

Notat, 16-10-2022

*Man er nødt til at vide hvad der potentielt kan ske, for at man kan beskytte sig mod det ...*

USD bruges til at afregne varer, råvarer og tjenesteydelser i verden – verdens reservevaluta – det er også den "sikre havn" når der er uroligheder i verden, fordi den er så likvid. US bruger også USD til at udstede gæld.

For at lande kan betale varer og tjenesteydelser når de køber i udlandet (importerer), så er de nødt til at have USD, dem får de, når de har overskud på handel med USD, eller ved at investere i UST med deres egen valuta.

Når US køber varer i udlandet, så betaler de med USD, de USD kommer tilbage til US igen, når udlandet investerer i US, køber i US eller låner kapital til US (UST) – det er det loop der har været i mange år, og som er så vigtigt for USA.

Når inflationen er, hvor man gerne vil have den (omkring 2%), olieprisen er rimelig og der er rigelig af den, og landes gæld er fornuftig (omkring 70% af BNP), og man har gjort som man altid har gjort, og der er fred i verden, så fungerer det, som det har gjort de sidste ca. 30 år – den bedste periode i verdenshistorien (outlier).

Nu er der i midlertidig kommet grus i maskineriet:

- Mange vestlige landes gæld er blevet alt for stor, ofte > 110%
- US verdensorden bliver udfordret
- Der er underinvesteret i råvarer -> knaphed -> inflation
- Rusland har angrebet Ukraine -> sanktioner
- US har fastfrosset Ruslands dollarreserver
- Rusland og Kina begynder at afregne i lokale valutaer => mindre demand for USD
- Levestandarden er begyndt at falde i flere vestlige lande

Samtidig med at der er grus i maskineriet, så er fx UK, Japan og EU i svage positioner, og det har fire vigtige årsager, nemlig stor gæld, høj inflation, stor import af energi og meget høje energipriser.

Hvis man har en lav gældsgrad, ift. BNP, så kan man planlægge sig ud af problemet, ved at tage nogle hårde år, og så ende i en god position, og fortsætte derfra, men det er ikke situationen for UK og EU, hvorimod Japan står meget bedre, de har overskud på handelsbalancen, kæmpestore valutaeserver og så styrer de rentekurven, men det er heller ikke helt uden problemer. -svækekr deres valuta.

UK og EU står virkelige i en svær position,

- Man er nødt til at importere energi, så der varme og elektricitet til vinter
  - Centralbanker kan ikke printe energi ...
- Energibrændsler er blevet voldsom dyre, og den afregner man i USD
- Pga. den store gæld og de dårlige fremtidsudsigter (især pga. energi), så er valutaerne faldet, hvilket betyder at USD er dyr
  - Det betyder at energibrændslerne er endnu i dyrere lokal valuta
- Energi er input til alt, og når den stiger voldsomt, så fører det til høj inflation

- Fordi både UK og EU importerer meget energi, så skal de bruge mange USD for at betale for brændslerne – eller også skal de selv producere dem, men det er ikke en kortsigtet mulighed
  - Under normale omstændigheder, så er der en "normal" handelsbalance, med overskud eller underskud, for et land, men når importen stiger voldsomt, fx pga. de meget stigende energipriser, så sker der en ubalance, hvor landet begynder at mangle USD.

### Hvilke muligheder er der så?

- Man kan importere mindre energibrændsel, sidde og fryse og spare på elektricitet, men det går ikke af flere årsager
  - Befolkningen vil ikke tolerere det, virksomheder må lukke, og det hæmmer fremtidig vækst og fører til dyb recession/depression
  - De har heller ikke råd til at svække økonomien pga. forpligtigelser, pga. stor gæld – de vil ende med at misligholde gælden (defaulte)
    - Det er normalt ikke noget man ser i OECD lande, men det kommer nok .....
- Udstede gæld til at dække for de stigende omkostninger til køb af brændsler
  - Med høj inflation og høje renter er det en dyr løsning
    - Det kan også være at landet har så meget gæld, og fører en dårlig politik, at investorer vil have en meget høj rente (UK)
      - Et land kan bringe sig i en så dårlig position, at det ikke kan servicere sin gæld – misligholde (default)
        - Det kan også være et problem for noget af et lands institutioner, fx pensionskasserne, som det skete i UK
      - Man kan begynde at styre rentekurven – ligesom Japan gør, men det svækker ens valuta endnu mere. -dvs. man importerer endnu mere inflation på alt det man importerer.
- Sælge ud af sine valutaeserver, men de har også en udløbsdato
  - UK og EU har 2 mdr, Japan og Kina har meget store reserver
    - Salg af reserver er et problem for US, da det fører til højere renter for UST
      - Det betyder at US meget gerne vil have at energibrændslerne er så billige som muligt, så udlandet ikke ender med at sælge deres UST
      - Flere UST i markedet fører til lavere obligationskurser, hvilket fører til højere rente
        - Det gør det også sværere og dyrere for US, når de vil udstede ny gæld
- Man kan vælge et andet betalingsmiddel end USD
  - Det er det US ikke vil have at man gør, men så bliver man US fjende
    - US økonomi er afhængig af flowet af USD
      - De har et kæmpe underskud på handel med udlandet, og USD skal tilbage til US på en eller anden måde, og når det ikke kan ske via handel, så skal det ske via UST, og det kan det kun, så længe bruger USD ved handel

- Lande er allerede begyndt at vælge andre måder til at gemme overskud, det skyldes især at USA konfiskerede/fastfrøs Ruslands valutaeserver, man kan sige at de gjorde USD til våben.
  - En del af verden er allerede på vej væk fra USD som afregning ved international handel.

