Marec 2023

MESAČNÝ REPORT
Z FINANČNÝCH TRHOV

01

ÚVOD

Čo priniesol marec 2023

Mesiac marec priniesol udalosti často asociované s výrazným výpredajom na akciovom trhu. Kríza regionálnych bánk vedúca ku krachu Silicon Valley Bank bola katalyzátorom širších obáv smerujúcich k riziku rozširovania paniky naprieč bankovým systémom. Očakávaný výpredaj akcií neprišiel a americké akciové indexy ukončili mesiac marec v zelených číslach.

Výrazným víťazom v mesiaci marec bol technologicky orientovaný Nasdaq s mesačným ziskom na úrovni **10,18%**.

Rizikové aktíva mali doposiaľ (viď. *Tabuľka č.1*) v roku 2023 pozitívny výnos, končiac kvartál v zelených číslach. **Jedným z najdôležitejších faktorov pomáhajúcich výkonnosti globálnych akcií bolo pozitívne navýšenie likvidity najmä vďaka BOJ a PBC na kumulatívnej (enormnej) úrovni $1 bilión.**

GDPNow model ukazuje na anualizovaný rast HDP v USA koncom marca na úrovni 3,2%, avšak oficiálna projekcia FED-u (z marcového zasadania FOMC, na ktorom došlo k rastu FFR 25 bodov) poukazuje na anualizovaný rast HPD iba 0,4%. **Ak je projekcia HDP FED-u (0,4%) správna, je nutné očakávať pokles HPD v nasledujúcich kvartáloch.**

Marcové navýšenie FFR o 25 bodov na úroveň 4,75-5% bolo pre niektorých trhových participantov prekvapením vzhľadom k turbulentnému vývoju v bankovom systéme. Centrálna banka bola schopná adresovať otázku finančnej stability bez nutnosti obetovať svoj tlak na zabezpečenie cenovej stability.

Z hľadiska empirických skúseností sa javí navyšovanie expozície do durácie v momentálnej fáze končiaceho úrokového cyklu ako vhodné. Z krátkodobého hľadiska sa javí investovanie do akcií ako rizikové, čo neplatí pre dlhšie investičné horizonty a v tejto fáze cyklu majú dlhopisy tendenciu prekonávať svojou výkonnosťou akcie.

Ak je projekcia HDP FED-u (0,4%) správna, je nutné očakávať pokles HPD v nasledujúcich kvartáloch.

02

AKCIOVÉ TRHY

Napriek negatívnym správam z amerického bankového sektoru sa akciovým indexom darilo

Napriek negatívnym správam z amerického bankového sektoru sa akciovým indexom darilo. Najdôležitejšie dni ovplyvňujúce marcový výboj boli:

a. **07.03.2023 –** Jerome Powell svedčil pre kongresom o vývoji americkej ekonomiky

b. **10.03.2023 –** Miera nezamestnanosti vzrástla na úroveň 3,6%

c. **10.03.2023 –** Pád Silicon Valley Bank s následným vyhlásením FED-u ku danej udalosti 12.03.2023

d. **14.03.2023 –** Medziročná miera inflácie 6,0% oproti 6,4% v predchádzajúcom mesiaci

e. **22.03.2023 –** FED podľa očakávaní navýšil svoju hlavnú úrokovú sadzbu na 5,00% (25 b. b. navýšenie).

Tabuľka č.1 Prehľad globálnych akciových indexov

Index	PRICE	March 2023 Return	YTD	2022
S&P500	4137,75	+4,08%	+7,17%	-18,86%
Dow Jones	33460	+2,38%	+0,53%	-8,12%
NASDAQ	13301,75	+10,18%	+20,68%	-32,46%
Nikkei 225	28041	+2,68%	+7,52%	-9,38%
DAX	15797	+2,54%	+12,93%	-11,78%
CAC	7334	+0,78%	+13,35%	-9,41%
STOXX 600	457,83	-0,71%	+7,95%	-12,83%
China Composite	3272,86	-0,20%	+5,94%	-15,13%
EEM	39,46	+3,22%	+4,12%	-22,42%

Zdroj: TradingView

Americké indexy viedol ku ziskom najmä technologický sektor a telekomunikácie, čo môžeme vidieť aj v tabuľke akciových indexov (NASDAQ vo výraznom vedení +10,18%).

Najviac poškodený bol finančný sektor (-9,99%). Dôvodom boli problémy s dôverou bankovým inštitúciam, ktorého vyústením bol pád Silicon Valley Bank. Danú udalosť rozoberieme detailne v neskoršej časti dokumentu.

