

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

| | |
|--|----|
| VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH | 2 |
| STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY | 6 |
| KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2023 | 11 |
| LIKVIDITA PORTFOLIA..... | 12 |
| PŘEDPOKLÁDANÝ VÝVOJ..... | 13 |
| SOULAD S INVESTIČNÍM KODEXEM ČCE..... | 16 |

Hodnota aktiv k 31. březnu 2023

| | |
|--|----------------|
| Tržní hodnota aktiv ke dni valuace | 205 412 515 Kč |
| Hodnota aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce) | 167 444 390 Kč |
| Průměrný objem aktiv přijatých k obhospodařování (od počátku spolupráce) | 142 977 646 Kč |
| Rozdíl k aktuálnímu ohodnocení | 37 968 126 Kč |

Dosažené zhodnocení - za uplynulé čtvrtletí 1.1.2023 – 31.3.2023

| | |
|--------------------------------|--------|
| Portfolio – (časová výkonnost) | 1,44 % |
| Benchmark | 2,01 % |

Dosažené zhodnocení - od počátku investiční periody 1.1.2023 – 31.3.2023

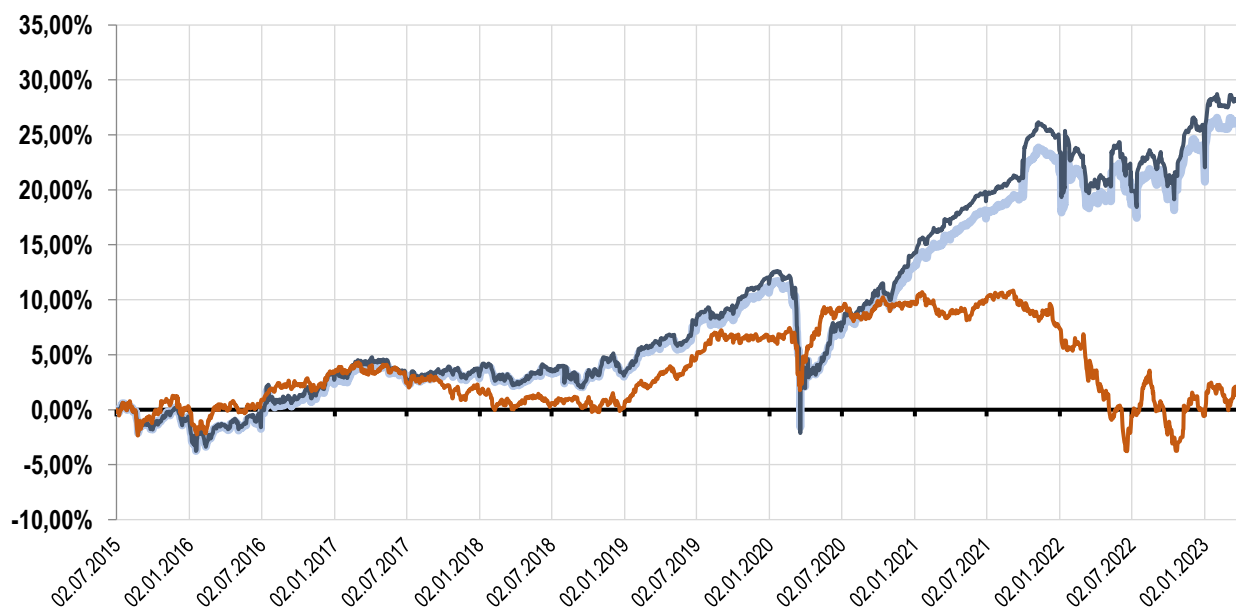
| | |
|--------------------------------------|--------|
| Portfolio (časově váženo, v periodě) | 1,44 % |
| Benchmark | 2,01 % |

Dosažené zhodnocení - od počátku spolupráce 2.7.2015 – 31.3.2023

| | |
|--|----------------------|
| Portfolio (časově váženo, od počátku spolupráce) | 24,71 % (2,89% p.a.) |
| Benchmark (od počátku spolupráce) | 1,42 % (0,18 % p.a.) |

| | |
|-----------------------------------|--------|
| Cena investiční akcie k 31.3.2023 | 1,2457 |
|-----------------------------------|--------|

Výkonnost od počátku spolupráce



VÝVOJ NA FINANČNÍCH TRŽÍCH

DLUHOPISOVÝ A AKCIOVÝ TRH – HLAVNÍ UDÁLOSTI

EUROZÓNA, USA, ČR

Úvod prvního kvartálu 2023 potvrzoval výrazně pomaleji odeznívající inflační tlaky, silný trh práce a výrazně jestřábí centrální banky jak v USA, tak v Evropě. V březnu pak dominovaly, po delším období zájmu o inflaci a ekonomický růst, zprávy z bankovního sektoru. A to zprávy vysoce negativní a evokující vzpomínky na okamžiky začátku finanční krize v roce 2008. Nejprve došlo v USA ke krachu Silicon Valley Bank s aktivy přes 200 mld. USD (zhruba 1/3 bilance Lehman Brothers v roce 2008). Šlo o 16. největší americkou banku, první krach banky od roku 2015 a pro srovnání o zhruba polovinu českého bankovního trhu. Zároveň zkrachovaly také menší Silvergate Bank a Signature Bank. Následný zásah amerického regulátora, poskytnutí v podstatě neomezené likvidity a spolupráce ostatních amerických peněžních ústavů situaci stabilizovaly. Problémy se nicméně přelily do Evropy kde došlo k záchraně (převzetí ze strany největšího konkurenta UBS) dlouhodobě ztrátové švýcarské banky Credit Suisse. To vše pomohlo k uklidnění situace okolo bankovních systémů v US a Evropě a tak se poslední březnový týden nesl v klidnější atmosféře.

