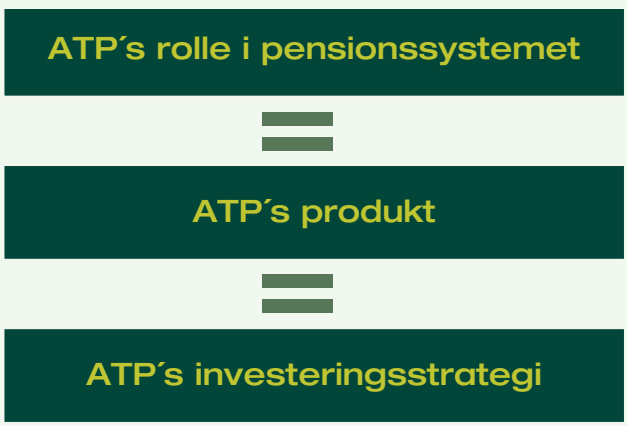
ATP's investeringsstrategi

ATP er en central del af det danske pensionssystem – 35 procent af de danske pensionister har ingen anden pension end de offentlige pensioner og ATP-pensionen. Derfor er der en naturlig interesse for, hvordan ATP investerer og for de resultater, ATP opnår.

For at imødekomme denne interesse har ATP udarbejdet dette notat, der forsøger at beskrive centrale valg i investeringsstrategien og baggrunden for disse valg.

Det er en central pointe, at ATP's investeringsstrategi hænger sammen med den rolle, som ATP Livslang Pension (ATP's pensionsprodukt) spiller i det samlede danske pensionssystem. Den rolle kommer til udtryk i en bestemt indretning af ATP's pensionsprodukt, som igen kommer til udtryk i en bestemt indretning af investeringsstrategien. ATP-pensionens rolle, produktets indretning og den dertilhørende investeringsstrategi skal så at sige hænge sammen.

I naturlig forlængelse heraf er ATP's investeringsstrategi anderledes end den investeringsstrategi, man ville vælge, hvis man forvaltede et traditionelt markedsrenteprodukt. ATP leverer et garanteret og livslangt produkt, der sammen med de offentlige pensioner sikrer en grundlæggende, økonomisk tryghed gennem hele pensionstilværelsen.



Med en anden investeringsstrategi følger, at investeringsresultaterne, som fremkommer ved disse forskellige strategier, altid vil afvige fra hinanden i et givent år. Det giver således ikke mening at sammenligne investeringsresultaterne for ATP's investeringsportefølje og for et typisk markedsrenteprodukt. Det er to vidt forskellige produkter – og de kræver forskellige investeringsstrategier.

Nedenfor gennemgås derfor først ATP's rolle i det danske pensionssystem. Herefter gennemgås ATP's pensionsprodukt, og endelig gennemgås den investeringsstrategi, som understøtter både produktet og rollen i det samlede pensionssystem.

ATP's rolle i det danske pensionssystem

Det danske pensionssystem består af tre søjler og illustreres ofte som en pyramide bestående af tre lag, jf. figur 1. ATP-pensionen hører hjemme i søjle 1 (det nederste lag) sammen med de offentlige pensioner. De offentlige pensioners rolle er at levere stabile, forudsigelige og livslange pensioner. Derfor er ATP's pensionsprodukt designet som en garanteret livslang pension ligesom de offentlige pensioner.

Søjle 1 består af de offentlige pensioner (folkepensionen, ældrecheck, boligydelse og varmetillæg) og ATP Livslang Pension, som tilsammen kaldes for grundpensionen. Grundpensionen skal sikre alle en grundlæggende økonomisk tryghed igennem hele pensionstilværelsen. Derfor er pensionerne livslange, garanterede, baseret på lovgivning via folketinget og dækker befolkningen bredt. På den måde ved man, hvad man kan regne med at få udbetalt i hele

→

pensionstilværelsen. Det sikrer stabile pensioner, når der er udsving i levetid og på de finansielle markeder. ATP-pensionen er den opsparingsbaserede del af søjle 1.

Søjle 2 består af arbejdsmarkedspensionerne via arbejdsmarkedspensionsselskaber eller kommercielle pensionsselskaber (herunder også tjenestemandspensionerne). Formålet med dem er at skabe en indkomstudjævning gennem livet og en balance imellem indkomsten før og efter pensionering – dvs. en rimelig dækningsgrad. Arbejdsmarkedspensionerne er bestemt via overenskomster eller lokalaftaler og er opsparingsbaserede, mens tjenestemandspensionen er en rettighedspension, der er skattefinansieret.

