

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRZÍCH	2
STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY	5
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 4Q 2022	10
LIKVIDITA PORTFOLIA.....	11
PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ.....	12
SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE.....	15

Hodnota aktiv k 31. prosinci 2022

Tržní hodnota aktiv ke dni valuace	202 504 398 Kč
Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	167 444 389 Kč
Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce)	142 173 994 Kč
Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení	35 060 009 Kč

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 30.9.2022 – 31.12.2022

Portfolio – (časová výkonnost)	3,24 %
Benchmark	1,73 %

Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 31.12.2021 – 31.12.2022

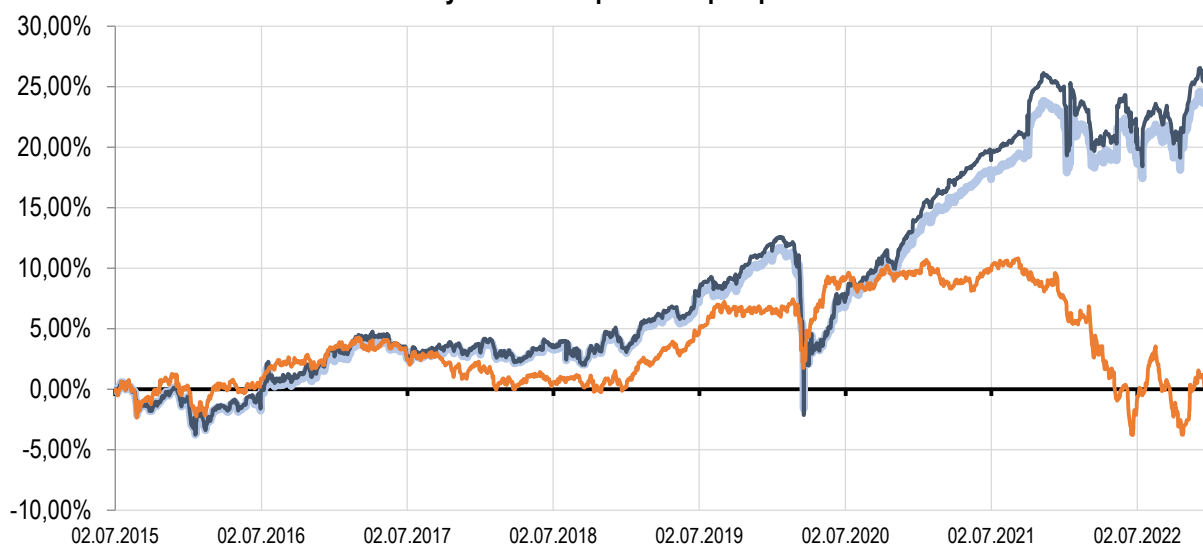
Portfolio (časově váženo, v periodě)	1,17 %
Benchmark	-7,50 %

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 31.12.2022

Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce)	22,99 % (2,79% p.a.)
Benchmark (od počátku spolupráce)	-0,58 % (-0,08 % p.a.)

Cena investiční akcie k 31.12.2022	1,2280
------------------------------------	--------

Výkonnost od počátku spolupráce



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

VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

EUROZÓNA, USA, ČR

Hlavními tématy, která utvářela loňský rok, byly bezesporu inflace a zvyšování sazeb, dozvuky pandemie a válka na Ukrajině s následnými geopolitickými dopady.

Při pohledu na vývoj finančních trhů jsme byli svědky inflačního prozření hlavních centrálních bank. Je tomu jen třináct měsíců, co Evropská centrální banka považovala zvyšování sazeb během roku 2022 za velmi nepravděpodobné a inflaci za pouze přechodnou. Stejně, jako její americký protějšek FED očekával pouze mírný růst sazeb k 1 %. Z dnešního pohledu je jisté, že tato slova nemohla být inflační realitě o moc vzdálenější. Kombinace předchozích let nízkých sazeb, nárůstu pandemických úspor v důsledku vládních podpůrných opatření a komoditního šoku přinesla inflaci neviděnou od 70 let. Americký FED i Evropská centrální banka tak museli zahájit razantní otočku - nejdříve v polovině března FED a v červenci i ECB. Prosinec 2022 tak ECB zakončila s deponitní sazbou na 2 %, tedy o 250 bps výše, než v lednu. FED sice zvolnil tempo utahování měnové politiky, když proti předchozím zvýšením o 75 bps v prosinci zvýšil sazby „jen“ o půl procentního bodu do pásma 4,25-4,50%. Ale v obou případech byla zvýšení doprovázena prohlášeními, že vrchol cyklu ještě nenastal a sazby budou muset být na vyšších úrovních delší dobu.

Velkým šokem a z historického pohledu pravděpodobně i jednou 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 napravovat dlouhá léta.

Hlavní zájem finančních trhů se tak 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.

Globální dluhopisové trhy zaznamenaly nejhorší výkonnost za několik uplynulých dekád, když nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond poklesl o masivních 16,2 %. Důvodem byla samozřejmě extrémně zvýšená inflace na 40-ti letech maximech, rapidní zvyšování základních úrokových sazeb v čele s americkým Fedem, stále rekordní rozpočtové deficity v klíčových ekonomikách a ukončení programu kvantitativního uvolňování (QE) v USA. Index českých vládních dluhopisů odepsal 8,1 %, přičemž ještě v červnu ztrácel téměř 15 %.

