

# 2024: Ökad spridning innebär alfamöjligheter\*

Fjolårets ekonomiska vändningar överraskade många. Vi inleder med en summering av 2023. Den förklarar några av de framväxande alfamöjligheter som 2024 års makromiljö öppnar upp, präglad av ökad spridning mellan regioner och tillgångsslag. Hög grad av osäkerhet karakteriserar fortsatt makromiljön.

Kerim Celebi, portföljförvaltare av Brummer Multi-Strategy, kommenterar makroläget och sammanfattar risker och möjligheter framåt.



*\*Alfa är avkastning som kommer av aktiv förvaltning, inte av generella rörelser på marknaderna.*

Texten baseras på en videokommentar med Kerim Celebi, Portföljförvaltare, Brummer Multi-Strategy. Inspelad intervju finns tillgänglig på [brummer.se](https://brummer.se). DETTA ÄR MARKNADSKOMMUNIKATION.

# 2023

## USA: MOTSTÅNDSKRAFT

Investerare gick in i året med förväntningen att den amerikanska ekonomin var på väg in i recession. Regionens motståndskraft visade sig dock överraskande stark, främst driven av två nyckelfaktorer:

**1) Finanspolitisk stimulans och ett budgetunderskott** som nådde nivåer i paritet med vad som upplevts under krigstid och djupa recessioner, gav bränsle till ekonomin.

**2) Starka balansräkningar i den privata sektorn.** Sedan den globala finanskrisen (2008) har den amerikanska privata sektorn sett en märkbar förbättring i balansräkningarna. Den offentliga sektorns balansräkning är däremot svagare. Även de äldre, rikare konsumenterna som är mindre känsliga för räntor, spelade en avgörande roll i att stödja amerikansk konsumtion.

Trots viss avmattning i ekonomin, ligger USA:s tillväxt kvar på hälsosamma nivåer samtidigt som inflationen har trendat lägre. Arbetsmarknaden försvagades något under året men förblev stabil. Utifrån ett längre perspektiv finns dock många orosmoln kring den amerikanska ekonomin, t.ex. ohållbar finanspolitisk stimulans och växande skulder.

## KINA: SVAGARE TILLVÄXT

Till skillnad från USA, överraskade Kina i negativ riktning.

Den kinesiska ekonomin uppvisade svagare tillväxt än väntat, trots återöppning och expansiva stimulansåtgärder. Ungdomsarbetslösheten rapporterades vara över 20 %, innan rapporteringen upphörde. Konsumtion och konsumentförtroende förblev svaga och Kina har närmat sig deflation. Oron har intensifierats över höga skuldnivåer, fastighetskris och processen för att gå från investeringsdriven- till konsumtionsdriven tillväxt.

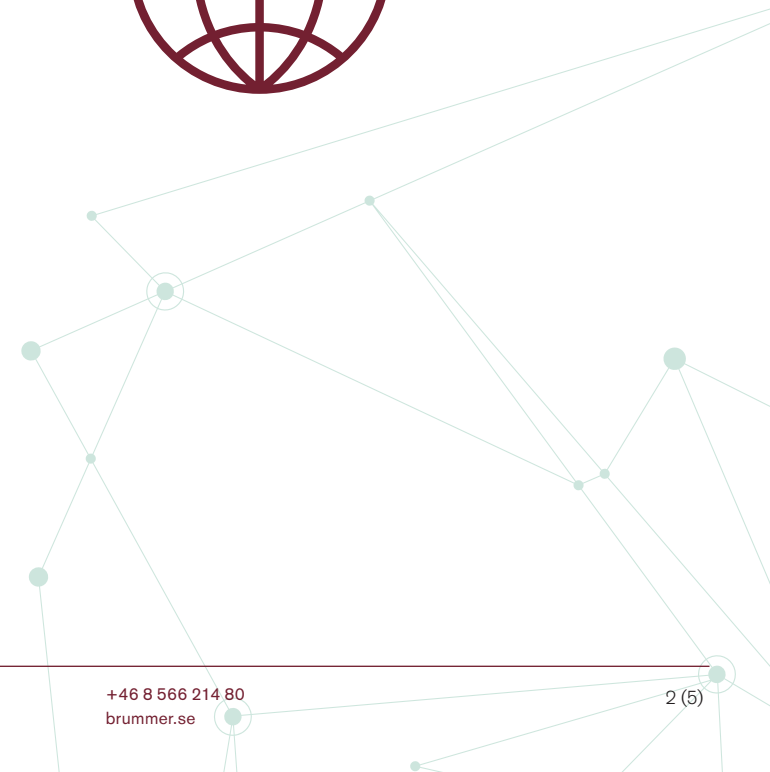
## EUROPA: PÅ GRÄNSEN TILL RECESSION

Europa befann sig på gränsen till recession, med svag tillväxt och sjunkande inflation. Kärninflationen i Europa sjönk ännu snabbare än i USA. Konsumentförtroendet förblev lågt och sammanvägda inköpschefsindex (PMI) har sjunkit i över ett halvår. Denna svaghet, som ursprungligen syntes inom tillverkning, har nu spridit sig till tjänstesektorn. Kredit- och likviditetsförhållandena är fortsatt strama, med minskade reella penningmängder, vilket ökar risken för stagnation.