Søjle 3 består af de individuelle pensionsordninger, som sikrer en individuel fleksibilitet ift. udbetalingsprofilen og opsparingsniveauet. Søjle 3 giver også de personer, der ikke er omfattet af arbejdsmarkedspensionerne i søjle 2 (fx selvstændige og lønmodtagere uden en arbejdsmarkedspension) en mulighed for at spare op til deres pension.

Samspillet mellem pensionssystemets tre søjler er centralt. De forskellige søjler sikrer forskellige hensyn – og det er det samlede system, der skaber et godt system både for den enkelte borger og det samlede samfund. Det samlede system sikrer bl.a., at alle får en stabil grundpension, uanset hvilket arbejdsliv den enkelte måtte få, ligesom systemet giver mulighed for individuel tilpasning efter den enkeltes appetit på fx at tage en højere investeringsmæssig risiko. Når man sparer op i søjle 2 og 3, kan man fx tage mere risiko, fordi søjle 1 bærer noget af risikoen for udsvingene på de finansielle markeder.

I dag er der ca. 35 pct. af de nuværende pensionister, som ingen udbetaling har fra en pensionsordning i søjle 2 og 3. Og samlet set kommer 3 ud af 4 pensionskroner i dag fra søjle 1. Selv i fremtiden, når de "nye" arbejdsmarkedspensioner fra Fælleserklæringen i 1987 er slået helt igennem, forventes søjle 1 at stå for halvdelen af de samlede pensionsudbetalinger i Danmark.

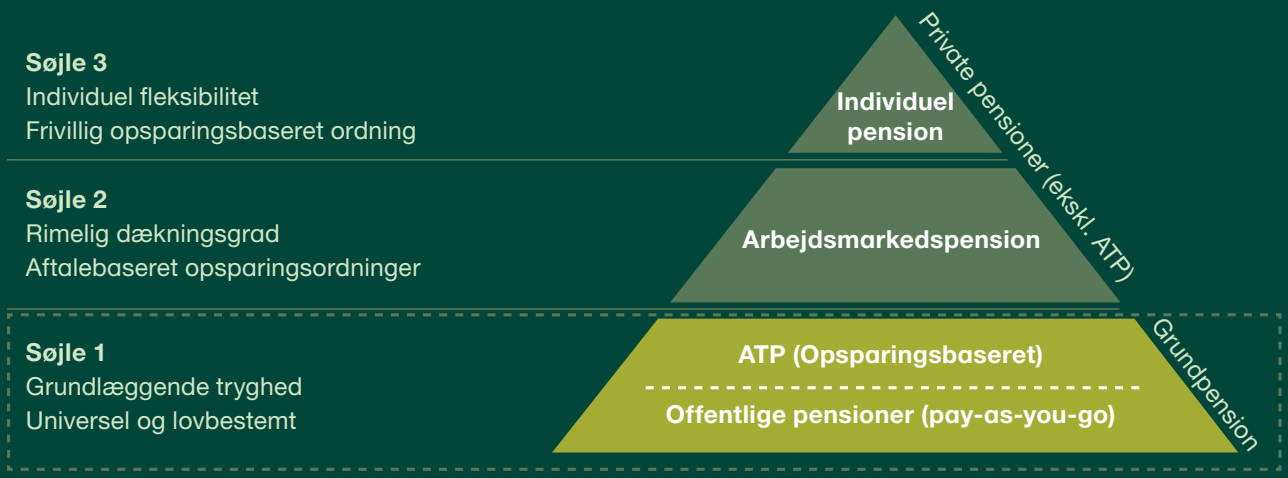
Garanterede versus ugaranterede pensionsprodukter

Der er grundlæggende to typer af pensionsprodukter – garanterede produkter (typisk gennemsnitsrenteprodukter) og ugaranterede produkter (typisk markedsrenteprodukter). En garanti giver medlemmet sikkerhed for en vis mindsteydelse. Det giver en høj grad af forudsigelighed, samt sikkerhed og stablitet i de udbetalte pensionsydelser, når man er blevet pensionist.

I et garanteret pensionsprodukt fordeles afkastet typisk efter gennemsnitsrenteprincippet, hvilket betyder, at udsving i investeringsafkast udjævnes mellem de enkelte år. Denne udjævning sker via den såkaldte depotrente (som er den årlige afkasttilskrivning). Udjævningen af depotrenten sker gennem en kollektiv buffer, der udjævner investeringstab i dårlige år, og som opbygger bufferen i gode år.

→

Figur 1 – Pensionspyramiden, en illustration af det danske 3-søjle-system



ATP hører til i søjle 1, og udgør den opsparingsbaserede del af søjle 1.
Uden ATP-udbetalingen ville udgifterne til de offentlige udbetalinger stige pga. modregningsmekanismen.

