

Rådet for Afkastforventninger

Ændringer i samfundsforudsætningerne

Dette notat beskriver og forklarer de centrale ændringer i samfundsforudsætningerne for 1. halvår 2021 i forhold til samfundsforudsætningerne for dels 2. halvår 2020 (offentliggjort 23. juni 2020) og dels 1. halvår 2020 (offentliggjort 1. oktober 2019).

For de forudsætninger, som rådet kun opdaterer én gang årligt (1. oktober), beskrives og forklares de centrale ændringer i forhold til samfundsforudsætningerne, som blev offentliggjort 1. oktober 2019.

Afkast

Tabel 1a-c viser ændringerne i afkastforudsætningerne for år 1-5, 6-10 og 1-10. Forudsætningerne er fastsat ved uvægtet sammenvægtning af inputtet fra de finanshuse, som leverer data til Rådet for Afkastforventninger.

Tabel 1a – Forventede afkast år 1-5

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	-1,2%	-0,3%	-0,9%
2 Investment-grade obligationer	-0,2%	1,1%	-1,3%
3 High-yield obligationer	3,1%	5,0%	-1,9%
4 Emerging markets statsobligationer	2,4%	3,9%	-1,5%
5 Globale aktier (developed markets)	5,6%	6,0%	-0,4%
6 Emerging markets aktier	8,5%	9,5%	-1,0%
7 Private equity	8,7%	8,5%	0,2%
8 Infrastruktur	5,3%	5,9%	-0,6%
9 Ejendomme	3,0%	2,8%	0,1%
10 Hedgefonde	3,5%	3,9%	-0,4%

Tabel 1b – Forventede afkast år 6-10

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	1,0%	0,8%	0,2%
2 Investment-grade obligationer	1,6%	1,6%	0,0%
3 High-yield obligationer	4,0%	3,9%	0,1%
4 Emerging markets statsobligationer	4,4%	4,1%	0,3%
5 Globale aktier (developed markets)	6,2%	6,7%	-0,5%
6 Emerging markets aktier	9,1%	9,7%	-0,6%
7 Private equity	9,0%	9,3%	-0,3%
8 Infrastruktur	6,1%	6,7%	-0,6%
9 Ejendomme	4,8%	5,2%	-0,4%
10 Hedgefonde	4,5%	4,8%	-0,3%

Tabel 1c – Forventede afkast år 1-10

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring	1. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	-0,1%	0,2%	-0,3%	0,3%	-0,4%
2 Investment-grade obligationer	0,7%	1,4%	-0,7%	1,6%	-0,9%
3 High-yield obligationer	3,5%	4,4%	-0,9%	3,3%	0,2%
4 Emerging markets statsobligationer	3,4%	4,0%	-0,6%	4,4%	-1,0%
5 Globale aktier (developed markets)	5,9%	6,3%	-0,4%	5,5%	0,4%
6 Emerging markets aktier	8,8%	9,6%	-0,8%	9,5%	-0,7%
7 Private equity	8,9%	8,9%	0,0%	8,7%	0,2%
8 Infrastruktur	5,7%	6,3%	-0,6%	5,4%	0,3%
9 Ejendomme	3,9%	4,0%	-0,1%	5,6%	-1,7%
10 Hedgefonde	4,0%	4,3%	-0,4%	4,6%	-0,6%

- Det forventede afkast af stats- og realkreditobligationer er lavere end ved sidste opdatering (juni 2020). Forklaringen er hovedsagelig, at finanshusenes input til juni-opdateringen var udarbejdet pr. 31. marts 2020, og på dette tidspunkt var obligationsrenterne forholdsvis høje på grund af den på det tidspunkt tiltagende coronapandemi. Siden er renterne faldet.

Det bemærkes i øvrigt, at det forventede afkast af stats- og realkreditobligationer er afkastet på en portefølje med en varighed på 5 år, og at nogle af de bidragende finanshusene antager en normalisering af renteniveauet inden for en forholdsvis kort årrække, hvilket medfører kursfald og dermed lave afkast i løbet af normaliseringsperioden. Andre obligationsporteføljer kunne have et andet forløb.

