

# faktum

om pension, investering og samfund

## ATP's investeringsstrategi balancerer formålene med ATP-pensionen

ATP-pensionens rolle i pensionssystemet er, sammen med de offentlige pensioner, at levere stabile, forudsigelige og livslange pensioner, og således sikre en stabil grundpension på et passende niveau til alle danskere. Derfor er ATP-pensionen designet som en garanteret livslang pension, ligesom folkepensionen.

I naturlig forlængelse heraf er ATP's investeringsstrategi anderledes end investeringsstrategien i et markedsrenteprodukt, som er en ugaranteret pension. Garantien gør, at ATP-pensionen både skal tage hensyn til, at man på ethvert givent tidspunkt skal kunne udbetale de garanterede pensioner, at de aldrig må sættes ned og at man skaffer det bedst mulige afkast til medlemmerne. Derigennem kan man løbende øge pensionerne så købekraften af de garanterede pensioner bevares bedst muligt. Uden en garanti kunne man (ligesom i markedsrenteprodukterne) alene fokusere på at skaffe det højest mulige forventede afkast til medlemmerne inden for en given risikokategori. Men så

ville medlemmerne også selv skulle bære både usikkerheden ved at leve længere end forventet, dvs. at pensionen dermed skal strække sig over en længere periode, samt risikoen for at ens pension falder som følge af et negativt investeringsafkast.

Værdien af en garanti bliver nogle gange overset i den offentlige debat. Garantier i et pensionsprodukt kan på en måde sammenlignes med et fastforrentet obligationslån, hvor mange vælger et fastforrentet lån frem for et variabelt forrentet lån. I første kvartal 2024, valgte 66 pct. af boligkøberne et fastforrentet lån.

Denne analyse har set på, hvordan forskellige investeringsstrategier vil forventes at leve op til ATP's formål om: a) altid at kunne udbetale de garanterede pensioner og b) at tilstræbe en købekraftsikring af de garanterede pensioner (udover den indbyggede forrentning der ligger i garantiene).

Konklusionen fra analysen er, at givet ATP's formål, så er den valgte strategi

meningsfuld, fordi den formår at afbalancere hensynet til både et højt afkast og en sikkerhed for, at man kan udbetale hele værdien af de lovede pensioner på ethvert givent tidspunkt. Det sidste har fx ikke været tilfældet i den hollandske pensionssektor, som historisk har haft et produkt der på nogle områder minder om ATP's. Siden finanskrisen har den hollandske pensionssektor i gennemsnit været insolvent i fire perioder (2008/2009, 2011/2012, 2016 og 2020).

Om hvorfor ATP har valgt den givne investeringsstrategi for investeringsporteføljen siger investeringsdirektør i ATP Mikkel Svenstrup følgende:

"Den har historisk givet et væsentligt højere absolut og risikojusteret afkast end en traditionel portefølje, uagtet af den med 20% sandsynlighed har klaret sig dårligere end aktier i de historiske 10-års perioder."

Læs hele analysen nedenfor. →

**Tabel 1 – Overblik over de analyserede strategier samt resultater af de analyserede strategier**

Strategi	Renteafdækning (H)	Asset allocation	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. år
H + EQ15	Ja	100 pct. af BP i aktier 15 pct. vol.	1,32	18,7	0
H + EQ30	Ja	100 pct. af BP i aktier 30 pct. vol.	1,77	42,9	0,3
H + RP30 (ATP)	Ja	100 pct. af BP i Risk Parity-portefølje med 30 pct. vol.	1,85	44,8	0
60/40	Nej	100 pct. af GY + BP i 60/40-portefølje	2,93	66,2	67,8
EQ	Nej	100 pct. af GY + BP i aktier	3,5	65,6	91,2

Note: Tabellen viser de seks analyserede strategier, der varierer i anvendelsen af renteafdækning samt allokeringsstrategier for risikoaaktiver. H beskriver en afdækningsportefølje, der afdækker ATP's passiv, EQ15 er en 100 pct. aktiestrategi med 15 pct. volatilitet, EQ30 er en 100 pct. aktiestrategi med 30 pct. volatilitet (2x gearet), RP30 er en Risk Parity-portefølje med 30 pct. volatilitet (repræsenterer ATP's strategi), 60/40 er en portefølje med 60 pct. aktier og 40 pct. obligationer og EQ er en portefølje med 100 pct. aktier.

Kilde: Svenstrup og Japhetson 2023.

### ATP's rolle definerer pensionsproduktet

Det danske pensionssystem illustreres ofte som tre søjler, hvor de tre søjler er hhv. grundpensionen bestående af offentlige pensioner og ATP i søjle 1, arbejdsmarkedspensioner i søjle 2 og individuelle pensioner i søjle 3.