ECB na svém zasedání v březnu navzdory kolapsu Silicon Valley Bank v USA a problémům Credit Suisse (správně) zvýšila sazby o 50 b.b. na 3 %. Ze zápisu však vypadla zmínka o tom, že se budou „v dalších měsících zvyšovat sazby podstatným a rovnoměrným tempem“, která tam byla před měsícem, což indikuje, že nějakou míru nejistoty do jejich rozhodování situace kolem Credit Suisse přece jenom vnesla.

Americká centrální banka navzdory velmi silným makroekonomickým datům a navzdory tomu, že její guvernér během první poloviny března připustil, že bude možná nutná re-akcelerace tempa utahování zpátky ke krokům po půl procentu, zvýšila sazby jen o čtvrt procentního bodu do pásma 4,75-5 %.

Ani na zasedání České národní banky nedošlo k žádné změně v nastavení měnové politiky. V prezentaci situační zprávy však nyní již poprvé dominovaly pro-inflační (dle nás již spíše fakta, než) rizika, mezi které ČNB zařadila (proti zimní prognóze) rychlejší mzdový růst, expanzivnější fiskální politiku a hrozbu ztráty ukotvenosti inflačních očekávání. Jako jediné protiinflační riziko zmínila výraznější než prognózovaný útlum domácí spotřebitelské a investiční poptávky.

Při pohledu na očekávaný vývoj sazeb ČNB, potažmo výnosů českých státních dluhopisů, dle nás stále trvá přebytek faktorů ukazujících na jejich růst. Faktory determinující pozici ČNB byly popsány výše. V případě českých státních dluhopisů je zde zaprvé extrémní emisní aktivita vlády, kdy po masivním deficitu v roce 2022 nezačala Česká republika rok 2023 rozpočtově vůbec dobře. Dle dat zveřejněných počátkem března Ministerstvem financí dosáhl deficit státního rozpočtu za první čtvrtletí měsíce těžko uvěřitelných 166 mld. korun. Jednalo se tak o bezkonkurenčně nejhorší únor, meziroční zhoršení o 107 mld. a číslo, jež by před Covidem bylo nepředstavitelné i

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

CONSEQ

jako deficit za celý rok, nikoliv za pouhé tři (!) měsíce roku. Zadržet, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi vysoko. 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. Začtvrté, ČR má nyní deficit běžného účtu platební bilance, a to ve výši zhruba 400 mld. korun v posledních 12 měsících. 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 nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst. U sazeb ČNB pak vidíme prostor pro další růst již delší dobu.

AKCIE

První měsíc roku 2023 se nesl ve velice pozitivním duchu. Akciové trhy všech hlavních trhů dosáhly vysokého zhodnocení. Centrální banky nadále přesvědčovaly trhy o primárním cíli zkrácení inflace skrze dalšího pozvolného utahování měnových politik. Akciové a dluhopisové trhy si však danou rétoriku vykládaly po svém a v očekávání rychlého poklesu cenové inflace docházelo k snižování požadovaných výnosů dluhopisů na což akciové trhy reagovaly pozitivně růstově. Kladně také působil pokles cen energetických komodit jako plynu nebo elektřiny. Dařilo se akciím obchodovaným v Japonsku, Evropě a USA, zvláště pak těm citlivějším na úrokové sazby. Technologický index Nasdaq amerických společností v lednu vzrostl o +10,7 %. V únoru se mnoho zajímavého neudálo a tak se důležité události odsunuly na březen.

Nejdůležitější zprávy přicházely ze stran amerických a evropských komerčních a centrálních bank. Začátkem března po oznámení potřeby nového kapitálu zbankrotovala 16. největší americká banka Silicon Valley Bank (SVB) s aktivy v objemu 209 miliard dolarů (4,65 bilionu korun) a vklady okolo 175 miliard dolarů (3,9 bilionu korun). Pro srovnání se jedná o zhruba polovinu českého trhu. Následně došlo k jejímu převzetí Federálním úřadem pro pojištění vkladů (FDIC), který vyplatil vklady v plné výši (100%). Zároveň zkrachovaly také menší Silvergate Bank a Signature Bank. Následně došlo k aktivaci facilit americkou centrální bankou FED na poskytnutí likvidity všem bankám (repo operace v hodnotě 100% nominální hodnoty), které by se mohly dostat do obdobné situace „runu na banku“. K uklidnění situace přispěly také velké banky jako JPMorgan, která pomohla First Republic Bank. Po uklidnění situace v USA se však nervozita přelila do Evropy, konkrétně Švýcarska, kde byla zachráněna dlouhodobě problémová banka Credit Suisse svým větším rivalem švýcarskou bankou UBS. To vše pomohlo k uklidnění situace okolo bankovních systémů v US a Evropě a tak se poslední březnový týden nesl v pozitivním duchu, kdy došlo k umazání dřívějších ztrát. Překvapivou situací v průběhu nastalé „bankovní situace“ bylo, že zbylé sektory reagovaly velice mírnými poklesy akcií, což vzhledem k důležitosti bankovního systému není obvyklé. Americký akciový index S&P 500 si i tak, především kvůli pozitivnímu poslednímu březnovému týdnu, připsal kladné čtvrtletní zhodnocení +3,4 %, evropský index DJ STOXX 600 pak +4,6 %.