- De tre øvrige obligationsklasser – investment-grade obligationer, high-yield obligationer og emerging markets statsobligationer – er også lavere i forhold til sidste opdatering, navnlig for år 1-5. Det skyldes dels det generelt lavere renteniveau, og dels at de kreditspændene reduceret. Ved den sidste opdatering var der forholdsvis høje aktuelle kreditspænd som følge af coronakrisen.
- Det forventede afkast af globale aktier og emerging markets aktier er faldet i forhold til sidste opdatering. Det afspejler, at finanshusene forventer lidt lavere aktieafkast i gennemsnit over den kommende årrække, end de gjorde ved den seneste opdatering af samfundsforudsætningerne. Det bemærkes, at finanshusenes input er udarbejdet pr. 31. juni 2020. Husenes input til den seneste opdatering var udarbejdet pr. 31. marts 2020. De stigede aktiekurser i 2. kvartal 2020 medfører således et lavere forventet aktieafkast fremover.

Afkast på langt sigt (år 11 og frem)

Rådet for Afkastforventninger opdaterer det lange sigt (år 11 og frem) én gang om året (1. oktober). De forventede afkast på langt sigt er uændrede i forhold til samfundsforudsætningerne for 2020 (offentliggjort 1. oktober 2019), nemlig 3,5 pct. for obligationer og 6,5 pct. for aktier. Rådet har diskuteret, om man i forudsætningerne for 2021 skulle nedsætte forventningerne til de langsigtede afkast i lyset af renteutviklingen og den nyere akademiske litteratur på området. I litteraturen ses to hovedsynspunkter:

- Normaliseringsscenariet: De aktuelle lave/negative renter skyldes ekstraordinære forhold, og der vil ske en tilpasning til et "normalt" niveau for realrenten. Det "normale" niveau fremover for renterne er dog lidt lavere end det historiske niveau pga. strukturelle forhold (ændret demografi, lavere produktivitetsvækst, ændret global opsparing/investeringsbalance).
- "New normal": Lavt afkast er "new normal", bl.a. begrundet i, at der nu har været en hel konjunkturcykel uden tendens til en tilbagevenden til "normalen". Renterne er lave, selvom output gaps i mange lande ikke længere er negative, og der er ikke opbygget et væsentligt inflationært pres. Dette kan tolkes, som at økonomierne nu fungerer anderledes af en række strukturelle grunde.

Rådet for Afkastforventninger har igangsat et arbejde med at analysere de langsigtede afkastforventninger.

Standardafvigelse

Tabel 2a-c viser ændringerne i forudsætningerne for standardafvigelser for år 1-5, 6-10 og 1-10. Forudsætningerne for standardafvigelserne for 1. halvår 2021 er ligesom ved de tidligere opdateringer fastsat ved udglatning af de bidragende finanshuses input med henblik på at opnå en sammenhæng mellem afkast og risiko. Udglatningen er foretaget med den samme metode som sidste år (logistisk regression), jf. notat om rådets arbejde.

Tabel 2a – Forventede standardafvigelser år 1-5

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	3,2%	3,4%	-0,2%
2 Investment-grade obligationer	3,9%	4,6%	-0,7%
3 High-yield obligationer	8,0%	10,9%	-2,9%
4 Emerging markets statsobligationer	6,9%	8,6%	-1,7%
5 Globale aktier (developed markets)	13,5%	13,5%	0,0%
6 Emerging markets aktier	25,1%	29,9%	-4,8%
7 Private equity	26,4%	23,8%	2,5%
8 Infrastruktur	12,7%	13,2%	-0,5%
9 Ejendomme	7,8%	6,8%	1,0%
10 Hedgefonde	8,6%	8,5%	0,1%

Tabel 2b – Forventede standardafvigelse år 6-10

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	3,5%	3,5%	-0,1%
2 Investment-grade obligationer	4,1%	4,3%	-0,3%
3 High-yield obligationer	7,5%	7,4%	0,1%
4 Emerging markets statsobligationer	8,3%	7,7%	0,6%
5 Globale aktier (developed markets)	13,3%	14,4%	-1,1%
6 Emerging markets aktier	28,5%	29,8%	-1,3%
7 Private equity	27,8%	26,6%	1,2%
8 Infrastruktur	13,0%	14,5%	-1,5%
9 Ejendomme	9,3%	10,2%	-0,9%
10 Hedgefonde	8,5%	9,1%	-0,6%