Markedsrenteprodukter tilskrives også løbende en depotrente, hvor depotrenten afspejler det faktiske investeringsafkast i det pågældende år. Depotrenten kan således godt være både negativ og positiv fra år til år i et markedsrenteprodukt, da man netop ikke garantere et minimumsafkast. Størrelsen af udsvingene i investeringsafkastet (depotrenten) vil afhænge af, hvor stor en investeringsrisiko, der er i produktet.

Man kan ikke sammenligne garanterede og ugaranterede produkter alene ved at se på afkast, fordi sikkerheden og forudsigeligheden i et garanteret produkt også har en værdi. Denne pointe kender vi også fra fx boliglån, hvor det ikke giver mening alene at sammenligne renten på et fastforrentet lån og et lån med variabel rente, fordi et fastforrentet lån giver større forudsigelighed og sikkerhed, som også har en værdi for den enkelte. Det gælder også, at et garantiprodukt alt andet lige ikke kan levere helt det samme afkast over tid, som et markedsrenteprodukt, da garantiproduktet også har til formål at være forudsigeligt og sikkert, hvilket alt andet lige vil koste lidt på afkastet. Med andre ord "køber" man sig til forudsigelighed og garanti mod et lidt mindre afkast på den lange bane. Det er en sikkerhed, der giver mening i netop søjle 1, hvor den grundlæggende tryghed gennem hele livet er en central pointe.

Tendensen i det danske pensionssystem hen over de seneste 15 år har været, at udviklingen er gået i retning af nedlukning af de garanterede produkter til fordel for markedsrenteprodukter. Langt størstedelen af de åbne pensionsordninger i søjle 2 og 3 er således markedsrenteprodukter, mens ATP og enkelte arbejdsmarkedspensioner i søjle 2 fortsat leverer garantiprodukter eller afarter heraf.

ATP's pensionsprodukt

ATP dækker alle borgere, der arbejder mindst 29 timer om ugen. Den brede dækning, der er lovbestemt, sikrer, at stort set alle borgere indbetaler til ATP (91 pct. af de 18-65-årige i 2022). Derfor har alle danskere denne opsparingsbaserede grundsikring.

Netop det, at alle er med samt den enkle udformning med blot ét pensionsprodukt på hylderne, sikrer, at ATP's pensionsprodukt har meget lave omkostninger. I 2024 var ÅOP på 0,32 procent.

I naturlig forlængelse af ATP Livslang Pensions rolle i det danske pensionssystem fastlægger ATP-loven nogle krav til ATP's pensionsprodukt:

- ATP skal udbetale en livslang pension, som vi garanterer i kroner og ører
- ATP skal "tilstræbe", at pensionsudbetalingerne følger med prisudviklingen i samfundet

ATP Livslang Pension kan således som udgangspunkt tænkes som et traditionelt, garanteret produkt, der skal være forudsigeligt og livslangt, og hvor formålet er at styrke muligheden for øge de garanterede pensioners realværdi.

Når et medlem af ATP indbetaler bidrag, opdeles bidraget i et garantibidrag og i et bonusbidrag, jf. figur 2. Garantibidraget tilskrives den garanterede pension og forvaltes i den såkaldte afdækningsportefølje. Når man indbetaler sit garantibidrag, bliver det med det samme konverteret til en pensionsrettighed på et fast beløb i kroner og øre, som man er garanteret fra sit pensionstidspunkt, og så længe man lever. Pensionsrettighedens størrelse afhænger af det renteniveau, der er på det pågældende tidspunkt. Hvis der er høj rente, bliver pensionsrettigheder høj – og omvendt.

Bonusbidraget indbetales til ATP's bonuspotentiale og forvaltes i den såkaldte investeringsportefølje. Bonuspotentialet er ATP's frie midler, som dels har til formål at dække for uforudsete risici, som fx uventede stigninger i levetiden, dels har til formål at skabe afkast, så det bliver muligt at hæve de garanterede pensioner løbende og derved øge realværdien på sigt.

Forholdet mellem bonuspotentialet og de garanterede pensioner kaldes bonusevnen. Bonusevnen udtrykker simpelt sagt, hvor meget man kunne forhøje de garanterede pensioner med, hvis man udbetalte hele ATP-pensionen på en given dag. Bemærk, at 1 + bonusevnen svarer til det, som ofte betegnes som fundinggraden.

De garanterede pensioner kan således hæves ved at overføre penge fra bonuspotentialet til de garanterede pensioner, hvorved bonusevnen reduceres, men medlemmernes pensioner forhøjes.

→

Beslutning om forhøjelse af pensionerne (udbetaling af bonus) drøftes årligt i ATP's bestyrelse. Bestyrelsen vurderer, om der er råd til at udbetale enten pensionistbonus (hvor nuværende pensionister får hævet pensionen) - eller generel bonus (hvor alle medlemmer får hævet pensionen).

