



03/2022

# Långsiktiga konsekvenser av kriget i Ukraina

**Bo Knudsen, VD och portföljförvaltare, och Morten Springborg, global temaspecialist.**  
*C WorldWide Asset Management Fondsmæglerselskab A/S.*

---

När vi försöker bedöma de långsiktiga konsekvenserna av Rysslands fruktansvärda invasion av Ukraina så avtecknar sig några slutsatser snabbt och tydligt medan andra antaganden är mer osäkra och spekulativa. Det är värt att understryka att vi just nu upplever en historisk omvälvande tid och det är mycket som kan utvecklas på ett sätt ingen kan föreställa sig idag. Här följer några av våra tankar runt det handfasta vi ser och kan agera på.

## Vad vi vet

Krig är det mest extrema och våldsamma uttrycket för den starka staten. Vi såg återkomsten av denna redan under finanskrisen, och temat har vuxit sig mer dominant sen dess. Hur som helst tar den ryska invasionen av Ukraina detta till en ny nivå, och vi kan nu börja tala om en ny "krigsekonomi" i Europa. Tyskland har under nytt ledarskap gjort det enda rätta och accepterat sin position som den europeiska stormakten och kommer att



//

**“Det är värt att understryka att vi just nu upplever en historisk omvälvande tid och det är mycket som kan utvecklas på ett sätt ingen kan föreställa sig idag.”**

inleda ett upprustningsprogram som vi inte sett sedan 1930-talet. Större delen av Europa följer efter. Prioriteringslistan har ändrats. Säkerhet, både i termer av suveränitet och energi, ersätter allt annat när vi återgår till Maslows grundläggande behov, se vår senaste marknadskommentar om detta [här](#). Frankrikes president Macron talar till och med om att nationalisera energibolag, på något sätt har den tidigare liberala Macron ändrat sig och anser att staten är bättre lämpad för energiförsörjning än den privata sektorn. Vi börjar också höra talas om att införa priskontroller på energi och basvaror, vilket inte övervägdes ens under energikrisen på 70-talet.



**Prioriteringslistan har ändrats. Säkerhet, både i termer av suveränitet och energi, ersätter allt annat när vi återgår till Maslows grundläggande behov.**

EU arbetar på att ställa ut EU-obligationer för att finansiera subventioner av höga energipriser. Dagens utmanande tider tillåter unionen att komma fram med ett bredare mandat. Europa använder sin erfarenhet från tidigare kriser, som Covid-19-pandemin, för att få till mer robusta och snabbare beslut. ”Europa kommer att formas i kris och kommer att vara summan av lösningarna framtagna för de kriserna” sa Jean Monnet, en av grundarna av dagens EU, under 1950-talet. EU utvecklas under kris. Stigande skuld till BNP-kvoter under kriget kommer att leda till gemensam skuldsättning för att skydda medlemsstater och euron. I den kontexten kommer ECB återigen att komma till undsättning för att skapa lägre finansieringskostnader och se till att spreadarna inte går isär för mycket, med andra ord, fler kvantitativa lättnader förefaller sannolikt. Högre räntor under en geopolitisk kris samtidigt som en energikris vore kontraproduktivt.

Emission av gemensamma EU-obligationer och centraliserade inköp av försvarsmateriel är alla initiativ som pekar mot ett nytt institutionellt ramverk för både finanspolitisk och politisk union. Med ”barbarer” vid

Europas portar, blir det klart svårare att argumentera mot en djupare politisk integration i Europa.



**Europa kommer att formas i kris och kommer att vara summan av lösningarna framtagna för de kriserna.**

Världen har underinvesterat i primärenergi sedan minst 2014. Det är resultatet av energiomställningsagendan och vår önskan att fasa ut fossila bränslen. Reservkapaciteten är nästintill obefintlig idag. Detta var uppenbart långt innan den ryska invasionen av Ukraina men att införa sanktioner på världens största råvaruproducent och säga att Europa vill bli kvitt rysk gas, med det implicita hotet från Ryssland om att stoppa exporten till den europeiska kontinenten, har självklart orsakat ännu mer kaos. Energipriserna, i synnerhet gaspriserna, kommer att förbli höga det kommande decenniet när vi ska göra oss av med beroendet av rysk energi. Det kommer att bli svårt att göra det snabbare än så, såvida inte Ryssland bestämmer åt oss.



**Energipriserna, i synnerhet gaspriserna, kommer att förbli höga det kommande decenniet när vi ska göra oss av med beroendet av rysk energi.**

”Den europeiska affärsmodellen” har de senaste 30 åren baserats på att outsourca energibehovet till Ryssland och försvaret till USA, medan Europa specialiserat sig på tillverkningen och utvecklingen av välfärdsstater för sina medborgare. Ukraina förändrar det. Europa måste nu bli självförsörjande på nästan allt. Energi kommer att hämtas i form av amerikansk flytande naturgas (LNG) och en massiv utbyggnad inom förnybart. Kärnkraft kan också komma att bli en del av lösningen. Nya försvarsinvesteringar kommer att belasta den offentliga sektorns budgetar.



