

MAJ INVEST TEMA | MAJ 2023

BIG PICTURE

Renteudviklingen og de økonomiske fundamentaler





Temaanalyse den 4. maj 2023
Af Jeppe Christiansen, adm. direktør i Maj Invest, og
Arvid Stentoft Jakobsen, cheføkonom

Sammenfatning

Den såkaldte new normal med nulrenter og gratis statsgæld er et overstået kapitel. Styringsrenterne er steget til 3 pct. i EU og til 5,25 pct. i USA i skrivende stund. Og renteniveauet kan for alle løbetider risikere at stige yderligere. Den periode, hvor man kaldte økonomer for gammelmands, hvis de bekymrede sig om statsgælden, er efter vores vurdering definitivt slut.

Renteniveauet er bestemt af to forhold. Dels inflationen og dels realrenten, som igen er bestemt af de fundamentale økonomiske sammenhænge, herunder særligt opsparingsadfærd og pengepolitik.

Den nuværende høje inflation vil næppe være problemet fremover. Den vil formentlig falde tilbage mod niveauet omkring 2-3 pct. i løbet af et år. Men det forhold, at befolkningerne bliver ældre og samtidig fortsætter med at fastholde et højt privatforbrug, vil betyde, at vi nedbringer den store opsparing, som har medvirket til at presse realrenterne ned. Vi har påbegyndt en såkaldt nedsparring i både USA og EU.

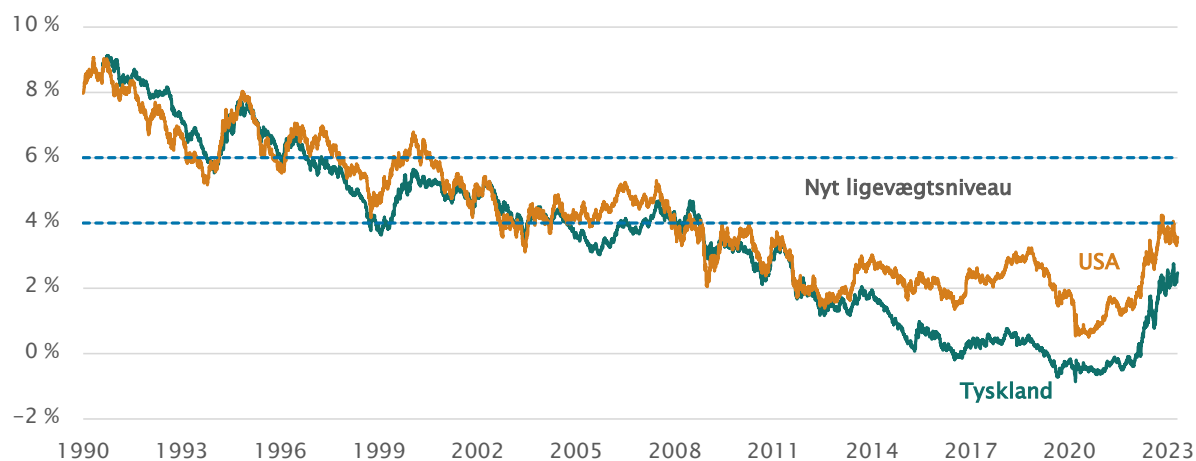
Konsekvensen vil være, at realrenterne begynder at stige. I USA er realrenten allerede steget til knap 1 pct. Den kan let stige helt op til 3 pct. I EU er realrenten omkring 0 pct. Den vil kunne stige op mod 2 procentpoint. Og hvis inflationen ikke kommer tilbage til 2 pct., som alle centralbanker håber, men bliver 3 pct. – som markedet allerede forventer – så får vi ingen rentereduktion fra denne side. Hertil kommer den renteeffekt, der skyldes, at centralbankerne bliver nødt til at dæmpe den økonomiske aktivitet for at holde løn og prisinflation i ro i længere tid. Det kan kun gøres ved en restriktiv pengepolitik, hvor man er "foran kurven", hvilket indebærer, at man hellere sætter renten op hurtigere og med mere, end markedet forventer.

Dette er helt modsat den pengepolitik, som i mange år har været god latin. Det betyder også, at man formentlig ikke længere vil bruge QE-programmer.

Konsekvensen er, at de renter, vi skal betale på boliggæld og statsgæld, bliver på det nye høje niveau. Finansmarkederne regner med, at inflationen rammer 3 pct., og at pengepolitikken lempes sidst på året. Men finansmarkederne har ikke indregnet, at realrenten kan stige.

I Maj Invest vurderer vi, at renten i løbet af tre år kan stige med 1-2 procentpoint fra det nuværende niveau, fordi opsparingen falder, og realrenten presses op - se figur 1.

Figur 1: Renten er på vej mod en ny ligevægt (10-årige statsobligationsrenter)



Kilde: Bloomberg.

Pengepolitikken er fundamentalt ændret, og statslig gældsætning bliver dyrere, hvilket sætter snævre grænser for brug af finanspolitik de næste mange år. I Danmark har vi heldigvis en lav statsgæld og er ikke sårbare. Men store dele af EU og særligt landene i Sydeuropa har ikke plads til større finanspolitiske tiltag.

De finansielle industrier, der voksede frem under lavrenteperioden, vil møde en ny virkelighed. Gearede investeringer – hvad enten det er ejendomme, private equity, alternative infrastrukturprojekter eller "risk parity-strategier" – vil blive ramt af de højere renteudgifter. For investorerne betyder den stigende realrente derfor, at porteføljerne skal justeres. For langsigtede investorer er en høj aktieandel fortsat relevant, men der bliver plads til færre gearede investeringer og i stedet behov for flere obligationer.



