

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

CONSEQ

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY	5
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 2Q 2022	10
LIKVIDITA PORTFOLIA.....	11
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	12
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE.....	14

Hodnota aktiv k 30. červnu 2022

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	197 776 128 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	167 444 389 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	140 354 841 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	30 331 739 Kč

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 31.3.2022 – 30.6.2022

Portfolio – (časová výkonnost)	0,57 %
Benchmark	- 4,50 %

Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 31.12.2021 – 30.6.2022

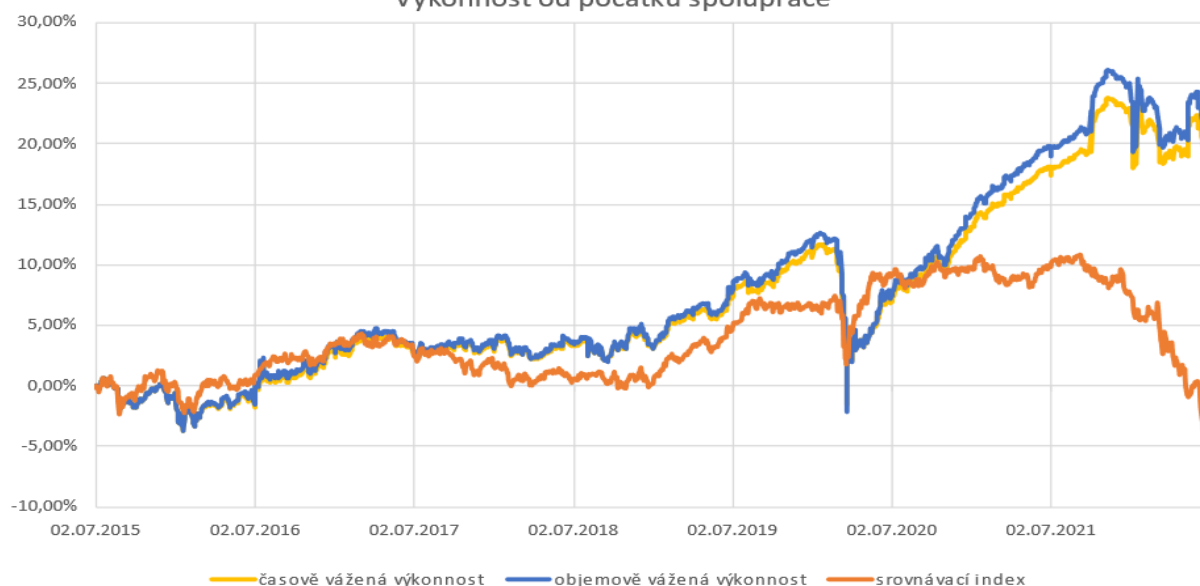
Portfolio (časově váženo, v periodě)	- 1,29 %
Benchmark	- 8,10 %

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 30.6.2022

Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce)	20,12 % (2,65 % p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	-1,23% (-0,18 % p.a.)

Cena investiční akcie k 30.6.2022	1,1994
-----------------------------------	--------

Výkonnost od počátku spolupráce



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

CONSEQ

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EUROZÓNA, USA, ČR

Hlavní zájem finančních trhů se v uplynulém čtvrtletí točil okolo hašení inflačního požáru ze strany centrálních bank a geopolitického vývoje. Právě geopolitické vztahy a vývoj cen surovin živily obavy ze stagflace a ztěžovaly centrálním bankám dlouho odkládané zvyšování sazeb. Celkově tak vedlo přehodnocování inflačního vývoje a probuzení inflačních očekávání k výprodejům na akciových trzích a růstu požadovaných výnosů státních i korporátních dluhopisů. Na červnovém zasedání hodila definitivně holubičí ručník do ringu ECB a stejným směrem se už nějakou dobu pohybuje i americký Fed.

Finální revize dat evropského HDP za 1. čtvrtletí potvrdila, že ekonomika Eurozóny zůstala v černých růstových číslech i v 1. čtvrtletí 2022. Růst byl dokonce revidován nahoru z +0,3 % na 0,6 % q/q, což bylo vzhledem k problémům v průmyslu a k růstu cen energií velké překvapení. Ve struktuře mezikvartálního růstu dominovaly zásoby (příspěvek +0,6 p.b.) a čistý export (+0,4 p.b.), podruhé v řadě poklesl příspěvek poptávky domácností (-0,3 p.b.). Velký kladný příspěvek od zásob v prvním čtvrtletí samozřejmě představuje negativum pro růst v dalších čtvrtletích.

Data, která byla v EMU v průběhu června 2022 zveřejněna, byla slabší, zejména na úrovni předstihových indikátorů. Maloobchodní tržby po relativně slabém, ale růstovém prvním čtvrtletí nezačaly druhý kvartál dobře. V dubnu totiž vinou velkého poklesu v Německu (-5,4 % m/m) poklesly o 1,3 % m/m, jejich meziroční tempo růstu tak počátkem 2. čtvrtletí dosáhlo 3,9 %. Oporu tak tržby nacházejí v trhu práce, jemuž se letos vede dobře. Sezonně očištěná míra nezaměstnanosti je meziročně nižší o 1,4 p.b., a drží se pod 7 %: v květnu se dokonce dostala na novou nejnižší hodnotu (na 6,6 %) v celé dosavadní historii EMU. Index nákupních manažerů (PMI) ve zpracovatelském průmyslu se v červnu 2022 dále zhoršil, když poklesl na 52 bodů, tj. nejnižší za bezmála dva roky. Důvodem zpomalení byl fakt, že poprvé za dva roky klesla stávající produkce, což se asi v dalších měsících bude opakovat, neboť klesly nové objednávky.