ATP hævede senest pensionen til de danske pensionister ultimo november 2023 med 3 procent. Det var femte gang inden for 10 år, at pensionisterne fik hævet deres livslange og løbende ATP-pension.

Det afkast i investeringsporteføljen, som på længere sigt skal til for at opretholde realværdien af de garanterede pensionsudbetalinger, kan forsimplet estimeres ved at tage udgangspunkt i, at garantibidraget over de senere år har udgjort 80 procent af det samlede bidrag, og at de resterende midler er tilgået bonuspotentialet. Hvis dette 80/20-forhold er til stede over lang tid, skal afkastet på bonuspotentialet (de 20 procent) for at øge værdien af de samlede aktiver (de 100 procent) med eksempelvis 2 procent være 10 procent. I dette forsimplede eksempel er afkastkravetpå bonuspotentialet altså 10 procent efter skat og omkostninger.

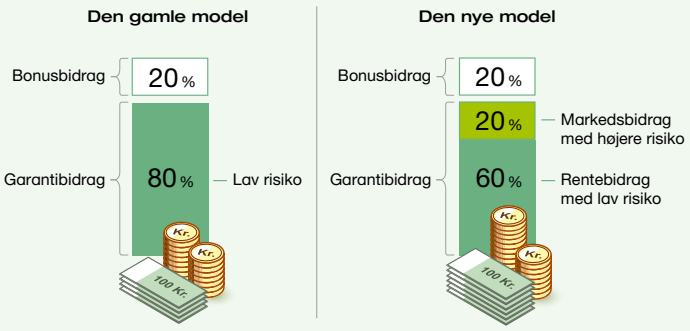
Ovenstående kendetegn ved ATP's pensionsprodukt sætter klare rammer og mål for, hvad ATP's investeringsstrategi over tid skal søge at opnå. Investeringsstrategien skal sikre, at medlemmerne får en garanteret, livslang og forudsigelig pension, og herudover skal det tilstræbes, at denne pension skal kunne realværdisikres over tid ved diskretionære forhøjelser af pensionerne, hvilket igen kræver, at der skabes i omegnen af 10 pct. årligt afkast i gennemsnit over tid i investeringsporteføljen. ATP's bestyrelse tillægger det herudover vægt, at der så vidt muligt skal sikres en løbende forhøjelse af pensionerne – såkaldte bonusudlodninger. Dette for at sikre, at de enkelte årgange af medlemmer opnår nogenlunde samme bonusser over tid.

Nedenfor gennemgås hovedelementer i ATP's investeringsstrategi, som er konstrueret for at leve så godt som muligt op til ovenstående krav.

Det bemærkes, at der i 2021 blev vedtaget en ændring af ATP-loven, som muliggør, at ATP's bestyrelse kan opdele garantibidraget i et rentebidrag og et markedsbidrag med lidt højere investeringsmæssig risiko, jf. figur 2. Markedsbidraget kan jf. loven maksimalt udgøre 25 pct. af garantibidraget.

Begyndende ved 15 år til pension vil pension optjent for markedsbidraget løbende blive konverteret til pension bestemt som rentebidraget, så medlemmernes samlede pension på pensionstidspunktet er en fast, garanteret og livslang ydelse. Formålet med denne ændring var og er at maksimere afkastet i det samlede pensionsprodukt henset til, at pensionsproduktet fortsat skal skabe en garanteret livslang pension med en høj grad af forudsigelighed. Markedsbidraget er begyndt indfaset fra 2022, men alene for nye indbetalinger, hvorfor det for nu ikke har stor betydning i den samlede formue. I nedenstående gennemgang ses der bort fra denne ændring, da den bliver meget langsomt indfaset.

Figur 2 – Fordeling af ATP-bidraget i den gamle og den nye model



Note: Figuren viser fordelingen af ATP-bidraget i den gamle model (før 2022) og i den nye model. Medlemmernes bidrag opdeles i et garantibidrag, som tilgår afdækningsporteføljen, og et bonusbidrag, som tilgår investeringsporteføljen. I den gamle model blev hele garantibidraget indbetalt til en rullende livrente, mens det i den nye model opdeles i et rentebidrag (med lav risiko) og et markedsbidrag (med højere risiko). For medlemmer med mindre end 15 år til pension bibeholdes, at hele garantibidraget går til den rullende livrente.

ATP's investeringsstrategi: Risk Parity

Som nævnt ovenfor inddeles indbetalingerne til ATP i et garantibidrag, som tilføjes afdækningsporteføljen, og i et bonusbidrag, som tilføres bonuspotentialet. Afdækningsporteføljen og bonuspotentialet har to forskellige formål, som gennemgås nedenfor.