Tabuľka č.2 Prehľad sektorov S&P 500

S&P 500 Sector	March 2023 Return	YTD	2022
XLU - Utilities	+4,14%	-3,99%	-1,51%
XLI - Industrial	+0,21%	+3,02%	-7,18%
XLP - Consumer Staples	+3,72%	+0,21%	-3,32%
XLB - Materials	-1,43%	+3,84%	-14,27%
XLRE - Real Estate	-2,17%	+1,27%	-28,76%
XLF - Financial	-9,99%	-5,99%	-12,42%
XLY - Consumer Discretionary	+2,75%	+15,78%	-36,82%
XLC - Communication Services	+8,36%	+20,80%	-38,22%
XLE - Energy	-1,03%	-5,30%	+57,60%
XLV - Health Care	+1,80%	-4,70%	-3,58%
XLK - Technology	+10,61%	+21,35%	-28,43%

Zdroj: TradingView

03

KOMODITNÉ TRHY

Komoditný index S&P Goldman Sachs naďalej ostáva v poklesno-konsolidačnej fáze

Komoditný index S&P Goldman Sachs naďalej ostáva v poklesno-konsolidačnej fáze. Stabilizácia cien naďalej pokračuje (-1,35%). Komoditný index zameraný špeciálne na tzv. mäkké komodity S&P GSCI Softs počas mesiaca získal +**2,96**%. Index zameraný na industriálne kovy S&P GSCI Industrial Metals posilnil o +0,10%.

Ropa

V priebehu marca sme boli svedkami prudkého poklesu cien ropy v dôsledku obáv zo začiatku globálnej ekonomickej krízy v súvislosti s pádom SVB. Po následnom upokojení danej situácie čierne zlato dobehlo takmer všetky straty a mesiac uzavrelo na hodnote **$75,67/barel**, resp. **-1,79%**.

Zemný plyn

Z dôvodu riziku energetickej krízy v priebehu druhej polovice minulého roka boli zásoby štátov a korporácií vyššie ako zvyčajne. Následná teplejšia ako očakávaná zima so sebou priniesla výrazný nepomer dopytu a ponuky na trhu. Výsledkom bol pokles cien amerického zemného plynu o **-24,36%** za marec a až **-50,48% YTD**.

Lítium

Z dôvodu riziku energetickej krízy v priebehu druhej polovice minulého roka boli zásoby štátov a korporácií vyššie ako zvyčajne. Následná teplejšia ako očakávaná zima so sebou priniesla výrazný nepomer dopytu a ponuky na trhu. Výsledkom bol pokles cien amerického zemného plynu o **-24,36%** za marec a až **-50,48% YTD**.

Graf č.1 S&P Goldman Sachs Commodity Index graf dlhodobého vývoja

Zdroj: TradingView

04

MENOVÉ PÁRY FX

V priebehu marca dolárový index stratil -2,25% svojej hodnoty

USD

V priebehu marca dolárový index stratil -2,25% svojej hodnoty (102,594). Prvým dôvodom boli problémy v americkom bankovom systéme, čo prirodzene ovplyvňovalo negatívne hodnotu amerického doláru.

Druhým, nemenej dôležitým dôvodom, bola zmena úrokových diferenciálov. Americký FED navýšil úrokové sadzby o 25 b. b., zatiaľ čo ECB (ako najväčšia váha v koši mien dolárového indexu) navýšila o 50 b. b.

Graf č.2, Graf č.3 US Dollar Currency Index – DXY dlhodobý a strednodobý graf

Zdroj: TradingView

05

DLHOPISOVÝ TRH

107 bodová inverzia v marci predstavuje maximum cyklu

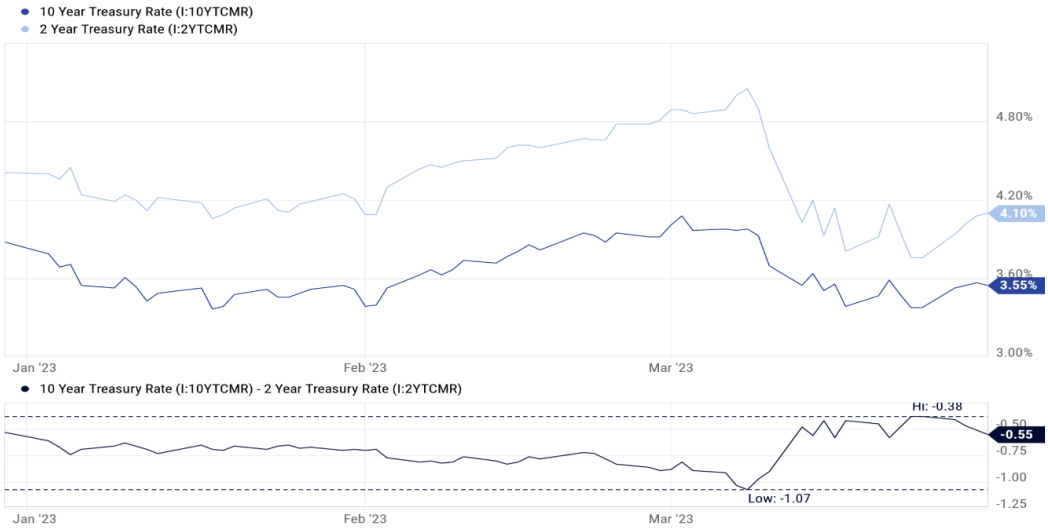
Marec 2023 bol extrémne turbulentným mesiacom na dlhopisovom trhu, ktorého index opčných kontraktov dosahoval úrovne vyššie (198,71 bodov) ako v období pandémie COVID-19 (163,70 bodov), avšak nepresiahol svoju maximálnu úroveň z roku 2008 (264,6).