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

CONSEQ

Vývoj na rozvíjejících se trzích a střední Evropě byl podobný trhům vyspělým. Vysoké zastoupení bankovních titulů v CEE vedla k slušnému zhodnocení akcií bank z důvodu vysokých úrokových sazeb a nadále dobré ekonomické situaci. V březnu pak byl region ve vleku dění ve světě a vyvstalých problémů některých zahraničních bank.

Vypjatá situace ohledně amerických a evropských bank táhla dolů i akcie místních bank jako Erste Bank, Raiffeisen Bank, PEKAO SA, PKO BP, OTP, atd. Po uklidnění situace skrze zavedení podpůrných facilit, převzetím ze strany větších konkurentů nebo uklidněním ze stran centrálních bankéřů a ministrů financí došlo také ve středoevropském regionu k umazání veliké části předchozích propadů akcií. Představa situace s nižší kreditní expanzí (poskytování úvěrů) by znamenala slabší ekonomickou aktivitu, čímž by došlo k poklesu průmyslové produkce a poptávky po komoditách. Z tohoto důvodu tak, mimo banky, výrazně klesaly také akcie těžařů komodit jako polská společnost Bogdanka (hnědé uhlí), JSW (černé uhlí) a KGHM (měď). Zisky si naopak připsal sektor rychloobrátkového zboží, který se dokáže s vysokou inflací nyní relativně dobře vypořádat. Kladné zhodnocení si připsal prodejce potravin Eurocash, bot CCC a oděvů LPP. Akciový polský index WIG30 čtvrtletně klesl o 4,7 %, český index PX vzhledem k dobré výkonnosti akcií ČEZ a bank vzrostl o +8 %, maďarský index BUX klesl o 3,8 % a rumunský index BET vzrostl o 4,1 %.

Rozvíjející se akciové trhy si připsaly mírné zisky (index MSCI Emerging Markets +1,5 %). Akcie bojovaly se silným americkým dolarem, zvyšováním úrokových sazeb americkým FEDem, geopolitickými riziky, realitní krizí nebo probíhajícími lock-downy. Očekávané oživení v Číně však převážilo a vedlo k pozitivnímu zhodnocení akciových indexů.

V průběhu prvního čtvrtletí jsme nadále zvyšovali váhu především hodnotových akcií v portfoliu ve všech regionech a to v USA, Evropě nebo rozvíjejících se trzích. Začátkem roku jsme začaly, z důvodu vysokých úrovní akciových trhů a zvýšení atraktivity a výnosů dluhopisů, postupně zvyšovat podíl hotovosti a nakupovat některé zajímavě oceněné dluhopisy. Mělo by tím dojít k snížení volatility portfolia Fondu a zároveň zvýšení očekávaného výnosu. Z jednotlivých akcií jsme po březnových propadech akcií zvýšili váhu např. u rakouské pojišťovny VIG a energetické společnosti OMV. Částečné prodeje, po dobré předešlé výkonnosti, byly realizovány např. na automobilkách BMW a Mercedes Benz. Zároveň vzhledem k růstu úrokových sazeb a z nich pramenící vyššího výnosu postupně docházelo k zvyšování objemu úložek do dvoutýdenních repo operací CNB za 7 %.

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



CONSEQ



| Rok | Fond Výkonnost* | Benchmark | Poplatky za správu** |
|---------------|-----------------|----------------|----------------------|
| 2022 | 0,96 % | -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 | 3,66 % | -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.