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

AKCIE

Hlavní témata popsaná výše rezonovala i akciovým trhem, který si rovněž prošel potřebnou katarzí. Zvyšování úrokových sazeb vedlo k úpravě valuačních modelů pro akcie, které při růstu rizikových přírůžek tlačily hodnoty společností dolů. Akciové trhy tak začaly reflektovat negativní zdražení peněz, klesající kupní reálnou sílu domácností, růst cen komodit a nákladů obecně, a celkově nejistou situaci. Nejvyšší propady tak zažily růstové a technologické společnosti, jež jsou citlivější na růst úrokových sazeb. Americký technologický index Nasdaq meziročně odepsal -33,1 %. Menší propady zaznamenaly hodnotové společnosti. Růst sazeb například vedl k růstu zisků bank a pojišťoven. Obecně se lépe vedlo evropským levnějším akciím: index DJ STOXX 600 meziročně -12,9 %, následován americkým širokým indexem S&P 500 -19,4 % a indexem akcií globálních rozvíjejících se trhů MSCI Emerging markets -22,4 %. Střední Evropa vzhledem ke geografické blízkosti konfliktu na Ukrajině a různým specifickým politicko-ekonomickým důvodům meziročně ztratila -23,2 %, měřeno indexem CECEEUR.

Rok 2022 byl pro středoevropské akcie vysoce ztrátový. Místní akcie negativně reflektovaly blízkost regionu konfliktu na Ukrajině, růst inflace do dvouciferných výšin, růst cen komodit, energií a mezd, politické přešlapy (např v Maďarsku a Polsku), sektorové daně, pokles reálné kupní síly domácností, atd. Polský index WIG20 byl v říjnu YTD jedním z nejhůře výkonným trhem na světě. Nedařilo se především zmíněným polským akciím a to bank a společnostem ze spotřebitelského a herního sektoru. Meziročně se podařilo některým společnostem připsat i zisky a to českému výrobcí bezpilotních letounů Primoco (+51,9 %), skupině Colt CZ (+9 %), Philip Morris (+4 %), maďarské MOL (+3 %) nebo rumunskému Fondul Proprietatea (+2,5 %). Na pražskou burzu vstoupila zajímavá společnost z oboru práškové metalurgie slovenská Gevorkyan.

Rozvíjejícím se trhům, zvláště těm asijským, se nedařilo. Akcie negativně reagovaly na silný americký dolar, zvyšování úrokových sazeb americkým FEDem, geopolitická rizika, realitní krizi nebo probíhající lockdowny. Index globálních rozvíjejících se trhů MSCI Emerging Markets v roce 2022 ztratil -22,4 %.

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



CONSEQ

Rok	Fond Výkonnost*	Benchmark	Poplatky za správu**
2022	1,17 %	-7,50 %	1,2 %
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	3,71 %	-0,32 %	1,28 %

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

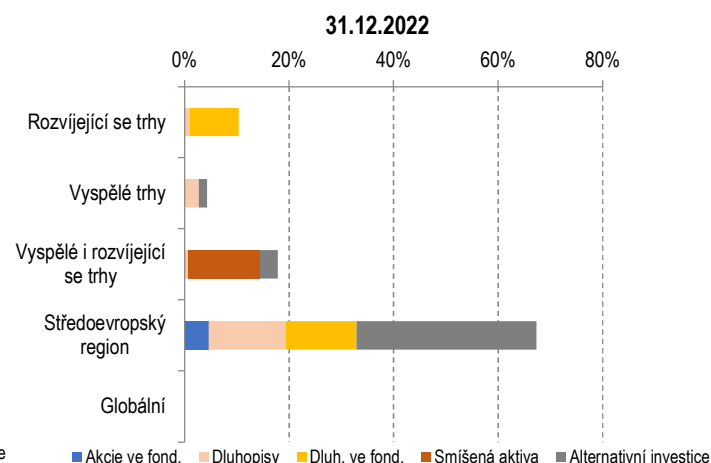
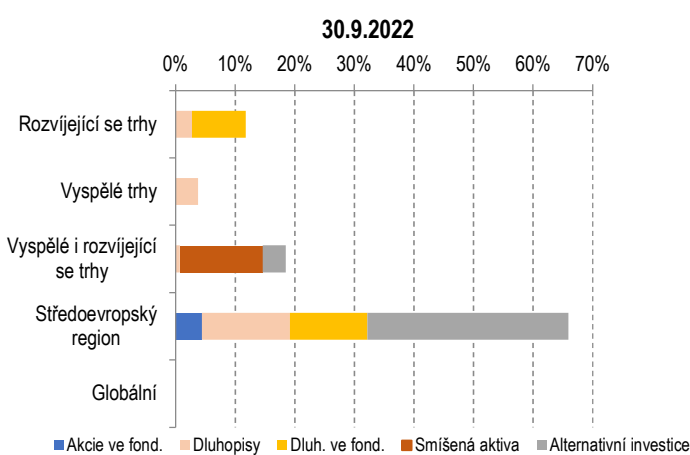
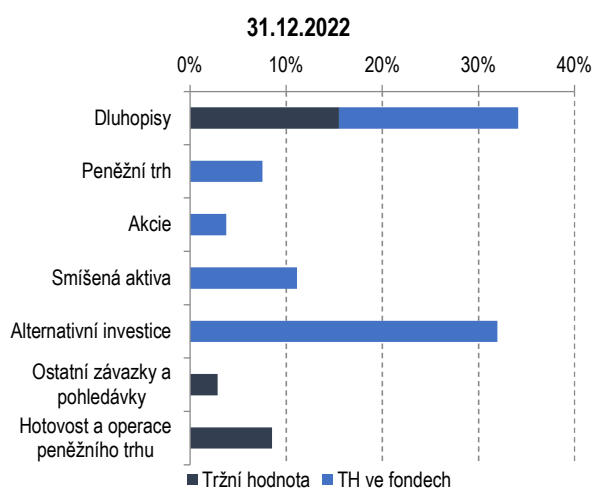
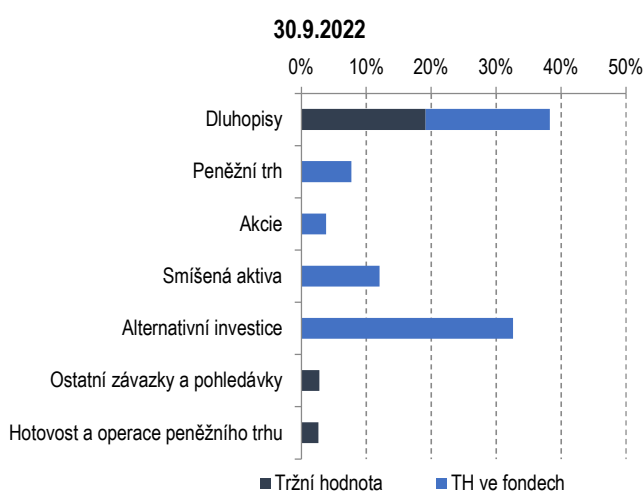
** Tj. ongoing charges, které obsahují zejména fixní manažerské poplatky, vratky z fondů do portfolia (trailer fee), poplatky za depozitáře, custody a audit, bankovní poplatky.

