

Langsigtede afkastforventninger

Update 2024

Rådet for Afkastforventninger vurderer én gang om året de langsigtede afkastforventninger, dvs. for prognosehorisonter længere end 10 år. I 2022 gennemførte Rådet en større analyse af de langsigtede forventninger, herunder analyser af en tredje aktivklasse, se Rådet for Afkastforventninger (2022). Rådet konkluderede, at ”der i en samlet vurdering ikke er tilstrækkelig argumentation for at ændre forventningerne til de langsigtede afkast for aktier, obligationer og inflation, som derved bibeholdes på henholdsvis 6,5%, 3,5% og 2% per år”.

Perioden siden 2022 har været karakteriseret af først høj og siden faldende inflation, og som følge heraf først stigende og siden faldende nominelle renter. Denne udvikling rejser spørgsmålet om det giver anledning til en revurdering af de langsigtede afkastforventninger for renter. Spørgsmålet er behandlet i nogle nyere akademiske papirer, jf. referencelisten nedenfor.

I den nyere litteratur studeres ofte udviklingen i den såkaldte ”naturlige rente”, eller ” r^* ”, som et mål for det langsigtede ligevægtsniveau for renterne. Den generelle konklusion i fx Carvalho m.fl. (2023), Cesa-Bianchi m.fl. (2023), Holston m.fl. (2023), Obstfeld (2023) og Platzer m.fl. (2023) kan sammenfattes med følgende uddrag fra Brand m.fl. (2024):

Slow-moving measures of r^ anchored to long-run economic trends are unlikely to have risen recently. While cyclical measures of r^* might be edging higher, slow-moving measures of r^* that only change over decades are unlikely to have risen, since their long-run economic drivers, such as productivity, growth, demographics and risk aversion, have not changed fundamentally.*

Med andre ord synes den overordnede konklusion i nyere akademiske studier at være en genbekræftelse af konklusionen i Rådet for Afkastforventninger (2022) om, der i en samlet vurdering ikke er tilstrækkelig evidens til entydigt at konkludere, at de langsigtede renteforventninger bør justeres.

Samtidig skal det påpeges, at der i artiklerne anes en lidt større betoning af usikkerheden, og også en påpegning af faktorer, hvor landespecifikke forhold kan betyde en afvigelse fra den globale trend, jf. bl.a. Obstfeld (2023) og Carvalho m.fl. (2023).

Bland andet Obstfeld (2023) og Reiss (2022) argumenterer for, at der i den seneste debat har været for megen fokus på ændringer og volatiliteten i nominelle renter (statspapirer), da afkastet på kapital er stort set uændret (og måske med en faldende tendens).

Bulir or Vlcek (2024) afviger fra ovenstående konsensusopfattelse baseret på trendfaldet i reale afkastet. De konkluderer, at ”the natural rate of return” ikke har udvist nogen nedadgående trend over perioden 2002-2024 baseret på en analyse af 12 lande. Udviklingen i afkast tillægges særlige forhold (herunder særligt valutakursbevægelser) som ikke kan tolkes som strukturelle og dermed af betydning for fremtidige afkast. Det skal dog bemærkes, at analysen ikke indeholder afkastfremskrivninger.

I Tabel 1 præsenteres opdaterede renteantagelse i analyser af finanspolitisk holdbarhed i Danmark samt OECD langsigtsprogno. Generelt antages der en højere rente i 2030 end tidligere, men på lang sigt, er forventningerne uændrede eller kun lidt lavere i forhold til analyserne i Rådet for Afkastforventninger (2022). I enkelte tilfælde er der ikke angivet en eksplicit inflationsforventning, men den må antages at være 2%.

Tabel 1: Renteantagelser i analyser af finanspolitisk holdbarhed – Danmark. Tal fra Rådet for Afkastforventninger (2022) i sort. Nyeste tal i blå.

	Renteniveau	Inflation	Realrente
OECD (2018) ¹ /(2023)	2030: 3%/3.7%	2030: 1%	2030: 2%
	2060: 4%/3.7%	2060: 3%	2060: 1%
EU (2021) ² /(2024)	2030: 1,1%/4.7%	2030: 2%/2%	2030: -0,9/2.7%
	2070: 4%/4%	2070: 2%/2%	2070: 2%/2%
Finansministeriet (2022) ³ /2023	2025: 1.7% /2030:2.8%	2025: 1,75%/1.9%	2025: -0,05% /0.95
	2050: 4%/2060: 4%	2040: 1,75%	2040: 2,25%
Økonomisk Råd (2021) ⁴ /(2023)	2030: 1.6% /2.6%	2025: 2%	2030: -0,4%
	2050: 4,5 % /4%	2035: 2% /2%	2060: 2,5% /2%
DREAM (2022) ⁵ /(2023)	4,5% /4.5%	2% /2%	2.45% /2.5%

