

Rådet for Afkastforventninger

Notat om rådets arbejde – halvårslige samfundsforudsætninger 1. halvår 2023

Dette notat beskriver Rådet for Afkastforventningers arbejde med fastsættelse af de halvårslige samfundsforudsætninger for 1. halvår 2023.

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.

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 klasser er uddybende specificeret i vedlagte tabel. Eksempelvis 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.

Input fra finanshuse

Rådet har fastsat afkastforudsætninger for de 10 aktivklasser på basis af input fra fem finanshuse: Danske Bank, Mercer, JP Morgan Asset Management, BlackRock og UBS. Hertil er modtaget et bidrag fra Robeco, der er anvendt i forbindelse med kvalitetssikringen af de øvrige finanshuses bidrag.

Finanshusene har leveret forventet afkast, standardafvigelse og korrelation for de 10 aktivklasser eller dele heraf. De leverede forudsætninger er gennemsnitlige årlige afkast for perioden 2023-2032.

Vurdering og kvalitetssikring af input fra finanshuse

Rådet har foretaget en kvalitativ vurdering af finanshusenes input. Rådet har bl.a. vurderet følgende:

- Det er vurderet, i hvilket omfang finanshusenes input lever op til specifikationerne af de 10 aktivklasser. Et finanshus har leveret forudsætninger for en portefølje af stats- og realkreditobligationer, som ikke fuldt ud matcher specifikationerne. Det samme gør sig gældende for aktivklassen Ejendomme. Et andet finanshus har ikke leveret forudsætninger for alle afkastklasser.
- Betydningen af forskelle i valuta er vurderet. Der er ønsket afdækning ift. euro for 9 af de 10 aktivklasser.
- Der er indhentet uddybende oplysninger om finanshusenes metoder og modeller til fremskrivning af forventede afkast for de forskellige aktivklasser.
- Sammenhænge mellem forventet afkast, standardafvigelser og korrelation på tværs af de 10 aktivklasser er vurderet.
- Sammenhænge mellem input for kort og mellemlangt sigt er vurderet.
- Metoder til vægtning af finanshusenes input er vurderet.
- På de punkter, hvor der har været stor forskel på inputtene fra finanshusene, har rådet søgt forklaringer på forskellene.

Tilpasning af input og beregninger

På baggrund af finanshusenes input og rådets kvalitative vurderinger af inputtene har rådet fastsat 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. Dette er en revideret metode ift. tidligere, som sikrer bedre sammenhæng mellem afkast og risiko i overensstemmelse med input fra husene.
- Hvis metoden giver anledning til store korrektioner i standardafvigelsen for en aktivklasse sammenholdt med husenes input, forholder rådet sig eksplicit til dette og kan istedet benytte et gennemsnit af husenes input. Det gør sig aktuelt gældende for private equity.

Inflation

Rådet har fastsat de kortsigtede inflationsforudsætninger på baggrund af de seneste offentliggjorte forventninger fra Finansministeriet¹, Nationalbanken² og DØRS³. De tre kilder offentliggør inflationsforventninger for lidt forskellige perioder. Rådet har foretaget en kvalitativ sammenvejning, der så vidt muligt afspejler en konsensusvurdering af inflationen de næste 10 år.

I lyset af den voldsomme udvikling er der for 1. halvår 2023 inddraget skøn for inflationen foretaget efter 30.6.2022. Nationalbanken og Finansministeriet er kommet med nye prognoser i hhv. august og september 2022, mens De Økonomiske Råd er kommet med prognose i oktober.

Forudsætninger for det lange sigte (år 11-)

Ifølge kommissoriet fastsætter rådet finansielle afkast for to aktivklasser på langt sigt: Aktier og obligationer. Ved denne opdatering er det valgt at udvide med en tredje afkastklasse bestående af illikvide aktiver. Baggrunden herfor er beskrevet i vedlagte notat "Forventninger til langsigtet afkast fra likvide og illikvide aktiver" (oktober 2022).

Endvidere fastsætter rådet 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 langsigtet realrente (afkast fra obligationer), den langsigtet risikopræmie (det ekstraafkast der kan forventes fra aktier i forhold til obligationer) samt den langsigtet inflation.

Fremskrivningsfaktor

Rådet har forholdt sig til brugen af aritmetisk og geometrisk gennemsnit som fremskrivningsfaktor i prognoseberegninger på både kort og langt sigt. Valget af aritmetisk og geometrisk gennemsnit på hhv. kort og langt sigt er langt fra noget trivielt valg. Den litteratur og empiri, der er tilgængelig på området, taler for at benytte det aritmetiske gennemsnit på kort sigt og det geometriske gennemsnit på langt sigt. Men hverken litteraturen eller empirien siger noget konkret om, hvornår noget er kort sigt eller langt sigt. På den baggrund har rådet 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 Finansministeriet: Grundlag for udgiftslofter 2030, (august 2022) samt Økonomisk Redegørelse (august 2022)

² Nationalbanken: Prognose (september 2022)

³ DØRS: Dansk Økonomi (Efterår 2022) og DREAM (Langsigtet økonomisk fremskrivning 2021).

Horisontafkast

Rådet offentliggør halvårligt et horisontafkast (et køb-og-hold afkast) for aktivklasse 1 med varighed på 3 år. Horisontafkastet afspejler en investeringsstrategi, hvor I modsætning til rådets normale afkastforventninger, hvor der ikke er fastsat bestemte tidshorisonter for investeringens løbetid, forudsætter horisontafkastet, at investeringen fastholdes igennem hele investeringshorisonten. 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-ud-løb afkast vurderes som en mere retvisende afkastforventning.