**Penningpolitiken  
kommer förmodligen aldrig  
normaliseras och realräntan  
kommer fortsatt vara negativ.**

Finansieringen av ekonomin med ständigt växande skuldsättning, både offentlig och privat, och stigande tillgångsvärderingar har varit *modus operandi* under en generation. Detta kommer att accelerera när den offentliga sektorn står inför nya betydande utgiftsområden som till exempel subventionering av höga energikostnader, energioberoende och försvar. Penningpolitiken kommer förmodligen aldrig normaliseras, och realräntan kommer fortsatt vara negativ. Drivkraften för detta har blivit allt starkare eftersom nationell säkerhet nu står i centrum och så småningom kommer att säkerställas genom finansiell reglering och kontroll av avkastningskurvan om det behövs. Negativa realräntor garanterar dålig avkastning

på obligationer och sänker trösklarna för aktier och reala tillgångar, vilka därmed bör gynnas i denna miljö.



**Trots det är det fortfarande  
bra för leverantörer av  
utrustning med mer lokala  
produktionsanläggningar.**

**Viljan att isolera vår  
ekonomi från omvärlden**

Viljan att isolera vår ekonomi från omvärlden har varit ett växande fenomen sedan finanskrisen och som har förstärkts av Covid-19-pandemin. Försörjningskedjor har tagit huvudrollen. Covid-19 har lärt oss att vi var alldeles för beroende av för många förnödenheter för långt bort. Effektivitet, lagerhållning och vinstmaximering har





dragits för långt. Det kommer nu att läggas mer fokus på att skapa motståndskraftiga försörjningskedjor som är isolerade från potentiella geopolitiska problem. Med sin oförmåga att få tag på halvledare är bilindustrin ett typiskt exempel på detta. EU och USA har beslutat sig för att subventionera lokaliseringen av tillverkningen av halvledare till sina respektive kontinenter, till en initial kostnad runt 100 miljarder dollar. Det är en bra början, men det kommer att behöva mångfaldigas om man menar allvar med att flytta tillverkning till USA och Europa. USAs situation är särskilt kritisk. Den kan beskrivas som en motsvarighet till Europas beroende av ett fientligt Ryssland, eftersom det amerikanska försvaret är beroende av kinesiska försörjningskedjor. Kina klassas som en strategisk motståndare, och därför kommer USA att göra det som anses nödvändigt för att bli av med detta beroende. Vår syn, som delas av Morris Chang, grundaren av Taiwan Semiconductor, är att det är orealistiskt att lokalisera en så globaliserad industri som halvledare. Trots det är det fortfarande bra för leverantörer av utrustning med mer lokala produktionsanläggningar. Generellt tror vi att trenden mot mer lokala försörjningskedjor kommer att leda till mycket högre investeringar i produktion i framtiden.

### **Vad vi vet att vi inte vet**

Den ryska invasionen har mötts av en resolut respons från västvärlden. De flesta ryska banker har sparkats ut från betalningssystemet Swift. Men, och än mer viktigt för denna diskussion, har ryska centralbankens reserver frysts, vilket betyder att Ryssland endast kan komma åt de tillgångar som antingen är denominerade i renminbi eller inhemskt förvarat guld.



**Om din dollarbaserade centralbanks reserver kan frysas när du behöver dem som mest, vad tjänar du då på att ha dem där?**

USA har tidigare fryst de utländska valutareserverna hos Iran, Syrien, Afghanistan och Venezuela. Inget av dessa länder är lika mäktigt som Ryssland. Det här har öppnat Pandoras ask av osäkerhet för reservernas framtid.

Om din dollarbaserade centralbanks reserver kan frysas när du behöver dem som mest, vad tjänar du då på att ha dem där? Kan det vara så att centralbankernas frysning markerar slutet för post-Bretton Woods-systemet, som kom till efter att Richard Nixon såg till att USA lämnade guldstandarden 1971, och därmed starten på en ny monetär ordning centrerad kring några neutrala reservtillgångar som ska växa fram under de kommande åren? Om dina tillgångar i dollar kan försvinna på inlånarens infall, följer logiken att ett reservsystem måste existera utanför det dollarbaserade finansiella systemet. Särskilt nu när många kreditgivande stater har minimalt med tillit till, och i många fall, rena dispyter med tillhandahållaren av reserv, USA.

### **Upplösningen av petrodollarsystemet?**

Efter frysningen av tillgångar meddelade Indien att de jobbade tillsammans med Ryssland för att importera rysk råolja och betala för det i rupier. Dagen efter det meddelade Saudiarabien att de var villiga att sälja råolja till Kina och få betalt i renminbi. Fram tills idag så har oljemarknaden handlats i dollar, det sedan det bestämdes 1974 som en påföljd av den första energikrisen. USA var desperata i sin kamp för att få Saudiarabien att kompensera för USAs minskande oljeproduktion, som nådde sin topp 1970. USA köpte olja från Saudiarabien och försedde dem med militära resurser och medel. Saudierna i sin tur skickade tillbaka miljarder av deras petrodollarintäkter till amerikanska obligationer för att på så sätt finansiera USAs underskottsutgifter. Så föddes petrodollarsystemet som har använts sen dess, men nu verkar det vara på väg att försvinna.

