

Sammenhæng mellem afkast og investeringsomkostninger

Denne analyse undersøger sammenhængen mellem investeringsafkast og investeringsomkostninger for markedsrenteprodukter i danske pensionsselskaber over perioden 2012-2018 på baggrund af oplysninger fra sammenligningstjenesten Fakta om pension, jf. www.faktaompension.dk. Fakta om pension er baseret på oplysninger om historiske afkast og omkostninger for en række kunde profiler for pensionsselskaber i Danmark.

Hvis kapitalforvaltningen i pensionsbranchen er effektiv, vil højere investeringsomkostninger i nogle selskaber afspejle, at en aktiv investeringsstrategi er forbundet med højere omkostninger, som også resulterer i et højere bruttoafkast. Tilsvarende findes der selskaber med passiv investeringsstrategi med lavere omkostninger, men også et lavere bruttoafkast.

Det afspejler en ligevægt, hvor begge strategier kan eksistere side om side, idet mer-afkastet ved den aktive strategi opvejes af den ekstra omkostning. I den situation er afkastet før fradrag af omkostninger (bruttoafkastet) korreleret med omkostningerne. Tilsvarende er nettoafkastet – defineret som afkastet fratrasket investeringsomkostninger – i den situation ikke korreleret med investeringsomkostningerne.

Resultaterne i analysen indikerer, at kapitalforvaltningen i pensionsbranchen er effektiv. For det første kan det ikke afvises, at nettoinvesteringsafkastet og investeringsomkostninger for markedsrenteprodukter er ukorrelerede. Estimatet, der udtrykker sammenhæng mellem nettoafkast og investeringsomkostninger, er tæt på 0 og insignifikant i den foretrukne model. For det andet er der en positiv korrelation mellem bruttoafkastet og investeringsomkostninger. Korrelationen mellem bruttoafkastet og investeringsomkostninger er 0,4 i den foretrukne model og 95% konfidensintervallet er [0,1;0,7]. Det er en relativ svag positiv korrelation, og det afvises, at estimatet er 1.

Det bemærkes, at der er en vis usikkerhed forbundet med resultaterne. Det skyldes blandt andet, at datagrundlaget er begrænset.

Resultat og metode

Sammenhængen mellem investeringsafkast og investeringsomkostninger er undersøgt for markedsrenteprodukter. I markedsrenteprodukter tilskrives investeringsafkastet direkte til kundens depot. Hvert selskab oplyser et afkasttal til Fakta om pension for tre forskellige aldersgrupper.

For pensionsselskaber består omkostningerne i markedsrenteprodukter, som de opgøres i Fakta om pension, af investeringsomkostninger og administrationsomkostninger. Tilsammen er det omkostningerne, der indgår i ÅOK/ÅOP (årlige omkostninger i kroner/procent). Omkostningerne er beregnet som de forventede omkostninger for en typisk kunde med en bestemt opsparingsprofil, der afhænger af størrelsen af de årlige indbetalinger og formuen.

Analysen er baseret på to modeller, som adskiller sig ved at analysere sammenhængen mellem nettoafkast henholdsvis bruttoafkast og investeringsomkostninger, jf. boks om metode. Hver model er estimeret på tværs af de tre aldersgrupper

og for hver aldersgruppe separat. I modellen for nettoafkast fremgår det, at estimatet til investeringsomkostningerne er 0,007 og ikke er statistisk signifikant forskellig fra 0 på tværs af aldersgrupperne, jf. tabel 1. I modellen for bruttoafkast er der en svag positiv sammenhæng mellem bruttoafkastet (før omkostninger) og investeringsomkostningerne. Hvis investeringsomkostningerne øges med 1 pct., så øges bruttoafkastet med 0,4 pct.

For de tre aldersgrupper separat er resultaterne noget mere usikre og estimaterne varierer en del. Det kan skyldes, at investeringsstrategierne er forskellige afhængig af aldersgruppen, samt at datagrundlaget har en begrænset størrelse.