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

STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY

*Celková váha dynamické složky: 15,9 %

*Celková váha dynamické složky: 14,9 %



* Conseq Invest Akcie Nové Evropy + Conseq Private Invest Dynamický

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

CONSEQ

V rámci asset alokace došlo k realizaci několika akcí. Začátkem 4. kvartálu došlo k mírné úpravě regionálního rozložení, konkrétně ke snížení Emerging Markets - Turecka a Latinské Ameriky - a recipročnímu navýšení CEE regionu. Dle našeho názoru nastal čas k plné realizaci zisků v Turecku a částečně také v Latinské Americe. Oběma regionům se v roce 2022 velmi dařilo a dosáhly dobrého zhodnocení. Domníváme se, že růstový potenciál těchto regionů se již chýlí ke konci.

Koncem listopadu bylo rozhodnuto o navýšení podvážení na akciové složce z -25 % na -50 % mezi neutrálem a minimem. Akciové trhy zaznamenaly v listopadu výrazné zisky, které jsme se rozhodli uzamknout, především kvůli našemu opatrnému výhledu na následující týdny. I nadále se obáváme utahování měnových politik centrálních bank a také negativního vývoje na úrovni zisků společností, u kterých lze očekávat revizi směrem dolů. Snížení akciové složky bude realizováno proporcionálně, tudíž regionální rozložení zůstává nezměněno. Nadále udržujeme podvážené rozvinuté trhy (developed markets) v čele s USA. Naopak nadvážené máme rozvíjející se trhy (emerging markets) v čele s rozvíjející se Asií. Snížili jsme také zastoupení segmentu nemovitostních fondů prodejem fondu Accolade.

Oproti snížení alokace do akciové složky byla navýšena alokace do cizoměnové dluhopisové složky, konkrétně do fondu protiinflačních dluhopisů, jejichž výše kuponové sazby se mění v návaznosti na vývoj míry inflace. Inflaci vnímáme jako stálou hrozbu, která neřekla své poslední slovo, a proto jsme zvolili fond, který bude při realizaci očekávaného scénáře přinášet do fondu pozitivní výnos.

U českých vládních dluhopisů jsme i nadále velice výrazně podváženi na duraci, což znamená, že udržujeme úrokovou citlivost tohoto subportfolia oproti benchmarkům nižší. Tím se chráníme vůči cenovému poklesu v případě 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, nicméně vždy s přihlédnutím k očekávanému inflačnímu vývoji a nabízenému výnosu.

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Ve čtvrtém čtvrtletí jsme aktivně pracovali i s částí portfolia zaměřenou na korporátní dluhopisy. Dokončen byl prodej dluhopisů investiční skupiny Mutares, zaměřující se na akvizice a aktivní správu středně velkých, burzovně nelistovaných podniků. Po roce a půl držení dluhopisů této společnosti přistupujeme nyní v rámci našich portfolií k jejich prodeji. Již delší dobu máme opatrný výhled na některé segmenty, ve kterých společnost působí. Zhoršená výkonnost v těchto oborech, spolu s velmi agresivní strategií fúzí a akvizic, přináší výrazně méně čitelné výkazy společnosti, která přistupuje k četným úpravám, aby zohlednila specifické dopady synergických efektů jednotlivých nákupů, nákupů např. ztrátových společností či nutné úpravy v důsledku zohlednění jednorázových nákladů na dokončení transakcí. Cashflow společnosti je tak hůře čitelné a pro dosažení stanovených cílů bude

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

muset společnost realizovat výrazně víc exitů dříve nakoupených firem či majetkových podílů a to v aktuálně velmi složitém makroekonomickém prostředí. V červenci se navíc společnosti nepodařilo dosáhnout požadované poptávky pro vydání nových dluhopisů a předčasné refinancování stávající emise (splatnost 2024).