Tabel 2c – Forventede standardafvigelse år 1-10

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring	1. halvår 2020	Ændring
1 Stats- og realkreditobligationer	3,3%	3,5%	-0,2%	3,1%	0,2%
2 Investment-grade obligationer	4,0%	4,5%	-0,5%	4,2%	-0,2%
3 High-yield obligationer	7,8%	9,0%	-1,2%	6,5%	1,3%
4 Emerging markets statsobligationer	7,6%	8,2%	-0,7%	8,4%	-0,8%
5 Globale aktier (developed markets)	13,5%	13,9%	-0,4%	11,0%	2,5%
6 Emerging markets aktier	26,7%	29,6%	-2,9%	28,4%	-1,7%
7 Private equity	27,1%	25,0%	2,2%	23,9%	3,2%
8 Infrastruktur	12,9%	13,8%	-0,8%	10,6%	2,3%
9 Ejendomme	8,5%	8,3%	0,2%	11,2%	-2,7%
10 Hedgefonde	8,6%	8,8%	-0,2%	8,9%	-0,3%

Standardafvigelse på langt sigt (år 11 og frem)

De langsigtede standardafvigelse er uændrede i forhold sidste år (8 pct. for obligationer og 18 pct. for aktier).

Korrelationer

Tabellerne nedenfor viser korrelationerne for år 1-5, 6-10 og 1-10. Korrelationerne er fastsat ved uvægtet sammenvægtning af inputtet fra de finanshuse, som leverer data til Rådet for Afkastforventninger.

Tabel 3a.

Korrelationer 1-5 år - samfundsforudsætninger 1. halvår 2021

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Stats- og realkreditobligationer	1,0	0,6	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
2 Investment-grade obligationer		1,0	0,6	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3
3 High-yield obligationer			1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,7
4 Emerging markets statsobligationer				1,0	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	0,5
5 Globale aktier (developed markets)					1,0	0,7	0,8	0,5	0,4	0,8
6 Emerging markets aktier						1,0	0,7	0,4	0,4	0,8
7 Private equity							1,0	0,5	0,5	0,8
8 Infrastruktur								1,0	0,4	0,4
9 Ejendomme									1,0	0,5
10 Hedgefonde										1,0

Korrelationer 1-5 år - samfundsforudsætninger 2. halvår 2020

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Government and mortgage bonds	1,0	0,5	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2 Investment-grade bonds		1,0	0,6	0,7	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2
3 High-yield bonds			1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,5	0,2	0,7
4 Emerging market sovereign bonds				1,0	0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	0,4
5 Global equity (developed markets)					1,0	0,8	0,8	0,6	0,4	0,8
6 Emerging markets equity						1,0	0,7	0,5	0,3	0,8
7 Private equity							1,0	0,6	0,5	0,8
8 Infrastructure								1,0	0,5	0,5
9 Real estate									1,0	0,4
10 Hedge funds										1,0

Tabel 3b.

Korrelationer 6-10 år - samfundsforudsætninger 1. halvår 2021

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Stats- og realkreditobligationer	1,0	0,6	0,1	0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
2 Investment-grade obligationer		1,0	0,6	0,7	0,2	0,3	0,2	0,2	0,1	0,3
3 High-yield obligationer			1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,7
4 Emerging markets statsobligationer				1,0	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	0,5
5 Globale aktier (developed markets)					1,0	0,7	0,8	0,5	0,4	0,8
6 Emerging markets aktier						1,0	0,7	0,4	0,4	0,7
7 Private equity							1,0	0,5	0,5	0,8
8 Infrastruktur								1,0	0,4	0,4
9 Ejendomme									1,0	0,5
10 Hedgefonde										1,0

Korrelationer 6-10 år - samfundsforudsætninger 2. halvår 2020

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Government and mortgage bonds	1,0	0,5	0,2	0,3	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2 Investment-grade bonds		1,0	0,6	0,5	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,1
3 High-yield bonds			1,0	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,2	0,4
4 Emerging market sovereign bonds				1,0	0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	0,2
5 Global equity (developed markets)					1,0	0,9	0,8	0,6	0,4	0,5
6 Emerging markets equity						1,0	0,8	0,5	0,3	0,5
7 Private equity							1,0	0,8	0,5	0,5
8 Infrastruktur								1,0	0,7	0,3
9 Real estate									1,0	0,4
10 Hedge funds										1,0

Tabel 3c.