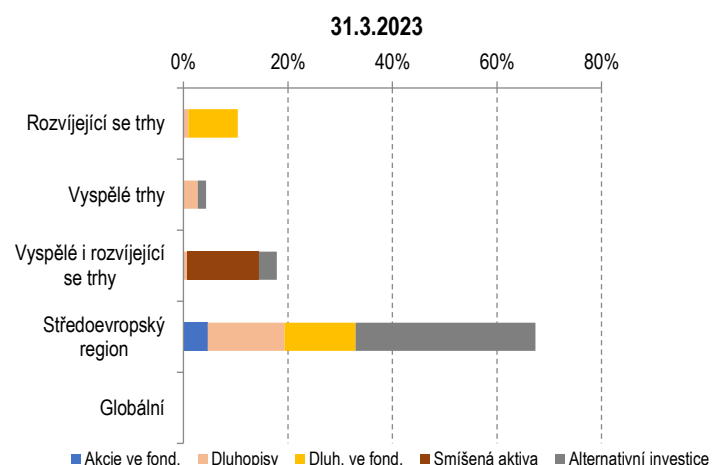
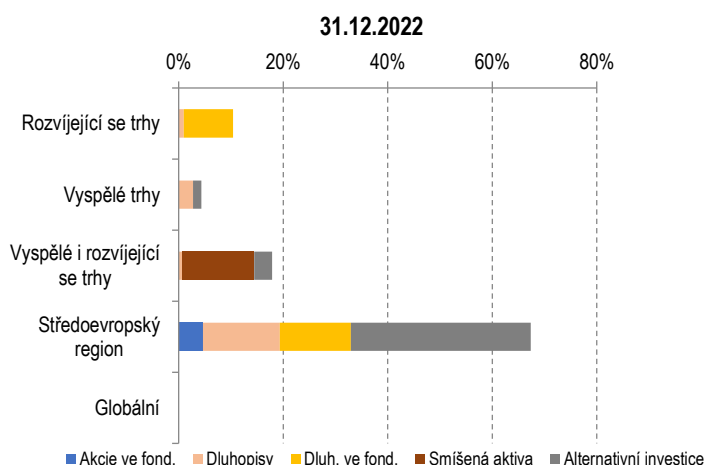
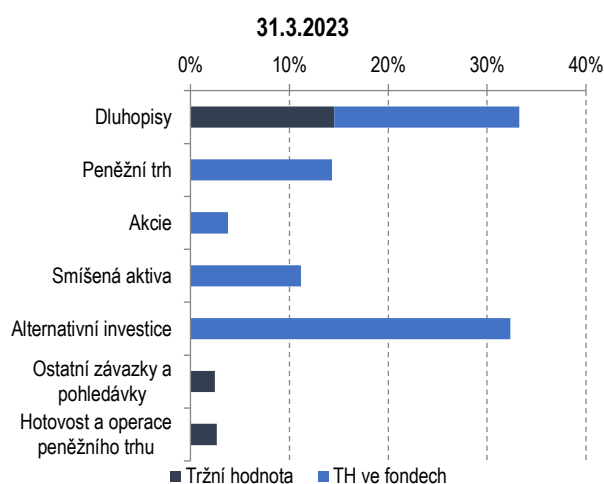
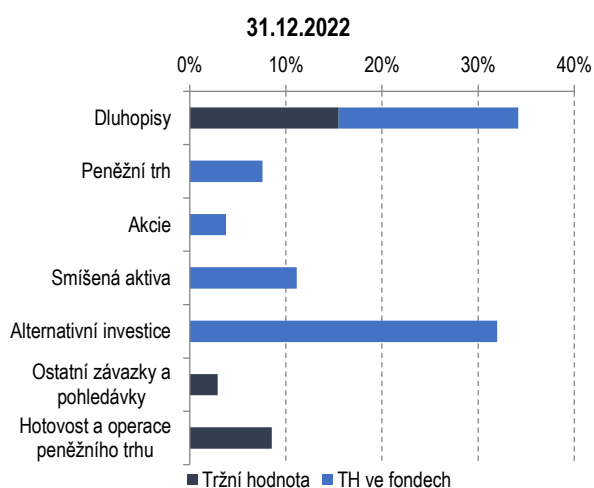


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

STRUKTURA PORTFOLIA A JEJÍ ZMĚNY

*Celková váha dynamické složky: 14,9 %

*Celková váha dynamické složky: 15,0 %



* Conseq Invest Akcie Nové Evropy + Conseq Private Invest Dynamický

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

V rámci asset alokace došlo k realizaci několika akcí. Z počátku roku bylo rozhodnuto o navýšení akciové složky. Konkrétně bylo sníženo podvážení o polovinu, na -25 % mezi neutrálem a minimem. Změna alokace byla provedena také na regionální úrovni, kdy celkové navýšení akciové složky bylo realizováno z 50 % nákupem akcií v rozvíjející se Asii v čele s Čínou, 25 % nákupem akcií v Latinské Americe a 25 % nákupem akcií v Austrálii.

Klíčovou investiční tezí stojící za tímto rozhodnutím byla skutečnost, že ukončení drakonických protipandemických opatření v Číně a znovuotevření druhé největší ekonomiky světa by mělo v následujících kvartálech přispět k podstatně rychlejšímu ekonomickému růstu asijského regionu, než jsme ještě v druhé polovině roku 2022 očekávali. To by se zároveň mělo pozitivně projevit na dynamice korporátních fundamentů – tržby, zisky a cash flow – lokálních burzovně obchodovaných korporací. Zároveň by měl silnější než původně očekávaný růst asijského regionu přispět k výraznému zvýšení poptávky po komoditách, včetně nárůstu jejich cen, což by mělo zase následně podpořit ekonomiky v Latinské Americe a Austrálii.

V únoru byla akciová asset alokace navracena zpět na hodnotu -50 % mezi neutrálem a minimem, a to po mimořádně silném růstu akciových trhů v měsíci lednu. Centrální banky nadále pokračovaly ve své restriktivní rétorice ohledně jejich měnové politiky. Jinými slovy nevyklučovaly další růsty základní úrokové sazby, což dopadá prostřednictvím vyšší diskontní míry negativně na valuace akcií. Dále výnosová křivka nadále zůstávala poměrně hodně inverzní, což indikovalo možnost recese a také trh práce zůstával velmi silný. Celkově jsme došli k závěru, že v tehdy aktuální situaci výnos z akcií nepřekonává repo sazbu, proto bylo rozhodnuto o prodeji akcií napříč všemi regiony a prostředky byly reinvestovány v rámci českého money marketu.