En annan anledning till att äga amerikanska reservtillgångar kan också vara att, givet USA och andra västerländska ekonomiers skuldsättning, realräntan måste hållas negativ i flera år. Varför skulle man sälja sin råolja och få betalt i obligationer med negativa realräntor?



**Vad vi ser är bara början av betydande förändringar i det internationella valuta-reservsystemet.**



**Under 2020-talet kommer råvaror att istället göra centralbankernas jobb. Höga råvarupriser, primärt inom energi, kommer så småningom att leda till efterfrågefall och lågkonjunktur, där fallande råvarupriser kommer att leda till återhämtning.**

### **Stora förändringar i det internationella valutasystemet**

Slutligen, och trots den uppenbara historiska fördelen i att vara den som tillhandahåller dessa reserver, så har USA faktiskt också skäl till att ändra det här systemet. USA har avindustrialiserats och lagt ut sin produktionsbas primärt till Kina. Det här är fördelen med att vara tillhandahållaren av reservvaluta. Det har i sin tur tunnat ut den amerikanska medelklassen och gjort USA till en tjänsteorienterad ekonomi. Tittar man på de kommande decennierna kommer maktkampen att ske mellan USA och Kina. Är det möjligt att vara en stormakt utan en inhemsk produktionsbas och därmed vara beroende av Kina för exempelvis kritiska komponenter till försvaret? Under de kommande årtiondena behöver USA ta hem produktion från Kina, producera mer och importera mindre. Det nuvarande valutasystemet bidrar till en

strukturell övervärdering av den amerikanska dollarn då omvärlden återanvänder handelsbalansunderskottet i USA genom att investera i amerikanska tillgångar, och därmed pressa upp värdet av dollarn. Vad vi ser är bara början av betydande förändringar i det internationella valutasystemet.

### **Slutsats**

Bilden idag är en av inflation, och man bör komma ihåg att krig är inflationsdrivande. Det här är en tydlig paus från de senaste 30 åren. Trots det är de underliggande strukturella drivkrafterna bakom de senaste decenniernas disinflation fortfarande närvarande: skuldsättning, demografi och teknologi. På "den gamla goda tiden" skapade centralbanker recessioner genom att höja räntorna för mycket när de försökte kyla av ekonomin. Under 2020-talet kommer råvaror att istället göra centralbankernas jobb. Höga råvarupriser, primärt inom energi, kommer så småningom att leda till efterfrågefall och lågkonjunktur, där fallande råvarupriser kommer att leda till återhämtning. Eftersom råvarupriser fluktuerar kommer investerare leva med att både bevittna inflationstoppar följda av krascher, överflöd förbytt i brist. Att undvika whiplashskador genom att identifiera starka, uthålliga bolag med prissättningskraft som gynnas av långsiktiga trender och tematiska medvindar, samt att konstruera motståndskraftiga sekulära tillväxtportföljer, förefaller för oss som det rationella svaret i en irrationell värld.

Detta är marknadsföringskommunikation. Denna publikation har upprättats av C WorldWide Asset Management Fondsmaeglerselskab A/S Danmark Filial i Sverige (CWW AM SE). Denna publikation tillhandahålls endast i informationssyfte och utgör inte, och skall inte betraktas som, ett erbjudande, en uppmaning eller en inbjudan att delta i investeringsaktiviteter, ej heller som investeringsrådgivning eller som investeringsanalys. Publikationen har således inte framtagits i enlighet med lagkrav utformade för att främja oberoende investeringsanalys, och är inte föremål för något förbud att handla innan investeringsanalysens spridning. All information som är uttryckt är endast gällande från och med tidpunkten för offentliggörandet och kan komma att ändras. Publikationen har utarbetats från källor CWW AM SE anser vara pålitliga och alla rimliga försiktighetsåtgärder har vidtagits för att säkerställa att uppgifterna är korrekta och noggrant preciserade. Korrektheten och noggrannheten är emellertid inte garanterad och CWW AM SE tar inget ansvar för eventuella fel eller brister. Publikationen får inte reproduceras eller distribueras, helt eller delvis, utan skriftligt samtycke från CWW AM SE. Investeringar i fondandelar är alltid förknippade med risk. Tidigare resultat ska inte tolkas som en indikator om framtida avkastning. Fondandelar kan både öka och minska i värde, och kan påverkas av ändringar i valutakursen. Det finns inga garantier för att du får tillbaka hela det investerade kapitalet. För mer information, se respektive KIID och prospekt på [cworldwide.se](http://cworldwide.se).

**C WORLDWIDE ASSET MANAGEMENT FONDSMAEGLERSELSKAB A/S  
DANMARK FILIAL I SVERIGE**

Box 7648 · Blasieholmsgatan 5 · SE-103 94 Stockholm · Tel +46 8 535 273 00 · Org.nr. 516405-7233 · [cworldwide.se](http://cworldwide.se)

Insikt Q1 2022