US kunne hjælpe de nødlidende europæiske lande ved at svække USD, men er det det de vil?

Der kan være to forskellige mål for US:

- At bekæmpe inflationen
- At bekæmpe Rusland

Hvis de vil bekæmpe inflationen, så giver det god mening at blive ved med at hæve renten, indtil der er tegn på at der sker et holdbart fald i inflationen, der er nogle ting der skal være på plads, for at man med god grund kan sige det.

Hvis de vil bekæmpe Rusland, så betyder tegn på at inflationen har toppet ikke noget, så er det vigtigste en lav oliepris – for enhver pris. Da US ikke kan eksportere olie og naturgas nok til at prisen på verdensmarkedet er så lav, at det gør ondt på Rusland (nok under \$75/bbl), så er den eneste mulighed at fremtvinge en global recession, der reducerer efterspørgslen på olie, i sådan en grad at de \$75 nås.

Jeg synes der er noget der tyder på at US har besluttet sig for at gøre op med deres to hovedrivaler, Kina og Rusland. Rusland bekæmper de ved at levere våben til Ukraine og ved at gøre hvad de kan for at mindske deres indtægter for salg af olie og naturgas.

Hvis USA vil det, så kan de bringe verdensøkonomien i en dyb recession/depression, det vil formentlig få olieprisen ned under de \$75, det vil også få prisen på de fleste andre metaller meget længere ned.

Med hensyn til Kina, så har US i sidste uge brugt det teknologiske atomvåben, de har forbudt amerikanske virksomheder at eksportere mikrochips til Kina, og de har også forbudt amerikanske statsborgere at arbejde i den kinesiske chips industri. Mikrochips er næsten lige så vigtig for Kina, som olie er for Rusland, uden high end chips, så har Kina store problemer med deres udvikling indenfor AI og elbiler.

Jeg tror Kina kommer med et stærkt modsvar på USA's indgreb mod deres import af mikrochips, og udvikling af deres egen industri. Kina har mange muligheder for at ramme USA, de kan stoppe eksport af batterimetaller, sjældne jordarter (magnetmateriale til elektronik, især til forsvarsindustrien), medicin, etc.

[Hvordan ender det så?](#)

Det er Fed der kan gøre noget, men de kan ikke nødvendigvis styre det som de gerne vil. Som skrevet, så er der 2 mulige mål for Fed/US – at bekæmpe inflationen eller bekæmpe Rusland.

Hvis målet er at bekæmpe inflationen, så fortsætter de med at hæve renten, indtil der er rimeligt sikre tegn på at inflationen har toppen, og begynder at falde. For at nå dertil, så skal arbejdsløsheden begynde at falde, lønforhøjelserne skal fald meget og forbruget skal falde – det

skal gøre ondt i samfundet. Alt dette er også synonymt med at virksomhedernes indtjening skal falde. Der er ikke tegn på at dette er begyndt at ske endnu, og nogle få "gode" målinger er ikke nok, så det vil nok tage nogle kvartaler endnu.

Finansielle aktører og medier taler meget om hvornår vi vender, men det er mindst lige så vigtigt at snakke om hvor renten ender. Ser man på spørgeundersøgelser, så tror man generelt at vi ender på 2%, dvs. at alt det der foregår, er noget midlertidigt. Det tror jeg ikke på, det der især har drevet verden de sidste 20-30 år er billige penge, billig arbejdskraft og billig energi, alle 3 faktorer er ikke længere tilstede, så jeg tror man skal regne med en terminalrente på 4-6% i minimum resten af årtiet, hvis ikke vi kommer i gang med at gøre noget der bringer prisen på energi ned, så kan det vare endnu længere.

Hvis målet er at bekæmpe Rusland, så vil Fed fortsætte med at hæve renten indtil olieprisen kommer under \$75/bbl, det er svært at sætte tid på, og er det overhovedet muligt? Der er allerede knaphed på energi, på trods af at OECD lande har frigivet 1,5 mbpd fra deres strategiske lagre, Kina har været delvist nedlukket, hvilket har reduceret deres olieforbrug med 2-3 mbpd, og der er ikke nogen væsentlig reservekapacitet tilbage i verden.