K maturitě došly ve čtvrtém kvartále dluhopisy MSIB5.5/22 a PPFHf/27.

Samostatnou kapitolou jsou pak dluhopisy SandHill Petroleum a Saxa Gres.

Společnost Sand Hill Petroleum B.V., emitent dluhopisu SANDHPbe9.0/22 (ISIN NO0010820616) a provozovatel licencí na těžbu a zpracování zemního plynu v Maďarsku a Rumunsku se v průběhu roku 2019 a zejména počátkem 2020 dostala do vážných likviditních problémů v důsledku horšící se situace na trhu zemního plynu v Evropě.

Propad cen plynu z roku 2019 pokračoval také počátkem roku 2020, kdy k faktorům převisu rostoucí nabídky nad stagnující poptávkou přibyla krize způsobená pandemií Covid 19. V této kritické situaci se společnost dostala do problémů s likviditou, které z části vyřešila dohodou s věřiteli (držitelé dluhopisů) o odložení výplat úroků a zároveň redukovala kapitálové výdaje na provoz těžebních vrtů na minimum. Majoritní akcionář společnosti, investiční skupina Warburg Pincus zároveň věřitelům oznámila, že již nehodlá společnost podpořit navýšením akciového kapitálu a že je jejím záměrem společnost prodat. Prodejní proces, organizovaný touto společností přinesl nicméně pouze velmi nízké nabídky a znamenal by pro věřitele výrazné ztráty. Dluhopisoví věřitelé se tak rozhodli požadovat realizaci zástavy ve formě podkladových akcií a společnost tak de facto přešla pod kontrolu věřitelského výboru.

Následný vývoj na trhu komodit byl velmi pozitivní, když došlo k setrvalému růstu cen plynu, což podpořilo možnost zopakovat nabídku k prodeji v novém procesu, tentokrát pod vedením výboru dluhopisových věřitelů. Růst cen plynu pokračuje i nadále a to ještě výraznějším tempem, než před rokem. Ke konci roku 2021 se vlivem vysoké poptávky zejména z Asie, sezónních efektů, geopolitických komplikací při zprovoznění plynovodu Nord Stream 2 i probíhající transformaci německé ekonomiky (odstavení jaderných zdrojů, nedostatek nových kapacit obnovitelných zdrojů) dostala cena plynu i vysoko nad 100 EUR a v průměru se držela kolem 50-60 EUR/MWh. Dosavadní vývoj v roce 2022 byl výrazně ovlivněn ruskou válkou na Ukrajině. Ceny plynu atakovaly v červenci 350 EUR/MWh a v průměru se od ledna držely na 170 EUR/MWh. Stejně, jako dostaly tržní ceny společnost na pokraj krachu, ji právě tržní vývoj pomohl z této situace zdárně vyvést.

Výbor dluhopisových věřitelů pod vedením společnosti Conseq tak úspěšně zakončil prodejní proces, iniciovaný začátkem roku 2021. Stabilizovanou společností se silným cashflow se podařilo prodat strategickému investorovi ve výsledku za cenu, která dosáhla návratnosti přesahující 96 % vložených prostředků a společnost dále působí na trhu s novým strategickým vlastníkem, který je připravený aktivity společnosti dále rozvíjet.

Vzhledem k tomu, že průměrná nákupní cena držených dluhopisů se pohybovala mírně pod 66 %, přinesla tato pozice hlavní kontribuci nejenom v posledním čtvrtletí, ale i za celý dosavadní rok.

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

Zatímco rostoucí ceny plynu přinesly v případě společnosti Sand Hill velmi pozitivní vývoj, opak platil v případě společnosti Saxa Gres. Komentář k propadu ceny dluhopisu je uveden v závěru reportu v části, věnující se ESG expozici.

DLUHOPISOVÉ FONDY

Loňský rok 2022 byl pro globální dluhopisové trhy jedním z nejhorsích období za několik uplynulých dekad. Nejširší globální dluhopisový index Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond totiž v korunách za celý rok poklesl o – na dluhopisové poměry – bezprecedentních 13,7 %. Globální index vládních dluhopisů pak v loňském roce v korunách poklesl dokonce o 15,5 %. O něco lépe na tom byl globální index korporátních dluhopisů spekulativního stupně (high-yield), jehož ztráta v korunách činila 10,1 %. A ještě o něco lépe na tom byl index českých vládních dluhopisů, který odepsal 8,1 %. V tomto ohledu pak výkonnost drtivé většiny našich dluhopisových fondů skutečně vyniká. Ani ne tolik na absolutní bázi nebo s přihlédnutím k rekordní inflaci, ale na relativní bázi vůči výše zmíněným dluhopisovým benchmarkům skutečně obstály naše dluhopisové fondy na výbornou.

Výkonnost drtivé většina našich dluhopisových fondů totiž byla kladná, což na relativní bázi vůči globálním benchmarkům představuje velmi vysokou nadvýkonnost.