Americká ekonomika sice v prvním kvartále 2022 vykázala překvapivý pokles (poprvé od pandemického druhého čtvrtletí 2020), ale i nadále zůstává velice silná. Propad HDP byl totiž z většiny dán nárůstem dovozů a poklesem zásob (silná domácí poptávka). Měsíční data zveřejněná během června 2022 byla nadále smíšená. Reálné maloobchodní tržby v posledních měsících zpomalily, trh práce ale zůstává silný a v „tokových“ datech z trhu práce pozorujeme stabilizovanou situaci.

Na obou březích Atlantiku tak pokračovala razantní revize inflačních a úrokových očekávání. Po krátké korekci v polovině kvartálu výnosy na křivce amerických vládních dluhopisů během první půlky června vystřelily prudce vzhůru, v závěru pak následovala částečná korekce. S tím, jak se opět začalo ukazovat, že FED to s bojem s inflací myslí vážně (opakované úvahy nad dalším zvýšením sazeb o 75 b.b., akcentace kladných reálných

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

CONSEQ

úrokových sazeb jako nezbytného nástroje boje s inflací), vzrostl krátký konec o 40 b.b. nad 3 %. Dlouhé výnosy vzrostly o 20 b.b. na 3,1 %, přičemž v půlce června se desetiletý výnos dostal na dostřel hranice 3,50 %.

Na německých vládních dluhopisech jsme viděli obdobný vývoj. S růstem inflace a s agresivnější ECB narostly výnosy na krátkém konci na 0,85 % (oproti konci května tedy růst o necelých 30 b.b.), na dlouhém konci pak o něco více než 30 b.b. na 1,5 %.

Česká národní banka, která tažení proti inflaci započala jako jedna z prvních, přidala další tři zvýšení (50 b.b., 75 b.b. a na konci června 125 b.b.) a posunula základní sazbu na 7 %. Vzhledem k tomu, že všechna data od květnové prognózy (která navíc volala po růstu sazeb až přes 8 %) byla pro-inflační (sama ČNB zmiňuje 5 pro-inflačních faktorů: vyšší růst cen doma i v zahraničí, prudké zdražení energií a komodit, zejména v souvislosti s obavami o zastavení dodávek z Ruska, slabší kurz koruny, hrozba ztráty ukotvenosti inflačních očekávání u 2 % cíle ČNB, méně restriktivní působení fiskální politiky v letošním a příštím roce), šlo však stále o menší růst, než který vyplýval z doporučení a který by více ukotvil inflační očekávání. Ani nová Bankovní rada pod vedením Aleše Michla a doplněná v červnu o Jan Fraitu, Evu Zamrazilovou a Karin Kubelkovou, si tak nebude moci dopřát luxusu sazby neměnit. Zde nicméně leží vysoká nejistota a případná nečinnost či neobratnost ve vyjadřování nových postav ve vedení bankovní rady může přinést vysokou volatilitu. Ta by se nicméně projevila primárně na vývoji kurzu EURCZK a v cenách dluhopisů, než v pohybu sazeb směrem dolů.

Česká výnosová křivka se dále posunula nahoru za současného zvýšení míry inverze. Na krátkém konci výnosy vlivem dalšího utažení měnověpolitických sazeb ČNB vyrostly o 80 b.b., takže se dostaly na 6,6 %. Na dlouhém konci došlo také k citelnému růstu, nicméně mírnějšímu, o zhruba 40 b.b. na 5,1 %.

AKCIE

Akciovým trhům se ve druhém čtvrtletí nedařilo. Naplno se zhmotnila opatrnost investorů ohledně pokračující války na Ukrajině, zpomalujících se ekonomik, růstu nákladů a očekávaných zvyšování úrokových sazeb. To vedlo k obavám ohledně poklesu korporátních zisků v následujících měsících. Na růst téměř všech nákladů a úrokových sazeb nejvíce negativně reagovaly „růstové“ společnosti s nízkými/zápornými ziskovými maržemi. S klesající kupní silou domácností také výrazně propadly sektory navázané na volný čas a sektor těžarů. Také některé hospodářské výsledky, např. společnosti Netflix, za první čtvrtletí zůstala za očekávaním analytiků. Obecně se však společností v prvních třech měsících hospodářsky dařilo, i když pozitivní překvapení již nebyla tak výrazná jako v uplynulých obdobích. Nejlepší výsledky vykázaly sektory těžařský, průmyslu, domácího nábytku a zdravotnictví. Promítnutí do cen akcií bylo nejhorší pro sektor kin a zábavy (meziměsíčně celý index -30%), kdy se lidé velice pozvolna vrací do sálu kin. Americký index S&P 500 ve druhém čtvrtletí ztratil -16,5%. Lépe se vedlo „hodnotovému“ regionu vyspělé Evropy (index DJ STOXX 600 -10,7 %).