*Søjle 1* består af grundpensionen, der skal sikre alle en grundlæggende økonomisk tryghed igennem hele pensionstilværelsen. Derfor er pensionerne livslange, garanterede, baseret på lovgivning via Folketinget og dækker befolkningen bredt. Dermed ved man, hvad man kan regne med at få udbetalt i hele pensionstilværelsen. Det sikrer stabile pensioner, når der er udsving i levetid og konjunkturerne. ATP-pensionen er, modsat de offentlige pensioner, opsparingsbaseret.

*Søjle 2* består af de obligatoriske arbejdsmarkedspensioner. De skal skabe en indkomstudjævning gennem livet, sådan at indkomsten ikke falder for meget, når man går på pension.

*Søjle 3* består af de individuelle pensionsordninger og har samme formål som søjle 2, men er frivillige. De individuelle pensionsordninger skal sikre, at alle har en mulighed for at få sparet op til deres alderdom – særligt de personer, der ikke er omfattet af arbejdsmarkedspensionerne i søjle 2.

I det danske pensionssystem målrettes de offentlige pensioner til dem, der har mest brug for dem, ved at man modregner private skattepligtige indkomster (inkl. private pensioner) i de offentlige pensioner – dette kaldes "samspillet". Samspillet mellem pensionssystemets tre søjler er utroligt vigtigt, fordi hvis markederne går godt, så aflaster de private pensioner de offentlige pensioner mere, og hvis markederne går dårligt, så kompenserer de offentlige pensioner for noget af nedgangen i de private pensioner.

En stabil grundpension, kombineret med samspillet, gør, at man i søjle 2 og 3 kan tage lidt mere risiko.

I dag er der ca. 35 pct. af pensionisterne, som ingen udbetaling har fra en pensionsordning i søjle 2 og 3, og for dem er det særlig vigtigt, at grundpensionen er stabil og forudsigelig igennem hele pensionstilværelsen. Det betyder også, at 3 ud af 4 pensionskroner i gennemsnit kommer fra søjle 1 – i fremtiden forventes det at være 1 ud af 2 kroner (Se Faktum nr. 213).

### Garantier har værdi for mange mennesker

Der er grundlæggende to typer af pensionsprodukter – garanterede produkter (typisk gennemsnitsrenteprodukter) og ugaranterede produkter (typisk markedsrenteprodukter). En garanti giver medlemmet en høj grad af forudsigelighed samt sikkerhed og stabilitet i de udbetalte pensionsydelse. I et garanteret produkt bæres levetids- og markedsrisikoen kollektivt. Dog ser man typisk, at renteelementet i garantien afdækkes for derved at minimere markedsrisikoen. Et markedsrenteprodukt forventes til gengæld at give et lidt højere afkast, fordi man kan tage større risiko, når man ikke garanterer noget. I dag udgør markedsrenteprodukterne omkring 45 pct. af den samlede danske pensionsformue og ca. 69 pct. af de samlede årlige indbetalinger.

ATP-pensionen er en livslang garanteret pension, fordi den sikkerhed og forudsigelighed, som et garanteret produkt kan tilbyde, giver særlig god mening for et produkt, der er en del af grundpensionen i søjle 1.

At garantien har en værdi i sig selv, kender vi også fra fx boliglån. Her giver det ikke mening alene at se på renten på et fastforrentet lån ift. renten på et lån med variabel rente, fordi et fastforrentet lån giver større forudsigelighed og sikkerhed. Blandt boligkøberne i første kvartal 2024 valgte 66 pct. et fastforrentet realkreditlån.

### To modsatrettede hensyn varetages i to porteføljer

Udover rollen som en del af grundpensionen, siger ATP-loven at ATP skal investere, så man til enhver tid kan udbe-

tale de lovede pensioner (garantierne), og at man skal søge at tilstræbe at købekraftssikre de lovede pensioner i form af opskrivninger af garantierne (bonusudlodninger).

For bedst muligt at kunne håndtere de to modsatrettede hensyn, dvs. høj sikkerhed og høje afkast, har ATP valgt en konstruktion, hvor man overordnet set opdeler investeringerne i to porteføljer: afdæknings- og investeringsporteføljen. Her ser man, af hensyn til simplicitet, bort fra de ændringer, der følger af ændringerne i ATP-loven i 2021, hvor man indførte en livrente med markedseksponering og supplerende afdækningsportefølje, da den først er begyndt indfaset i 2022.