Závěrem kvartálu jsme pouze jemně upravili regionální alokace, kdy byla provedena změna v rámci EM akciové regionální alokace prostřednictvím zvýšení složky other EM (zařazení Turecka) na úkor složek Asia ex Japan a Latin America. Jako atraktivní sledujeme Turecko, kde tento rok v květnu proběhnou důležité parlamentní volby. Vládnoucí strana prezidenta Erdogana po událostech z počátku roku (zemětřesení) kontinuálně ztrácí na podpoře, a šance opozice na vítězství tak rostou. Takové vítězství by pravděpodobně přineslo normalizaci měnové politiky v Turecku spojenou s výrazným růstem úrokové sazby a související posílení domácí měny. Což samo o sobě slibuje zajímavé kladné zhodnocení. Zároveň, i přes silný růst v loňském roce, jsou turecké akcie stále levné a mají z našeho pohledu prostor k dalšímu růstu.

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 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.

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

CONSEQ

KORPORÁTNÍ DLUHOPISY

Aktivně jsme pracovali i s částí portfolia zaměřenou na korporátní dluhopisy. Odprodán byl dluhopis společnosti MOMOX, která působí v segmentu e-commerce a zaměřuje se čistě na prodej použitého spotřebního zboží - přepravek knih, medií (CD, DVD, software) a módy. Loňský rok dopadl pro společnost mírně lépe, proti předchozím indikacím. Celkové tržby zůstaly stabilní (růst segmentu módy, pokles core prodeje knih). Poptávka tak byla celkově dobrá, ale společnost dál tlačí růst nákladů (energie, doprava, mzdy, nájmy), což ukrajuje z dosahovaných marží (ebitda margin 6,6 %, loni 8 %; pro letošek se čekalo méně). Pro další rok společnost vyřadí položky z nejnižších cenových kategorií s malou či nulovou marží a chystá se zvýšit ceny. Očekává tak nižší celkový objem prodeje, ale lepší marže vlivem změny produktového mixu.

Na úrovni provozního cash flow dobré, očekávání pro další roky ale i nadále opatrná a spíše slabší. Při splatnosti indikovaná úroveň čistého dluhu k ebitda pod 3x a relativně solidní úroveň likvidity, umožňující refinancování. Po zveřejnění dat došlo k růstu cen dluhopisu z 70/75 na cca 85/90 (v září 2022 byl mírně nad 50), čehož jsme využili a dluhopis na ceně 88 prodali.

DLUHOPISOVÉ FONDY

Pokud jde o dluhopisové trhy, náš celkový investiční názor na ně je i nadále spíše opatrný. Zprv je třeba si uvědomit, že celkový objem dluhu ve světovém finančním systému – vládního, firemního a domácností – nebyl nikdy větší, když podle dat Institutu mezinárodních financí (Institute of International Finance – IIF) nyní činí celkový objem globálního dluhu více než 300 bilionů dolarů neboli v poměru ke globálnímu HDP přibližně 3,5 násobek. A tento globální dluh v nejbližším období v absolutním vyjádření dále poměrně dynamicky poroste, neboť vlády drtivé většiny klíčových ekonomik stále hospodaří s obrovskými rozpočtovými deficity. Nabídka nových dluhopisů na globálních finančních trzích proto bude stále obrovská, což bude i nadále vytvářet silný tlak na dosažené zhodnocení pro investory. A zadruhé tady stále máme silně zvýšenou inflaci na minimálně 40letých maximech napříč celou světovou ekonomikou. Globální průměr dle agentury Bloomberg přitom v tuto chvíli činí 8,3 %. Zároveň se domníváme, že je rovněž velice pravděpodobné, že ještě poměrně dlouho se budou míry inflace napříč světovou ekonomikou pohybovat výrazně nad inflačními cíli centrálních bank. A je historicky známý fakt, že zvýšená inflace dluhopisům příliš nesvědčí.

Celkově se proto domníváme, že dluhopisy jako globální třída aktiv své dno ještě pravděpodobně nenašly, přestože v loňském roce velice výrazným způsobem zlevnily. To je velmi dobře vidět na extrémním růstu dluhopisových výnosů do doby splatnosti v loňském roce. Zároveň jsme toho názoru, že by měly pokračovat v růstu dluhopisové výnosy do doby splatnosti zejména u dluhopisových emisí s delší splatností, neboť výnosové křivky jsou v tuto chvíli až příliš invertované a zároveň platí, že jejich kratší konec je poměrně dobře ukotven již relativně nadprůměrnými základními úrokovými sazbami centrálních bank. Tudíž je podle našeho názoru stále na místě udržovat ve srovnání s benchmarky neboli srovnávacími indexy podváženou duraci.

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

Fond Conseq korporátních dluhopisů přidal v prvním čtvrtletí 1,4 %, fond Conseq vysoce úročených dluhopisů 0,34 %. 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 cash flow a z nízké úrokové citlivosti. Lepšímu výsledku tentokrát zabránilo silné oslabení norské koruny.

Podobně se vyvíjela i výkonnost fondů **Conseq Invest Dluhopisový** a **Conseq Invest Konzervativní dluhopisový**, které zaznamenaly růst +1,65 %, respektive +1,95 % za první kvartál roku 2023.

Fond **Conseq Invest Dluhopisy Nové Evropy** započal rok 2023 se ziskem 1,94 %, především díky vývoji na trhu ukrajinských dluhopisů, jejichž výnosy v primárních aukcích se setrvale drží pod 20 % p.a. V případě sekundárního trhu lokálních dluhopisů v UAH je aktivita stále velmi sporadická, nicméně se začaly objevovat zájemci a na konci března se nám podařilo prodat část pozice za ceny mírně nad 70 %. V průběhu dubna by mělo dojít k vyjasnění situace ohledně kapitálových kontrol a případné revizi ocenění Hřivnových dluhopisů v portfoliu. Celkově je ale směr trhu stále udáván zprávami z fronty, politických a diplomatických kruhů.

