

04/2022

# Langsigtede investeringskonsekvenser af krigen i Ukraine

Af adm. direktør og porteføljeforvalter **Bo Knudsen** og temaspécialist **Morten Springborg**.

*C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.*

---

Mens vi forsøger at vurdere de langsigtede konsekvenser af Ruslands invasion af Ukraine, er der nogle faktorer, vi kender, og hvor konklusionerne er umiddelbare. Så er der andre faktorer, hvor konklusionerne er mere spekulative, men disse er ofte også vigtige at få rigtige. Endelig er der nogle usikkerhedsfaktorer, som vi ikke kender i dag og derfor heller ikke kender følgerne af. Det ville være fantastisk at kende implikationerne af disse, men dette ville være at bevæge sig hen i spåkoners forretning, hvilket vi af respekt for deres kompetencer ikke vil begive os ud i.

## “Big Government” er et faktum

Krig er næsten definatorisk et udtryk for “Big Government”. Vi startede investeringstemaet “Big Government” i forbindelse med finanskrisen i slutningen af nullerne, og temaet er kun blevet stærkere siden. Den russiske invasion af Ukraine og den efterfølgende vestlige reaktion viser, at der nu er tale om en ny krigsøkonomi i Europa. Tyskland har under den nye regeringsledelse



**Der er faktorer, vi kender, og hvor konklusionerne er umiddelbare. Så er der andre faktorer, hvor konklusionerne er mere spekulative, men disse er ofte også vigtige at få rigtige. Endelig er der nogle usikkerhedsfaktorer, som vi ikke kender i dag og derfor heller ikke kender følgerne af.**

anerkendt sin position som en europæisk stormagt og vil begynde at opruste på et niveau, som vi ikke har set siden 1930'erne. Det meste, hvis ikke hele Europa, vil følge Tyskland.

Prioriteterne er blevet vendt rundt; sikkerhed — både statsligt og energimæssigt — overskygger alt andet, når vi presses på vores basale behov. Præsident Macron giver endda udtryk for at ville nationalisere energiselskaberne — den tidligere liberale Macron tænker nu, at staten vil være bedre i stand til at levere energi end den private sektor! Vi hører desuden forslag om at regulere energi- og forsyningspriserne samt give energitilskud til lavindkomstgrupper. Dette blev ikke engang overvejet under energikrisen i 1970'erne.



**Europa vil blive smedet sammen i kriser og vil være summen af de løsninger, der vedtages under disse kriser.**

— Jean Monnet

EU arbejder på at udstede EU-garanteret gæld for at finansiere offentlige tilskud til de høje energipriser. De aktuelle trusler og udfordringer skaber omvendt vej for EU til at få opbakning til udvidelse af EU-mandatet. EU kan nu bruge erfaringerne fra tidligere kriser som f.eks. Covid-19-pandemien til at træffe mere robuste og hurtigere beslutninger. “Europa vil blive smedet sammen i kriser og vil være summen af de løsninger, der vedtages under disse kriser”, sagde Jean Monnet tilbage i 1950'erne. Han var en af grundlæggerne af Den Europæiske Union. EU udvikler sig gennem kriser. De stigende gældsbyrder målt ift. til BNP, først på grund Covid-19 og nu som følge af invasionen, vil igen aktualisere spørgsmålet om fælles EU-gæld for at beskytte mod en stats- eller eurokrise. Det er svært at forestille sig, at Den Europæiske Centralbank (ECB) ikke endnu en gang kommer landene til undsætning ved at sikre lave finansieringsomkostninger og arbejde for, at kreditspændene for de sydeuropæiske lande ikke stiger voldsomt. Vi vil derfor forvente fortsatte kvantitative lempelser særligt fra ECB, da det ikke virker logisk eller konstruktivt at hæve renterne midt i en voldsom

geopolitisk krise, der ovenikøbet sker samtidigt med en energikrise.

Udstedelse af mere fælles EU-gæld og centraliseret køb af våben er begge tiltag, der peger hen imod en finanspolitisk og politisk union. Med “barbarer” ved Europas porte bliver det besværligt for modstandere at argumentere imod en dybere politisk integration i Europa.