Středoevropské akciové trhy v předešlých třech měsících také ztrácely (index CECEUR -20,1 %). Akcie byly tlačeny dolů negativním globálním sentimentem jdoucím ruku v ruce se zhoršující se hospodářskou aktivitou a

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

CONSEQ

růstem inflace / nákladů. Nejvíce tak z regionu ztrácely akcie polských růstových společností, např. elektronické tržiště Allegro (majitel Mall) nebo herní vývojář CD Project (-33 %). Zisky si připsaly především společnosti z energetického sektoru jako český ČEZ (+14,8 %), polská PGE (+16,8 %), těžících z vysokých cen silové elektřiny. Obecně silně zastoupený bankovní sektor ztrácel. U toho se investoři i přes výrazně rostoucí úrokové sazby obávají spíše ekonomického ochlazení s následným růstem odpisu nesplacených úvěrů a poptávky po úvěrech. Na pražskou burzu vstoupila zajímavá emise zástupce práškové metalurgie ze Slovenska, společnost Gevorkyan. Jedná se o vysoce automatizovanou výrobu, s minimem odpadu, silným know-how a téměř 100 % využití kapacit. V ČR také rezonovaly zprávy ohledně „zestátnění“ ČEZu a navržení sektorové daně jedním z koaličních partnerů.

Vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. 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. Klesající kupní síla domácností, očekávané propady ekonomik, růst úrokových sazeb a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou krátkodobě k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí.

KREDITNÍ TRH

S inflací, která se ukazuje být trvalejší a výrazně vyšší, než původně trh očekával, roste i cena, za kterou se korporátní emitenti mohou financovat na kapitálových trzích. Éra levných peněz tak velmi rychle končí, což nemůže nechat (a nenechává) dluhopisový trh bez povšimnutí. Týká se to jak státních, tak korporátních dluhopisů. Po období snadno dosažitelného financování a ekonomického prostředí, které přálo takřka všem emitentům, nastávají výrazně horší časy, ve kterých bude důležitý výběr konkrétních emitentů se silným cash flow, které umožní přežít růst cen vstupů i slabší poptávku. Vesměs tak lze v nejbližší době očekávat tlak na růst marží i růst podkladových výnosů státních dluhopisů. Kreditní marže se tak během kvartálu silně rozšiřovaly a to jak v segmentu dluhopisů investičního stupně, tak v nižších ratingových patrech u emitentů s nižším kreditním ohodnocením či bez ratingu.

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

CONSEQ

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 %

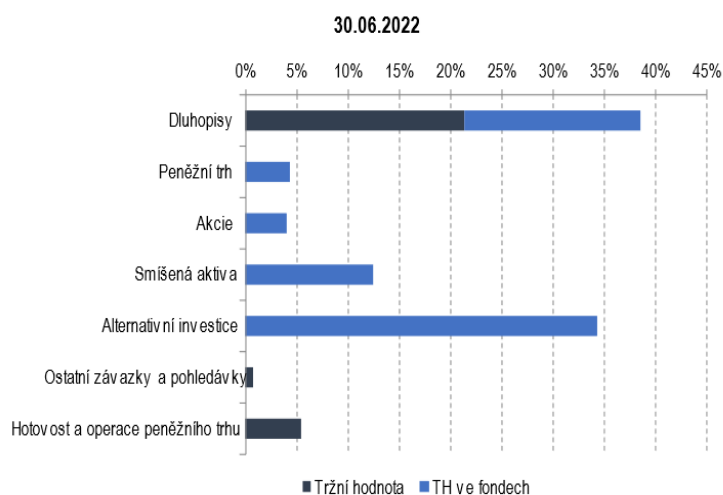
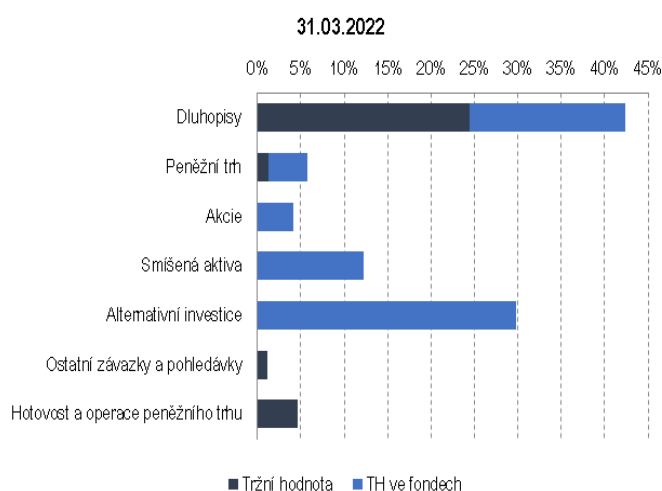
* Časová výkonnost - jedná se o výpočet výkonnosti nezávisle na vkladech a výběrech klienta, udávaná výkonnost je již očištěná o poplatky fondu (TER).