ALTERNATIVNÍ INVESTICE

Fond **Conseq Opportunity** čelil vysoké volatilitě na trhu úrokových swapů, která zastínila i vynikající výkonnost akcií NLB. Po loňském růstu o 6 % fond v prvním čtvrtletí 6,6 % odepsal v důsledku přetrvávající vysoké volatility na trhu úrokových swapů.

DYNAMICKÁ SLOŽKA – AKCIOVÉ TRHY

Rok 2023 zahájil **fond Conseq Akcie nové Evropy** se ziskem 1,51 % za první kvartál. Po silných růstech akciových trhů v lednu přišly v březnu negativní zprávy z bankovního sektoru a akciové trhy zažily silný stres doprovázený výrazným poklesem cen.

Fond **Conseq Private Invest Dynamický** po loňském poklesu o 11 % přidal v prvním kvartále 1,42 %, což bylo stejně, jako benchmark. Pozitivně se projevilo měnové zajištění české koruny proti americkému dolaru, nízká úroková citlivost dluhopisové složky a aktivní výběr akciových fondů.

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

CONSEQ

Durace a měnové zajištění

Proti měnovému riziku jsme **zajišťovali dluhopisy a akciové fondy v EUR 91 % a USD 64 %**. Souhrnná **efektivní cizoměnová expozice činila 1,3 %**. **Durace dluhopisové složky činila 0,23**.

| Měnové zajištění (celé portfolio) | | Měnové zajištění (Conseq Private Dynamický) | |
|------------------------------------|-------------|---|------|
| Podíl portfolia v % | | Podíl portfolia v % | |
| EUR | 91 % | EUR | 0 % |
| USD | 64 % | USD | 75 % |
| Jiné | -- % | JPY | 0 % |
| Durace dluhopisové části | 0,23 | | |
| Průměrná doba do splatnosti | 0,39 | | |

Portfolio v uplynulém **čtvrtletí** přidalo **1,44 %**, srovnávací **index** mírně přes **2 %**. Při bližším pohledu na složení benchmarku přinesl největší kontribuci index českých státních dluhopisů a index světových akcií. Ztrácel naproti tomu index akcií rozvíjejících se trhů a subindex globálních státních dluhopisů. Nižší výkonnost šla na vrub nižší úrokové citlivosti v segmentu českých státních dluhopisů.

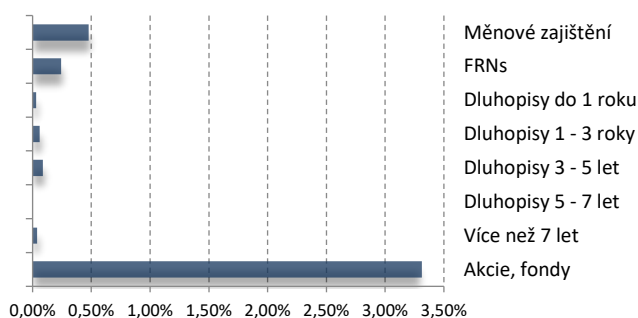
Od začátku spolupráce činí výkonnost **portfolia 24,7 %** při růstu tržního **indexu o 1,4 %**. Zde naopak podvážení dluhopisové durace přineslo největší příspěvek při porovnání s benchmarkem.