Fond Conseq korporátních dluhopisů přidal ve čtvrtém čtvrtletí 2,2 %, stejně jako **fond Conseq vysoce úročených dluhopisů**. I přes sílící inflační obavy a rostoucí náklady na dluhopisové financování, těžily oba fondy ze sektorového zaměření na ropný průmysl a z výběru emitentů se silným cashflow a z nízké úrokové citlivosti. Lepšímu výsledku v tomto kvartále pomohl i oslabující dolar, který vedl (oproti třetímu čtvrtletí) k posílení Norské koruny.

Výrazně kratší úroková citlivost proti srovnávacímu indexu a zaměření na zajímavě oceněné korporátní emise s dobrými kreditními parametry pomáhaly i fondům **Conseq Invest Dluhopisový** (+1,3 % fond vs -8,1 % trh) a **Conseq Invest Konzervativní dluhopisový** (+3,9 % fond, +6,1 % trh).

Fond **Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy** zakončil rok 2022 se ztrátou 17,4 %, když se na výkonnosti negativně podepsal především výrazný pokles cen ukrajinských dluhopisů po únorovém rozpoutání válečného konfliktu Ruskem. Situace na trhu ukrajinských dluhopisů se v průběhu roku postupně stabilizovala a koncem roku se dluhopisy obchodovaly přibližně na úrovni 25 % nominální hodnoty.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Fond **Conseq Opportunity** čelil vysoké volatilitě na trhu úrokových swapů, která zastínila i vynikající výkonnost akcií NLB. Fond zakončil rok 2022 se ziskem 6,41 %.

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

CONSEQ

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Po silném růstu v roce 2021 (přes 30 %) zakončil fond **Conseq Invest Akcie Nové Evropy** rok 2022 se ztrátou 16,0 % (benchmark -19,9 %). V průběhu čtvrtého kvartálu došlo k pozitivní korekci předchozího vývoje a fond si připsal 18,21 %, benchmark za stejné období vzrostl o 16,99 %.

Fond **Conseq Private Invest Dynamický** rovněž těžil z pozitivní korekce akciových trhů ve čtvrtém kvartálu loňského roku a během tohoto období připsal 5,16 %. Celkově tak svoji výkonnost v roce 2022 posunul na – 11,15 %.

Durace a měnové zajištění

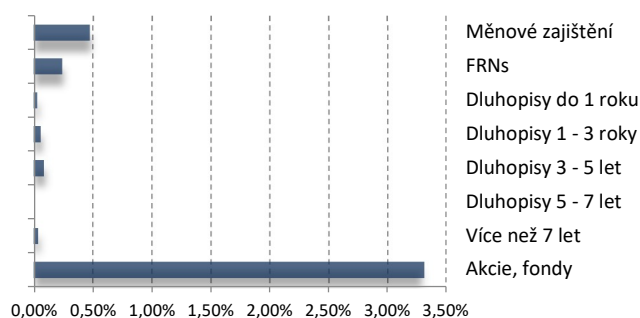
Proti měnovému riziku jsme plně **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR 97 % a USD 72 %**. **Souhrnná efektivní cizoměnová expozice činila 0,8 %**. **Durace dluhopisové složky činila 0,25**.

Měnové zajištění (celé portfolio)		Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický)	
Podíl portfolia v %		Podíl portfolia v %	
EUR	97 %	EUR	0 %
USD	72 %	USD	75 %
jiné	-- %	JPY	0 %
Durace dluhopisové části	0,25		
Průměrná doba do splatnosti	0,45		

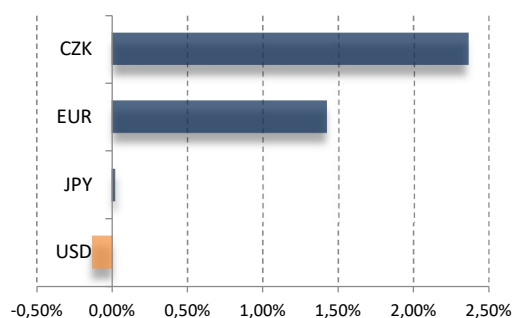
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 4Q 2022

V uplynulém čtvrtletí

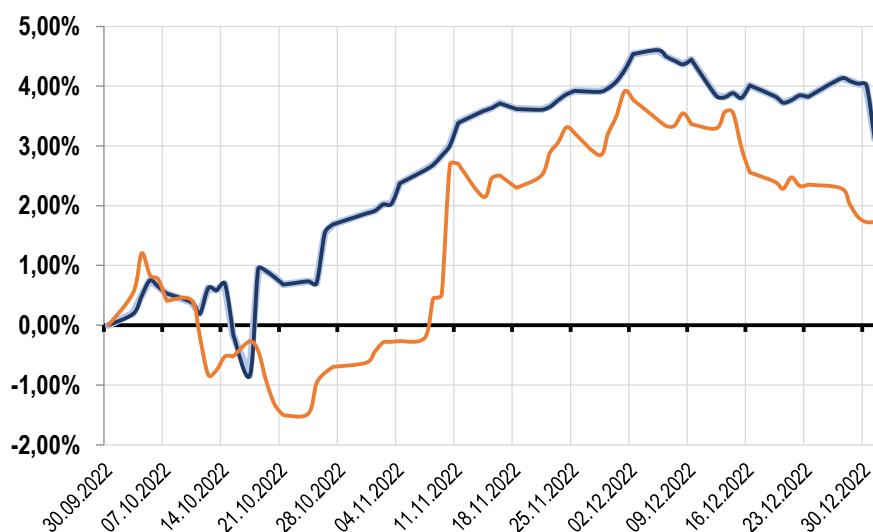
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamické** dle měn