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

STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY

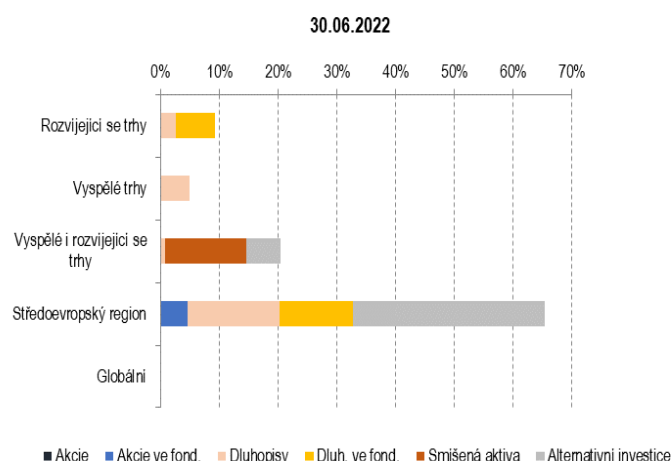
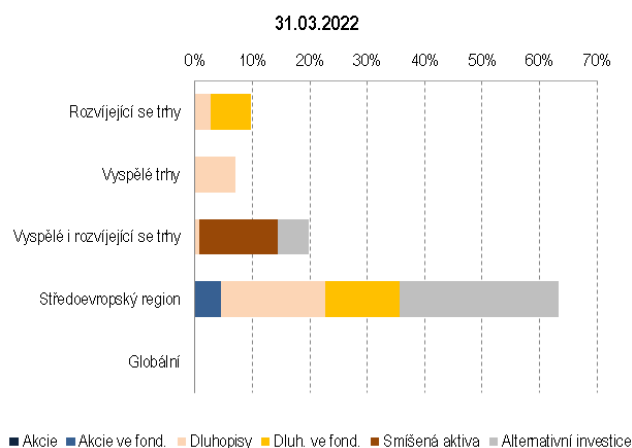
*Celková váha dynamické složky: 16,4 %

*Celková váha dynamické složky: 16,6 %



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

CONSEQ



* Conseq Invest Akcie Nové Evropy + Conseq Private Invest Dynamicky

Trhy prošly během prvního čtvrtletí solidní korekcí, která pokračovala i během čtvrtletí druhého a nabízejí tak daleko lepší valuace a ceny. Došlo k přecenění skrze všechny námi sledované regiony akciového trhu. Na druhou stranu je v trhu již zaceněno poměrně dost negativních zpráv, jako jsou zvyšování sazeb centrálních bank a utahování měnových politik, mělká recese v roce 2022 a pravděpodobně i stagflační scénář. Rozhodli jsme se tedy koncem dubna využít těchto propadů pro strategický dokup akcií skrze všechny regiony, poněvadž k propadům došlo na většině trhů, na které jsme zaměřeni. Nadále však zůstáváme v portfoliích podvážení na akcie, což nám nechává stále možnost při potenciálním pokračování negativního scénáře prostor pro další dokupování. Aktuálně tak máme v rámci asset alokace investičních portfolií vůči benchmarkům podvážení v akciích (-25 % 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 podvážení 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 výnosové křivky. S postupným normalizováním sazeb ze strany ČNB a stabilizací rozpočtu plánujeme postupně využít primárních aukcí ve velmi plném emisním kalendáři Ministerstva financí.

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

CONSEQ

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

V oblasti korporátních dluhopisů nedoznalo portfolio v uplynulém čtvrtletí větších aktivních změn. Nově jsme nakoupili menší pozici v dluhopisech 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.

Skupina ZDR Investments pokračuje v roce 2021 dále v expanzi a diverzifikaci svého nemovitostního portfolia. Během prvního pololetí realizovala 7 akvizic v celkové hodnotě 1,9 mld. Kč. Hodnota nemovitostního portfolia skupiny vzrostla během prvního pololetí o téměř 40 % na 6,3 mld. Kč.

Průměrná délka uzavřených nájemních smluv (WAULT) dosáhla hodnoty 8,0 let a v případě fondu Public 8,2 let. ZDR se během čtyř let rozšířilo do pěti zemí a počet nemovitostí v portfoliu dosáhl 50 kusů a 200 tis. m² pronajímatelné plochy. Zahraniční akvizice tvoří přes 50 % portfolia skupiny ZDR.

U podfondu ZDR Real Estate je WAULT na hodnotě 7,7 let, v portfoliu má přes 30 nemovitostí. Celková hodnota nemovitostí 4,9 mld. Kč, pronajímatelná plocha 118 tis. m², pronajato 96,4 %, roční výnos z nájmu 299,7 mil. Kč, LTV (Loan to value) 49,6 %.

DLUHOPISOVÉ FONDY

Z konkrétních fondů zakončil fond **Conseq Invest Dluhopisový** uplynulý kvartál 2022 ztrátou -1,5 %. Benchmark poklesl o 5,9 %, od začátku roku odepsal 10,5 %. Na pětileté periodě je pak relativní výkonnost fondu lepší o osmnáct procentních bodů (+3,03 % vs -15,17 %). Portfolio fondu jsme udržovali při nízké úrokové citlivosti se zaměřením na zajímavé korporátní emise. Nicméně postupně se připravujeme na navýšení durace primárně prostřednictvím českých státních dluhopisů.