Extrémna volatilita dlhopisového trhu je prejavom stresu na finančných trhoch pod vplyvom sťahujúcej sa likvidity umocnenej bankovou krízou v USA. Úroveň US02Y dosiahla v priebehu marca 5,05%, dobiehajúc nacenenie FFR podľa derivátového trhu. Následne ale došlo ku kolapsu americkej Silicon Valley Bank s rizikom šírenia sa nákazy naprieč bankovým systémom. Alokácia zdrojov do dlhopisov v čase kulminácie rizika spôsobila volatilitu US02Y takmer na úrovni 150 bodov a akciový trh ostal robustný (aj keď VIX rástol k úrovni 30 bodov), končiac mesiac marec so ziskom zhruba 4,08% (S&P500).

Graf č.4 Percentuálna zmena výnosov vládnych dlhopisov USA (US10Y, US02Y, počas marca)

Zdroj: YCharts

Graf č.5 Inverzia výnosu US10Y a US02Y v priebehu marca 2023 dosiahla až 107 bodov



Zdroj: YCharts

05

DLHOPISOVÝ TRH

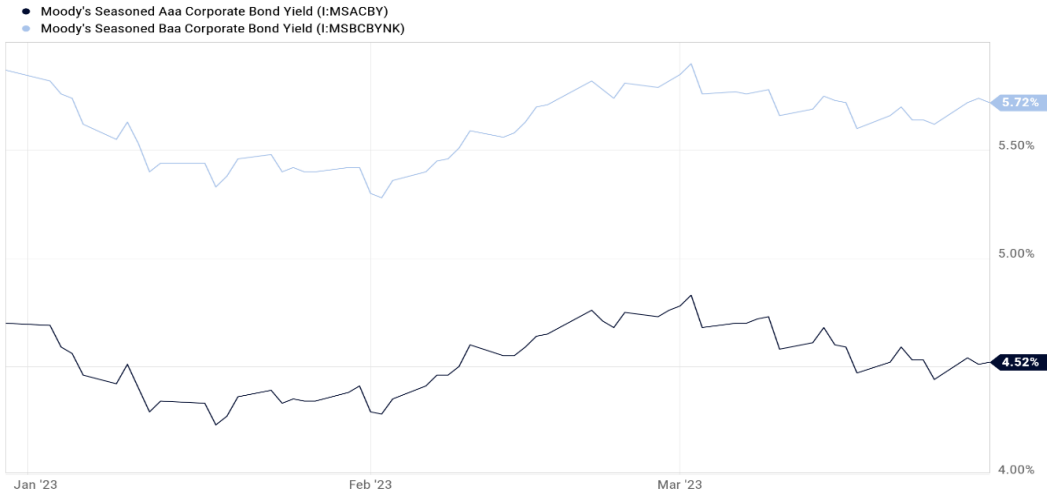
Očakávaný pokles ekonomickej aktivity

Ekonomická aktivita počas mesiaca marec poukazovala na dostatočne robustnú ekonomiku v USA na to, aby ostalo riziko zmeny FFR naklonené smerom nahor. Trh práce v USA ostáva silný (nezamestnanosť na úrovni 3,6%) a žiadosti o podporu v nezamestnanosti koncom marca na úrovni 198 tisíc (predpokladalo sa 196 tisíc).

GDPNow model ukazuje na anualizovaný rast HDP v USA koncom marca na úrovni 3,2%, avšak oficiálna projekcia FED-u (z marcového zasadania FOMC, na ktorom došlo k rastu FFR 25 bodov) poukazuje na anualizovaný rast HDP iba 0,4%. **Ak je projekcia HDP FED-u (0,4%) správna, je nutné očakávať pokles HDP v nasledujúcich kvartáloch.** PMI (ISM) indexy za manufaktúru 47,7 a za služby 55,1 vysielajú zmiešaný signál o ekonomickej aktivite – aktivita v oblasti služieb je robustná, ale v manufaktúra klesá.

