

## Notat om det sagkyndige råds arbejde

Dette notat beskriver det sagkyndige råds arbejde med fastsættelse af samfundsforudsætningerne for 2019.

Det fremgår af rådets [kommissorium](#), at rådet skal fastsætte forudsætninger for finansielle afkast og inflation på hhv. kort sigt (år 1-10) og langt sigt (år 11-). Forudsætningerne for finansielle afkast skal bestå af forventede afkast, standardafvigelse og korrelationer.

### Forudsætninger for det korte sigte (år 1-10)

#### **Finansielle afkast**

Ifølge kommissoriet fastsætter rådet forventet afkast, standardafvigelse 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 pensionselskaber og pengeinstitutter skal indplacere deres investeringsaktiver i de 10 klasser, når de udarbejder pensionsprognoser til deres kunder.

30.10.2018

Forsikring & Pension  
Philip Heymans Allé 1  
2900 Hellerup  
Tlf.: 41 91 91 91  
Fax: 41 91 91 92  
fp@forsikringogpension.dk  
www.forsikringogpension.dk

Kasper Andersen  
Chefkonsulent  
Dir. 41 91 91 46  
kan@forsikringogpension.dk

Sagsnr. GES-2018-00336  
DokID 370747

### Input fra finanshuse

Rådet har fastsat afkastforudsætninger for de 10 aktivklasser på basis af input fra tre finanshuse: Mercer, JP Morgan Asset Management og State Street Global Advisors.

De tre finanshuse har hver leveret forventet afkast, standardafvigelse og korrelation for de 10 aktivklasser. De leverede forudsætninger er gennemsnitlige årlige afkast for perioden 2019-2028.

### 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 matcher specifikationerne. Det samme gør sig gældende for aktivklassen Ejendomme.
- Betydningen af forskelle i valuta er vurderet. Der er ønsket afdækning ift. euro for 9 af de 10 aktivklasser. Enkelte input har været i lokal valuta.
- 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.
- Metoder til vægtning af de 3 finanshuses input er vurderet.
- Tidsperioder for beregninger af standardafvigelser og korrelationer 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 samfundsforudsætningerne på følgende måde:

- Forventede afkast og korrelationer er uvægtede gennemsnit af de tre finanshuses input. Dog indgår der kun to finanshuse i sammenvægtningen for Stats- og realkreditobligationer og Ejendomme.
- Standardafvigelser er justeret, således at samfundsforudsætningerne afspejler en fortolkelig sammenhæng mellem afkast og risiko på tværs af aktivklasser. Det betyder, at aktiver med forholdsvis høje forventede afkast kan have fået opjusteret deres standardafvigelse – og vice versa. Justeringen er bl.a. baseret på estimation af en efficient rand.

### **Inflation**

Rådet har fastsat de kortsigtede inflationsforudsætninger på baggrund af de seneste offentliggjorte forventninger fra Finansministeriet<sup>1</sup>, Nationalbanken<sup>2</sup> og

---

<sup>1</sup> Finansministeriet: Opdateret 2025-forløb (august 2018)

<sup>2</sup> Nationalbanken: Prognose (marts 2018)

DØRS<sup>3</sup>. 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.

### **Forudsætninger for det lange sigte (år 11-)**

Ifølge kommissoriet fastsætter rådet finansielle afkast for to aktivklasser på langt sigt: Aktier og obligationer.

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

Se nærmere i vedlagte notat "Langsigtede forventninger til finansielle afkast" (november 2018).

### **Evaluering og forbedringspunkter til næste år**

2019 er det første år med nye samfundsforudsætninger fastsat af et uafhængigt og sagkyndigt råd. Processen med fastsættelse af forudsætningerne det første år vil blive evalueret inden næste år, således at rådet kan drage nytte af de erfaringer, der er indhentet det første år. Til næste år vil rådet bl.a. arbejde på at specificere kravene til finanshusenes input yderligere for dels at styrke sammenligneligheden af inputtene og dels at lette rådets arbejde med vurdering og kvalitetssikring af de indkomne input.

### **Fremskrivningsfaktor**

Rådet har forholdt sig til brugen af aritmetisk og geometrisk gennemsnit som fremskrivningsfaktor 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 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 i denne omgang, at bruge det aritmetiske gennemsnit som fremskrivningsfaktor på kort sigt og det geometriske gennemsnit som fremskrivningsfaktor på langt sigt. Rådet vil løbende vurdere balancen mellem kort og langt sigt og brugen af aritmetisk og geometrisk gennemsnit.

### **Investeringsomkostninger**

Ud over forudsætninger for finansielle afkast og inflation har Forsikring & Pensions medlemmer også fået fælles beregningsforudsætninger (samfundsforudsætninger) for investeringsomkostninger. Disse forudsætninger er fastsat af Forsikring & Pension. Rådet er orienteret om forudsætningerne og metoden til fastsættelse af forudsætningerne.

---

<sup>3</sup> DØRS: Dansk Økonomi (forår 2018)

Forudsætningerne for investeringsomkostninger afspejler de historiske branchegennemsnit for pensionssekskabernes investeringsomkostninger for de 10 kortsigtede aktivklasser. Der er foretaget følgende korrektioner og valg for at sikre, at de historiske omkostninger, som selskaberne skal regne med i prognoser (fra 1. januar 2020) og risikomærkning, svarer til afkastforudsætningerne for de pågældende aktivklasser:

- Kort sigt (år 1-10): For aktivklasserne private equity, infrastruktur, ejendomme og hedgefonde baseres investeringsomkostningerne på de historiske omkostninger for hhv. stats- og realkreditobligationer og globale aktier. Det skyldes, at det sagkyndige råd har fastsat de forventede afkast på basis af input fra internationale finanshuse, og for de nævnte fire aktivklasser (dvs. de illikvide/alternative aktivklasser) har finanshusene leveret forventede afkast netto efter management fees til fondene. For at korrigere for, at omkostninger til fondene således allerede er fradraget i afkastene, anvendes omkostninger for aktivklasser, der ligner de pågældende klasser mest. For private equity anvendes historiske omkostninger for globale aktier. For infrastruktur, ejendomme og hedgefonde anvendes historiske omkostninger for stats- og realkreditobligationer.
- Langt sigt (år 11-): Investeringsomkostningerne for aktier og obligationer baseres på de historiske investeringsomkostninger for hhv. globale aktier og stats- og realkreditobligationer. Dette er begrundet i, at det sagkyndige råd ved fastsættelsen af afkastforudsætningerne for de langsigtede aktivklasser aktier og obligationer har anvendt en afgrænsning af aktivklasserne, som svarer til globale aktier og stats- og realkreditobligationer.