#### Afdækningsportefølje (garantibidrag):

I afdækningsporteføljen forvaltes garantibidraget – den andel af indbetalingen, hvor medlemmet ved indbetalingstidspunktet bliver lovet en sikker og fast pension fra sit pensionstidspunkt og resten af livet. 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 forpligtelse. Afkastet på obligationer anvendes ved beregning af, hvilken pension medlemmerne kan garanteres for deres indbetalinger. *Garantierne indeholder dermed allerede en forrentning, der (typisk) er højere end inflationen.* 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 kunne betale de lovede pensioner, jævnfør kravet om at produktet skal være garanteret. Det betyder, at formuen i afdækningsporteføljen stiger og falder i takt med renten. 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.



**Investeringsportefølje (bonusbidrag):** I denne portefølje indgår bonusbidraget, som udgør den resterende andel af indbetalingerne. Den overordnede målsætning for investeringsporteføljen er at skabe et afkast, der giver mulighed for at udbetale bonus til ATP's medlemmer – dvs. at forhøje de garanterede pensioner – og hermed øge pensionernes realværdi (købekraft). Derudover giver afkastet mulighed for at opbygge reserver til dækning af fx længere levetid end forventet, så ATP kan sikre pensionerne hele livet. Ved tilskrivning af bonus, øges pensionsydelsen for ATP's medlemmer ved at anvende det optjente afkast i investeringsporteføljen. Herved låses større afkast inde, og giver anledning til en øget garanteret pension.

ATP var en af de første investorer, der implementerede en såkaldt Liability-Driven-Investment (LDI)-strategi med denne helt klare opdeling i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje – Se boksen ”ATP's investeringsstrategi: Risk Parity”

### Hvilken investeringsstrategi afbalancerer bedst porteføljernes formål?

For bedst muligt at kunne opfylde de to porteføljers formål, har ATP valgt en gearret og risikobalanceret investeringsstrategi, da den isoleret set skaber høje afkast på lang sigt, der er tilpasset den risiko som porteføljen kan bære. Og kombineret med fuld afdækning af renterisikoen i afdækningsporteføljen stabiliserer det også bonusevnen (der måler evnen til at købekraftssikre). Mere specifikt, så gør ATP følgende for at sikre høje afkast i investeringsporteføljen:

1. udnytter investeringskapaciteten effektivt, idet midler, der ikke bindes i afdækningsporteføljen, er til rådighed for investeringsporteføljen,
2. tilpasser det investeringsmæssige risikoniveau i investeringsporteføljen systematisk, så vi sikrer en høj risikoudnyttelse og dermed, at vi hele det investeringsmæssige risikobudget og har en systematisk og balanceret udnyttelse af risikobudgettet gennem en faktortilgang.

Med udgangspunkt i den beskrevne investeringsstrategi og porteføljernes formål, har ATP lavet en klassisk Asset Liability-analyse (ALM-analyse) af ATP's produkt under forskellige investeringsstrategier, og set på, hvordan de forskellige strategier formår at opfylde de formål ATP skal leve op til, dvs.:

- a. at levere sikkerhed for, at man altid kan udbetale de garanterede pensioner,
- b. at opnå tilpas høje afkast til at man kan tilstræbe at købekraftssikre de lovede pensioner og samtidig kompensere for uventede stigninger i levetiden.

Som udgangspunkt betragtes strategier med og uden afdækningsportefølje, samt strategier, der implementerer forskellige investeringsstrategier for bonuspotential 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 strategi. De seks analyserede strategier varierer i anvendelsen af renteafdækning samt allokeringsstrategier for risikoaktiver. H beskriver en afdækningsportefølje, der afdækker ATP's passiv, EQ15 en 100 pct. aktiestrategi med 15 pct. volatilitet, EQ30 en 100 pct. aktiestrategi med 30 pct. volatilitet (2x gearret), og RP30 er en Risk Parity-portefølje med 30 pct. volatilitet (repræsenterer ATP's strategi), 60/40 er en portefølje med 60 pct. aktier og 40 pct. obligationer og EQ er en portefølje med 100 pct. aktier.

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 1 opsummerer de resultater, der fremkommer ved at simulere de forskellige investeringsstrategier med udgangspunkt i ATP's historiske forretningsmo-

del, der har en 80/20 fordeling af de indbetalte midler. I analysen ses der bort fra de ændringer, der blev vedtaget i 2021 af ATP-loven, som opdeler garantibidraget i et rentebidrag og et markedsbidrag med lidt højere investeringsmæssig risiko. Ændringen blev begyndt indfaset fra 2022.