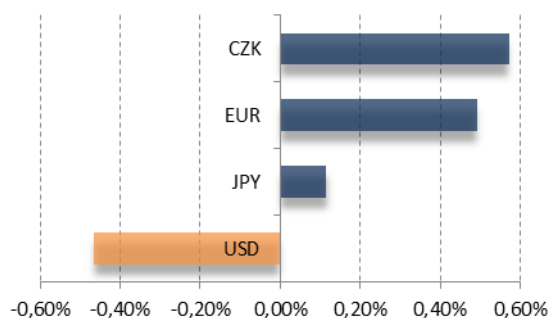
KONTRIBUČNÍ ANALÝZA – 1Q 2023

V uplynulém čtvrtletí

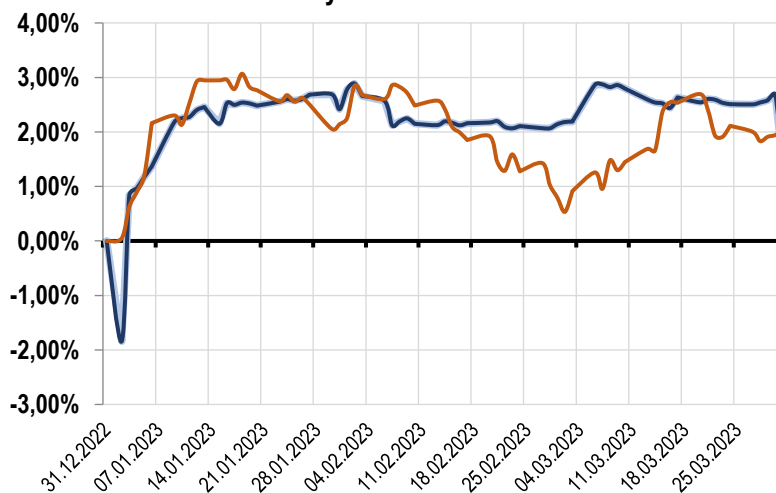
Kontribuce **portfolia** dle tříd aktiv



Kontribuce fondu **Private Invest Dynamické** dle měn

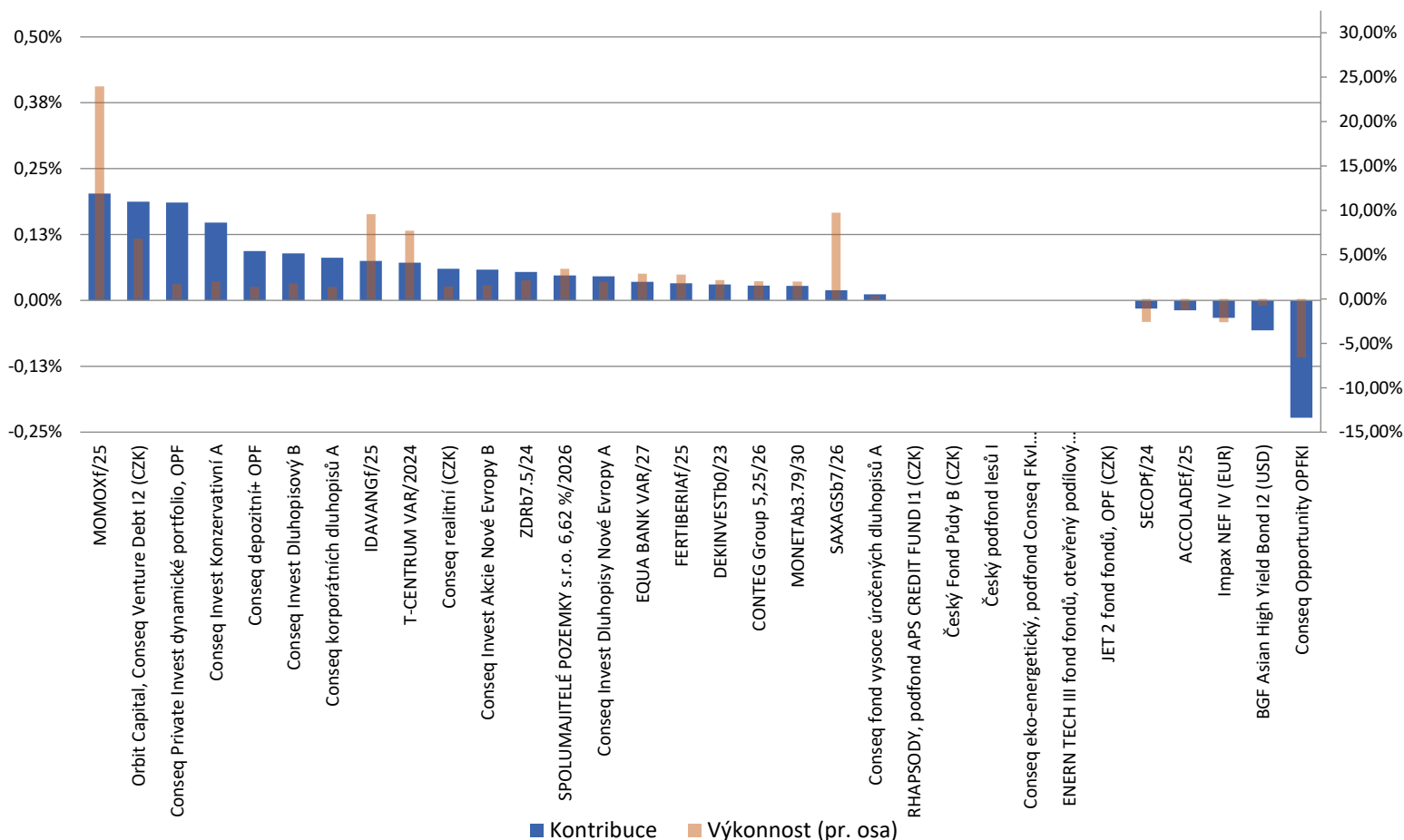


Výkonnost za 3 měsíce

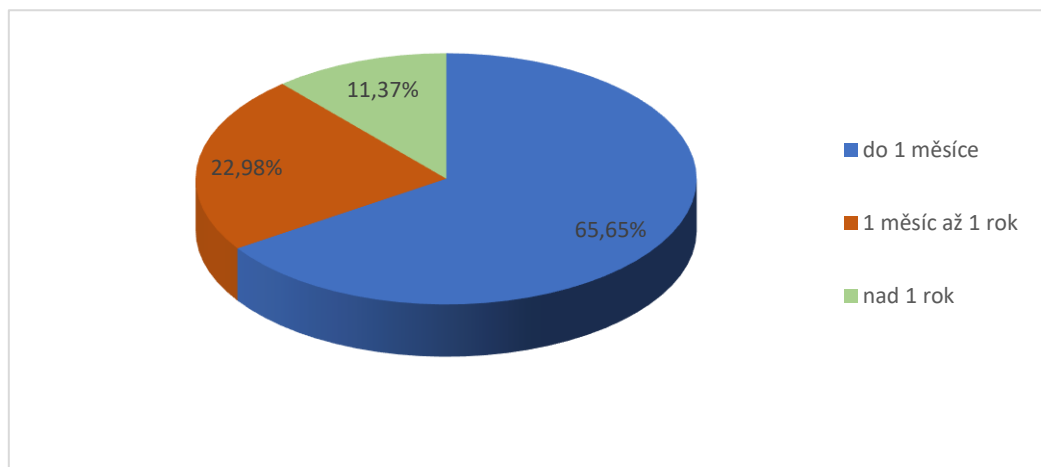


ČCE (B), INVESTIČNÍ FOND S PROMĚNLIVÝM ZÁKLADNÍM KAPITÁLEM A.S.