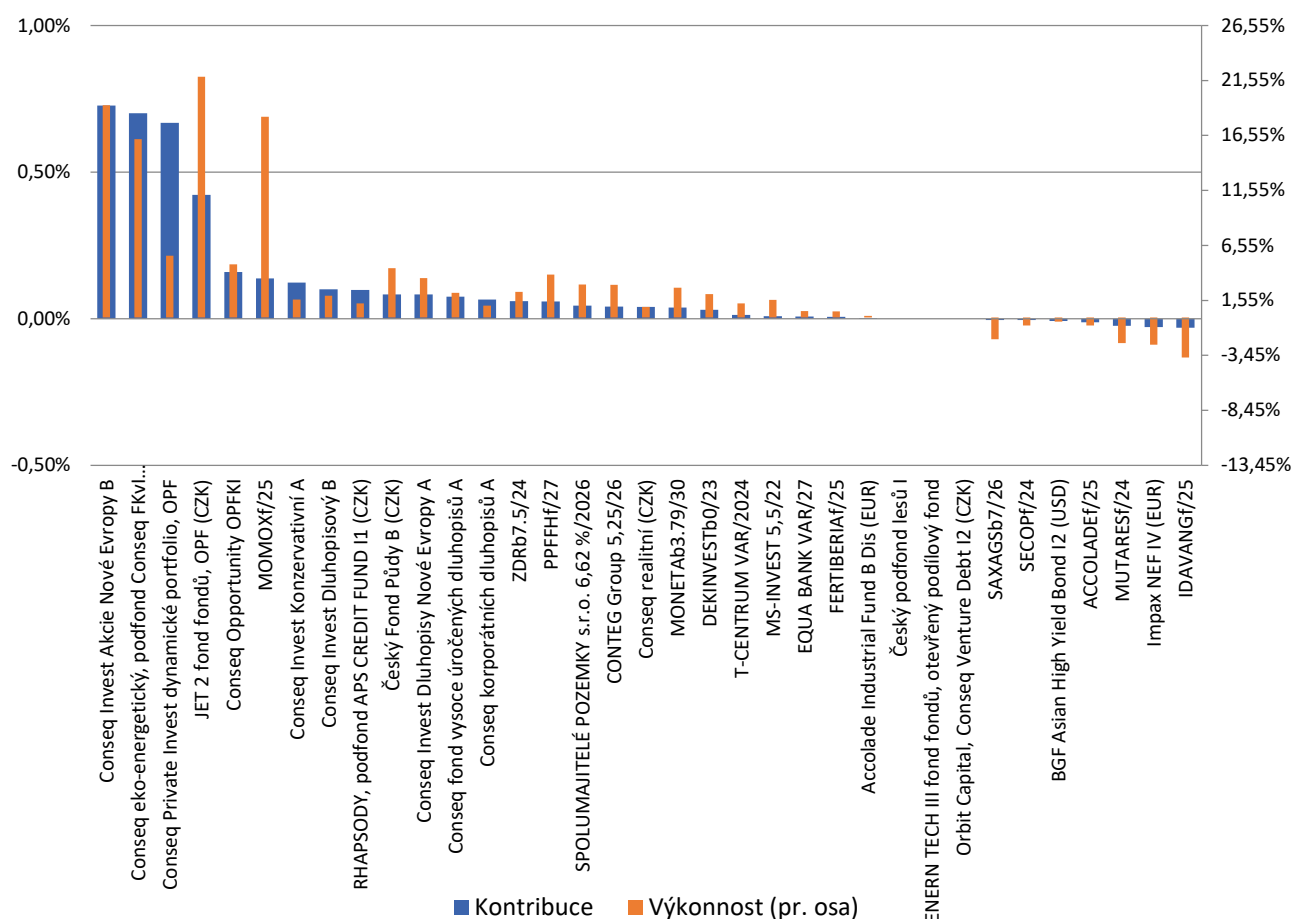


Výkonnost za 3 měsíce

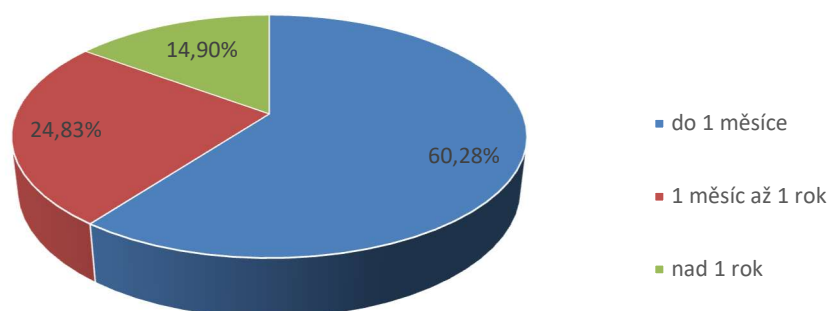


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

Kontribuce jednotlivých pozic



LIKVIDITA PORTFOLIA



PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ

DLUHOPISOVÝ TRH ČR

Stále dle nás trvá přebytek faktorů ukazujících na stabilitu nebo růst českých dluhopisových výnosů.