**Vi forventer derfor, at energipriserne vil forblive strukturelt højere og i længere tid, end hvad vi tidligere har været vant til.**

### **Vedvarende højere energipriser i vente**

Verden har underinvesteret i energi siden ca. 2014. Dette er et resultat af håndteringen af energiomstillingen og vores fælles ønske om at udfase fossile brændstoffer. Der er i dag stort set ingen ledig kapacitet inden for vores energiforsyning, hvilket var tydeligt længe før den russiske invasion af Ukraine. Men indførelsen af sanktioner mod verdens største råvareproducent og ønsket om, at Europa bliver uafhængig af russisk gas — med den implicite trussel fra Rusland om at afbryde forsyningerne til kontinentet — har skabt endnu mere kaos. Vi forventer derfor, at energipriserne vil forblive strukturelt højere og i længere tid, end hvad vi tidligere har været vant til. Dette gælder i særdeleshed de europæiske gaspriser i takt med, at vi i Europa gør os uafhængige af russisk energi i løbet af det kommende årti. Det bliver meget svært at gøre det hurtigere, medmindre russerne beslutter det for os.

Den “europæiske forretningsmodel” har gennem de seneste 30 år været baseret på at udlicitere energi-forsyningen til Rusland og forsvaret til USA, mens Europa var en produktionsbase for resten af verden og udviklede velfærdsydelser i verdensklasse til sine borgere. Krigen i Ukraine ændrer denne model. Europa er nu nødt til at blive væsentligt mere selvhjulpne inden for stort set alle områder. Bedre balance i energimarkederne vil blive søgt med import af amerikansk naturgas i flydende form (LNG) og

massive investeringer i vedvarende energi. Kernekraft kan blive en del af løsningen, men dette er en af de kendte usikkerhedsfaktorer. Stigende udgifter til forsvaret vil blive en yderligere byrde for statsbudgetterne.



**Realistisk set bliver pengepolitikken ikke normaliseret så langt øjet rækker, og realrenterne vil derfor forblive negative.**

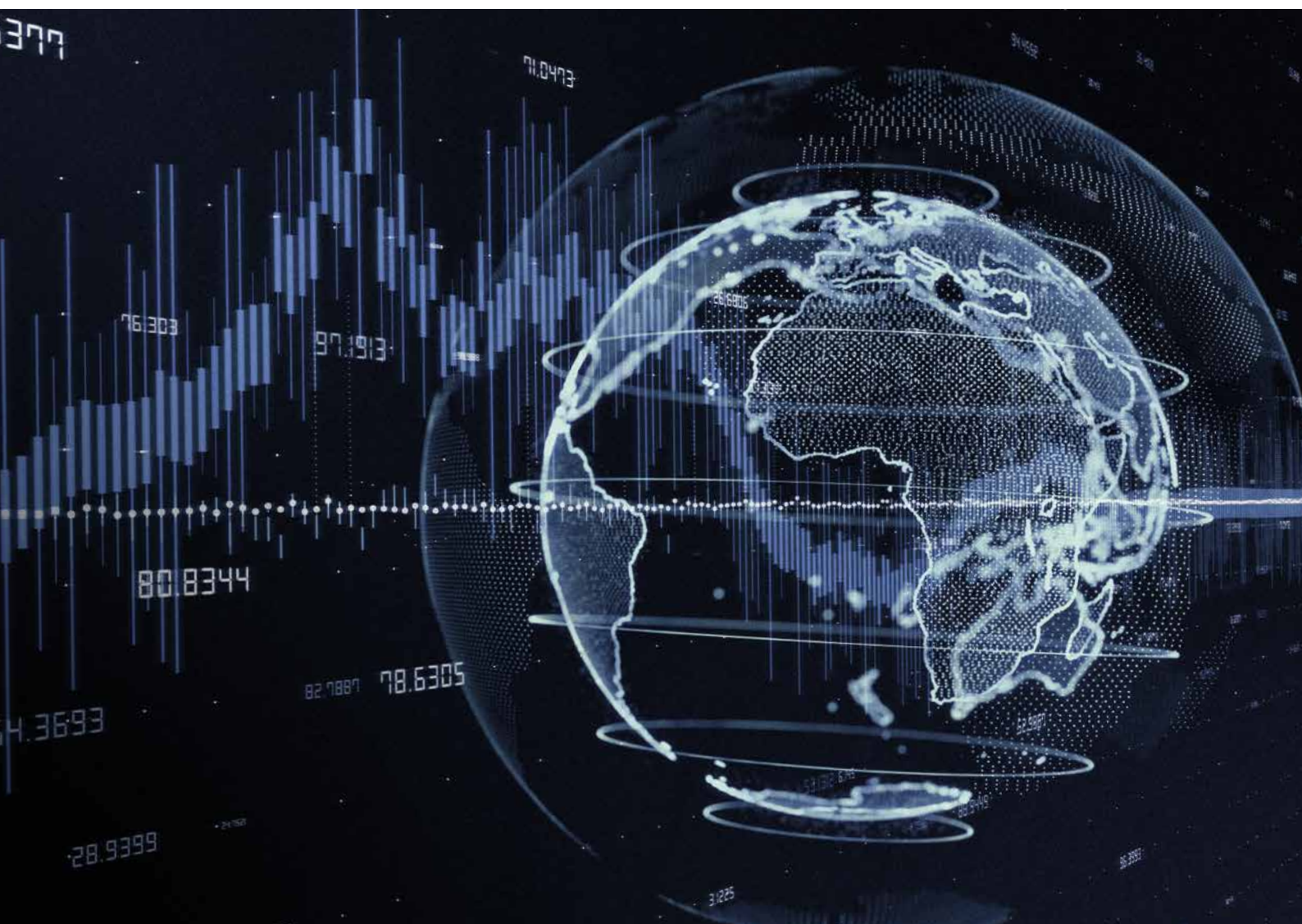
### **Udsigt til fortsat negative realrenter**

