

## ATP'S INVESTERINGSPERFORMANCE

# Analysen i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) er misvisende

De analyser og vurderinger af ATP's investeringsresultater for de sidste 10 år, der foretages af (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) er misvisende. Det afspejler, at deres opgørelse af ATP's afkast ikke er præcis – ATP's afkast undervurderes – og herudover, at deres sammenligning med et aktieindeks, der ikke er valutaafdækket, ikke er relevant. Det skyldes, at ATP afdækker sin valutakursrisiko og analysen svarer derfor til at sammenligne æbler og pærer. Dertil kommer, at det er spinkelt at drage konklusioner om risikojusterede afkast med beregninger baseret på kun ti års data – eller endda for endnu kortere dataperioder.

I Tabel 1 er foretaget en genberegning af resultaterne i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) med en korrekt metode, dvs. med anvendelse af daglige tidsvægtede afkast for ATP, og hvor der sammenlignes med en investering i et aktieindeks, der er valutaafdækket. Det er ikke unormalt for pensionskasser at investere i aktier på uafdækket basis, men det indeholder anderledes og mere risiko end afdækkede aktieinvesteringer, som ATP anvender, og som er udpræget markedspraksis blandt danske pensionsselskaber.

Det fremgår af tabellen, at ATP har en gennemsnitlig årlig forrentning på 9,5 pct. i perioden, mens de globale aktieindeks opnår 9,2 og 6,5 pct. henholdsvis

uden og med valutaafdækning. Tabel 1 viser også, at ATP's opnåede afkast/risiko-forhold på 54 pct. for alle praktiske formål svarer til de 56 pct., der kunne opnås via et globalt aktieindeks med valutaafdækning siden 2013. Den mere korrekte perspektivering af ATP's investeringsafkast peger dermed på, at ATP's risikojusterede afkast ligger i tråd med de alternative strategier.

Markedsudviklingen i 2022 har været særdeles ugunstig for en portefølje som ATP's. Ved en sammenligning af strategierne frem til og med 2021 opnår ATP et højere risikojusteret afkast end de øvrige. Dette fremgår af Tabel 2 på næste side.

I en sammenligning af ATP med det valutaafdækkede aktieindeks på baggrund af de seneste tre, fem og syv år fås, at ATP's risikojusterede afkast er højest på fem- og syv-årshorisonen og lavere på tre-års horisonen. Det er således kun på den helt korte horison, at det ikke har været fordelagtigt at tage investeringsmæssig risiko, hvilket skyldes, at 2022 var et meget dårligt år.

Samlet set er der dermed ikke belæg for at konkludere, at ATP's risikojusterede afkast generelt halter bagefter de alternative strategier. Der vil altid kunne findes perioder, hvor en specifik investerings- →

**Tabel 1 – ATP's genberegning af resultaterne i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) for 2013 – 2022 (3. kvartal)**

	ATP	100 pct. globale aktier	100 pct. globale aktier (med developed market valutaafdækket)	Olifonden
Forrentning	9,5 %	9,2 %	6,5 %	5,8 %
Afkast	11,5 %	9,5 %	7,1 %	6,1 %
Std.	21,2 %	11,4 %	12,7 %	9,8 %
Afkast / std.	54,2 %	83,7 %	55,7 %	61,9 %

Note: Gennemsnitlig årlig forrentning (geometrisk gennemsnit), gennemsnitlig årligt afkast (aritmetisk gennemsnit), standardafvigelse af det årlige afkast og forholdet mellem gennemsnitlig årligt afkast og standardafvigelse af det årlige afkast. Alle afkast er efter omkostninger og skat (der fratrækkes årsafkastene) og i DKK.

Kilde: ATP, Bloomberg og Norges Bank Investment Management (Olifonden).

**Tabel 2 – ATP's genberegning af resultaterne i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) for 2013 – 2021**

	ATP	100 pct. globale aktier	100 pct. globale aktier (med developed market valutaafdækket)	Oliefonden
Forrentning	16,4%	11,5%	9,6%	8,2%
Afkast	17,1%	11,9%	10,0%	8,4%
Std.	12,7%	9,2%	9,3%	6,8%
Afkast / std.	134,1%	129,5%	106,6%	123,1%

Note: Gennemsnitlig årlig forrentning (geometrisk gennemsnit), gennemsnitlig årligt afkast (aritmetisk gennemsnit), standardafvigelse af det årlige afkast og forholdet mellem gennemsnitlig årligt afkast og standardafvigelse af det årlige afkast. Alle afkast er efter omkostninger og skat (der fratrækkes årsafkastene) og i DKK.