Zaprvé, je zde extrémní emisní aktivita vlády. V roce 2022 dosáhl deficit veřejných financí nejspíš kolem 400 mld., v letošním roce to bude 300 mld. a v podobných číslech se dle strategie financování do roku 2025 máme pohybovat i v letech 2024 a 2025.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce nezpomaluje. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, domníváme se, že realita velmi vysoké inflace, živene i napjatým trhem práce, obrovskými strukturálními deficity a růstem mezd daleko přesahujícím růst produktivity práce nakonec zvítězí a sazby ještě zamíří nahoru. Takovou možnost ostatně přiznal na prosincovém zasedání ČNB guvernér Aleš Michl.

Zatřetí, poptávkové tlaky jsou vysoké i v zahraničí a FED i ECB utahují měnovou politiku. To by mělo být pro regionální měny negativní, ze slabosti jejich měn totiž pak plyne dodatečný tlak na centrální banky a jejich sazby. Prozatím se tento faktor na kurzu české koruny vlivem intervencí ČNB neprojevil, ale s tím, jak se sazby ECB a FED-u zdola přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební kompo a to ve výši zhruba 400 mld. korun v posledních 12 měsících. To je taky negativní pro korunu.

Jediným faktorem proti růstu domácích sazeb tak je už jen domácí bankovní sektor nacházející se ve výrazném přebytku likvidity (a tudíž schopný absorbovat i výrazně velké nové emise dluhopisů bez větších problémů). To ale stačit nebude. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst.

DLUHOPISOVÝ TRH POLSKO

I polské dluhopisy mají potenciál k dalšímu růstu výnosů. Inflace je velmi vysoko, zlotý zůstává slabý, polská vláda svými anti-inflačními balíčky prohlubuje deficit (a tudíž zvyšuje nabídku dluhopisů). Centrální banka tak dost možná bude dotlačena k dalšímu růstu sazeb.

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

DLUHOPISOVÝ TRH UKRAJINA

Ceny ukrajinských státních dluhopisů v prosinci relativně slábly a ztratily tak ze svých listopadových vyšších úrovní. Na ty se dostaly s přechozím tržním optimismem a díky rozumným výsledkům amerických voleb a uvolňování plateb zahraniční pomoci.

V letošním roce čeká Evropu několik důležitých voleb (včetně německých zemských) a velmi pravděpodobně můžeme očekávat rostoucí riziko zvýšení napětí a horší soudržnosti evropských zemí v otázce pokračující podpory Ukrajiny. Pravděpodobně tak poroste tlak na řešení diplomatickou cestou.

MĚNOVÉ KURZY

U kurzu **eura proti dolaru** se již delší dobu domníváme, že ECB bude muset být v blízké budoucnosti v utahování měnových podmínek agresivnější než Fed. Protože je to právě (očekávané) relativní nastavení měnových politik, které nejvíce v minulosti hýbalo kurzem, domnívali jsme se již delší dobu, že se v letošním roce kurz eura proti dolaru dostane nad 1,05 a k blízkosti 1,10. Trochu nás překvapuje, že se tak stalo již na přelomu let (čekali jsme ještě návrat dolaru k paritě či pod ní), ale na delším výhledu pro letošní rok (tj. na výhledu silnějšího eura) se nic nemění.

Fundamentálně je **česká koruna** zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v Eurozóně, persistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb chladně odměřená ČNB, velký deficit běžného účtu platební bilance i obrovské deficity veřejných financí. Nebýt ČNB, koruna by dnes zcela jistě byla nad 25 korunami za euro. Čekáme také postupně se dále smršťující úrokový diferenciál mezi ČNB a FED-em či ECB, což dle nás povede ke tlaku na korunu. Koruna tak v letošním roce oslabí až ke 25 korunám za euro.

Polský zlotý je makroekonomicky v podobné situaci jako CZK, s výjimkou o něco menšího deficitu běžného účtu platební bilance, a hlavně s výjimkou centrální banky odhodlané a schopné bránit svou měnu. Očekáváme tak přetrvávající tlak i na polském zlotém a jeho oscilaci mezi 4,8 a 5 v dohledné době.

Maďarský forint je pod tlakem dvojího deficitu (běžného účtu i veřejných financí), extrémně vysoké inflace, a také špatné politické situace, způsobené afinitou Orbánova režimu k Rusku: tato afinita samozřejmě vede ke konfliktům ve vztazích s EU. Extrémní utažení politiky v říjnu a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky bránit měnu zvyšováním úrokových sazeb sice forint, zdá se, úspěšně stabilizovalo kolem úrovně 400, ale na výraznější trendové posílení to nevyžaduje a dle nás k němu v první polovině roku 2023 určitě nedojde.

AKCIOVÝ TRH

V posledních několika málo letech si světové ekonomiky a finanční trhy prošly několika šoky. Před třemi lety přišla globální pandemie Covid-19 spojená s nabídkovými šoky v podobě zpřetrhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců. Započal trend „celních“ válek a mírné deglobalizace. Centrální banky a vlády nestály stranou a většinu ekonomik podpořily extrémně štědrými měnovými a fiskálními stimuly. Invazí Ruska na Ukrajinu pak došlo k

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

CONSEQ

zvýraznění předešlých jevů, které se projevily ve výrazném růstu inflace, především ve vyspělých zemích. Rok 2023 by mohl být jemně řečeno normalizačním rokem, kdy dojde k postupnému zlepšení dodavatelských řetězců, poklesu inflačních tlaků, návratu k rozumným cenám komodit a energií, a to při zároveň relativně silném trhu práce. Samozřejmě globální geopolitická rizika a těžkosti u některých firem a domácností budou nadále přetrvávat.

