Rådet for Afkastforventninger

Notat om rådets arbejde – halvårlige afkastforventninger 1. halvår 2027.

Dette notat beskriver Rådet for Afkastforventningers generelle arbejde med fastsættelse af de halvårlige afkastforventninger samt specifikke forhold vedrørende afkastforventningerne for 1. halvår 2027.

Det fremgår af Rådets kommissorium, at Rådet skal fastsætte forventninger for finansielle afkast og inflation på hhv. kort sigt (år 1-5), mellemlangt sigt (år 6-10) og langt sigt (år 11-). Forventningerne består af forventede afkast, standardafvigelser og korrelationer. Korrelationer opdateres dog kun en gang årligt ved i forbindelse med afkastforventningerne for 1. halvår, der offentliggøres 1. november.

Forudsætninger for det korte sigte (år 1-5) og det mellemlange sigte (år 6-10)

Finansielle afkast

Ifølge kommissoriet fastsætter Rådet forventet afkast, standardafvigelser og korrelationer for 10 aktivklasser.

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

De 10 aktivklasser er uddybende specificeret på Rådets hjemmeside. Fx er stats- og realkreditobligationer defineret som 20% danske statsobligationer, 30% eurostatsobligationer (min. BBB ratede) og 50% danske realkreditobligationer, alle med en varighed på 5 år.

Forsikring & Pension og Finans Danmark har udarbejdet en vejledning, som beskriver, hvordan pensionsselskaber og pengeinstitutter skal indplacere deres investeringsaktiver i de 10 klasser, når de udarbejder pensionsprognoser til deres kunder. Den kan findes på Rådets hjemmeside.

Input fra finanshuse

Rådet fastsætter afkastforventningerne for de 10 aktivklasser på basis af input fra seks finanshuse: Danske Bank, Mercer, JP Morgan Asset Management, Morgan Stanley, UBS og BlackRock.

Finanshusene leverer forventet afkast og standardafvigelse ved begge de halvårlige opdateringer for de 10 aktivklasser eller dele heraf, og korrelationer en gang om året ved afkastforventningerne for 1. halvår.

Vurdering og kvalitetssikring af input fra finanshuse

Rådet foretager en kvalitativ vurdering af finanshusenes input. Rådet vurderer bl.a. følgende:

- Det vurderes, i hvilket omfang finanshusenes input lever op til specifikationerne af de 10 aktivklasser. Det er fx ikke alle finanshuse som leverer det fulde sæt af forudsætninger.
- Betydningen af forskelle i valuta vurderes. Der er ønsket afdækning ift. Euro for 9 af de 10 aktivklaser.
- Der er indhentes uddybende oplysninger om finanshusenes metoder og modeller til fremskrivning af forventede afkast for de forskellige aktivklasser, hvis der er behov.
- Sammenhænge mellem forventet afkast, standardafvigelser og korrelation på tværs af de 10 aktivklasser vurderes.
- Sammenhænge mellem input for kort og mellemlangt sigt vurderes.
- Metoder til vægtning af finanshusenes input vurderes.
- På de punkter, hvor der har været stor forskel på inputtene fra finanshusene, søger Rådet forklaringer på forskellene.

Tilpasning af input og beregninger

På baggrund af finanshusenes input og Rådets kvalitative vurderinger af inputtene fastsætter Rådet afkastforventningerne på følgende måde:

- Forventede afkast og korrelationer er uvægtede gennemsnit af finanshusenes input.
- Standardafvigelserne for de to aktivklasser stats- og realkreditobligationer og globale aktier er fastsat som uvægtede gennemsnit af finanshusenes input.
- For de øvrige aktivklasser er standardafvigelserne fastsat ved at udglatte afkast-/risiko-forholdet sådan, at der er en lineær sammenhæng mellem afkast og standardafvigelserne fastsat på baggrund af forholdet mellem stats- og realkreditobligationer og globale aktier.
- Hvis metoden giver anledning til store korrektioner i standardafvigelsen for en aktivklasse sammenholdt med husenes input, forholder rådet sig eksplicit til dette og kan i stedet benytte et gennemsnit af husenes input. Det gør sig aktuelt gældende for private equity.

Inflation

Rådet har fastsat de kortsigtede inflationsforventninger for 2027 på baggrund af de seneste offentliggjorte forventninger fra Økonomiministeriet[1], Nationalbanken[2] , og prognoser fra tre pengeinstitutter fra efteråret 2026: Danske Bank, Nordea, og Nykredit. I 2028 indgår Nationalbanken, Finansministeriet[3], Nordea og De Økonomiske Råd[4]. Efter 2028 er skønnet baseret

[1] Økonomiministeriet: Økonomisk Redegørelse (august 2026)

[2] Nationalbanken: Udsigter for dansk økonomi (september 2026)

[3] Finansministeriet: Opdateret 2035-forløb: Grundlag for udgiftslofter 2030 (august 2026)

[4] De Økonomiske Råd: Dansk Økonomi, forår 2026 og baggrundsnotat: Realøkonomi (maj 2026)

på Finansministeriet og De Økonomiske Råd. De forskellige kilder har forskellige prognosehorisont, og anvendes derfor på forskellig vis. Rådet har foretaget en kvalitativ sammenvejning, der så vidt muligt afspejler en konsensusvurdering af inflationen de næste 10 år.