Vi har tidligere skrevet om, at de finansielle markeder har stigende og afgørende indvirkning på udviklingen i realøkonomien drevet af den stadigt voksende gæld, både offentlig og privat, og hvor vigtig stigende aktivpriserne inden for bl.a. ejendoms- og aktiemarkederne har været for privatforbruget. Dette forhold vil kun blive forstærket

fremover, eftersom den offentlige sektor nu står over for store udgifter til tilskud til høje energiomkostninger, energiafhængighed og forsvar. Realistisk set bliver pengepolitikken ikke normaliseret så langt øjet rækker, og realrenterne vil derfor forblive negative. Det drejer sig nu i første instans om den nationale sikkerhed, og lave renter vil i sidste ende blive sikret ved finansiell regulering og kontrol af rentekurven, hvis det skulle blive nødvendigt. Negative realrenter betyder dårlige afkast til obligationsejere, hvilket gør aktier og andre realaktiver relativt set mere attraktive, hvorfor disse aktivklasser har en fordel i dette miljø.

### **Ønske om uafhængighed**

Ønsket om at sikre økonomisk uafhængighed fra omverden er vokset siden finanskrisen i nullerne. Dette blev forstærket af Covid-19-pandemien og nu igen med krigen Ukraine. Det er særligt virksomhedernes forsyningskæder, som er i centrum. Covid-19 lærte os, at vi var blevet for afhængige af oversøiske forsyninger.



Fokus på effektivitet, ”just-in-time” og profitmaksimering var gået for langt. Der vil nu være endnu mere fokus på at skabe robuste forsyningskæder, som kan modstå geopolitiske udfordringer.



**Det er fantastisk for leverandørerne af produktionsudstyr, at de store lande vil skabe mere lokal produktion af halvledere.**

Bilsektoren, med sin manglende evne til at skaffe computerchips, er et godt eksempel på dette. EU og USA har besluttet at subsidiere en lokal produktion af computerchips – hver med i første omgang omkring USD 50 mia. Dette er en begyndelse, men beløbet skal være mange gange større, hvis ambitionen om at flytte den globale produktion af halvledere tilbage til Europa og USA skal lykkes. USA's udfordring er særligt kritisk. Den kan sammenlignes med Europas energiafhængighed af Rusland, da det amerikanske militær er afhængig af forsyningskæder i Kina. Kina er en strategisk modstander, og derfor vil USA gå langt for at fjerne afhængigheden. Vores opfattelse, som deles af Morris Chang, grundlægger af virksomheden Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC), er, at det er urealistisk at skabe en fuld lokal produktion i en globaliseret industri som halvledere. Men under alle omstændigheder er det fantastisk for leverandørerne af produktionsudstyr, at de store lande vil skabe mere lokal produktion af halvledere. Generelt forventer vi, at tendensen til mere lokale forsyningskæder vil føre til væsentligt højere kapitalinvesteringer fremover.

### **Starten på et nyt globalt reservesystem?**

Den russiske invasion er blevet mødt med et resolut svar fra vestlige lande. De fleste russiske banker er blevet udelukket fra Swift-betalingsystemet. Men endnu vigtigere er det, at den russiske centralbanks reserveaktiver er blevet indefrosset, hvilket i bund og grund betyder, at Rusland kun kan få adgang til de aktiver, der enten er denomineret i rubler eller i guld, der er opbevaret indenlandsk.