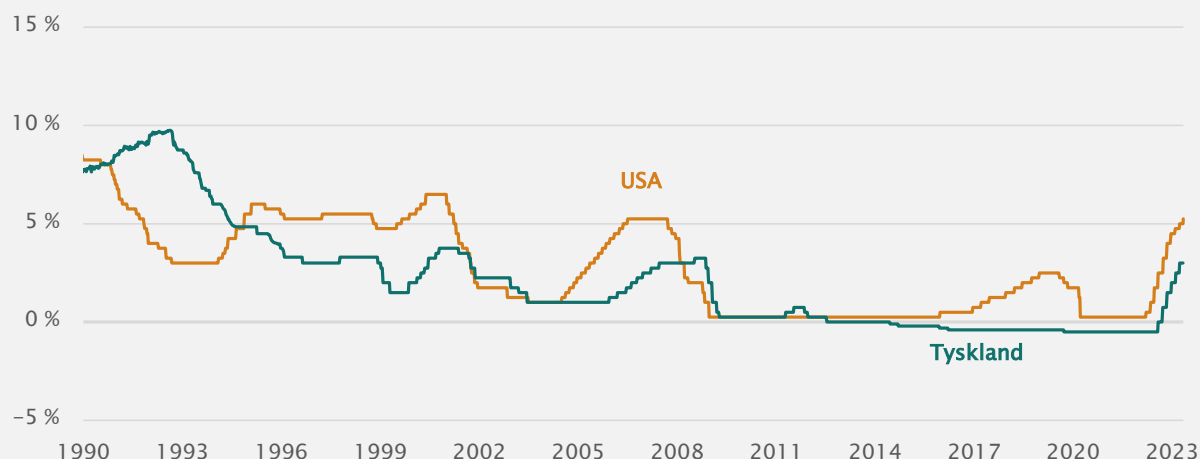
Markedets nuværende tilstand

Udviklingen på de globale finansmarkeder har de sidste to år været domineret af frygten for inflation og de tilhørende rentestigninger. Forventningsdannelsen har taget udgangspunkt i, hvordan energipriser og arbejdsmarkedsforhold har påvirket inflationen, og dermed også i frygten for en økonomisk recession. Tankegangen har været den traditionelle, nemlig at energipristigningerne er svære at komme til livs, og at de kan igangsætte en inflationsproces, sådan som det skete i 1970'erne. Fokus har derfor været på, hvordan arbejdsmarkedet har reageret på de stigende forbrugerpriser, og om en pris-løn-spiral kunne blive resultatet af denne udvikling.

I USA har debatten derfor taget sit udgangspunkt i arbejdsmarkedsforhold og manglen på arbejdskraft, mens man i EU har fokuseret på risikoen for strukturel energimangel og fortsatte stigninger i energipriserne.

Det har også påvirket pengepolitikken. I USA er det tydeligt, at den amerikanske centralbank, Fed, frygter en gentagelse af oliekrisens inflation. Fed har derfor strammet pengepolitikken i rekordfart med stigninger i styringsrenten fra 0,25 pct. til 5,25 pct. på omtrent et år. I EU har man set stramninger fra minus 0,5 pct. til 3 pct. i et tempo, som ingen havde forestillet sig for blot et år siden – se figur 2.

Figur 2: Styringsrenterne er steget voldsomt



Note: Indtil 1998 er den tyske styringsrente givet ved Deutsche Bundesbanks overnight-rente. Herefter anvendes ECB's deposit rate. Den amerikanske styringsrente viser den øvre grænse for Feds styringsrentespænd. Kilder: Bloomberg, Fed, ECB og Deutsche Bundesbank.

Holdningen blandt mange investorer er, at det vil tage tid, før inflationen er bekæmpet, men langt de fleste tror, det vil lykkes. Mange investorer forventer, at den stramme pengepolitik vil indebære, at vi får en kortvarig økonomisk recession. Men forventningen er også, at alt bliver "godt igen" med inflation omkring 3 pct. og styringsrenter lidt over dette niveau. Mange investorer vurderer, at realrenten vil falde tilbage under 1 pct. i USA og til omkring 0 pct. i EU.



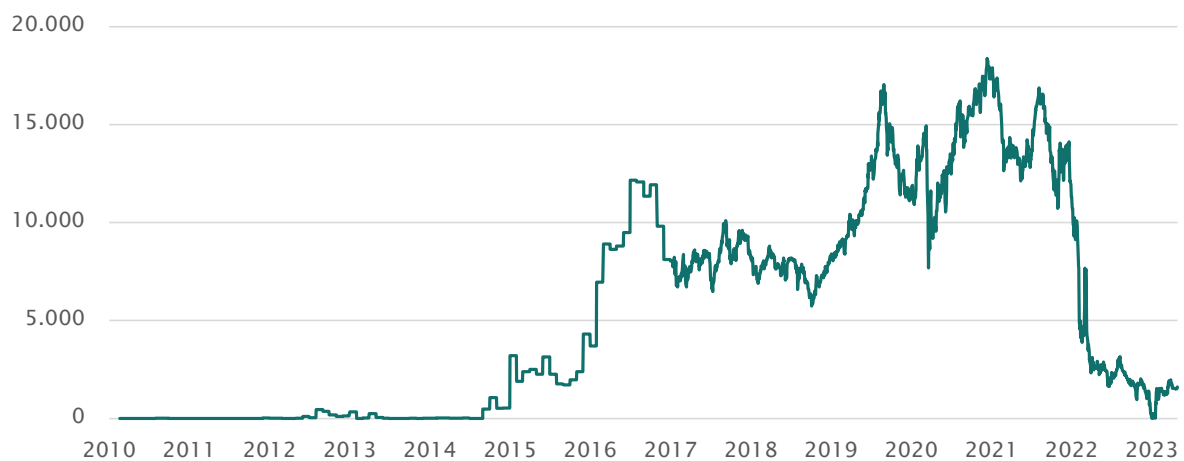
Baggrunden for de lave renter

I begyndelsen af 1980'erne var markedsrenterne på omkring 15 pct. Men i løbet af en periode på 40 år faldt renterne konstant pga. en kombination af faldende inflation og faldende realrente. Det skyldes, at global økonomi har været præget af en utilstrækkelig efterspørgsel og en stor aggregeret opsparring. Denne opsparring er drevet af overskudslande som Japan, Kina og Tyskland samt den generelt voksende samlede pensionsopsparing.