Fond **Conseq Invest Konzervativní** připsal 0,03 %. Nízká úroková citlivost sice ochránila fond před propadem, na druhou stranu rostoucí požadované výnosy státních dluhopisů tlačily níže i segment korporátních emisí, který tak vyšší výkonnost brzdil.

Fond **korporátních dluhopisů** odepsal ve druhém čtvrtletí 0,6 %. S inflací, která se ukazuje být trvalejší a výrazně vyšší, než původně trh očekával, roste i cena, za kterou se korporátní emitenti mohou financovat na kapitálových trzích. Éra levných peněz tak velmi rychle končí, což nemůže nechat (a nenechává) dluhopisový trh bez povšimnutí. Týká se to jak státních, tak korporátních dluhopisů. Po období snadno dosažitelného financování a ekonomického prostředí, které přálo takřka všem emitentům nastávají výrazně horší časy, ve kterých bude důležitý výběr konkrétních emitentů se silným cash flow, které umožní přežít růst cen vstupů i slabší poptávku. Vesměs tak lze v nejbližší době očekávat tlak na růst marží i růst podkladových výnosů státních dluhopisů.

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

CONSEQ

Obdobně na tom byl i **fond vysoko úročených dluhopisů**, který odepsal mírně přes 1 %.

Fond **Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy** odepsal 4,5 %. Hlavní příčinou byl propad cen ukrajinských státních dluhopisů. Pokračování války se pro ukrajinskou ekonomiku stává stále více vyčerpávající. Frontová linie se v uplynulých dvou měsících výrazněji neposunula a celý konflikt se dostává do zamrzlé fáze, kde získává navrch hrubá početní a materiální převaha ruské armády. Materiální a finanční podpora západu prozatím nedosahuje potřebného tempa, nicméně v následujícím měsíci dojde k uvolnění příslibeného financování i plnému zapojení poskytnuté hmotné podpory. Západ je ovšem také silně zaměstnán dopady energetické krize, vyplývající ze snížených či přerušovaných dodávek plynu, což narušuje soustředění na bezproblémové a rychlé uskutečnění podpory. Zásadním faktorem je pro ukrajinskou ekonomiku čas a omezení ztrát armády. Nyní se nicméně nezdá, že v nejbližších měsících dojde ke zvratu či vytlačování ruské armády a pravděpodobnější je spíše průběh podobný vývoji okupace Donbasu z roku 2014, kdy ani jedna ze stran není schopna dosáhnout výraznějšího postupu.

Stále více tak začíná rezonovat téma restrukturalizace, což cenám dluhopisů v uplynulém měsíci nepřálo a ty směřovaly níže na úrovně 20-40 %.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Výkonnost fondu **Conseq Opportunity** činila ve druhém kvartálu 6,5 % a byla silně ovlivněna pokračujícím růstem českých a polských úrokových sazeb. Tato strategie přinesla ve finále pozitivní výsledek i přes pokles akciových trhů a propad cen ukrajinských státních dluhopisů. Fundamenty, které utvářely vývoj cen ukrajinských aktiv jsou popsány o dva odstavce výše.

Accolade Industrial Fund si v prvním čtvrtletní připsal zhodnocení 1,41 % v korunové třídě a 1,92 % v třídě eurové. Toto zhodnocení odpovídá očekávanému ročnímu eurovému výnosu 7 %. V portfoliu zůstává 23 průmyslových parků s téměř 80 nájemci v České republice, Polsku, Německu a na Slovensku o celkové rozloze 1,2 milionu m². Celková hodnota portfolia činí více než 26,6 miliard Kč, respektive 1,13 miliard EUR. Největší podíl na příjmu z nájmu má společnost DHL, a to 10,3 %.

Mezi alternativní investice byl nově zařazen také Český fond lesů a Český fond půdy.

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Jak již bylo napsáno výše, v průběhu dubna jsme snížili podvážení v akciích vůči srovnávacímu benchmarku také ve fondu fondů **Conseq Private Dynamickém**. V průběhu května jsme se pak rozhodli využít relativně dobré výkonnosti akcií Latinské Ameriky k výběru zisků, a snížili jsme tím jejich celkovou váhu v portfoliu. Tyto prostředky jsme použili k nákupu asijských akcií (mimo Japonsko), které jsou nyní cenově atraktivní a měly by těžit z postupného ožívání čínské ekonomiky. Dále jsme využili oslabení koruny k navýšení objemu zajišťovaných pozic, a to jak v případě eura, tak i amerického dolaru. Značnou výhodou je nyní i velice atraktivní úrokový

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

CONSEQ

diferenciál, který zajišťování koruny přináší. Aktuálně tedy zajišťujeme 37,5 % eurových a 75 % dolarových pozic, k tomu polovinu aktiv v japonském jenu. V průběhu měsíce června jsme začali s postupným odprodejem fondu globálních nemovitostních společností (zbytek bude proveden v červenci). Domníváme se, že růst úrokových sazeb ještě není plně zohledněn v cenách nemovitostí. Výnos z pronájmu je také ve srovnání s krátkodobými bezrizikovými sazbami (repo) neatraktivní. Naopak navýšili jsme podíl krátkodobých investic. Hodnota fondu klesla mezikvartálně o 7,8%, zatímco benchmark odepsal 8,1 %. Od začátku roku je fond v důsledku poklesu akciových trhů -11,4 %, benchmark -13,5 %.