USA har tidligere indefrosset valutareserverne fra Iran, Syrien, Afghanistan og Venezuela. Alligevel blev ingen af disse lande mødt med så stærke sanktioner som de aktuelle mod Rusland. En afledt effekt af dette er, at Pandoras boks er åbnet med stor usikkerhed om det fremtidige system for reserveaktiver.



**Hvis dollarbaserede centralbankreserver kan indefrysnes, når landene har mest brug for dem, hvad nytter det så at have dem?**

Hvis dollarbaserede centralbankreserver kan indefrysnes, når landene har mest brug for dem, hvad nytter det så at have dem? Kan det tænkes, at centralbankernes aktuelle indefrysning resulterer i døden for post-Bretton Woods-systemet (et system skabt af Richard Nixon efter at USA opgav guldstandard i 1971) og starten på et nyt monetært regime forankret i neutrale reserveaktiver? Dette scenarie kunne udfolde sig over de kommende år. Hvis et lands dollaraktiver kan forsvinde efter udstederens forgodtbefindende, vil mange lande nok begynde at støtte et nyt reservesystem uden for dagens dollarbaserede finansielle system. Især nu hvor mange kreditnationer har minimal tillid til USA og i flere tilfælde er i decideret konflikt med USA.

En anden årsag til den stigende modvilje til at holde amerikanske reserveaktiver kan være udsigten til fortsat negative realrenter i mange år fremover som konsekvens af USA's og andre vestlige økonomiers høje gældsætning. Hvorfor f.eks. sælge råolie og få betalt i reserveaktiver med et negativt realafkast?

Paradoksalt kan USA, på trods af de åbenlyse fordele ved at være reserveudsteder, have grund til at ændre systemet. USA har over en årrække nedprioriteret sine industrikompetencer og flyttet sin produktionsbase til primært Kina. Dette er bagsiden af medaljen ved at være udsteder af verdens reservevaluta. Denne udvikling har udhulet den amerikanske middelklasse og har flyttet USA til en servicedomineret økonomi. I de kommende årtier vil den globale magtkamp stå mellem USA og Kina. Er det

muligt at være en supermagt uden egen produktionsbase og samtidigt være stærkt afhængig af Kina til f.eks. indkøb af kritiske komponenter til sit militær? I løbet af de kommende årtier er den amerikanske økonomi nødt til at hjemtage produktionen fra Kina, producere mere selv og importere mindre. Det nuværende valutasystem holder i princippet hånden under den amerikanske dollar, fordi omverdenen sender deres dollarindtægter fra handelsoverskud med USA tilbage til USA ved at købe amerikanske aktiver og derved presse værdien af USD op. Således kan vi blive vidner til starten på væsentlige ændringer i det internationale reservesystem.

## **Sprækker i dollarstandarden på oliemarkedet**

Efter indefrysningen af de russiske aktiver annoncerede Indien, at de samarbejder med Rusland om at importere russisk råolie og betale for det i indiske rupees. Den følgende dag meddelte Saudi-Arabien, at de er villige til at sælge råolie til Kina med afregning i kinesiske renminbi. Indtil nu har oliemarkedet været et dollarmarked formaliseret i 1974 i kølvandet på den første energikrise. USA var desperat efter at få Saudi-Arabien til at kompensere for en faldende amerikansk olieproduktion, som toppede i 1970. USA ville købe olie fra Saudi-Arabien og levere militærhjælp og udstyr. Saudierne ville til gengæld investere milliarder af deres dollarindtægter fra oliesalget i amerikansk militærudstyr og statsobligationer og dermed finansiere USA's underskud. Dette var starten på det såkaldte petro-dollar-system, som har været gældende lige siden. Men nu anes der sprækker i systemet.



**I 2020'erne vil det være råvarepriserne, der udfører centralbankernes arbejde; høje råvarepriser, primært inden for energi, vil dæmpe købekraften og i sidste ende skabe en recession. Herefter vil råvarepriserne falde tilbage og igen bane vejen for et opsving.**

## **Konsekvenser for aktiemarkedene**

Vi ser ind i en mere inflationær verden. Vi skal huske, at perioder med krig grundlæggende er inflationære. Dette er et klart regimeskifte i forhold til de seneste 30 år. De underliggende strukturelle drivkræfter bag de sidste par årtiers deflation er dog stadig til stede; høj gæld, demografi og teknologi. Tidligere forårsagede centralbankerne recessioner ved at hæve renten for meget i forsøget på at afkøle økonomien. I 2020'erne vil det være råvarepriserne, der udfører centralbankernes arbejde; høje råvarepriser – primært inden for energi – vil dæmpe købekraften og i sidste ende skabe en recession. Herefter vil råvarepriserne falde tilbage og igen bane vejen for et opsving. Efterhånden som råvarepriserne svinger, vil investorerne opleve inflationsstigninger efterfulgt af kollaps og overskudskapacitet efterfulgt af knaphed.