I årene efter finanskrisen nåede renteniveauet bunden. I en længere periode havde vi ligefrem nulrenter i USA og negative styringsrenter i EU og Japan. Vi fik i forlængelse heraf diskussionen, om negative renter ville blive den nye normal. Da nulrentepolitikken toppede, var værdien af obligationer med negativ rente i global økonomi 18.380 mia. USD, se figur 3. Det udgjorde mere end 20 pct. af verdens obligationer.



Figur 3: Værdien af global gæld med negative renter toppede i 2021 (mia. USD)

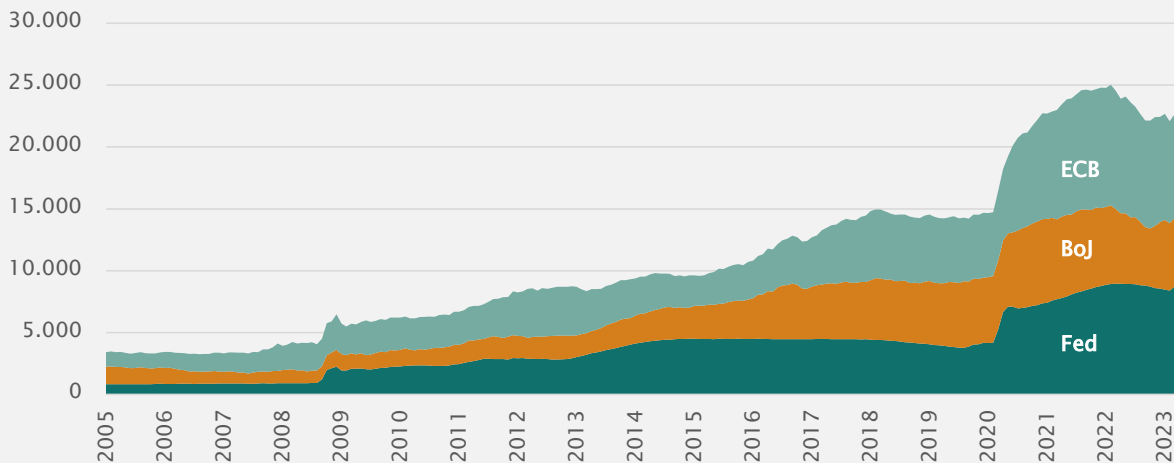


Kilde: Bloomberg.

Det var som nævnt hovedsageligt faldet i inflationen og den stigende opsparing, som gav de meget lave realrenter. Men rentefaldet var også fremskyndet og styrket af centralbankerne, der særligt under kriser som finanskrisen og covid-19-krisen førte en meget aktiv pengepolitik med det sigte at stimulere væksten gennem lave renter på både kort og længere finansiering.

Under finanskrisen og det sydeuropæiske finansielle sammenbrud så en ny form for pengepolitik dagens lys. Vi havde indtil dette tidspunkt hovedsageligt set, at pengepolitik bestod i at fastsætte styringsrenterne. Men da dette ikke altid kunne få obligationsrenterne tilstrækkeligt langt ned, blev den traditionelle pengepolitik suppleret med både forward guidance, hvor centralbankerne tilkendegav deres planer for den forestående pengepolitik, og såkaldte QE-programmer, som bestod i, at centralbankerne opkøbte store mængder obligationer i markedet. I figur 4 er vist, hvor store obligationsmængder der blev opkøbt af Fed, Den Europæiske Centralbank, ECB, og Bank of Japan, BoJ, i perioden efter finanskrisen.

Figur 4: Centralbankernes obligationsopkøb har været enorme (mia. USD)



Note: Tallene dækker over centralbankernes balance. Kilder: Bloomberg, Fed, ECB og BoJ.



Det blev en meget succesfuld politik. Finanskrisen og den sydeuropæiske krise blev håndteret. Den daværende ECB-chef, Mario Draghi, fik med sin "whatever it takes"-tale reddet både euroen og Italien. Under covid-19-krisen anvendte centralbankerne også QE-programmer til at finansiere den dyre krisehjælp, som finanspolitikken satte rammerne for, og flere mente derfor, at denne form for pengepolitik også ville kunne finansiere øvrige dyre politiske initiativer, herunder øgede udgifter til forsvar og klima. Der kom endda en diskussion af, om økonomisk politik havde en dimension, man ikke før havde tænkt over. Teorien, der går under navnet MMT (modern monetary theory), postulerer, at finanspolitik næsten uanset omfang er "gratis", bl.a. fordi den tilhørende gældsætning kan finansieres ved at trykke nye penge. Økonomer, der mener, at statsgælden højst bør stige i takt med BNP, og at statsgælden før eller siden vil have en omkostning i form af realrenten samt en refinansieringsrisiko, blev belært om, at det var en gammeldags tankegang.