Po silném růstu v roce 2021 (přes 30 %) otevřel fond **Conseq Akcie nové Evropy** druhé pololetí 2022 se ztrátou -18,65 % (benchmark -19,6 %). V průběhu druhého kvartálu odepsal 11,5 % prvním kvartále 2022 odepsal 8,06 %. Benchmark za stejné období poklesl o 12,85 %.

Proti měnovému riziku jsme plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR (v důsledku poklesů akciových trhů a některých dluhopisů bylo portfolio částečně přezajištěno; 114 %).** Souhrnná efektivní cizoměnová expozice činila -2 %. **Durace dluhopisové složky činila 1,04.**

Durace a měnové zajištění

Měnové zajištění (celé portfolio)		Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický)	
Podíl portfolia v %		Podíl portfolia v %	
EUR	114 %	EUR	37,5 %
USD	-- %	USD	75,0 %
jiné	-- %	JPY	50,0 %
Durace dluhopisové části		1,04	
Průměrná doba do splatnosti		2,03	

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

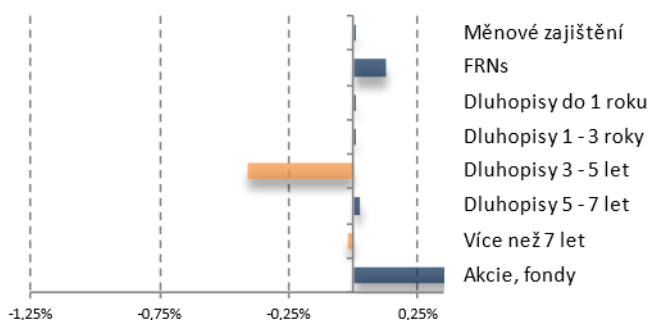


CONSEQ

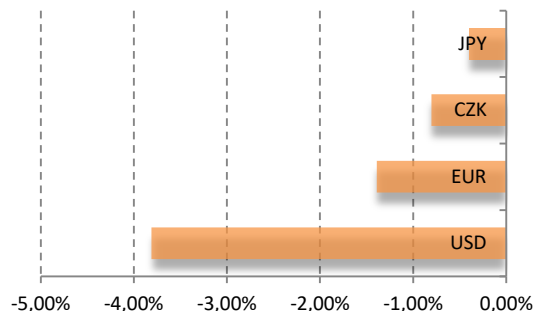
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 2Q 2022

V uplynulém čtvrtletí

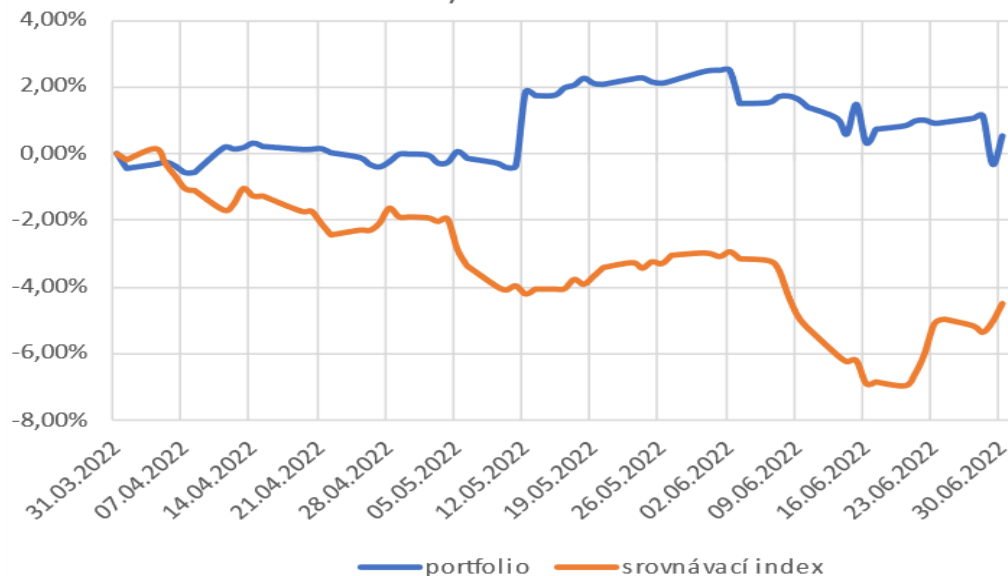
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamického** dle měn