Samtidig med, så er OPEC+ heller ikke interesseret i at olieprisen kommer for langt ned, det er ikke alle medlemmer der tjener penge når prisen pr tønde er på \$80/bbl, så de vil formentlig reducere produktionen yderligere, hvis prisen ikke begynder at stige.

Jeg tror OPEC+ kan reducere deres olieproduktion i længere tid, og dermed holde olieprisen over \$75-\$80, end USA kan leve med høje renter. USA slider allerede på det nuværende renteniveau med at betale deres faste udgifter og renteudgifter, og andre udlandet er begyndt at have voksende problemer – fx UK.

Fælles for begge udfald er også, at det globale finansielle system, der er under stigende pres, kan ende med at gå i stykker – det er USA ikke interesseret i, Kina og Rusland har nok ikke noget i mod det.

Rusland har fat i den lange ende, den stærkeste globale valuta er energi, og de har rigeligt af det, til gengæld, så går det ikke godt på slagmarken.

I alt det her er Europa bare en følgeskade der kan accepteres, det er en allieret, ikke en ven. USA's vigtigste prioritet er at håndtere Kina, og så kan Europa ofres ...

**Det man skal holde øje med på kort sigt, er om Fed signalerer at de vil ændre politik.**

Kort sagt:

Når store importører af energi skal øge andelen af nationalbudgettet til energi, så må man reducere andre steder i budgettet. Man kan reducere velstanden eller bremse den indenlandske udvikling i fx infrastruktur eller andet.

Når risikoen stiger i gældsmarkedet, så falder likviditeten, og så stiger renten, og når renten stiger, så stiger USD. Andre landes valutaer falder, og jo større underskud de har på balancen, desto mere gæld skal de udstede. Sådan vil det fortsætte indtil Fed ændrer kurs, eller til det finansielle system kolliderer.

Lande som har indvilget i at betale i rubler eller den, af Rusland fastsatte guldpris/bbl, klarer sig bedre gennem energikrisen, end lande som boykotter og/eller afregner i USD.

## Hvordan skal man så investere i dette miljø?

- Olie er usikker på kort sigt, fordi det er svært at sige noget om hvor langt ned US kan presse olieprisen på kort sigt, men er man langsigtet, så tror jeg olie bliver en fantastisk investering
- Der vil være en konstant efterspørgsel efter naturgas, kul og uran, der er brændsler som bruges til elektricitet, de er ikke så udsat som olie, som er et transportbrændstof. Naturgas og kul er dog meget højt prissat, og der vil nok fortsætte med at være stor volatilitet, det ser man til gengæld ikke i prisen og volatiliteten på uran, som er ret stabil.
- Når Fed ændrer politik, så vil det være godt for næsten alle aktivklasser og sektorer på kort sigt. Jeg vil mene at en god måde at investere i ændringen vil være investering i industrimetaller, ædelmetaller, og energibrændsler.
- Sørg for at have kontanter så længe den endelige løsning ikke er i syne
- USD er godt så længe Fed hæver renten
- Det kan være kritisk med elbilsmetaller og mikrochips pga. USA's forbud mod microchips
- Forvent stor volatilitet de næste par måneder pga.:
  - Mange tror Fed vil ændre politik på næste rente,øde den 1.-2. november
    - Jeg tror ikke de gør det – årsagerne til inflation er ikke ændret
  - Det er afhængigt af vejret, hvor hårdt det bliver i europa – bliver det meget koldt, så stiger energipriserne
  - Hvad bliver Kinas svar på USA's forbud – det kan få voldsom indflydelse på global handel
  - Olieprisen er som en spændt fjeder, den kan kun lettes hvis der komemr en dyb global recession, og der er mange faktorer det kan få den til at eksplodere op:
    - Hvis Kina åbner op
    - OECD lande stopper i november med at frigive 1,5 mbpd – medmindre de forlænger perioden, men lagrene har en udløbsdato
    - I december træder Vestens sanktioner mod russisk olieeksport i kraft
      - Det kan give både korte og varige forstyrrelser
    - Opec+ reducerer olieeksporten yderligere
    - Hvis La Nina (vejrphænomenet) lukker oliefelter i den Mexicanske golf, og raffinaderier i det sydlige US
- Jeg holder også øje med selskaber indenfor gødning, våben og cyber
- Vil man investere i tech, så tror jeg kun det vil være et godt sted at placere sine penge i en kort periode, efter Fed har ændret mening, mend er vil komme et stort bounce.
  - Hvis renten ender i intervallet 4-6%, så får de det svært
  - Den lave rente, vi havde indtil starten af 2022 er slut, og det var det, der var årsagen til de høje multipler på tech aktier og selskabernes store aktietilbagekøb
- Midtvejsvalg i US i næste måned
- Jeg køber altid op i portioner, for at minimere risikoen for at købe på det forkerte tidspunkt.
- Jeg er altid langsigtet 18+ mdr., så CPI tal, slagets gang i Ukraine, etc. Har ikke så stor betydning for mig, det er snarere muligheder der opstår når markedet panikker.