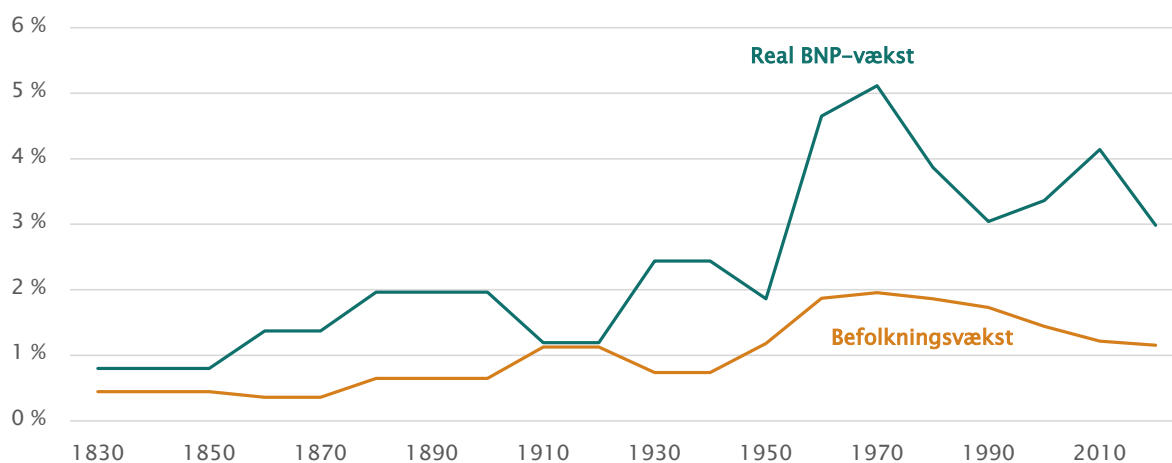
Vi står dog nu midt i et demografisk skifte, som vil påvirke renteutviklingen markant i de kommende år. De lave renters tid er derfor med stor sandsynlighed forbi.



Demografiens betydning for økonomien

Demografi er en af de mest indflydelsesrige langsigtede faktorer for den økonomiske udvikling og bliver af mange primært forbundet med den generelle vækst i økonomien. En stigende befolkning har nemlig historisk ført til øget økonomisk fremgang, se figur 5.

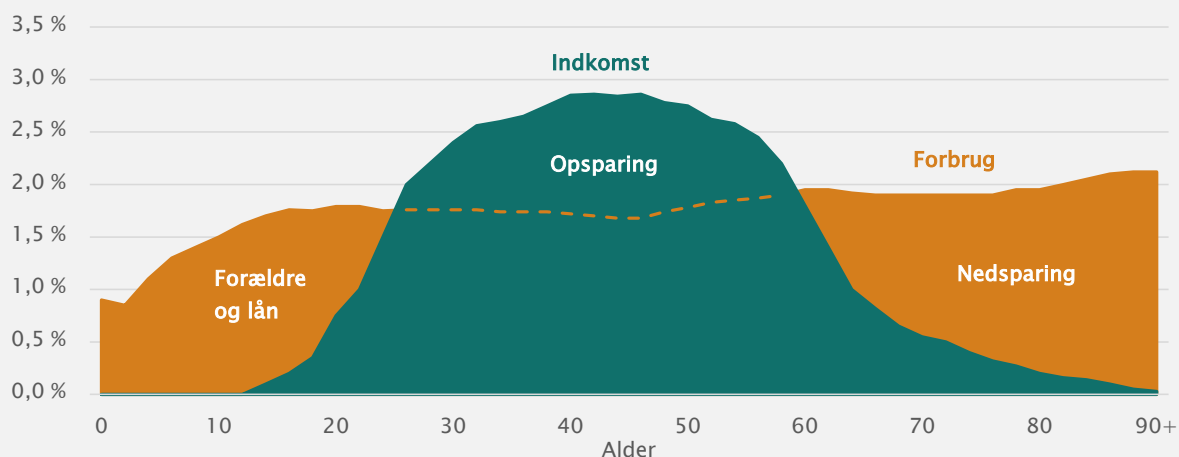
Figur 5: Befolkningsvæksten har historisk haft betydning for den økonomiske aktivitet



Kilde: Maddison Project Database, version 2020. Bolt, Jutta og Jan Luiten van Zanden (2020), "Maddison style estimates of the evolution of the world economy. A new 2020 update" og Maj Invests beregninger.

Befolkningens alderssammensætning er dog også helt central, da forbrugs- og opsparingskvoten varierer markant på tværs af aldersgrupper. Den unge del af befolkningen har en relativt lav indkomst, der kun tillader en lav opsparingskvote, og omvendt en høj forbrugskvot, der giver anledning til at optage gæld. Befolkningen i den arbejdsdygtige alder oplever en voksende indkomst, der tillader dem at spare op til pensionen og afdrage eksisterende gæld, og den tiltagende opsparringstilbøjelighed medfører en lavere forbrugskvot. Den ældre del af befolkningen har ikke længere en fast indkomst, men lever i stedet af deres opsparring. Derfor er denne aldersgruppe kendetegnet ved en høj forbrugskvot. Udviklingen er illustreret i figur 6.

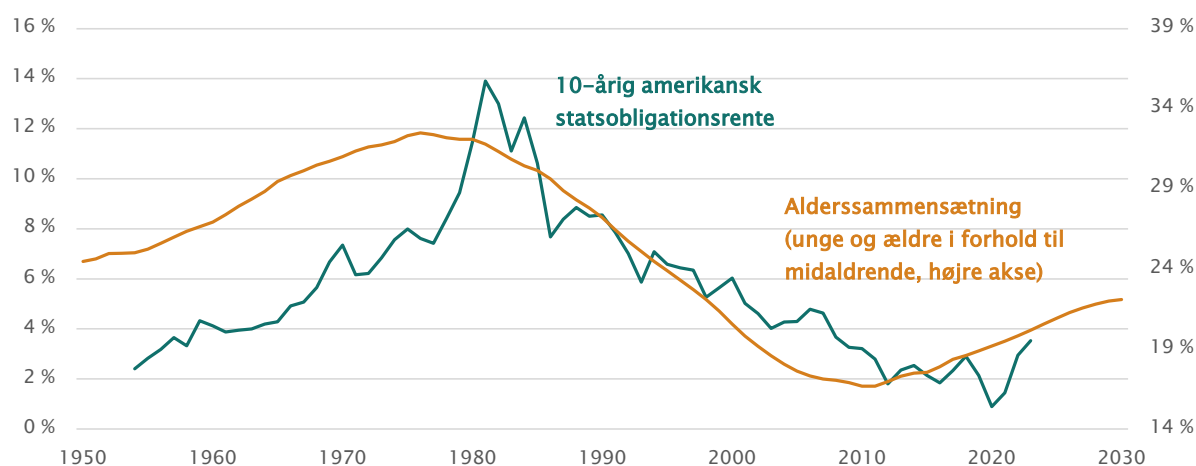
Figur 6: Andel af livstidsindkomst tjent og forbrugt per år



Note: Tallene er baseret på data fra 23 udviklede og emerging økonomier. Kilde: Bank of England.