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. Po masivním deficitu v roce 2022 nezačala Česká republika rok 2023 rozpočtově vůbec dobře. Dle dat zveřejněných počátkem března Ministerstvem financí dosáhl deficit státního rozpočtu za první čtvrtletí roku těžko uvěřitelných 166 mld. korun. Jednalo se tak o bezkonkurenčně nejhorší únor, meziroční zhoršení o 107 mld. a číslo, jež by před Covidem bylo nepředstavitelné i jako deficit za celý rok, nikoliv za pouhé tři (!) měsíce roku.

Zadruhé, Česká republika má stále velmi vysokou inflaci, která ve své klíčové jádrové složce zůstává velmi vysoko. I když se Bankovní rada prozatím rozhoduje pro stabilitu sazeb, jisté signály, že sazby můžou nakonec nahoru, vidíme. Dle nás je nyní další růst sazeb v letošním roce zhruba stejně pravděpodobný jako jejich stabilita.

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 paradoxně vůbec neprojevil, ale s tím, jak se sazby ECB a FED-u zdola dále přiblíží ČNB, se tak může lehce stát.

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

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 nemusí. Proto se nadále domníváme, že české dluhopisy budou i v letošním roce mít tendenci výnosově spíše růst.

MĚNOVÉ KURZY

U kurzu eura proti dolaru se nedomníváme, že by ze stávajících hodnot kolem 1,10 mělo letos dojít k dalšímu výraznějšímu posilování eura – v kurzu je zanesen vcelku realistický vývoj nastavení měnové politiky. Nečekáme do budoucna velké relativní změny v tržních očekáváních toho, jak se bude vyvíjet nastavení měnové politiky FED-u a ECB: čekáme sice, že sazby ještě budou pro definitivní zkrocení inflace muset jak v USA, tak v EMU vzrůst, ale už ne o tolik, a hlavně na obou stranách Atlantiku přibližně stejným rozsahem.

Fundamentálně je česká koruna zralá na oslabení – výrazně negativnější reálné úrokové sazby než v USA nebo v Eurozóně, persistentní inflace, k dalšímu růstu sazeb stále odměřená ČNB, velký deficit běžného účtu platební

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

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 diferenciel mezi ČNB a FED-em či ECB, což dle nás povede ke tlaku na korunu. Je tak pravděpodobné, že koruna v letošním roce oslabí nejméně ke 24,50 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 4,75 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. Extrémní utažení politiky v říjnu minulého roku a opakovaně deklarované odhodlání maďarské centrální banky udržovat přísnou měnovou politiku forint úspěšně stabilizovalo v pásmu 370-390 forintů za euro, ale na výraznější trendové posílení to nevypadá a dle nás k němu letos nedojde.

AKCIOVÝ TRH

Proběhlá krátká březnová bankovní krize, jež byla promptně zažehnána, ukázala, že současný systém (ekonomický a geopolitický) skýtá mnoho rizik, jež dokáží rychle vyplout na povrch. Rizik spojených s inflací, zhoršující se kupní silou, slabší ekonomickou situací některých podniků, zpřetřhaných dodavatelsko-odběratelských řetězců, vysokých úrokových sazeb, růstem nákladů, geopolitikou atd., je nadále spousta. Postupem času se však ekonomické subjekty adaptují na vyšší úrokové sazby a mnoho zmíněných rizik bude povolna snižována.

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 kapitálově 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.

ZPRÁVA INVESTIČNÍHO MANAGERA
ZA 1. ČTVRTLETÍ 2023

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

CONSEQ



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

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 2,5 %.

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, zbraně | Sázky | Total fondy | Váha fondu v portfoliu ČCE | Expozice |
|--------------------|--------------------|-------------------|---------------------------|-------|-------------|----------------------------|----------|
| CSQBondBCZK | 0,00% | 1,25% | 2,72% | 0,58% | 4,55% | 5,16% | 0,2% |
| ConseqCorpBondA | 0,00% | 6,06% | 2,77% | 0,40% | 9,23% | 5,94% | 0,5% |
| ConseqOpportunity | 0,00% | 5,55% | 0,00% | 0,00% | 5,55% | 3,12% | 0,2% |
| CSQConserACZK | 0,55% | 0,00% | 2,87% | 0,00% | 3,42% | 7,65% | 0,3% |
| CSQEqBCZK | 13,25% | 4,37% | 1,89% | 1,89% | 21,40% | 3,81% | 0,8% |
| CSQNeEuBonACZK | 0,00% | 0,09% | 0,00% | 0,04% | 0,13% | 2,37% | 0,0% |
| ConseqHighYieldBoA | 0,00% | 10,06% | 0,97% | 1,50% | 12,53% | 3,37% | 0,4% |

Celkem 2,5%

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 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

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

CONSEQ

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.