Akciové i dluhopisové trhy si již prošly katarzí s částečným přenastavením na vyšší úrokové sazby a s výhledem na určitou korekci dříve vysokých ziskových marží korporací. Hodnotově se akciové trhy obchodují na různých úrovních, přičemž každý region reflektuje specifickou rizikovou přírážku. Proto máme na jednotlivé akciové trhy různá výkonnostní očekávání.

Evropské akcie jsou, oproti americkým akciím, hodnotově levnější, kdy Evropa může za určitých podmínek těžit ze stahování výroby z „rizikovějších“ regionů, přičemž bude zároveň docházet k novým potřebným investicím v mnoha sektorech. Z toho bude těžit také region střední Evropy, který je stále, co se týká výrobních nákladů, levným regionem. CEE region si již prošel prvotním šokem růstu úrokových sazeb, ze kterého budou těžit silné banky. Americké akcie také prošly korekcí, avšak vyšší úrokové sazby budou nadále negativně dopadat na zadlužené a dražší růstové společnosti. Z tohoto důvodu věříme hodnotově levnějším akciím obchodovaným v Evropě a rozvíjejících se trzích. Asie, tažená čínskou ekonomikou, zažije po současných covidových lock-downech ekonomické oživení. Čínský spotřebitel nebyl tak silně kompenzován jako domácnosti v Evropě nebo US. Oživení proto nebude rychlé a přijde až po konci prvního čtvrtletí letošního roku. Avšak potenciál ekonomického růstu v Číně je i tak vyšší než ve vyspělých ekonomikách.

Při obecně vyšších úrokových sazbách očekáváme zvýšenou volatilitu akciových trhů, čehož budou lépe využívat aktivní manažeři fondů než indexově orientované pasivní strategie. Éra nulových úroků a levných peněz je za námi. Tomu se musí přizpůsobit i investiční strategie.

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 3,4 %.

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, zbraně	Sázky	Total fondy	Váha fondu v portfoliu ČCE	Expozice
CSQBondBCZK	0,00%	1,34%	2,92%	1,21%	5,46%	5,10%	0,3%
ConseqCorpBondA	1,63%	5,49%	2,92%	0,41%	10,45%	5,90%	0,6%
ConseqOpportunity	0,00%	6,80%	0,00%	0,00%	6,80%	2,77%	0,2%
CSQConserACZK	0,56%	0,00%	2,98%	0,00%	3,54%	7,55%	0,3%
CSQEqBCZK	16,35%	3,55%	1,72%	0,00%	21,62%	3,77%	0,8%
CSQNeEuBonACZK	0,00%	2,46%	0,00%	1,43%	3,89%	2,34%	0,1%
ConseqHighYieldBoA	0,00%	7,38%	1,11%	1,68%	10,17%	3,38%	0,3%

Celkem 2,6%

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 Výrobce keramických krytin, dlažby a městských povrchů prostřednictvím patentované technologie na bázi recyklace průmyslových odpadů. Podstatou výroby je patentovaná technologie Grestone, která při výrobním procesu keramických dlaždic a kamenů využívá jako přísady (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 500 pracovních míst a využití odpadů z lokálních spaloven. Celé fungování společnosti má tak také nezanedbatelný ESG rozměr.

Společnost se v průběhu loňského roku dostala v důsledku omezení vyplývajících z pandemických opatření (zastavení výroby, lock-downy, nedostatek pracovníků a materiálu) do zpoždění s implementací plánu na rozšíření kapacit a náběhu plné výroby. To vedlo k výpadku očekávaných tržeb a v kombinaci s rapidně rostoucími cenami energií (plyn a elektřina, které

tvoří nejvýznamnější nákladovou položku) a nedostupnosti výrobních surovin z Ukrajiny vedlo k nedostatku finančních prostředků, potřebných pro další fungování a zejména pro realizaci úrokových plateb z dluhopisů.

Společnost v uplynulých měsících neuspěla se záměrem navýšit akciový kapitál prostřednictvím současných i nových akcionářů a je tak nucena přistoupit k opatřením, vedoucím ke zlepšení současné situace. Jedná se mimo jiné o prodloužení splatnosti stávajících dluhopisů, odložení kupónových plateb a jejich částečné navázání na ocenění společnosti v čase splatnosti dluhopisů. Společnost se navrhovaným plánem snaží stabilizovat současnou situaci, která vyplynula z kombinace zpoždění při rozšíření výroby a růstu cen energií. A to relativně včas před splatností dluhopisů a konkrétními kroky (prodej části aktiv, ulehčení cashflow, úspory).

Alternativní scénář při neschválení navrhovaného plánu je vstup společnosti do restrukturalizace či likvidace a okamžitý prodej aktiv dostupným nabídkám. Indikovaná míra uspokojení věřitelů se v tomto případě pohybuje kolem 10 % (odhad). Spolu se skupinou ostatních dluhopisových věřitelů požadujeme dosazení námi jmenovaného experta/poradce, který bude plánovaným transakcím a důležitým rozhodnutím dohlížet / schvalovat a reportovat bondholderum

Za účelem splnění navrhovaných opatření spolupracuje společnost s finančním poradcem Deloitte, který bude dohlížet na implementaci přiloženého obchodního plánu.

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.

Øyfellet 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.

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

CONSEQ

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.