Alderssammensætningen har dermed en afgørende rolle i forholdet mellem den samlede opsparing og det samlede forbrug i samfundet, og det har stor betydning for realrenten, der skaber ligevægt mellem netop opsparingen og forbruget. Som man kan se i figur 7, har den amerikanske befolkning siden 1980'erne langsomt fået flere og flere midaldrende i forhold til det samlede antal unge og gamle, og da midaldrende som beskrevet ovenfor sparer mere op, har det fået opsparingen til at stige relativt til forbruget. Det har fået realrenten til at falde, og det er denne tendens, der nu ser ud til at ændre sig.

Figur 7: Alderssammensætningen er afgørende for renteniveauet



Note: Alderssammensætningen er regnet som andelen af befolkningen mellem 5 og 34 år plus andelen af befolkningen over 65 år fratrukket andelen af befolkningen mellem 40 og 65 år. Kilde: TS Lombard, Bloomberg og US Nations.



Babyboomer-generationen ændrer balancen mellem opsparing og forbrug

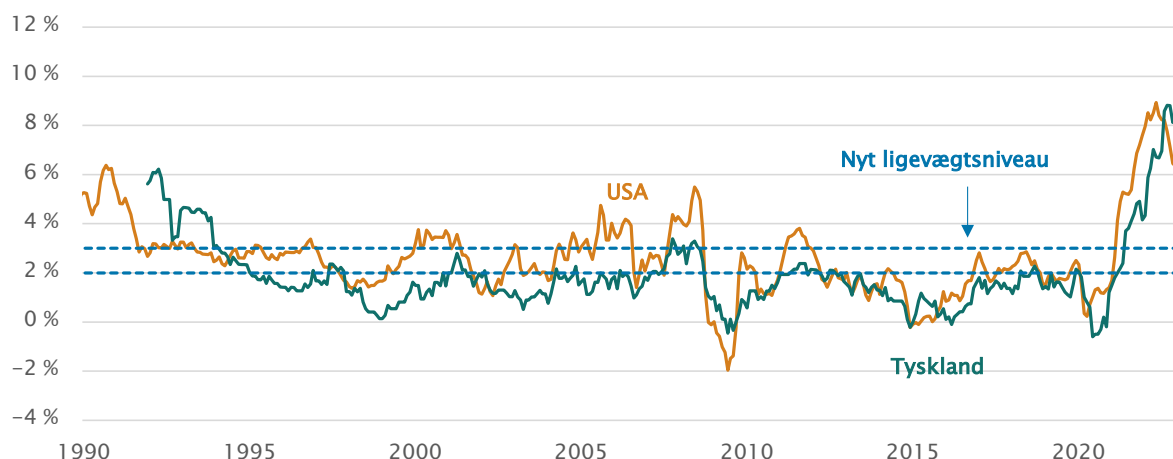
Den store babyboomer-generation, der kom til verden i efterkrigstiden, er nu på vej på pension. Deres transformation fra erhvervsaktiv/opsparerer til pensionist/nedsparer er derfor i fuld gang. Det vender op og ned på den grundlæggende balance mellem udbud og efterspørgsel i amerikansk økonomi, og vi ser samme tendens i Europa. I takt med at babyboomerne efter årtusindskiftet nærmede sig pensionsalderen, steg deres opsparingskvote mærkbart, og det medførte et behov for stadig lavere – og efterhånden negative – realrenter for at understøtte efterspørgslen og fastholde balancen i økonomien. Nu hvor de i stigende grad går på pension og begynder at bruge af deres opsparing, bliver situationen vendt på hovedet, så der tværtimod opstår et behov for positive realrenter for at lægge låg på efterspørgslen.

Dette demografiske skift vil i vores optik få væsentlige konsekvenser for inflationen, realrenten og derfor også den nominelle rente over de næste 3 til 5 år.

Inflationen: Den nuværende inflation, der i høj grad skyldes en for lempelig finanspolitik og problemer i forsyningskæderne, er aftagende. Men selv en mere restriktiv finanspolitik vil ikke være tilstrækkelig til at holde inflationen nede. Pensioneringen af babyboomer-generationen vil efterlade det amerikanske arbejdsmarked med en uforløst efterspørgsel efter arbejdskraft. Det vil betyde fortsat stigende lønninger, der vil øge virksomhedernes omkostninger og husholdningernes efterspørgsel, og isoleret set lægge et opadgående pres på inflationen. Samtidig bliver de deflationære effekter fra globaliseringen, digitaliseringen og walmartificeringens stordriftsfordele mindre og mindre. Vi kommer derfor ikke tilbage til de meget lave inflationsniveauer, vi oplevede mellem finanskrisen og covid-19-krisen.

Vi vurderer, at amerikansk og europæisk inflation vil ligge mellem 2 og 3 pct. fremadrettet. Se figur 8.