Forventninger for det lange sigte (år 11-)
Ifølge kommissoriet fastsætter rådet finansielle afkast for tre aktivklasser på langt sigt: Aktier, obligationer og illikvide aktiver. Forventningerne for det lange sigte fastsættes ved afkastforventningerne for 1. halvår.

Rådet fastsætter også en langsigtet inflationsforventning.

Rådet har fastsat forventningerne for afkast og inflation på basis af:

- Den historiske udvikling i afkastene af aktier og obligationer samt inflationen.
- Rådets forventninger til den fremtidige langsigtede realrente (afkast fra obligationer), den langsigtede risikopræmie (det ekstraafkast der kan forventes fra aktier i forhold til obligationer) samt den langsigtede inflation.

Fremskrivningsfaktor i prognoseberegning
Rådet har besluttet, at der ved beregning af pensionsprognoser skal bruges det aritmetiske gennemsnit på kort sigt (år 1-5) og mellemlangt sigt (år 6-10), mens det geometriske gennemsnit bruges på langt sigt (år 11 og derefter). Rådet vil løbende vurdere balancen mellem kort/mellemlangt og langt sigt og brugen af aritmetisk og geometrisk gennemsnit.

Horisontafkast

Rådet offentliggør halvårligt et horisontafkast (et køb-og-hold afkast) for aktivklasse 1 med varighed på 3 år. Horisontafkastet afspejler en investeringsstrategi, som forudsætter, at investeringen fastholdes igennem hele investeringshorisonten. Det er forskelligt fra rådets øvrige afkastforventninger, hvor der ikke er fastsat bestemte tidshorisonter for investeringens løbetid. Horisontafkastet kan derfor anvendes som et muligt alternativ for kunder til et indlån i en rådgivningssituation, eller på instrumenter eller dele af porteføljer med en risikoprofil eller karakteristika, der betyder, at det 3-årige hold-til-udløb afkast vurderes som en mere retvisende afkastforventning.

Fundingomkostninger
Som følge af den stigende anvendelse af gearing i pensionsporteføljer udarbejder Rådet for Afkastforventninger forventninger for fundingomkostninger til brug for bl.a. gearede investeringer.

Fundingomkostninger vedrører alene finansieringsomkostningen ved gearing og ikke selve investeringsafkastet af den gearede investering.

Fundingen er typisk kortsigtet og med lav risiko. Rådet har til brug for fastlæggelsen af afkastforventningerne på kort og mellemlang sigt derfor arbejdet med at finde en markedsbestemt rentekurve, der har disse egenskaber.

På kort og mellemlang sigt fastsættes afkastforventningerne ud fra OIS-forwardrenter (Overnight Indexed Swap), der er baseret på €STR (Euro Short-Term Rate). Oplysningerne er hentet pr. 30.6.2026.

Afkastforventninger er fundet som horisontspecifikke aritmetiske gennemsnit for perioderne 1-5 år, 6-10 år og 1-10 år. Der er herefter tillagt en risikotillæg på 10 basispunkter (OIS-renten er risikofri) identisk med det af EIOPA fastsatte CRA-tillæg.

Standardafvigelsen er fundet med udgangspunkt i udglatningsmetoden, som Rådet for Afkastforventninger anvender ved fastlæggelsen af standardafvigelser for aktivklasse 1-10.

På lang sigt har Rådet arbejdet ud fra den samme metodik, som anvendes ved fastlæggelsen af de langsigtede afkastforventninger for de øvrige tre afkastklasser, hvorfor der er taget udgangspunkt i den historiske forskel mellem korte og lange renter.

Det er taget udgangspunkt i afkastforventningen for det langsigtede obligationsafkast på 3,5 pct. og herfra fratrukket forskellen mellem den lange og korte rente. Denne forskel er opgjort til 0,7 pct. med udgangspunkt i data for perioden 1870-2023[5].

Standardafvigelsen fastsættes til 4 pct., hvilket afspejler, at fundingomkostninger er tæt knyttet til den korte rente, hvor volatiliteten typisk er lavere end for den lange rente, men den korte rente kan dog variere betydeligt over lange tidshorisonter.

Rådet fastsætter ikke korrelationer mellem fundingomkostninger og de 10 aktivklasser på kort sigt og de 3 aktivklasser på lang sigt. Rådet noterer sig, at fundingomkostninger typisk vil have en lidt lavere korrelation til de øvrige aktivklasser end fx aktivklasse 1.

Særlig justering for afkastklasse 1 og 2 og fundingomkostninger

Den effektive rente er steget med i alt 0,78 pct. i perioden siden 30.6.2026 og frem til 17. september. Det betyder, at afkastet for afkastklasse 1 og 2 samt fundingomkostninger hæves med 0,28 pct.point for perioden 1-5 år, jf. kommissoriet. Afkastene for perioden 1-10 år konsekvensjusteres, og herefter er udglatningen af standardafvigelserne gentaget.

[5] Jesper Rangvid: "Rentefald– Hvordan lave renter forandrer verden og Danmark", DJØF Forlag, 2025.