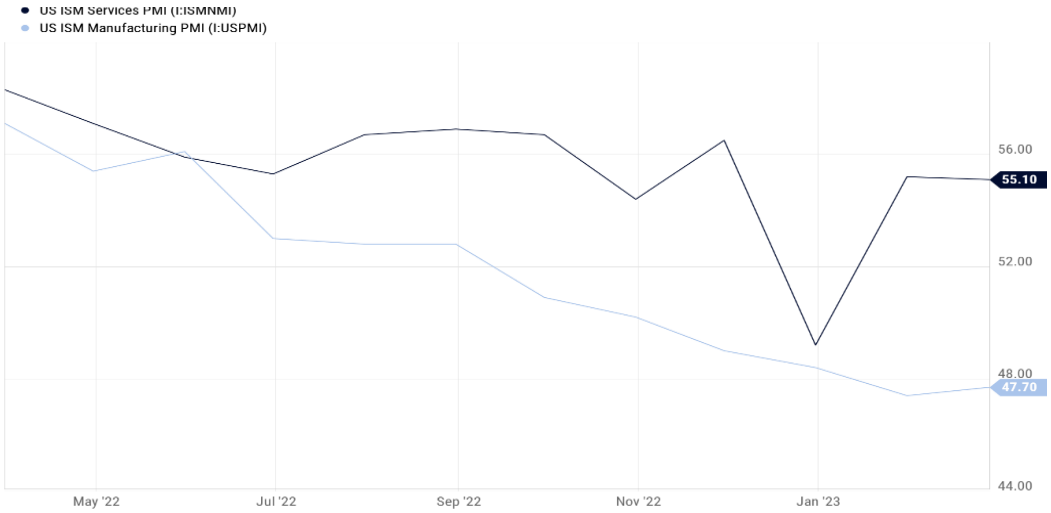
Výnosy korporátneho dlhu investičnej triedy nezaznamenali v priebehu marca výraznú zmenu a ukončili mesiac na úrovni 5,72% (Baa) a 4,52% (Aaa).

Graf č.6 **Vývoj výnosov korporátnych dlhopisov s investičným ratingom (Aaa, Baa, YTD)**



Zdroj: YCharts

Graf č.7 **Vývoj PMI indexov v USA (manufaktúra ostáva v poklesom trende)**



Zdroj: CME Group

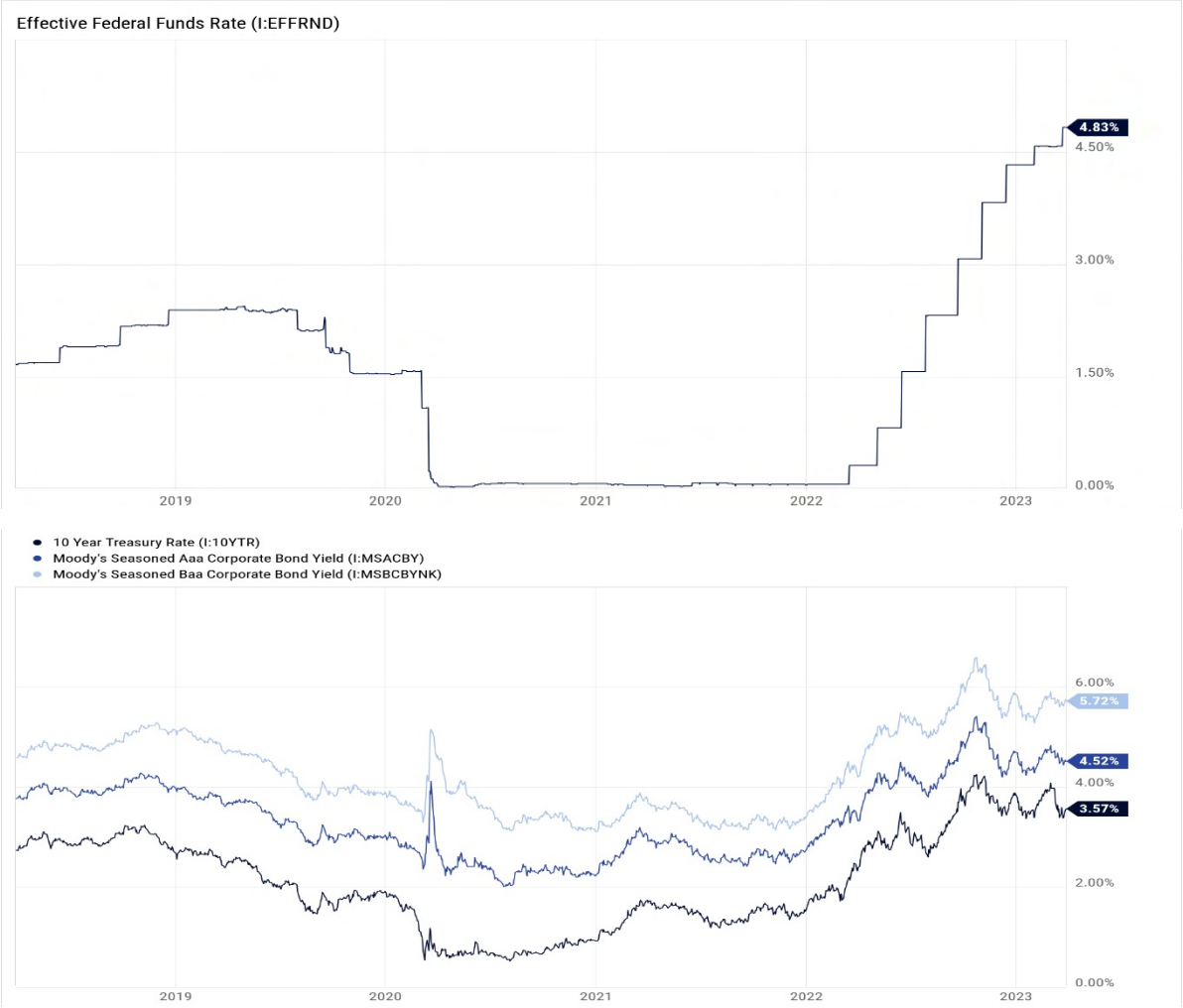
Marcové FOMC prinieslo rast FFR o 25 bodov napriek problémom v bankovom systéme