Note: 1) OECD, 2018, The Long View: Scenarios for the World Economy to 2060. Inflation is implicit GDP deflator, 2) European commission, 2021, Debt sustainability monitor 2020. Values for Denmark for 2030 determined by forward rates, 2060 historical average. 3) Finansministeriet, Konvergensprogram 2022, NB inflationsforudsætning ikke eksplicit angivet. 4) Økonomisk Råd, Dansk Økonomi, Efteråret 2021, 5) Langsigtet økonomisk fremskrivning 2021, januar 2021)

1) OECD Long-term scenarios: incorporating the energy transition, Economic Policy Paper No. 33, 2023, 2) European Commission: 2024 Ageing Report - Economic & Budgetary Projections for the EU Member States (2022-2070), 3) Finansministeriet, Konvergensprogram 2023., 4) Økonomisk Råd, Dansk Økonomi, Efteråret 2023 , 5) Langsigtet økonomisk fremskrivning 2022, April 2023+ baggrundsnotat

Rådet konkluderer således overordnet, at der ikke er entydigt evidens for, at de langsigtede renteforventninger bør justeres.

Klimarisici og forventede afkast

Rådet har i 2024 haft et særligt fokus på den mulige effekt af klimaforandringer på forventede fremtidige afkast. Der er dog ikke umiddelbart identificeret nye akademiske analyser, der overordnet analyserer effekter af klima/miljøpolitik for afkast og risici. OECD (2023) analyserer effekt af klimaomstillinger for at nå et ”net-zero target for greenhouse gas emissions by 2050”, men analysen omfatter ikke afkasteffekter. Der forventes stigende investeringer, hvilket kan have en opadgående effekt på afkast, men også samtidig lavere vækstrater, der kan virke i modsat retning.

Der er igangsat en række initiativer - herunder bæredygtighedsrapportering (CSRD) - for at forbedre data (i mange tilfælde er udgangssituation fravær af data) om effekter af økonomisk aktivitet

for klima og miljø. I fravær af data kan disse effekter ikke systematisk være ”priset ind” i de finansielle markeder. Det kan dog ikke slutes modsætningsvis, at ingen klima/miljømæssige forhold eller risici er ”priset ind”. Umiddelbart er der ikke identificeret analyser, der forsøger systematisk at vurdere effekterne for afkast og risiko. Der er også uklart, om det kan omsættes til effekter for Rådets langsigtede afkastforventninger, der alene omfatter tre afkastklasser og dermed et højt aggregeringsniveau (selv de 10 afkastklasser benyttet på horisonten op til 10 år kan være et for højt aggregeringsniveau).

Det konkluderes, at der ikke er tilstrækkelig evidens i den akademiske litteratur til at eksplicit inddrages klimaforandringers effekt på de forventede afkast.

Litteratur

Brand, C. , N. Lisack and F. Mazelis, 2024, Estimates of the natural interest rate for the euro area: an update, ECB Economic Bulletin, Issue 1/2024, https://www.ecb.europa.eu/press/economic-bulletin/focus/2024/html/ecb.ebbox202401_07~72edc611d3.en.html

Bulir, A., and J. Vlcek, 2024, The mirage of falling R-stars, IMF Working Paper WO/24/161.

Cesa-Bianchi, A., Harrison, R. and Sajedi, R, “Global R*”, Staff Working Paper No 990, Bank of England, October 2023.

Carvalho, C., A. Ferrero, F. Maxin, F. Nechio, 2023, Demographics and real interest rates across countries and over time, Federal Reserve Bank of San Fransico, Working Paper 2023-32.

Holston, K., T. Laubach, and J.C. Williams, 2023, Measuring the natural rate of interest after COVID-19, Federal Reserve Bank of New Your, Staff Report.

Obstfeld, M., 2023, Natural and neutral real interest rates: Past and Future, NBER Working Paper 31949.

Platzer, J., F. Grigoli, and R Tietz, 2023, Low for (Very) Long? A Long-Run Perspective on r^* across Advanced Economies, IMF Working Paper WP/23/85.

Reis, R., 2022, Has monetary policy cared too much about a poor measure of r -star? Assian Monetary Policy Forum, May 2022, <https://abfer.org/media/abfer-events-2022/ampf/Ricardo-Reis-ampf-paper.pdf>

Rådet for Afkastforventninger (2022). Forventninger til langsigtede afkast fra likvide og illikvide aktiver. <https://www.afkastforventninger.dk/media/1503/forventninger-til-langsigtete-afkast-fra-likvide-og-illikvide-aktiver.pdf>