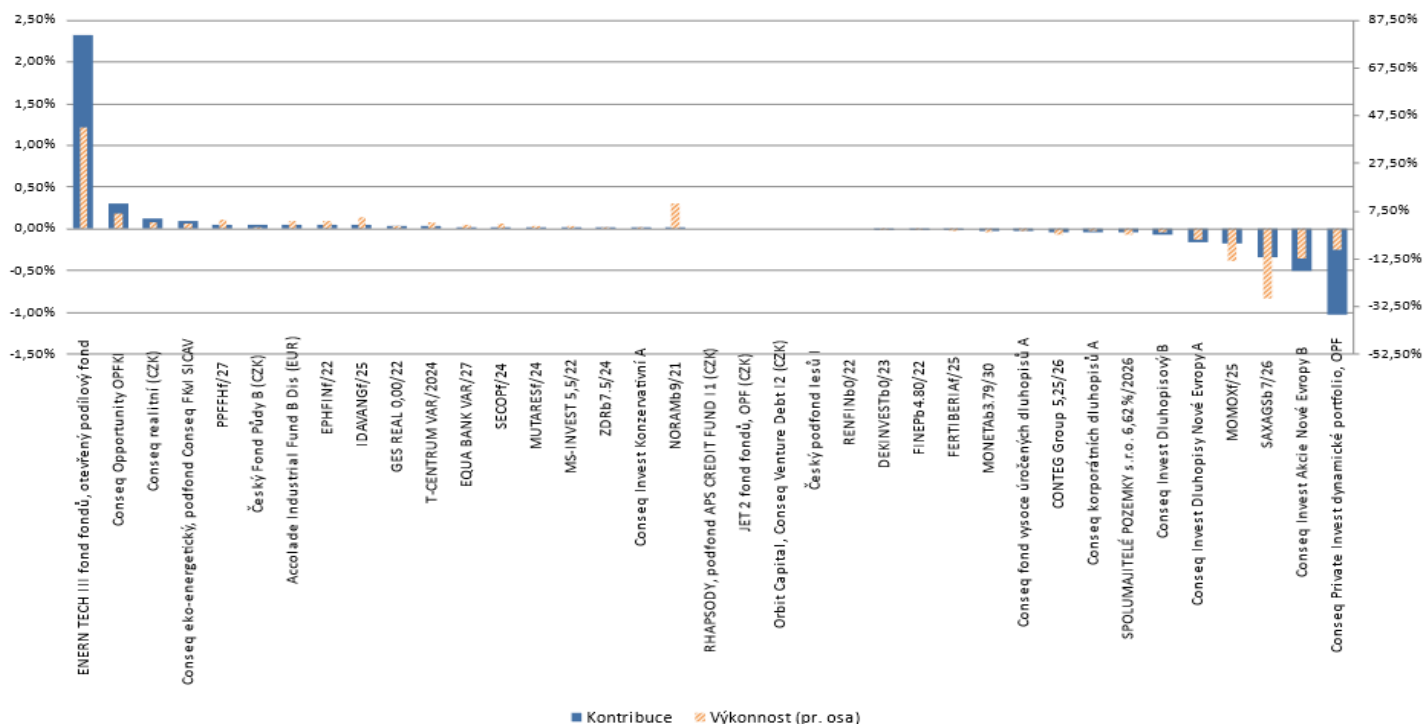
Výkonnost za 3 měsíce



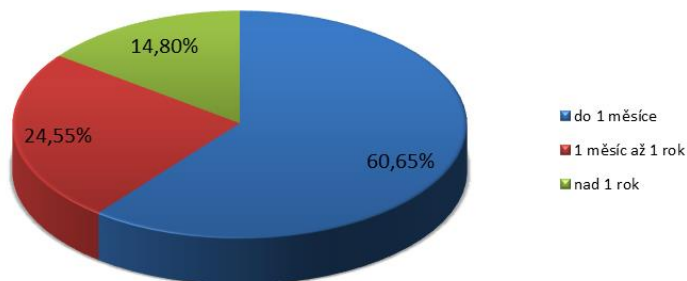
ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

CONSEQ

Kontribuce jednotlivých pozic



LIKVIDITA PORTFOLIA



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

CONSEQ

PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Na straně faktorů ukazujících na růst českých dluhopisových výnosů máme stále nejméně trojici důvodů.

Zprv je zde extrémní emisní aktivita vlády. Nově představená rozpočtová strategie ČR plánuje na další roky deficity přesahující 300 mld. korun ročně. O nabídku dluhopisů se tak trh bát nemusí, navíc samozřejmě s pokračujícím zadlužováním roste i kreditní riziko.

Zadruhé, Česká republika je nechvalným „premiátem“ EU v jadrové inflaci. Květnová prognóza ČNB požadovala růst sazeb nad 8 %, červnová situační zpráva pak ukázala, že i tato prognóza je příliš optimistická a její rizika jsou jednoznačně na straně ještě vyšší inflace. ČNB však v květnu a v červnu zvýšila sazby v úhrnu „jen“ na 7 %, dle našeho názoru ale bude muset jít nakonec ještě o poznání výše.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v USA a Eurozóně a FED již začal s růstem sazeb. Když se konečně k akci rozhoupe i ECB – a dnes je to záležitost spíše týdnů, nikoliv čtvrtletí – bude to pro regionální měny negativní; ze slabosti jejich měn totiž 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 velmi pravděpodobně nebude. Proto se domníváme, že české dluhopisy budou dále ještě výnosově růst a že jejich cenové dno je ještě před námi.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají ještě potenciál k dalšímu (byť vzhledem k agresivněji nastaveným tržním očekáváním na růst sazeb NBP menšímu než u nás) růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlašuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů).