V priebehu mesiaca marec zasadala FOMC – zasadaniu predchádzala trhová diskusia o zmene FFR o 25 bodov vs. 0 bodov – a FOMC rozhodla o navýšení FFR o 25 bodov.

Efektívna federálna úroková sadzba ukončila mesiac marec na úrovni 4,83% a derivátové kontrakty implikovali 52,5% pravdepodobnosť rastu FFR o 25 bázických bodov a 47,5% pravdepodobnosť zachovania marcového rozpätia FFR (475-500 bázických bodov) na nasledujúce stretnutie. Spready korporátnych dlhopisov ostávajú dobre ukotvené.

Problémy v bankovom systéme v USA vznikli z dôvodu nedostatočného risk manažmentu (manažmentu rizika úrokovej miery a koncentrácie aktivít v technologickom priemysle), paniky a nedostatočnej regulácie „menších“ bánk. **Je faktom, že Silicon Valley Bank bola 16. najväčšou americkou bankou, a preto jej krach 10. marca 2023 bol negatívnym šokom pre kapitálový trh. Toto iba potvrdzuje rastúci tlak na alokáciu durácie do portfólia (US02 a US05).**

Graf č.8 **Efektívna FFR v intervale 4,75% až 5% a vývoj spreadov vybraných korporátnych dlhopisov**