Afdækningsporteføljen

I afdækningsporteføljen forvaltes garantibidraget – den andel af indbetalingen, hvor medlemmet ved indbetalingstidspunktet bliver lovet en sikker og fast pension fra sit pensionstidspunkt. ATP har så at sige hensat til denne faste forpligtelse, og ATP afdækker denne forpligtelse fuldt ud i markedet. Det sker ved at købe obligationer og såkaldte renteswaps som "matcher" denne forpligtigelse. Afkastet på disse

→

obligationer omregnes til en såkaldt tarif, som er den rente, medlemmernes indbetalinger forrentes med. ATP's tilgang til afdækning eliminerer i vid udstrækning markedsrisikoen relateret til ændringer i værdien af de pensionsmæssige hensættelser ("fuld afdækning"). Dermed opnår ATP den størst mulige sikkerhed for, at ATP kan betale de lovede pensioner, jf. kravet om at produktet skal være garanteret.

Samtidig betyder den fulde afdækning af renterisikoen ved de garanterede pensioner, at den samlede investeringsmæssige risikokapacitet, som de indbetalte midler skaber, bedre kan udnyttes til at tage andre former for markedsrisiko, som forventes at give et højere afkast.

Så afdækningsporteføljen har til formål at afdække renterisikoen i ATP's forpligtigelser. Det betyder, at formuen i afdækningsporteføljen stiger og falder i takt med renten. Hvis renten falder, stiger formuen – og omvendt. Rentebevægelserne er dog afdækket, hvilket sikrer, at ATP har penge til at udbetale de lovede pensioner uanset disse rentebevægelser.

Afdækningsporteføljens formue steg således i årene frem mod starten af 2022 i takt med, at renterne blev lavere og lavere, for så at falde voldsomt i 2022, da renterne steg hurtigt og meget. Hverken den stigende eller faldende formue har dog betydning for de pensioner, som ATP har lovet medlemmerne. Pensionerne er de samme, uagtet de store udsving i formuen, der kan virke voldsomme. Udsvingene har ingen betydning for det enkelte medlem.

Bonuspotentialet/investeringsporteføljenI bonuspotentialet forvaltes bonusbidraget i den såkaldte investeringsportefølje.

Den overordnede målsætning for investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at opbygge reserver til dækning af eksempelvis længere levetid end forventet, så ATP sikrer pensionerne hele livet, dels at forhøje de garanterede pensioner og dermed sikre de garanterede pensioners realværdi (købekraft), jf. ovenfor.

Som beskrevet ovenfor, skal der i snit over årene genereres et årligt afkast på ca. 10 pct. i investeringsporteføljen for at kunne realværdisikre de garanterede pensioner, hvis inflationen i snit er 2 pct. årligt. Samtidig skal investeringsstrategien for investeringsporteføljen så vidt muligt også tage højde for, at det tillægges vægt, at tildelingen af bonus (forhøjelse af de garanterede pensioner) sker nogenlunde løbende, hvilket kan understøttes ved at sikre en nogenlunde stabil bonusevne.

For bedst muligt at opfylde disse krav er det vurderingen, at følgende to forhold er vigtige:

I. at investeringsporteføljen skal investeres med en høj, investeringsmæssig risiko sammenlignet med fx et gennemsnitligt markedsrenteprodukt, og at risikokapaciteten anvendes disciplineret og effektivt. Det betyder, at ATP skal udnytte sin investeringskapacitet effektivt, idet midler, der ikke bindes i afdækningsporteføljen, skal være til rådighed for investeringsporteføljen, så investeringsporteføljen kan geare sine investeringer. Som en del af den effektive udnyttelse af risikokapaciteten tilpasser ATP løbende risikoniveauet i investeringsporteføljen, så den som udgangspunkt har en konstant, relativ investeringsrisiko set i forhold til bonuspotentialets størrelse.

II. at investeringsporteføljen investeres med en såkaldt faktortilgang, hvor ATP investerer efter, hvor meget risiko de enkelte investeringsaktiver har, og altså ikke efter hvor mange penge ATP har fra sine medlemmer. ATP kan bl.a. investere efter "risiko", fordi ATP har adgang til at geare investeringsporteføljen, da investeringsporteføljen kan låne penge i afdækningsporteføljen (som frigør likviditet via renteswaps),

Samtidig tager ATP's investeringsfilosofi udgangspunkt i, at de finansielle markeder er tæt på efficiente, og at det derfor er vanskeligt systematisk og over tid at slå markedet, især i de større markeder og specielt for en investor af ATP's størrelse. ATP vurderer altså, at det ikke er muligt hvert år at forudsige, om det er bedst at købe f.eks. aktier eller obligationer – og ramme systematisk rigtigt over tid.