MĚNOVÉ KURZY

U kurzu **eura proti dolaru** se v dubnu vyplnila některá očekávání, že razantní nástup cyklu růstu amerických sazeb a zvýšení odhadovaného vrcholu cyklu posune dolar pod 1,10. Stávající úrovně jsou však dle nás ze střednědobého hlediska naopak již příliš silné, neboť postupně dojde i eurových sazeb k tomu, co jsme viděli u sazeb dolarových, tj. k nárůstu očekávání jejich budoucí výše. Vzhledem k dynamice na eurových sazbách v posledních týdnech čekáme, že se dolar ve druhé polovině roku, dost možná již (p)o prázdninách, vrátí nad 1,10. 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

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

CONSEQ

válkou na Ukrajině tyto faktory dle našeho názoru v delším horizontu převládnu a povedou k postupnému posilování eura k dolaru zpět do pásma 1,10 - 1,20.

Koruna pro letošek pravděpodobně svůj apreciační potenciál vyčerpala. S výrazným přehodnocením výhledu na sazby FEDu i ECB, ergo s utažením očekávaného úrokového diferenciálu mezi korunou a dolarem či eurem, s tím, jak bude ČNB utrácet devizové rezervy na bránění koruny, s mnohem vyšší inflací zde než v Eurozóně a s nejistotou kolem toho, jak se bude chovat nová Bankovní rada, nevidíme již letos prostor pro posílení koruny, naopak návrat nad hranici 25 korun za euro (samozřejmě za předpokladu, že se z trhu stáhne ČNB) je dost reálnou variantou. Hlavním rizikem tohoto scénáře je agresivní ČNB, tj. další výrazný růst sazeb (směrem až k dvouciferné úrovni).

Polský zlotý je v o něco horší situaci než česká koruna – za války, která je Polsku mnohem blíže než třeba ČR, bude silnější úroveň jenom vyhlížet, ve výraznějších oslabování mu budou bránit pouze selektivní zásahy NBP. Až v případě míru a znovuoživení tržní důvěry v cenovou stabilitu (tj., až když se začne zlepšovat inflační výhled) vidíme prostor k tomu, aby svou roli sehrál úrokový diferenciál a aby zlotý posílil. Vzhledem k očekávanému nárůstu eurových sazeb / výnosů tak letos nevidíme prostor pro výraznější posílení, než na hranici 4,50 PLN/EUR.

AKCIOVÝ TRH

Vývoj akciových trhů je nadále z krátkodobého hlediska nejistý. 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. Klesající kupní síla domácností, očekávané propady ekonomik, růst úrokových sazeb a nadále zpřetrhané dodavatelské řetězce povedou k poklesu zisků jednotlivých společností. Razance ekonomického zpomalení a dopad na ziskovost společností je velice těžko v tuto dobu odhadnutelná, avšak výrazná část tohoto scénáře je již, po propadech dluhopisů a akcií, zaceněna. I tentokrát věříme, že po slabším období nakonec vyjdou ekonomiky, domácnosti i akciové trhy z dlouhodobého hlediska silnější a zdravější než tomu bylo před krizí.

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 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.

CONSEQ

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 3,4 %..

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 skrz fondy

Fond	Energetický sektor	Těžba a hutnictví	Alkohol, cigarety, z	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
CSQBondBCZK	1,86%	2,48%	2,85%	1,06%	8,25%	5,10%	0,4%
ConseqCorpBondA	3,28%	5,44%	2,80%	0,42%	11,94%	5,93%	0,7%
ConseqOpportunity	0,00%	11,68%	0,00%	0,00%	11,68%	3,45%	0,4%
CSQConserACZK	2,83%	1,26%	2,95%	0,00%	7,04%	4,28%	0,3%
CSQEqBCZK	21,87%	2,68%	0,00%	0,00%	24,55%	3,97%	1,0%
CSQNeEuBonACZK	0,00%	6,36%	0,00%	0,00%	6,36%	3,25%	0,2%
ConseqHighYieldBoA	0,00%	14,01%	0,00%	2,39%	16,40%	2,62%	0,4%

Celkem 3,4%

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 znovuošetření jinak utlumených výrobních kapacit, pro které původní vlastníci již neměli využití. V tomto případě to vedlo k oživení továren a lokalit zasažených poklesem poptávky a útlumem výroby, obnovení 500 pracovních míst a využití odpadů z lokálních spaloven. Celé fungování společnosti má tak také nezanedbatelný ESG rozměr.

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

CONSEQ

- 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.
- Český fond lesů Investice do lesů a lesních pozemků, a to zejména prostřednictvím kapitálových vstupů do společností, v jejichž majetku se tato aktiva nachází. Česká republika je území historicky vhodné pro pěstování lesů a lesní hospodářství má v naší zemi dlouhou tradici. Kvůli kůrovcové kalamitě bylo nutné z lesů vytěžit obrovské množství dřeva a jeho cena v důsledku propadla o 50 % – zajímavá investiční příležitost. V závěru roku 2021 se situace obrací a cena dřeva roste ve většině sortimentů. Využívání metody Pro Silva, která vychází z přestavby lesa tak, aby byl zdravější a zvýšila se celková produkce. Dřevo se těží průběžně, výběrovým způsobem, to zvyšuje biodiverzitu a zadržuje více vody v krajině a tím zmírňuje erozi a brzdí šíření kalamit.