Zdroj: YCharts

05

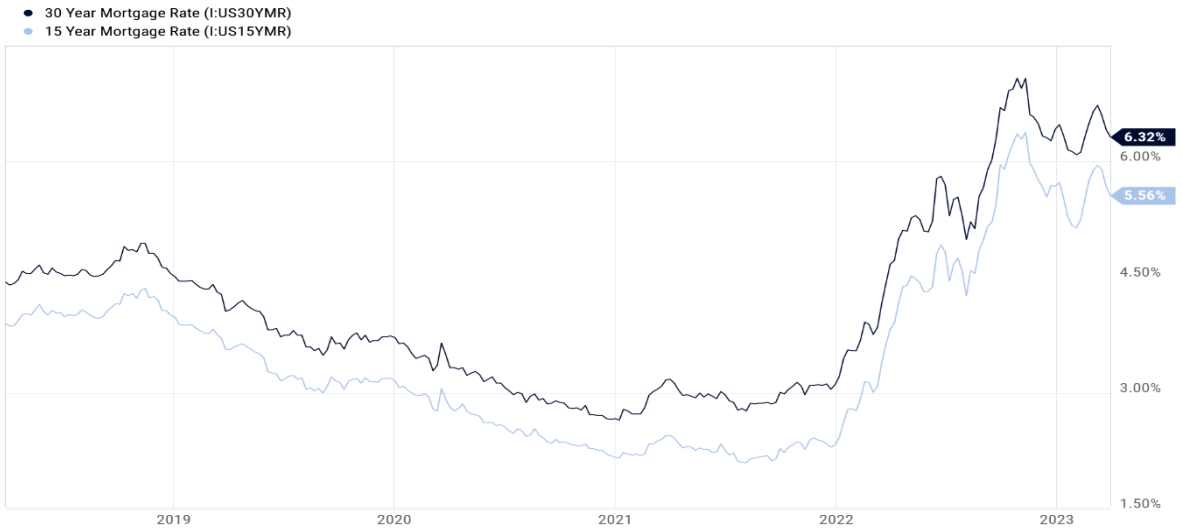
DLHOPISOVÝ TRH

Ceny akcií zatiaľ nereflektujú kumulatívne efekty úverového cyklu

Časovanie dopadu uťahovania menovej politiky má tendenciu skrývať sa do formuliek „long and variable, cumulative and lagged“, a podobne. Marec 2023 odkryl prvé obete (lokálne americké banky) historicky najagresívnejšieho úverového cyklu, kedy sa prejavovalo dlhé a variabilné oneskorenie uťahovania, avšak nie kumulatívne. **Nemáme za to, že sme doposiaľ odpozorovali kumulatívny efekt reštriktívnej menovej politiky, preto ešte momentálne očakávame pokles na akciovom trhu v najbližších kvartáloch.**

Hypotekárne sadzby v USA ostávajú na vysokých úrovniach a výkonnosť S&P 500 sektoru nehnuteľností je -0,6% (YTD), celková výkonnosť (YTD) indexu S&P 500 je 6,18%.

Graf č.9 **Sadzby na fixných hypotekárnych úveroch v USA (30 a 15 ročné obdobie úveru)**



Zdroj: YCharts

Graf č.10 **Výkonnosť sektoru nehnuteľností (-0,6%) a indexu S&P500 (+6,18%) YTD**

Zdroj: YCharts

Prehľad trhového rizika cez perspektívu makroekonomickej situácie

S&P 500 index ukončil Q1 2023 v pozitívnom teritóriu na úrovni výkonnosti 6,87%, pozitívne momentum akciového indexu pozorujeme od októbra 2022. **Rast indexu nie je založený na fundamentálnej zmene faktorov akciového trhu, ale na pozitívnom globálnom toku likvidity z centrálnych bánk (odhadom $1 bilión za posledných 6 mesiacov).**

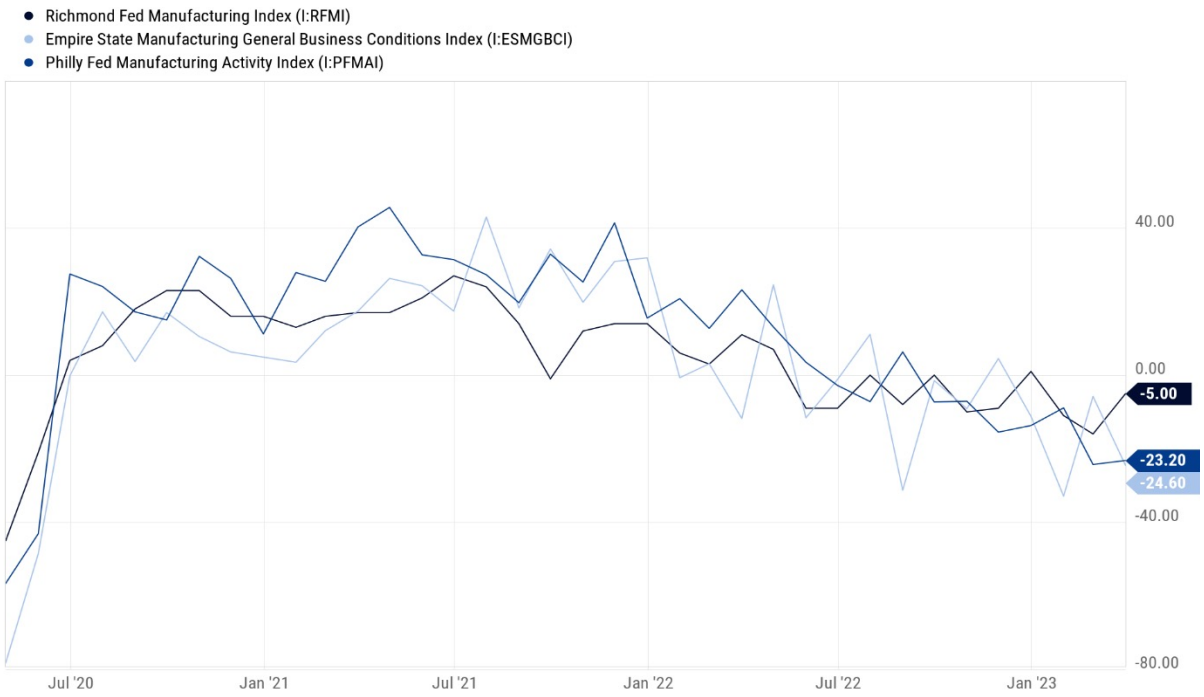
QE BOJ bolo v ostatnom období vyššie ako QT Fed-u, BOE a ECB, čo viedlo k uvoľňovaniu likvidity v globálnom merítku. **Biliónový swing likvidity centrálnych bánk je podľa odhadov schopný zmeniť trajektóriu akciového trhu o 10%, zmeniť spread na investičnom dlhu o 50 bázických bodov a na špekulatívnom dlhu až 200 bázických bodov.**