Tabel 1 Sammenhæng mellem afkast og omkostninger, 2012-2018

Markedsrente	Nettoafkast		Bruttoafkast	
	Estimat	Estimat =0 p-værdi	Estimat	Estimat =1 p-værdi
Omkostninger ved forskellige kundetyper				
Alle tre aldersgrupper	0,007	0,966	0,364	0,000
Under 40 år.	-0,572	0,034	-0,245	0,000
40-55 år.	0,162	0,458	0,506	0,026
Over 55 år.	0,377	0,061	0,786	0,274

Anm.: I alle regressioner er der kontrolleret for forskelle i afkastet fra år til år samt forskelle i kundetyper, og i modellen med alle tre aldersgrupper indgår dummyvariable for hver aldersgruppe, jf. boks 1. Samlet er analysen baseret på 1971 observationer, som dækker over afkastet for tre aldersgrupper: Under 40 år, 40-55 år og Over 55 år. For nettoafkastet er det testet om estimatet er 0. For bruttoafkastet er det tilsvarende testet om estimatet til omkostningsprocenten er 1.

Kilde: Forsikring & Pension på baggrund af data fra Fakta om pension.

Datagrundlaget stammer fra Fakta om pension, hvor pensionselskaberne indberetter en række oplysninger om deres produkter på en sammenlignelig måde.

I Fakta om pension opgøres afkastet for markedsrente for tre aldersgrupper: Under 40 år, 40-55 år og Over 55 år. Det skyldes, at risikoprofilen og dermed investeringsstrategien i markedsrenteprodukter typisk afspejler pensionskundens alder, således at risikoen mindskes tættere på pensionsalderen.

Investeringsomkostningerne varierer med de tre aldersgrupper og med 9 kundetyper, som er defineret på baggrund af årlige indbetalinger og opsparingens størrelse. Afkastet opgøres derimod ikke opdelt på de enkelte kundetyper, men alene for hver aldersgruppe for alle årene 2012-18.

Boks 1 Metode

Datagrundlaget fra Fakta om pension indeholder bl.a. oplysninger på selskabsniveau om afkast og omkostninger for markedsrenteprodukter.

Der findes kun nettoafkast (NA) på Fakta om pension for alle år 2012-18, som er afkast efter investeringsomkostninger og administrationsomkostninger.

Der konstrueres et bruttoafkast (BA) ved at lægge omkostninger ($\dot{A}OP$) til nettoafkastet:

$$BA = NA + \dot{A}OP$$

Investeringsomkostningerne er i Fakta om pension opgjort i kroner og afhænger af opsparingens størrelse. Investeringsomkostninger i procent ($IOMP$) er beregnet ved at korrigere $\dot{A}OP$ med forholdet mellem investeringsomkostninger i kroner ($IOMK$) og $\dot{A}OK$:

$$IOMP = \dot{A}OP \frac{IOMK}{\dot{A}OK}$$

De to regressionsmodeller er som følger:

Model for nettoafkast (1):

$$Nettoafkast = \beta_0 + \beta_1 IOMP + \beta_K D_{\text{år}} + \beta_L D_{\text{kunde}} + \beta_M D_{\text{alder}} + \varepsilon$$

Model for bruttoafkast (2):

$$Bruttoafkast = \delta_0 + \delta_1 IOMP + \delta_K D_{\text{år}} + \beta_L D_{\text{kunde}} + \beta_M D_{\text{alder}} + \gamma$$

$IOMP$ er investeringsomkostninger i pct. af opsparingen, og $D_{\text{år}}$ er årsummier, som kontrollerer for, at (markeds)afkastet varierer på tværs af år. D_{kunde} er dummier, der repræsenterer de 9 kundetyper/omkostningsprofiler, og D_{alder} er dummier for de tre aldersgrupper.

Modellerne giver anledning til at undersøge følgende hypoteser:

Model 1 $H_0 : \beta_1 = 0$, $H_A : \beta_1 \neq 0$ som betyder, at under H_0 kan selskaberne ikke præstere et nettoafkast, som systematisk er større end omkostningerne forbundet med at tilvejebringe afkastet.

Model 2 $H_0 : \delta_1 = 1$, $H_A : \delta_1 \neq 1$ som betyder, at under H_0 kan selskaberne ikke præstere et bruttoafkast, som systematisk er forskellige fra omkostningerne forbundet med at tilvejebringe afkastet.

Et marked præget af effektiv konkurrence er foreneligt med nulhypoteserne i de to modeller.

Variable i analysen

Variabel	Variabelnavn
Bruttoafkast	BA*
Nettoafkast	NA
Investeringsomkostninger i pct.	IMOP*
Investeringsomkostninger i kr.	IMOK
Årlige omkostninger i pct.	$\dot{A}OP$
Årlige omkostninger i kroner	$\dot{A}OK$

Note: *Beregnet jf. ovenfor.