Hvad angår risikoniveauet i investeringsporteføljen, jf. pkt. I. ovenfor, har ATP's bestyrelse besluttet at køre med en risiko, der svarer til 30 pct. i volatilitet. Det er små tre gange så meget som et middelrisiko markedsrenteprodukt. Risikoniveauet er fastsat efter en afvejning mellem sandsynligheden for at leve op til ønsket om at kunne realværdisikre de garanterede pensioner over tid sat over for risikoen for at tabe hele bonuspotentialet. Jo højere risikoniveau – jo større sandsynlighed for at kunne realværdisikre, men også større risiko for at tabe hele bonuspotentialet.

→

Hvad angår faktortilgangen i investeringsstrategien, jf. pkt. II. arbejder ATP med at allokere investeringernes risikoandele til fire forskellige faktorer: aktierisiko, renterisiko, inflationsrisiko og andre risici, som har forskellige risikoniveauer hver for sig.

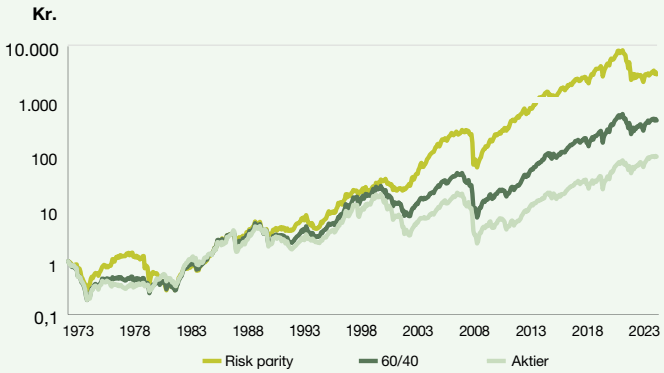
Ved at fokusere på investeringernes risikoniveau kan fokus rettes mod at skabe en portefølje med optimal konstruktion af hver risikofaktor og optimal relativ allokering til hver risikofaktor for at opnå det optimale risikojusterede afkast. Når den optimale, relative allokering til hver risikofaktor er fundet, geares denne allokering op til det samlede risikoniveau, der ønskes. Dette er i overensstemmelse med moderne porteføljeteori, som konkluderer, at man skal holde en – passende gearet – andel af porteføljen, der maksimerer risikopræmien i forhold til risikoen (den såkaldte tangentportefølje) og det risikofrie aktiv.

I asset management-litteraturen betragtes denne tilgang ofte som Risk Parity. En Risk Parity-portefølje har – som navnet antyder – en ligevægtning af risikoen på tværs af de valgte risikokilder. Til sammenligning har en traditionel 60/40-portefølje, som mange markedsrenteprodukter anvender, typisk 70-90 pct. af risikoen i aktie-risici, og en ren aktieinvestering har naturligvis 100 pct. af risikoen i aktie-risici. ATP's implementering af Risk Parity er dog ikke ligevægtet på de fire risikofaktorer, men sigter på lang sigt mod godt 35 pct. risiko-andel i aktier og renter og en mindre andel til inflation på godt 15 pct., mens den resterende andel er allokeret mod andre risici. Internt kalder ATP denne variant af Risk Parity-strategien for Balanceret Beta.

Flere dele af den akademiske litteratur viser, at en Risk Parity-portefølje har højere forventet, risikojusteret afkast end mere risikokoncentrerede porteføljer som en ren aktieportefølje eller en 60/40-portefølje. En forklaring på merafkastet er fx Asness et al. (2012), som konkluderer, at det kræver evnen og viljen til at geare aktiver med lav risiko. En evne og vilje som bestemt ikke alle investorer har. For at analysere effekten af porteføljevalg har ATP udviklet et analyseapparat, der i høj detaljeringsgrad kan anvendes til historiske beregninger og back-tests. På amerikanske data kan analyser foretages tilbage til 1935, hvor det for en portefølje, der investeres globalt, går tilbage til 1973. Back-testen af ATP's strategi på de globale data er illustreret i figur 3 for de 49 år i perioden 1973-2024.

Figur 3 viser slutformuen opgjort på en logaritmisk skala, så forskellene i performance er ekstremt store (se tallene i 2022). Det bemærkes også, at 2022 var det dårligste år siden 1935 for en amerikansk Risk Parity-portefølje, og det dårligste år i ATP's globale datasæt tilbage til 1973. Tilsammen siger det noget om, hvor udsædvanligt et år 2022 var for en portefølje som ATP's.

Figur 3 – Historisk merafkast i en Risk Parity-portefølje fra 1973 til 2023



Note: Figuren viser historisk akkumulerede mer-afkast på en global Risk Parity-portefølje, en 60/40 portefølje og en aktieportefølje, der alle har 30 pct. volatilitet. Afkastet er opgjort i kr. efter fuld valutaafdækning. Bemærk, at skalaen er logaritmisk.