Korrelationer 1-10 år - samfundsforudsætninger 1. halvår 2021

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Stats- og realkreditobligationer	1,0	0,6	0,0	0,3	-0,1	-0,1	-0,3	-0,1	-0,2	-0,1
2 Investment-grade obligationer		1,0	0,6	0,7	0,2	0,3	0,2	0,1	0,1	0,3
3 High-yield obligationer			1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,4	0,3	0,7
4 Emerging markets statsobligationer				1,0	0,4	0,6	0,4	0,3	0,2	0,5
5 Globale aktier (developed markets)					1,0	0,7	0,8	0,5	0,4	0,8
6 Emerging markets aktier						1,0	0,7	0,4	0,4	0,7
7 Private equity							1,0	0,5	0,5	0,8
8 Infrastruktur								1,0	0,4	0,4
9 Ejendomme									1,0	0,5
10 Hedgefonde										1,0

Korrelationer 1-10 år - samfundsforudsætninger 2. halvår 2020

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Government and mortgage bonds	1,0	0,6	0,2	0,4	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
2 Investment-grade bonds		1,0	0,5	0,6	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2
3 High-yield bonds			1,0	0,7	0,7	0,6	0,6	0,4	0,2	0,6
4 Emerging market sovereign bonds				1,0	0,5	0,6	0,4	0,4	0,2	0,4
5 Global equity (developed markets)					1,0	0,8	0,8	0,6	0,4	0,8
6 Emerging markets equity						1,0	0,7	0,5	0,3	0,7
7 Private equity							1,0	0,5	0,5	0,8
8 Infrastructure								1,0	0,5	0,5
9 Real estate									1,0	0,4
10 Hedge funds										1,0

Korrelationer 1-10 år - samfundsforudsætninger 1. halvår 2020

	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1 Stats- og realkreditobligationer	1,0	0,7	-0,1	0,3	-0,2	-0,1	-0,5	-0,1	-0,3	-0,3
2 Investment-grade obligationer		1,0	0,5	0,6	0,2	0,3	0,1	0,1	-0,1	0,3
3 High-yield obligationer			1,0	0,7	0,7	0,7	0,6	0,2	0,2	0,7
4 Emerging markets statsobligationer				1,0	0,5	0,7	0,4	0,2	0,1	0,5
5 Globale aktier (developed markets)					1,0	0,8	0,8	0,3	0,3	0,8
6 Emerging markets aktier						1,0	0,7	0,2	0,3	0,7
7 Private equity							1,0	0,3	0,5	0,8
8 Infrastruktur								1,0	0,3	0,2
9 Ejendomme									1,0	0,4
10 Hedgefonde										1,0

Korrelation på langt sigt (år 11 og frem)

På langt sigt antages uændret en korrelation på 0 mellem obligationer og aktier.

Inflation

Ændringen i den forventede inflation for år 1-5, 6-10 og 1-10 ses af tabel 4.

Tabel 4 – Inflation p.a. på kort og mellemlangt sigt

	1. halvår 2021	2. halvår 2020	Ændring	1. halvår 2020	Ændring
År 1-5	1,2%	1,2%	0,0%		
År 6-10	1,7%	1,6%	0,1%		
År 1-10	1,5%	1,4%	0,1%	1,8%	-0,3%

Inflationsforudsætningen for år 1-5 er uændret i forhold til sidste opdatering (juni 2020). For år 6-10 er inflationsforudsætningen en smule højere. Dette afspejler inflationsforventningerne hos de tre kilder (Finansministeriet, Nationalbanken og DØRS), som rådet baserer sine inflationsforudsætninger for det korte og mellem-lange sigt på. Læs mere om rådets fastsættelse af inflationsforudsætningerne i notat om rådets arbejde.

Investeringsomkostninger

	2021	2020
Stats- og realkreditobligationer	0,20%	0,20%
Investment grade obligationer	0,34%	0,35%
High-yield obligationer	0,60%	0,61%
Emerging markets statsobligationer	0,46%	0,45%
Globale aktier (developed markets)	0,50%	0,51%
Emerging markets aktier	0,77%	0,81%
Private equity	0,20%*	0,20%*
Infrastruktur	0,20%*	0,20%*
Ejendomme	0,20%*	0,20%*
Hedgefonde	0,20%*	0,20%*

*For de alternative/illikvide aktivklasser, dvs. private equity, infrastruktur, ejendomme og hedgefonde, baseres investeringsomkostningerne på de historiske omkostninger for statsog realkreditobligationer. Det skyldes, at afkastforudsætningerne for de alternative/illikvide aktivklasser er efter fees til fondene (net of fees), jf. ovenfor, og det er pt. ikke muligt at opsplitte pensionsselskabernes historiske investeringsomkostninger i fees til fonde og pensionsselskabernes egne investeringsomkostninger. Derfor anvendes de historiske omkostninger for stats- og realkreditobligationer som et bedste bud på omkostningerne ekskl. fees (dvs. pensionsselskabernes egne omkostninger) ved investering i alternative/illikvide aktiver. Dette vurderes at være et ganske konservativt bud på egne omkostninger ved alternative investeringer.