Regionálna výkonnosť manufaktúry podľa prieskumov FED-u ostáva v kontrakcii:

- **Richmond Fed Manufacturing Index -5**
- **Empire State Manufacturing General Business Conditions Index -24,60**
- **Philly Fed Manufacturing Activity Index -23,20.**

Derivátové trhy úrokových mier mali v roku 2022 tendenciu riadiť sa starým „Playbookom“, vychádzajúc zo svojej skúsenosti z obdobia nazývaného „Great Moderation“, nemáme za to, že daný prístup je zárukou úspechu. Z krátkodobého hľadiska (do 12 mesiacov) očakávame ešte poklesy na širokom akciovom trhu z dôvodu postupnej realizácia kumulatívneho efektu uťahovania menovej politiky. Zároveň je zrejmé, že problémy v bankovom systéme nie sú pre FED momentálne dostatočným argumentom na ukončenie menovej reštrikcie.

Graf č.11 Regionálna výkonnosť manufaktúry podľa prieskumov FED-u



Zdroj: YCharts

07

VÝHĽAD NA APRÍL

FED je odhodlaný bojovať s infláciou aj za cenu poklesu reálneho HDP a rastu

Fundamentálna strana akciového trhu v mesiaci marec nepriniesla zlepšenie – naopak, pozorovali sme rast rizika insolvencie naprieč bankovým systémom ako symptóm poukazujúci na oneskorené efekty menovej reštrikcie. Volatilita dlhopisového trhu bola na úrovni vyššej ako lokálne maximá počas pandémie COVID-19 a investori uvažovali o systematickom riziku šíriacom sa naprieč bankovým systémom.

Napriek spomenutému ukončil akciový trh mesiac marec v zelených číslach na vlne pozitívneho momenta hnaného dodaním likvidity centrálnych bánk. Odlíšenie problému finančnej stability a cenovej stability je argumentom pre ďalšie uťahovanie menovej politiky, realizované momentálne aj samotným plynutím času. **Máme za to, že riziko recesie v najbližších 12 mesiacoch vzrástlo a očakávame ešte negatívne kumulatívne efekty menovo-politickej reštrikcie.**

Dôležité informácie a upozornenie

Tieto materiály predstavujú názory, analýzy a výsledok analytickej, matematickej a spravodajskej práce autora/autorov týkajúce sa ekonomických podmienok a vyhliadok, tried aktív, cenných papierov, emitentov alebo finančných nástrojov, derivátov, mien a finančných trhov, na ktoré sa odkazuje v tomto dokumente. Akékoľvek kopírovanie, reprodukcia a distribúcia týchto materiálov, analýz, názorov a prezentácii, či už vcelku alebo po častiach, alebo prezradenie akejkoľvek časti obsahu tohto dokumentu bez predchádzajúceho súhlasu HFSBC je zakázané. HFSBC je primárny obchodný názov pre STONEBRIDGE CAPITAL MANAGEMENT LIMITED (investičný manažér BMA), pre STONEBRIDGE CAPITAL MANAGEMENT LIMITED(UK London) pre STONEBRIDGE CAPITAL Hedge Fund Limited (hlavný fond, všetky pridružené fondy, pod-fondy a segregované účty). SBC VCC je je primárny obchodný názov pre STONEBRIDGE CAPITAL VCC(Singapur hedge fund). SBCM je primárny obchodný názov pre STONEBRIDGE CAPITAL Management s.r.o (investičný manažér Slovensko).

Niektoré alebo všetky informácie obsiahnuté v tomto dokumente boli získané zo zdrojov, o ktorých sa HFSBC domnieva, že sú spoľahlivé a dôveryhodné od uvedeného dátumu. HFSBC však nezaručuje presnosť, úplnosť a komplexnosť týchto informácií, alebo nevie zaručiť, že takéto informácie nebudú zmenené. Informácie obsiahnuté v tomto dokumente sú aktuálne ku dňu ich zistenia a môžu podliehať zmenám bez predchádzajúceho upozornenia.

