojů (1,4bn USD z SDR). V uplynulých týdnech byly okamžitě přislíbeny půjčky v hodnotě přes 20 mld USD (Kanada, US, EU, EBRD, EIB, Světová banka a další).

MĚNOVÉ KURZY

U kurzu **eura proti dolaru** vidíme několik protichůdně působících faktorů. Relativní měnově-politický vývoj bude pravděpodobně v nejbližším období hrát do karet spíše dolaru s tím, jak si trh uvědomí, že stávající očekávání toho, kde se sazby FED-u v tomto cyklu utahování zastaví (2,5%-2,8%), je velmi pravděpodobně podhodnocené.

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

K utažení měnové politiky skrze růst sazeb se letos dostane i ECB, a citelně tak zpřísní svůj dosavadní velmi holubičí přístup, očekávaný úrokový diferenciál v kratším horizontu přesto pravděpodobně naroste ve prospěch dolaru. ECB však postupně může začít překvapovat razancí své měnověpolitické otočky. Střednědobě je navíc euro fundamentálně podhodnoceno a podíl držby eura mezinárodními investory je v současnosti podprůměrný. Společně s postupným odmazáváním zvýšeného geopolitického rizika v souvislosti s válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru postupně v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět k úrovním kolem 1,20.

Koruna se překvapivě rychle vrátila na 24,50, čemuž napomohla ČNB tím, že naznačila, že hranice pět procent pro dvou týdnů reposazbu není takřikajíc „vyrývá do kamene“. Jinými slovy, že sazby můžou i výrazněji nad 5%. Protože však čekáme, že trh letos výrazně přehodnotí výhled na sazby FEDu i ECB, čekáme, že očekávaný úrokový diferenciál mezi korunou a dolarem či eurem se ve druhé polovině roku utáhne. Pro korunu tak vidíme prostor pro další posilování aktuálně jako omezený.

Polský zlotý je v horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úroveň jenom vyhlížet, v oslabování mu budou nicméně bránit zásahy NBP (devizové intervence) a její jestřábí měnověpolitická otočka (pokračující citelný růst úrokových sazeb). Jakmile dojde k ukončení agrese na Ukrajině či alespoň zlepšení situace, vidíme pro letošek prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a aby zlotý posílil pod 4,50.

Maďarský forint je sice nyní měna s nejvyšším úročením, ale blízkost Orbánova režimu Rusku na pozadí ruské agrese na Ukrajině budou pro forint letos negativní. I v případě uklidnění čekáme v nejlepším návrat mezi 350 a 360 forintů za euro.

AKCIOVÝ TRH

Budoucí vývoj akciových trhů bude primárně závislý na vývoji války na Ukrajině a na reakcích centrálních bank balancujících mezi krocením inflace a ekonomickým růstem. Scénářů dalšího vývoje situace na Ukrajině je mnoho, stejně tak možných dopadů na akciové trhy. Statisticky se akciové trhy po obdobných událostech většinou po půl roce zotavily, což proběhlo i nyní. Dále tak bude záležet na tom, kdy dojde k ukončení bojů a finální dohodě mezi Ruskem a Ukrajinou. Dopady na ekonomické vazby mezi Evropou, Ukrajinou a Ruskem budou značné, což poskytne příležitosti pro mnohé společnosti. Negativních dopadů však budeme také svědky, primárně na straně dodavatelských řetězců, růstem cen komodit a jiných exportních a importních omezeních. Západní svět si uvědomil rizikovost autoritářských režimů, na jehož základech bude postupem času docházet k orientaci na větší lokálnost výroby. Z těchto důvodů jsme pozitivní na západoevropské akciové trhy, které se navíc obchodují na zajímavých hodnotových ukazatelích.

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

Mnoho akcií spadlo bezdůvodně pod své vnitřní hodnoty a tak preferujeme aktivní výběr akcií před pasivním zainvestováním. Domácnosti si v průběhu dvou let vytvořily solidní úspory, ty se však budou v následujících měsících zmenšovat na úkor rostoucích cen komodit, energií, potravin a jiného zboží. Dopady do jednotlivých ekonomik a společností budou individuální. Lépe by si tak mohla vést, od Evropy, vzdálenější americká ekonomika. Evropa naopak může těžit ve střednědobém horizontu z nedávného „sjednocení“ svých občanů a politiků, přičemž zároveň bude docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále co se týká výrobní nákladů levným regionem, s velice šikovným lidským kapitálem a evropskými institucemi.

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 3,5 %. K nárůstu došlo vlivem nákupů primárních emisí ČEZu, Sazky a zlepšenou situací v případě dluhopisů SandHill, která se odrazila ve vyšší ceně.

PŘÍMÁ EXPOZICE V DLUHOPISECH

EPH Zařazeno po konzultaci – viz. mail 01.10.2018 10:53, návrh nákupu nových dluhopisů pro fond ČCE (B).

Nepřímá expozice skrze fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol, cigarety, z	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
CSQBondBCZK	4,30%	2,91%	0,00%	1,10%	8,31%	5,42%	0,5%
ConseqCorpBondA	5,74%	5,28%	0,00%	0,43%	11,45%	6,25%	0,7%
ConseqOpportunity	0,00%	11,90%	0,00%	0,00%	11,90%	4,79%	0,6%
CSQConserACZK	5,30%	2,27%	0,00%	0,00%	7,56%	4,48%	0,3%
CSQEqBCZK	15,25%	4,40%	0,00%	0,00%	19,65%	4,12%	0,8%
CSQNeEuBonACZK	0,00%	6,72%	0,00%	0,00%	6,72%	3,56%	0,2%
ConseqHighYieldBoA	0,00%	9,97%	0,00%	2,48%	12,45%	2,78%	0,3%

Celkem 3,5%

Pozice se silným ESG přístupem

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 konsorciu 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 %) popel 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

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

500 pracovních míst a využití odpadů z lokálních spaloven. Celé fungování společnosti má tak také nezanedbatelný ESG rozměr.

Renfin Renfin je investiční holding, založený v roce 2012, se základnou v Praze. Holding se orientuje na akvizice, development a provoz malých a středních vodních elektráren. Je postaven tak, aby měl regulatorně a geograficky diversifikované portfolio aktiv v zemích se stabilními hydrologickými podmínkami, rostoucí potřebu elektrické energie a v neposlední řadě dostatečnou státní podporou obnovitelných zdrojů energie.

Øyfjellet Wind Stavitel a provozovatel největší a nejefektivnější větrné elektrárny v Norsku, nacházející se ve střední části Norska u města Mosjøen. Jde o soubor 72 větrných turbín na ploše cca 40 km² s instalovanou kapacitou 400MW a očekávanou roční produkcí přes 1300 GWh. Při výšce stožáru 105 m, rotačního průměru lopatek přes 149 m, schopnosti provozu při rychlosti větru od 3 do 26m/s a životnosti 30 let, jde o nejmodernější větrné turbíny. Aktuálně dochází k dokončování, jehož termín byl posunut na rok 2022 vlivem špatného počasí.