Figur 8: Inflationens nye ligevægt (CPI)

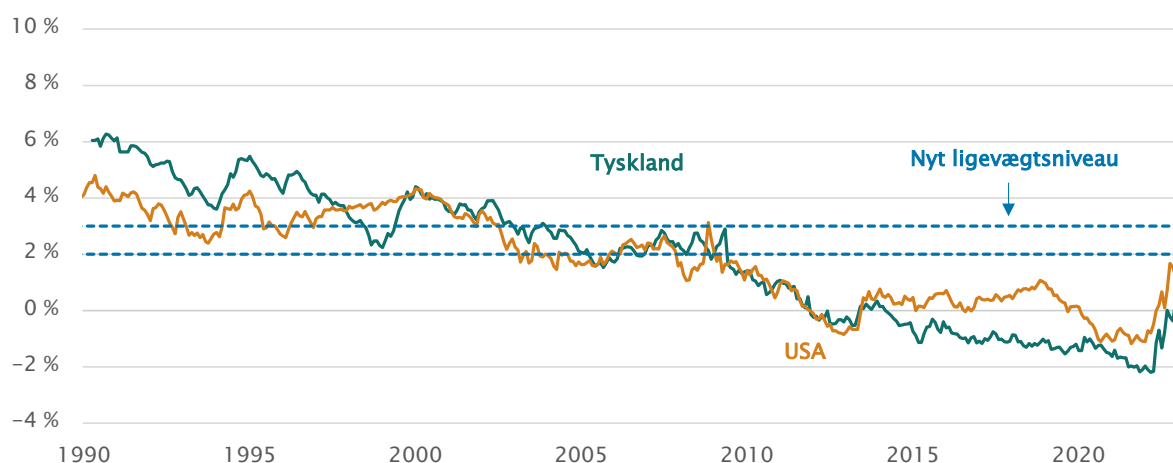


Note: Figuren viser årlige ændringer i forbrugerpriserne. Kilde: Bloomberg.

Realrenten: Pensioneringen af babyboomer-generationen vil medføre en lavere samlet opsparing, og derfor vil en ny balance mellem opsparings- og forbrugsniveauet give et opadgående pres på realrenten. Ud over babyboomer-effekten vil øgede investeringer i den grønne omstilling, reshoring og militær øge det samlede forbrug og ligeledes lægge et opadgående pres på realrenten.

Vi vurderer, at realrenten i USA og Europa vil komme tilbage til de niveauer, man oplevede i 1990'erne, hvor realrenten svingede omkring 2-3 pct. Se figur 9.

Figur 9: Realrentens nye ligevægt



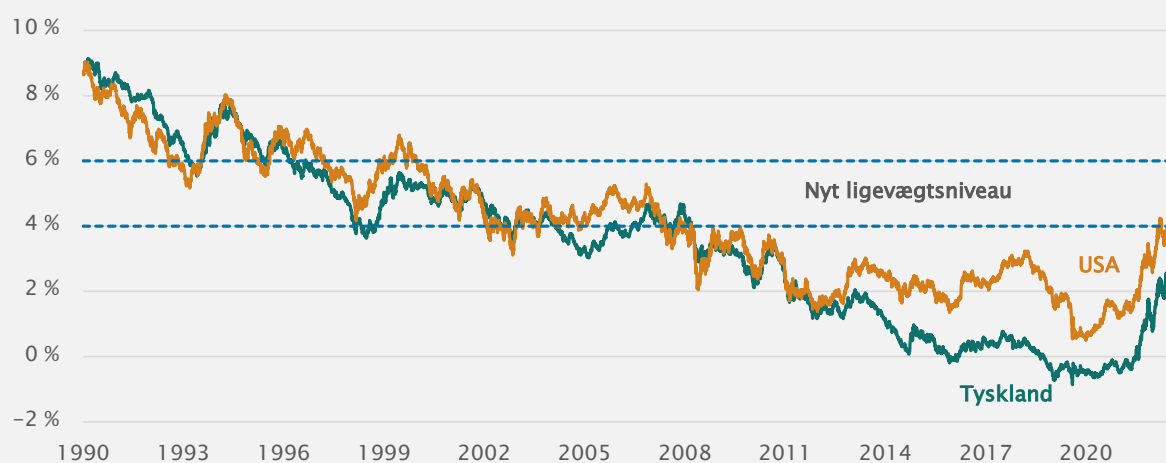
Note: Tysklands realrente fra 1990-2008 er baseret på tyske statsobligationer og IMF's inflationsforventninger. Derefter på en inflationsindekseret tysk statsobligation. USA's realrente er mellem 1990 og 1997 baseret på tal fra Cleveland Fed, derefter baseret på en inflationsindekseret amerikansk statsobligation. Kilder: Bloomberg, Bruegel og Cleveland Fed.

Den nominelle rente: Den nominelle rente er summen af realrenten og inflationen og vil derfor følge stigningerne i disse på lang sigt.

De nominelle renter vil derfor efter vores vurdering ligge mellem 4 og 6 pct. i Europa og USA i den nye ligevægt. Se figur 10.

Dette er væsentligt højere end de nuværende renter på den 10-årige statsobligation i USA og Tyskland, som er hhv. 3,4 pct. og 2,2 pct.

Figur 10: Den nominelle rentes nye ligevægt (10-årige statsobligationsrenter)



Kilde: Bloomberg.





Konsekvenser for statsgæld, finanspolitik og pengepolitik

De højere realrenter vil få konsekvenser for både statsgælden, finanspolitikken og pengepolitikken fremover. Omkostningerne ved at stifte gæld og overskride statsbudgetterne, hvilket har været normen siden finanskrisen, vil stige betragteligt, og der er derfor brug for en penge- og finanspolitik, der dæmper gældsætning og bevarer tillid og stabilitet i pengesystemet. Økonomien vil dog være i stand til at klare sig uden finanspolitiske stimuli, da den private efterspørgsel i sig selv vil være rigelig.

I gamle dage talte man om, at loftet for statsgælden var omkring 60 pct. af BNP, sådan som det blev fastsat af Maastricht-traktaten. Denne grænse blev reelt flyttet op til "100 pct. plus", da behovet for finanspolitik under finanskrisen og covid-krisen var massivt – se figur 11. Nu kommer man igen til at fokusere på, at denne grænse formentlig ligger under 100 pct. Hvor stor en statsgæld, der er plads til, kan man læse om i "biblen for finansiel historie" skrevet af professorerne Ken Rogoff og Carmen Reinhart i bogen "This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly".