Vi ser et sværere miljø for aktiemarkedene. Den højere inflation vil formentligt vedblive længere end tidligere antaget og har tvunget særligt den amerikanske centralbank til en hårdere tone. Vi kan nu se frem mod en række renteforhøjelser. Centralbanken har brug for at vise handlekraft for derigennem at tæmme inflationsforventningerne og dæmme op for eventuelle anden-runde inflationseffekter. Der er nu et kortere vindue for renteforhøjelser. Vi er lidt overraskede over det voldsomme skift i tonen fra den amerikanske centralbank, for løser vi bedst flaskehalse, udbudsproblemer og en krigssituation med højere renter?

Vi må forvente, at den globale vækst vil begynde at aftage inden for de næste 12 måneder samtidigt med, at virksomhederne oplever pres på omkostningerne. Dette vil ganske sandsynligt påvirke virksomhedernes indtjening. Men som vi har beskrevet, ser vi fortsat et miljø med negative realrenter. Dette er understøttende for værdiansættelsen af aktier. Vi har haft et turbulent første kvartal på aktiemarkedet, men i lyset af de voldsomme begivenheder, der vil få markante politiske og økonomiske konsekvenser, kunne kursfaldene have været værre. Aktier er realaktiver og giver derfor en beskyttelse mod inflationær udhuling af værdi. Trods rente- og indtjeningsmodvinde skaber det en grundlæggende tiltrækning i retning af aktier, mens obligationer står svagere.

I årets første kvartal strålede særligt råvaresektorerne på aktiemarkedet. Det er muligt, at vi står over for en ny længerevarende optur for råvaremarkederne, men da denne sektor også fremadrettet vil være ganske cyklisk, skal man som investor have en kortere tidshorizont, end vi normalt foretrækker. Der kan være langsigtede muligheder blandt de stærke selskaber, som er leverandører til råvaresektoren og til en tung investeringscyklus, der omfatter udbygning af den fysiske og den digitale virkelighed.

I det fremadrettede miljø er det centralt at fokusere på selskaber, der har "pricing power", også når væksten begynder at aftage. Dette er selskaber med en stærk markedsposition på markeder, hvor forbrugernes afhængighed er stærk og substitutionsmulighederne små.

Vi anbefaler, at man undgår piskesmæld ved at have en investeringsstrategi rettet mod disse stærke virksomheder, der er på markeder med langsigtet tematisk medvind. En portefølje af sådanne robuste vækstsekskaber synes at være det eneste rationelle svar i en irrationel verden. Der er denne type selskaber, vi altid har haft og har fokus på.



**Vi anbefaler, at man undgår piskesmæld ved at fokusere på stærke selskaber med "pricing power", der opererer på markeder med langsigtet tematisk medvind.**

Dette er markedsføringsmateriale. Denne artikel er udarbejdet af C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S (CWW AM). Artiklen er alene ment som generel information og udgør ikke et tilbud eller en opfordring til at gøre tilbud, ligesom den ikke skal betragtes som investeringsrådgivning eller som investeringsanalyse. Artiklen er således ikke udarbejdet i henhold til de regler, der er fastsat for at fremme investeringsanalysers uafhængighed, og artiklen er ikke genstand for noget forbud mod at handle forud for udbredelsen af investeringsanalyse. Meninger og holdninger gengivet i artiklen er alene aktuelle pr. publiceringsdatoen. Artiklen er udarbejdet på baggrund af kilder, som CWW AM anser for pålidelige, og CWW AM har taget alle rimelige forholdsregler for at sikre, at informationen er så korrekt som muligt. CWW AM kan dog ikke garantere informationens korrekthed og påtager sig intet ansvar for fejl eller udeladelser. Historiske resultater er ingen indikation for fremtidigt afkast. Artiklen må ikke gengives eller videredistribueres helt eller delvist uden CWW AM's forudgående skriftlige samtykke. Prospekt, dokument med central investorinformation, og den seneste årsrapport og halvårsrapport er tilgængelig på [www.cww.dk](http://www.cww.dk).

INVESTERINGSFORENINGEN C WORLDWIDE

Dampfærgevej 26 · 2100 København Ø

[cww.dk](http://cww.dk) · Tlf: 35 46 35 46 · [cww@cww.dk](mailto:cww@cww.dk) · CVR 14 21 13 49