## SAMMANFATTNING: AVTAGANDE TILLVÄXT OCH ÖKAD SPRIDNING

Globalt sett bromsade tillväxten in och inflationen trendade lägre, särskilt under årets andra hälft. Aktiemarknaderna i väst avslutade året vid eller nära rekordhög nivåer, drivna av fallande inflation, en duvaktig vändning från Federal Reserve och av förväntningar på flera räntesänkningar. Samtidigt stängde kinesiska aktieindex på lägsta nivåerna sedan början

av pandemin. Den 10-åriga amerikanska statsobligationsräntan, trots många svängningar, avslutade året där den började.



# 2024: Marknadsmiljö och alfamöjligheter

Investerar sentimentet har skiftat och investerare gick in i året 2024 med ökad optimism och riskaptit, till skillnad från "björnmarknad"-sentimentet vid inledningen av 2023. Marknaderna verkar prisa in en så kallad mjuklandning och förväntar sig fem till sex räntesänkningar från den amerikanska- respektive europeiska centralbanken. Vidare prisas också starkt lönsamhet i bolag in och volatilitetsindexet (VIX) befinner sig på de lägsta nivåerna på flera år.

Förhållandena verkar gynnsamma för att inflationen ska fortsätta sin nedåtgående trend, bland annat med tanke på de krympande penningmängderna i reala termer. Kärninflationen i Europa och motsvarigheten i USA taktar redan nära målet på 2-3 %. Dock finns ett växande gap mellan centralbankernas prognoser om tre räntesänkningar, och marknadernas förväntningar om fem till sex sänkningar. Marknaderna prisar in fler räntesänkningar än de gjort historiskt i samband med cykler av penningpolitisk lättnad och har på så sätt redan utfört en del av centralbankernas jobb med att lätta på det penningpolitiska trycket. Det återstår att se hur detta påverkar framtida räntebeslut, vilket skapar osäkerhet kring nuvarande prissättning.

## OLIKA SCENARIER OCH ALFAMÖJLIGHETER

Flera olika typer av scenarier kan givetvis uppstå beroende på såväl centralbankernas som politikernas kommande beslut. Vårt uppdrag är att konstruera en multistrategiportfölj som är "allväder" och med förutsättningar att generera alfa i de olika scenarierna.

### Ökade skillnader

Vi ser ökade skillnader i de makroekonomiska förhållandena mellan olika länder och regioner: Europa nära recession, USA:s tillväxt håller i sig, Kina kämpar för att dels ingjuta förtroende i den inhemska konsumtionen, dels dämpa utflödet av utländskt kapital, medan Latinamerika ligger steget före i räntecykeln. Det kan i sin tur skapa möjligheter för relativvärdepositioner inom och mellan olika tillgångsslag, marknader och länder.

### Från makro till mikro

Eftersom osäkerheten kopplad till inflationens och räntornas utveckling verkar avta, förväntar vi oss att marknadsaktörerna skiftar fokus. Från att huvudsakligen vara fokuserade på makro, kommer fokus alltmer att ligga på fundamental och aktiespecifik information, och därmed förbättra möjligheten för aktiv aktieförvaltning.

### Ökad bolagsaktivitet

Aktiviteten inom börsnoteringar, fusioner och förvärv har varit relativt dämpad under de senaste två åren. Sådan aktivitet kommer sannolikt att öka i takt med starkt optimism, vilket öppnar upp för alfamöjligheter.

### KOLL PÅ RISKERNA

Trots positivt investerarsentiment råder det inte brist på osäkerhetsfaktorer och svansrisker att övervaka, d.v.s. risker

kopplade till framtida negativa ekonomiska utfall. Dessa inkluderar eskalerande spänningar i Mellanöstern, växande statskulder och stora budgetunderskott i utvecklade ekonomier - som begränsar utrymmet för finanspolitiska stimulanser. Riskerna för en kraftigare ekonomisk nedgång eller recession finns fortfarande. Dessutom riskerar det amerikanska valet 2024 att skapa ytterligare volatilitet.