Selvom historien har vist, at en risk parity-tilgang har givet gode – og bedre – resultater end mere risikokoncentrerede strategier, betyder det ikke, at strategien i et givet år vil være bedre end fx at købe rene aktier. Der kan sagtens være flere år – og også mange år i træk – hvor strategien klarer sig dårligere end andre strategier, men det er vurderingen, at strategien er fordelagtig på lang sigt. Og ATP er netop en meget langsigtet investor.

Den balancerede investeringstilgang med en ligevægt i rente- og aktierisici har tilmed også den egenskab set i forhold til porteføljer med højere andel af aktierisici, at den stabiliserer bonusevnen ved rentebevægelser. Så når renten stiger, falder bonuspotentialet (investeringsporteføljen taber penge), men samtidig reduceres værdien af de garanterede pensioner, hvorefter bonusevnen er nogenlunde stabil. Derved undgås det, at der lige pludselig kan gå mange år mellem bonusudlodninger (stigninger i den garanterede pension).

Her har ATP's investeringsstrategi vist sit værd over mange år med en nogenlunde stabil bonusevne ml. 15-20 pct. uanset kraftige markedsbevægelser. En stabil bonusevne er med til at sikre, at indbetalinger

→

på tværs af alderskohorter og over tid forbliver relativt fair, og at der ikke er tale om systematisk omfordeling.

Ovenstående er baggrunden for, at ATP har en risk parity-strategi og investerer med en høj investeringsmæssig risiko i investeringsporteføljen. Formålet er at leve op til de krav, ATP's pensionsprodukt stiller til de investeringsmæssige resultater. Investeringsstrategien betyder, at ATP's investeringsresultater for investeringsporteføljen altid vil være anderledes end de investeringsresultater, som mange andre pensionskasser vil have for deres markedsrenteprodukter. Det skyldes bl.a., at både det investeringsmæssige risikoniveau og allokeringen af aktivklasser varierer. Og det skyldes igen, at man producerer vidt forskellige pensionsprodukter.

Sammenligning af forskellige investeringsstrategier

Når ATP har valgt ovenstående tilgang, skyldes det naturligvis, at vi har regnet på mange forskellige strategier og på den baggrund vurderet, at en investeringsstrategi, hvor vi afdækker garantibidraget i afdækningsporteføljen, og investerer bonuspotentialet med høj investeringsmæssig risiko i en risk parity-strategi er den strategi, der samlet set bedst lever op til de krav, som vores pensionsprodukt og rolle i pensionssystemet foreskriver.

Nedenfor har vi opstillet resultaterne af en traditionel ALM-analyse af ATP's produkt med det formål at illustrere nogle af hovedpointerne omkring disse valg. Afsnittet inkluderer flere investeringsstrategier, som ikke vil være relevante i praksis, men de er med til at illustrere, hvorfor den valgte investeringsstrategi for ATP Livslang Pension vurderes at være den bedste.

Analysen følger den tilgang, som typisk anvendes til at vurdere et garanteret produkt, dvs. kortere perioders afkast og risiko. Der betragtes altså:

1. Afkast og risiko på hele balancen
2. Afkast og risiko på bonuspotentialet
3. Afkast og risiko på fundinggraden (eller bonusevnen)
4. Fundinggraden over længere horisonter, ligesom udbetalt bonus over længere horisonter betragtes både i nominelle og reale termer

Analyserede strategier

Som udgangspunkt betragtes strategier med og uden afdækningsportefølje samt strategier, der implementerer forskellige investeringsstrategier for bonuspotentialet eller for den fulde balance (hvis der ikke arbejdes med renteafdækning).

Tabel 1 giver et overblik over de betragtede strategier, som går fra mere vidtgående alternativer uden renteafdækning, som er medtaget for illustrationsformål, til mere realistiske strategier, herunder ATP's nuværende.

De fem analyserede strategier varierer i anvendelsen af renteafdækning, samt allokeringsstrategier for risikoaktiver.