Figur 11: Kriser har presset statsgælden op

	Statsgæld, pct. af BNP	Offentlig balance, pct. af BNP	10-årig rente
Japan	262 %	-6 %	0,4 %
Grækenland	199 %	-8 %	4,1 %
Italien	151 %	-7 %	4,1 %
USA	128 %	-12 %	3,4 %
Frankrig	113 %	-7 %	2,8 %
Storbritannien	104 %	-8 %	3,7 %
Kina	71 %	-10 %	2,8 %
Tyskland	70 %	-4 %	2,2 %
Danmark	37 %	4 %	2,5 %

Note: Statsgælden er opgjort for 2021. I Kina er den offentlige balance opgjort for 2020, og i de øvrige lande er den opgjort for 2021. Tysklands, Frankrigs og Grækenlands budgetunderskud er estimater. Kilder: IMF, OECD, Statista og Bloomberg.

Der vil stadig være plads til en aktiv pengepolitik, men ikke på den måde, vi har set de sidste 10 år. Filosofien om hellere at have for lave renter end at komme for sent i gang med pengepolitiske stramninger har været udbredt i centralbankerne. Den er nu under ændring. Den nye pengepolitiske formel bliver at foretrække høje renter og acceptere risikoen for recession

fremfor lave renter og inflation. Der bliver ikke plads til nulrenter og store QE-programmer, men i stedet fokus på de traditionelle opgaver for en centralbank: at holde inflationen i ro og sikre tilliden til pengesystemet.

Konsekvenserne for investeringsstrategier

Renteudviklingen kan få en større betydning for de finansielle markeder, end mange strateger og analytikere forudser. Det betyder, at investorer og pensionskasser formentlig vil justere deres investeringsstrategier. Den store fokus på finansiell risiko og scenarieplanlægning vil indebære, at mange investorer nok vil justere den finansielle risiko ned.

Der kan blive tale om et egentligt paradigmeskift i retning af flere obligationer og færre gearrede investeringer. Det får særligt betydning for ejendomsmarkedet og investeringer baseret på gældsætning.

Obligationer vil i de kommende år give solide positive afkast på omkring 4–6 procent p.a. Med en inflation på omkring 3 pct. vil det igen blive attraktivt for langsigtede investorer at have en betydelig andel af formuen i obligationer.

Aktiemarkedet vil normalt se en kurskorrektion på omkring 6–8 pct. for hvert procentpoint, renten stiger. Vi har allerede i 2022 set en stor del af denne effekt. Heldigvis vil det forhold, at privatforbruget stiger, betyde, at vækstudsigterne for erhvervslivet bliver bedre, end mange forventer, og dette kan isoleret set trække aktiemarkedet op. Men den fremtidige renteeffekt for aktier vil stadig være negativ med omkring 10 pct., hvoraf kun en del er inddiskonteret i markedet. Den trendmæssige opdrift i aktiemarkedet fra vækst og indtjening i erhvervslivet er på omkring 7–10 pct. årligt. Derfor vil effekten af den stigende realrente kunne blive, at aktieafkast i de næste 5 år vil ligge noget lavere – sandsynligvis på omkring 5–7 pct. årligt.

Ejendomsmarkedet vil blive alvorlig ramt af rentestigningerne. Den del af rentestigningen, som skyldes inflation, vil næppe give problemer, idet den kan overvælttes i huslejen via indeksering. Men realrenteelementet udgør en omkostning, som rammer værdiansættelsen på ejendomme. Den normale gearing i ejendomsmarkedet betyder isoleret set, at huspriserne vil falde med op til 20 pct., hvis vi får en realrentestigning på 2 pct. En stor del af dette har vi allerede set i de faktiske handelspriser for ejendomme. Men pristrenden for ejendomme vil sandsynligvis blive negativ i de næste 2–3 år. På sigt vil den økonomiske vækst trække huspriserne op igen.

Private equity (PE)-markedet, som er "boomet" i takt med rentefaldet, vil få udfordringer. Før finanskrisen handlede man virksomheder på indtjeningsmultipler på omkring 8–10 gange indtjeningen før skat, renter og afskrivninger. De sidste 10 år er denne multipel steget til 12–15 eller mere for virksomheder med vækstpotentiale. Vi kan derfor forvente, at PE-markedet skal normaliseres, og at det nye prispunkt vil ligge betydeligt lavere end 15. For de store buy-out-fonde, som ofte er gearet op til fem gange, vil rentestigningen betyde lavere gearing og en stigende renteudgift. Kombinationen af dette kan give prisfald i denne del af PE-markedet på mere end 20 pct., når det gælder de meget gearede transaktioner. Hvor hurtigt dette sker, er svært at forudse, idet der stadig er meget store "ledige" kapitalreserver i PE-fondene. Men der er også mange PE-fonde, som har salgsbehov ved udløb af investeringsperioden. Denne faktor kan give periodevise salgspres i de kommende år. På sigt vil den økonomiske vækst stabilisere PE-markedet og værdiansættelserne. Men aktivklassen vil være udfordret i de næste par år.

Alternative investeringer er en ny investeringskategori, som er opstået i kølvandet på rentefaldet. Der er bl.a. tale om investeringer i infrastruktur og grønne energiprojekter. Ofte er der betydelig lånefinansiering. Derfor vil nogle af disse projekter blive ramt på samme måde som ejendomsmarkedet. Hvis ikke rentestigningen kan væltes over i priserne, vil projektværdierne falde med det, som svarer til rentestigningseffekten.

Kryptomarkedet vil gradvist få mindre og mindre betydning. Der kan være "teknologilommer", som repræsenterer værdi. Men størstedelen af dette marked vil forsvinde igen. Investeringsformer, som ikke giver udbytte eller rente, vil gradvist miste betydning.

Venturemarkedet, hvor venturefonde investerer i mindre, nye virksomheder med stort vækstpotentiale, vil fortsat opnå fremgang. De dele af venturemarkedet, hvor man først forventer positivt cash-flow og værdiskabelse om 5–10 år, vil dog få det svært. Renteomkostningerne vil særligt ramme de virksomheder, som har årelange negative pengestrømme. En stor del af disruption-forretningsmodellerne vil opleve, at fundraising bliver næsten umulig, medmindre man har en helt unik teknologi eller særlig viden. I de kommende år skal man konkurrere med alternativer, der giver et løbende renteafkast på 5 pct. årligt.