Kilde: ATP, Bloomberg og Norges Bank Investment Management (Oliefonden).

strategi ikke klarer sig godt, men det er ikke nyttigt at vurdere, om en strategi er hensigtsmæssig fremadrettet, alene på den baggrund.

### Allokeringseffekt vs. risikoniveau

Afsnittet ovenfor viser, hvorfor konklusionerne i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) er forkerte, men antag for et kort øjeblik, at præmissen for konklusionerne holder. (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) konkluderer, at ATP kunne opnå et højere risikoujusteret afkast ved at investere i et aktieindeks frem for at have en balanceret portefølje. Samtidig påpeges, at ATP tager for meget risiko og bør reducere risikoniveauet. Det er ikke meningsfuldt at anbefale begge dele samtidig. Hvis investeringer i et aktieindeks generelt leverer et højt risikoujusteret afkast, vil det være fordelagtigt at bevare et højt risikoniveau og investere i aktier. Det vil øge det absolutte afkast.

Med andre ord måler opgørelsen af det risikoujusterede afkast på tværs af forskellige investeringsstrategier allokerings-effekten, dvs. hvilke typer af aktiver der klarer sig godt. Men resultaterne herfra anvender (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) til at anbefale ændringer i ATP's risikoniveau, hvilket ikke er konsistent.

### Kort baggrund om afkastberegningerne

Opgørelsen i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) af ATP's investeringsafkast tilbage til 2013 er ikke retvisende, da der ikke tages højde for betalinger til og fra bonuspotentialer i løbet af et år. I den analyserede periode har der – opgjort netto – været trukket betydelige beløb fra bonuspotentialer (fx i form af ekstraordinære levetidshensættelser og bonusudbetalinger). Det indebærer, at ATP's afkast i de fleste af årene undervurderes, når det beregnes i forhold til bonuspotentialer i begyndelsen af året<sup>1</sup>. Den gennem-

<sup>1</sup> Eksempel: Bonuspotentialer starter primo et år på 100 kr. 3. januar trækkes 20 kr. ud af bonuspotentialer. De resterende 80 kr. skaber 20 kr. i afkast resten af året, dvs. ca. 25 pct. Årets afkast opgøres dog som 20 kr./100 kr. og bliver derfor kun 20 pct.

snitlige årlige forrentning (geometrisk gennemsnit) for ATP's investeringer opgjort ved brug af daglige afkast for bonuspotentialer beregnes til 9,5 pct. og ikke 9,2 pct. som i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023).

Herudover anvender (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) aktieindekset "MSCI AC World" til sammenligning med ATP's investeringsportefølje. "MSCI AC World" er ikke valutaafdækket til DKK (eller EUR), og en væsentlig del af afkastet for "MSCI AC World" opgjort i danske kroner skyldes en svækkelse af danske kroner overfor udenlandske valutaer i perioden. Effekten af de uafdækkede spekulative valutapositioner kan illustreres ved at betragte "MSCI AC World DM with 100 pct. hedged to EUR". Over den betragtede periode er det geometriske middelafrkast i danske kroner, efter PAL-skat og antaget omkostning på 25 basispunkter årligt, henholdsvis 9,2 pct. for det valuta-uafdækkede indeks og 6,5 pct. for det valutaafdækkede indeks<sup>2</sup>.

Såfremt man fastholder, at det er den uafdækkede strategi, der også i fremtiden vil klare sig bedst, kan man jo påtage sig denne risiko i ATP's strategi fremadrettet med tilsvarende forventet afkast oveni.

### Referencer

Johansen, K. K., & Svenstrup, M. (2023). Kommentar til "ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing". Finans/Invest, s. 14-20.

Ramlau-Hansen, H., & Rangvid, J. (2023). ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. Finans/Invest, s. 6-14.

<sup>2</sup> "MSCI ACWI with DM 100% hedged to EUR net" er brugt til opgørelsen. Indekset afdækker developed market aktier til EUR, men ikke emerging market aktier, hvilket er en normal praksis. Vi har lagt 18 basispunkter til årsafkastene for at opnå et approksimativt bruttoafkast. Dette svarer til korrektion for 15% dividendeskat på 2% dividender årligt på 60% af landeksponeringen.