Spørgsmålet er nu, hvilken af disse investeringsstrategier, der giver den højeste bonus over tid, men som også balancerer hensynet til, at man skal være solvent i perioden – dvs. opretholde en fundinggrad over 100 pct? Tabel 2 opsummerer resultaterne, der →

Tabel 1 – Overblik over de analyserede strategier

Strategi	H + EQ	H + EQ30	H + RP30 (ATP)	60/40	EQ
Renteafdækning (H)	Ja	Ja	Ja	Nej	Nej
Asset allocation	100 pct. af BP i aktier med 15 pct. vol.	100 pct. af BP i aktier med 30 pct. vol.	100 pct. af BP i Risk Parity-portefølje med 30 pct. vol.	100 pct. af GY + BP i 60/40-portefølje	100 pct. af GY + BP i aktier

Note: Tabellen viser de fem analyserede strategier, der varierer i anvendelsen af renteafdækning, samt allokeringsstrategier for risikoaktiver. H beskriver en afdækningsportefølje, der afdækker ATP's passiv, EQ en 100 pct. aktiestrategi med 15 pct. volatilitet, EQ30 en 100 pct. aktiestrategi med 30 pct. volatilitet (2x gearet), og RP30 er en Risk Parity-portefølje med 30 pct. volatilitet, 60/40 er en portefølje med 60 pct. aktier og 40 pct. obligationer og EQ er en portefølje med 100 pct. aktier. Resultater er simuleringer af forskellige investeringsstrategier.

fremkommer ved at simulere de forskellige investeringsstrategier med udgangspunkt i ATP's historiske forretningsmodel, der har en 80/20 fordeling af de indbetalte midler.

Det ses af tabellen, at strategier uden renteafdækning (60/40 og EQ) bliver teknisk insolvente med meget stor sandsynlighed – så stor, at de i praksis ikke er mulige løsninger som samlede investeringsstrategier for et produkt som ATP Livslang, der tilhører grundpensionen.

Med strategien, der ligner ATP's investeringsstrategi (H+RP30), kan man over en 10-årig periode forvente en årlig bonus på 1,85 pct., og strategien sørger samtidig for, at ATP er solvent i hele perioden (P<100)= 0).

Til sammenligning vil en strategi med fuld afdækning og 100 pct. af BP i aktier med 30 pct. volatilitet (H+EQ30) – altså med samme risikoniveau som ATP's portefølje – have en gennemsnitlig årlig bonus på 1,77 pct. (lidt lavere end for ATP's strategi), og blive insolvent med en sandsynlighed på 0,3% over en 10-årig periode. Strategien ventes dermed at give en lavere bonus til medlemmerne og med en lidt højere risiko for insolvens, hvilket ikke er et attraktivt alternativ til ATP's strategi.

Forskellen imellem de to strategier bliver større, hvis man sammenligner risikoen for at komme ned på et lavt fundingniveau, fx 105 eller 110 pct. Strategien H+EQ30 har en noget større sandsynlighed for at fundinggraden kommer herunder end ATP's strategi.[1]

En ugearet investeringsstrategi – her præsenteret ved en ren aktieinvestering i investeringsporteføljen (H+EQ) – vil i gennemsnit levere en årlig bonus på 1,32 pct., hvilket er væsentlig lavere end de 1,85 pct., som kan ventes med ATP's strategi (H+RP30). Årsagen til det lave forventede afkast er, at en ugearet investeringsstrategi ikke indeholder nok risiko til at skabe et tilstrækkeligt afkast. Derfor har strategien H+EQ også kun en sandsynlighed på 19 pct. for at levere en årlig bonus på mindst 2 pct, mens sandsynligheden med ATP's strategi er 43 pct.

Når ATP har valgt en investeringsstrategi, hvor vi afdækker garantibidraget 100 pct. og vælger en risk parity-strategi med 30 pct. vol., er det fordi, vi vurderer, at det er attraktivt at kunne betale godt 0.53 pct. point mere i gennemsnitlig, årlig bonus (næsten 5.5 pct. højere pension over 10 år) ved at anvende denne strategi (H+RP30) frem for de andre strategier.

Ovenstående analyse understøtter, at for et produkt som ATP's pensionsprodukt er den valgte strategi meningsfuld. Det betyder ikke, at en tilsvarende strategi vil være meningsfuld for andre produkter. Det afhænger af formålet.

En endnu mere detaljeret udgave af ovenstående analyse findes her:
www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi-set-i-et-alm-perspektiv

1 Se uddybende resultater i artiklen ATP's investeringsstrategi set i et ALM-perspektiv

Tabel 2 – Resultater af de analyserede strategier

Metrik	Gennemsnitlig årlig bonus, pct.	Sandsynlighed for mere end 2 pct. i årlig bonus, pct.	Sandsynlighed for at fundinggraden kommer under 100 pct. over 10 år, pct.
Strategi	**Gns.**	**P(>2%)**	**P(<100)**
H + EQ	1,32	18,7	0,0
H + EQ30	1,77	42,9	0,3
H + RP30 (ATP)	1,85	44,8	0,0
60/40	2,93	66,2	67,8
EQ	3,50	65,6	91,2

Note: Tabellen viser resultater af simulationer for de fem strategier. Se noten til tabel 1 for beskrivelse af strategierne.