### ROBUST PORTFÖLJ

Mot bakgrund av dessa alfamöjligheter, och osäkerheter, strävar vi efter att konstruera en robust portfölj som är marknadsneutral och väldiversifierad över olika strategier, sektorer och geografier. Vi är också måna om att hålla portföljen likvid, flexibel och att vara vaksamma på hur vi positionerar oss för olika svansrisker.

# Portföljen

BMS genererade näst intill noll-avkastning 2023, i kontrast till året innan då fonden genererade mycket god riskjusterad avkastning.

2023 var utmanande för våra **systematiska trendföljande strategier** med tanke på snabba och stora svängningar fram och tillbaka för räntor, valutor och råvaror. Våra strategier applicerar generellt något snabbare modeller jämfört med jämförbara strategier och har låg exponering mot olika risk-premier. Därför tenderar de att erbjuda bättre portföljskydd än genomsnittet, vilket vi tycker är en önskvärd egenskap ur ett diversifierings- och portföljkonstruktionsperspektiv. Denna snabbhet ger positiv konvexitet och ökar vår flexibilitet under regimskiften, men kan också bli kostsam i en slagig marknadsmiljö som 2023. Vi ser dessa förluster lite som att betala försäkringspremier.

Våra **systematiska makrostrategier** bidrog positivt, främst inom tillväxtmarknader där relativvärderingssignaler inom råvaror gick starkt.

**Lång/kort aktie-strategierna** bidrog också positivt under 2023 och genererade alltså alfa såväl under 2022 års kraftiga fall på aktiemarknaderna, som under 2023 då aktiemarknaderna steg kraftigt. Miljön för aktiva förvaltare var dock tuff under 2023 med tanke på att uppgångarna till stor del var koncentrerade kring ett fåtal tech-bolag och även att aktiepriser till stor del drevs av makrofaktorer (t.ex.

inflation och räntor) och av flöden, snarare än av fundamentala faktorer. Dock, när inflationstrycket minskar och räntorna sjunker, är det rimligt att anta att marknadsaktörer skiftar fokus från makroekonomiska faktorer "top-down", till aktiespecifika och fundamentala faktorer, "bottom-up".

## PORTFÖLJKONSTRUKTION: FÖRBÄTTRA DIVERSIFIERING OCH ÖKA POTENTIAL FÖR ALFA

Teamet som förvaltar BMS allokerar aktivt mellan de underliggande strategierna för optimal fördelning av risk och förväntad avkastning. De arbetar kontinuerligt med att stärka portföljen och kommer även att öka antalet team i portföljen. Under det första kvartalet 2024 tillkommer två nya marknadsneutrala lång/kort aktie-team.

Vi ser också möjligheter inom exempelvis råvaror. Vi handlar för närvarande råvaror via våra systematiska strategier, både trendföljande modeller för att fånga större rörelser och systematiska makrostrategier för att framförallt fånga relativa rörelser drivna av fundamenta. Vi skulle därtill vilja öka vår riskallokering till råvaror totalt sett och lägga till andra kompletterande, diskretionära strategier. Vi tittar också på andra strategytyper inom t.ex. räntor (relativvärdering) och lång/kort kreditstrategier.

## ...SAMMANFATTNINGSVIS

Fokus under 2024 ligger på att navigera i de, mellan olika länder och regioner, skiftande makroekonomiska förhål-

landena, dra nytta av framväxande alfamöjligheter och att monitorera och förstå risker och osäkerhetsfaktorer. Att vara "allväder" har varit BMS:s primära mål sedan starten 2002 och vi tror att det kommer att fortsätta att vara viktigt att vara marknadsneutral, likvid och flexibel. Portföljen är robust och väl rustad att fortsätta leverera god riskjusterad avkastning med låg korrelation till riskfyllda placeringar som t.ex. aktier och räntor.





Detta är marknadsföringskommunikation. Läs fondens informationsbroschyr och faktablad (KID) innan du fattar några definitiva investeringsbeslut.

#### VIKTIG INFORMATION

Detta material ska inte betraktas som en rekommendation att teckna andelar i någon fond eller investeringsrådgivning. En investerare som överväger att investera i en fond bör först noggrant läsa fondens faktablad, teckningsdokumentation och informationsbroschyr innehållande fondbestämmelserna. Dessa dokument finns tillgängliga på fondens hemsida [www.brummer.se](http://www.brummer.se). Att placera i fonder innebär en risk. Historisk avkastning är ingen garanti för framtida avkastning. De pengar som placeras i fonden kan både öka och minska i värde och det är inte säkert att du får tillbaka hela det insatta kapitalet.