

Rådet for Afkastforventninger

Notat om rådets arbejde – halvårslige samfundsforudsætninger 1. halvår 2025

Dette notat beskriver Rådet for Afkastforventningers generelle arbejde med fastsættelse af de halvårslige afkastforventninger samt specifikke forhold vedrørende afkastforventningerne for 1. halvår 2025.

Det fremgår af Rådets [kommissorium](#), at Rådet skal fastsætte forudsætninger for finansielle afkast og inflation på hhv. kort sigt (år 1-5), mellemlangt sigt (år 6-10) og langt sigt (år 11-). Forudsætningerne for finansielle afkast skal bestå 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 afkastforudsætninger for de 10 aktivklasser på basis af input fra fem finanshuse: Danske Bank, Mercer, JP Morgan Asset Management, BlackRock og UBS.

Finanshusene leverer forventet afkast og standardafvigelse ved begge de halvårslige 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 aktivklasser.
- 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 inflationsforudsætninger for 2025 på baggrund af de seneste offentliggjorte forventninger fra Finansministeriet⁴, Økonomiministeriet¹, Nationalbanken² og prognoser fra tre pengeinstitutter fra efteråret 2024: Danske Bank, Nordea og Sydbank. I 2026 indgår Nationalbanken, Finansministeriet⁴ og et enkelt pengeinstitut. Efter 2026 er skønnet baseret på Finansministeriet og De Økonomiske Råd³. 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.

Forudsætninger for det lange sigte (år 11-)

Ifølge kommissoriet fastsætter rådet finansielle afkast for tre aktivklasser på langt sigt: Aktier, obligationer og illikvide aktiver.

Rådet fastsætter også en langsigtet inflationsforudsætning.

Rådet har fastsat forudsætningerne 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.

Rådet har ved denne opdatering har fokus på konsekvenserne af renteutviklingen efter 2022 og den mulige effekt af klimaforandringer på forventede fremtidige afkast. Det er beskrevet i "Langsigtede afkastforventninger. Update 2024", som kan findes på Rådets hjemmeside under "Om Rådet".

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.

¹ Økonomiministeriet: Økonomisk Redegørelse (august 2024)

² Nationalbanken: Udsigter for dansk økonomi (september 2024)

³ De Økonomiske Råd: Dansk Økonomi, forår 2024 (maj 2024)

⁴ Finansministeriet: Grundlag for udgiftslofter 2028 (august 2024)

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.

Særlig justering for afkastklasse 1 og 2.

Rådet skal ifølge [kommissorium](#) justere afkastet for aktivklasse 1 og 2, hvis der i perioden fra indhentning af bud fra de eksterne ekspertkilder til udsendelse af Rådets forudsætninger – hhv. perioden 31. december til 15. marts og 30. juni til 15. september – sker store ændringer i renten.

Justeringen finder sted, hvis den gennemsnitlige effektive rente på en portefølje bestående af 1/3 danske statsobligationer og 2/3 danske realkreditobligationer med en varighed på 5 år ændrer sig mere end ½ pct. point fra periodernes begyndelse til slutning.

Det er ikke tilfældet ved afkastforventninger for 1. halvår 2025.