HFSBC nie je povinná aktualizovať žiadne alebo všetky takéto informácie; neposkytujeme ani žiadne výslovné ani predpokladané záruky alebo prehlásenia o úplnosti alebo presnosti. HFSBC nepreberá zodpovednosť za chyby, nepresnosť alebo úplnosť. Materiály nie sú myslené ako ponuka alebo odporúčanie na nákup/predaj akéhokoľvek finančného nástroja alebo akejkoľvek služby riadenia investícií a nemali by sa používať ako základ pre akékoľvek investičné rozhodnutie.

Výkonnosť minulých období nie je zárukou ani spoľahlivým ukazovateľom budúcich výsledkov a výnosov. Nepríjmame žiadnu zodpovednosť za akúkoľvek stratu (či už priamu, nepriamu alebo následnú), ktorá môže vzniknúť z akéhokoľvek použitia informácií obsiahnutých v tejto správe. HFSBC, SBC VCC, SBCM a jej pridružené spoločnosti môžu prijímať investičné rozhodnutia, ktoré sú v rozpore s odporúčaniami alebo názormi vyjadrenými v tomto dokumente pre vlastné účty alebo segregované účty klientov.

V Európe niektoré regulované činnosti vykonávajú STONEBRIDGE CAPITAL Management s.r.o, Hviezdoslavovo namestie 15, 811 02 Bratislava (číslo licencie 0016, ktorá je autorizovaná regulovaná Národnou bankou Slovenska(NBS) a pasportované v rôznych jurisdikciách v EU.

STONEBRIDGE CAPITAL MANAGEMENT Limited je registrovaná v UK Old Gloucester Street 27, Londýn WC1N 3AX. Tieto materiály vydáva spoločnosť HFSBC, SBC VCC alebo SBCM pre osoby, ktoré sú profesionálnymi klientmi alebo oprávnenými protistranami, ako sú vymedzené v smernici 2014/65 / EÚ (MiFID II), investujú na vlastný účet, do fondu, fondov alebo podľa vlastného uváženia klientov.

STONEBRIDGE CAPITAL MANAGEMENT Ltd. je investičný manažér No.54018 licencovaný BMA(Bermuda Moneteray Authority) č. CSP112957 podľa zákona The Exchange Control Act 1972 a Regulations 1973. Stonebridge Capital Hedge Fund je exampted company No. 54017 podľa the Companies Act 1981, Bermuda licencovaný BMA(Bermuda Moneteray Authority) č. CSP112960 podľa zákona The Exchange Control Act 1972 a Regulations 1973.

Názory a odporúčania uvedené v tomto dokumente neberú do úvahy individuálne okolnosti, ciele alebo potreby klienta a nie sú určené ako odporúčania konkrétnych investičných nástrojov a stratégií alebo odporúčaním pre klienta.

V Singapure, informácie vydáva SBC VCC (Singapur) Ltd. EAAM ("Singapur"), EAAM je investičný manažér, ktorý je držiteľom licencie na poskytovanie služieb v oblasti kapitálových trhov a investícii zo strany menového úradu Singapuru(MAS) a finančného poradcu oslobodeného od dane. Tieto materiály vydáva SBC VCC a/alebo EAAM Singapur podľa § 304 zákona o cenných papieroch a futures, kapitola 289 Singapuru (ďalej len „SFA") a „akreditovaných investorov" a iných relevantných osôb v súlade s podmienkami uvedenými v oddieloch 305 SFA.

Nebolo prijaté žiadne rozhodnutie týkajúce sa vhodnosti akýchkoľvek finančných nástrojov alebo stratégií. V prípade akýchkoľvek finančných nástrojov uvedených v tomto dokumente musia príjemcovia tejto správy urobiť svoje vlastné nezávislé rozhodnutia.

Určité informácie obsiahnuté v tomto dokumente môžu predstavovať „výhľadové vyhlásenia" (vrátane pozorovaní o trhoch, odvetviach a regulačných trendoch k pôvodnému dátumu tohto dokumentu).

HFSBC, SBC VCC a SBCM môžu vyvíjať a publikovať výskum, ktorý je nezávislý a odlišný od odporúčaní obsiahnutých v tomto dokumente. Alokácia aktív je metóda diverzifikácie, ktorá umiestňuje aktíva medzi hlavné investičné kategórie. Alokáciu aktív možno použiť na riadenie investičného rizika a potenciálne zvýšenie výnosov.

Vypracoval: Analytický tím STONEBRIDGE CAPITAL HEDGE FUND

06. 04. 2023

Obrázok: Pexels

Copyright © STONEBRIDGE CAPITAL HEDGE FUND

www.hfsbc.com