Konklusion

Global økonomi er de seneste to år blevet ramt af stigende inflation, stigende realrente og en nødvendig stramning af pengepolitikken. Det har givet betydelige rentestigninger. Selvom inflationen falder tilbage mod 2–3 pct., vil den stigende realrente og den strammere pengepolitik fortsat holde markedsrenterne oppe på det nye højere niveau.

USA og EU er påvirket af et demografisk betinget fald i opsparingen de næste mange år. Det giver i de kommende år yderligere realrentestigninger og behov for en varig ændring i den pengepolitiske linje – et forhold, vi allerede har set indfaset.

Det betyder, at vi får nominelle lange statsrenter på omkring 4 pct. i EU og 5–6 pct. i USA indenfor 3–5 år. Det markerer slutningen på et 40 år langt rentefald. Konsekvenserne for verdens investorer er betydelige og endnu ikke indfaset. Porteføljusteringerne vil gradvist blive gennemført de næste par år.

Der vil på den baggrund ske en såkaldt "reprisning" på de finansielle markeder. Særligt ejendomme, alternative investeringer og PE-industrien vil opleve værdiregulering, i takt med at finansieringsomkostningerne stiger, og investorernes risikoappetit falder.

Den globale økonomiske vækst vil fortsætte, men der vil komme flere konjunkturudsving, da man i mindre grad vil kunne stabilisere udsvingene gennem finans- og pengepolitikken. Rentebelastningen på gældsfinansieret finanspolitik vil blive højere, og derfor vil initiativerne blive mere beskedne. Samtidig vil pengepolitikken skifte karakter for at holde inflationen i ro og sikre tilliden til pengesystemet i en tid, hvor statsgælden bliver dyr at finansiere.

Synspunkterne i dette notat er langsigtede og vil lidt efter lidt slå igennem over de næste 3–5 år. Finansmarkederne er omskiftelige og vil i perioder svinge på baggrund af mere kortsigtede begivenheder. Det ændrer dog ikke på den demografiske udvikling og dens langsigtede konsekvenser, som er angivet i figur 12 og 13.

Figur 12: Konsekvenser af rentestigningen

	Afkasteffekt	
	<u>Under rentestigning</u>	<u>Efter rentestigning</u>
Aktier	Neutral/Negativ	Neutral
Obligationer	Negativ	Positiv
PE-fonde	Negativ	Meget negativ
Alternativer	Negativ	Meget negativ

Kilde: Maj Invest.

Figur 13: Afkastniveauer de sidste 12 år og de næste 12 år

	2010–2022	2023–2035
Aktier	15 % p.a.	5–7 % p.a.
Valueaktier	9 % p.a.	10 % p.a.
Emerging markets-aktier	5 % p.a.	10 % p.a.
Korte renter (EU)	0 % p.a.	3 % p.a.
Lange renter (EU)	4 % p.a.	5 % p.a.
Kredit (EU)	4 % p.a.	5 % p.a.
PE-fonde	16 % p.a.	5–7 % p.a.
Venturefonde	17 % p.a.	10–15 % p.a.

Note: Historiske afkast er alle inklusive nettoudbytte og baseret på: Aktier: S&P 500, MSCI World Value, MSCI World EM. Renter: BEDE1–3, BEDE7–10, Bloomberg Global Credit. Ejendomme: Dow Jones Equity REIT. PE-fonde: Bloomberg Buyout PE index. Venturefonde: Bloomberg Venture Capital Index. Kilder: Bloomberg og Maj Invest.



Ansvarsfraskrivelse

Dette materiale er udarbejdet af Fondsmæglerselskabet Maj Invest A/S ("Maj Invest"). Materialet er alene udarbejdet som informationsmateriale. Materialet er ikke et tilbud eller en opfordring til køb/salg af værdipapir, valuta eller finansielt instrument.

Materialet tager ikke udgangspunkt i og er ikke tilpasset nogen investors personlige forhold. Materialet er ikke investeringsrådgivning og bør ikke opfattes som sådan, materialet giver kun generelle informationer om værdipapirer, herunder investeringsbeviser. Materialets informationer kan ikke erstatte individuel professionel rådgivning.

Materialet er baseret på informationer fra kilder, som Maj Invest finder troværdige, men Maj Invest påtager sig ikke ansvar for materialets rigtighed eller for dispositioner foretaget på baggrund af materialet, herunder eventuelle tab.

Maj Invest og dets moderselskab samt medarbejdere i Maj Invest kan udføre forretninger, etablere, afslutte, ændre eller have positioner i værdipapirer, valuta, finansielle instrumenter, som er omtalt i materialet. Maj Invest kan endvidere udføre investerings- eller porteføljerådgivning for kunder, som er omtalt i materialet, f.eks. Investeringsforeningen Maj Invest. Maj Invest har samarbejdsaftale om formidling af handel med og information om investeringsforeningsandele i Investeringsforeningen Maj Invest, og Maj Invest honoreres herfor.

Vurderinger i materialet er baseret på skøn og forudsætninger. En investering i værdipapirer, herunder investeringsbeviser, er forbundet med risici. Bevægelser i markedet generelt eller hændelser knyttet til værdipapirer kan påvirke kursudviklingen, som dermed kan adskille sig væsentligt fra det i præsentationsmaterialet forventede. Historiske og tidligere afkast kan ikke anvendes som en pålidelig indikator for fremtidige afkast. Vurdering af fremtidige afkast er baseret på formodninger, som måske ikke realiseres.

Materialet er beskyttet af ophavsretslovgivningen i Danmark. Materialet er til modtagerens personlige brug og må ikke udleveres, kopieres eller offentliggøres til andre uden Maj Invests tilladelse, andet end i det omfang det er nødvendigt til andre personer inden for samme organisation.