Det ses af Tabel 1, at strategier uden renteafdækning (60/40 og EQ) med meget stor sandsynlighed bliver teknisk insolvente – så stor, at de i praksis ikke er mulige løsninger som samlede investeringsstrategier for et produkt som ATP Livslang, der tilhører grundpensionen.

Med en strategi der ligner ATP's investeringsstrategi (H+RP30), kan man over en 10-årig periode forvente en årlig gennemsnitlig 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.

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 væsentligt 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 med 100 pct. og vælger en risk parity-strategi (se boks 1 for en uddybning af risk parity) med 30 pct. volatilitet, er det fordi vi



vrurderer, 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 ATP) frem for (H + EQ) samtidig med at den stabiliserer evnen til at tilskrive bonus regelmæssigt.

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, og de forpligtelser der følger af dette formål. En

mere detaljeret gennemgang af analyserne i dette afsnit findes her: [www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi](http://www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi)

## ATP's investeringsstrategi: Risk Parity

ATP var en af de første investorer, der implementerede en såkaldt Liability-Driven-Investment (LDI) strategi med denne helt klare opdeling i en afdækningsportefølje og en investeringsportefølje. Uagtet denne opdeling er det vigtigt at forstå, at porteføljerne implicit interagerer med hinanden på daglig basis, da ethvert residuelt tab eller gevinst løbende til- eller fragår bonuspotentialt (investeringsporteføljen).

ATP afdækker renterisikoen 100 pct. i afdækningsporteføljen. Vælger ATP en anden strategi for afdækning af renterisikoen end 100 pct., vil udsving i markedsværdierne skulle absorberes af bonuspotentialt (investeringsporteføljen). Det er derfor naturligt at afdække 100 pct., og så aflejre en ønsket renterisiko i investeringsporteføljen, da bonuspotentialt alligevel skal absorbere alle tab og gevinster på kort og lang sigt.

Med fastlagt afdækningsstrategi i afdækningsporteføljen følger implementeringen af ATP's investeringsstrategi for bonuspotentialt (investeringsporteføljen). ATP's investeringsfilosofi tager udgangspunkt i, at de finansielle markeder er tæt på efficiente, og at det derfor er vanskeligt at slå markedet, især i de større markeder og specielt for en investor i ATP's størrelse.

Derfor er disciplineret og effektiv udnyttelse af risikokapaciteten i centrum, således at ATP så vidt muligt holder en konstant relativ risiko, da ATP er af den overbevisning, at det er dyrt med ledig risikokapacitet igennem længere tid. ATP arbejder med at allokere investeringernes risikobidrag til fire forskellige faktorer – aktierisiko, renterisiko, inflationsrisiko og andre risici.

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. Herefter kan risikoniveauet bestemmes ved blot at investere en passende mængde af den valgte portefølje. Dette er i øvrigt helt i overensstemmelse med moderne porteføljeteorier, 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.

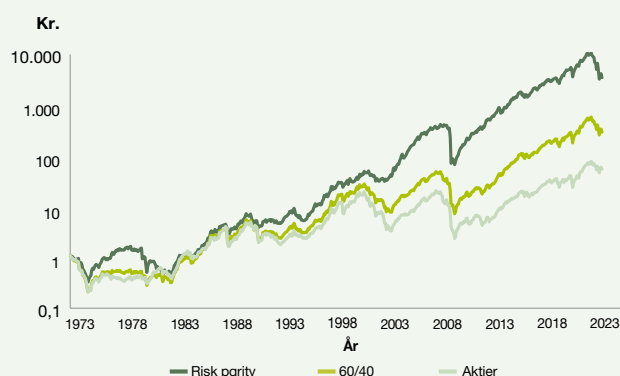
I asset management litteraturen betragtes denne tilgang ofte som Risk Parity. En Risk Parity-portefølje har – som navnet

antyder – en ligevægtning af risikoen på tværs af de valgte risikokilder. Til sammenligning har en traditionel 60/40-portefølje typisk 70-90 pct. af risikoen i aktierisici, og en ren aktieinvestering har naturligvis 100 pct. af risikoen relateret til aktierisici. ATP's implementering af Risk Parity er dog ikke lige vægget 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, såsom en ren aktieportefølje eller en 60/40-portefølje. En forklaring på merafkastet er ifølge Asness et al. (2012), at det kræver evnen og viljen til at geare aktiver med lav risiko. For at analysere effekten af porteføljevalg, har ATP udviklet et analyseapparat, der i høj detaljeringsgrad kan anvendes til historiske beregninger og backtests. 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 B1 for de 49 år i perioden 1973-2022.

Figur B1 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 usædvanligt et år 2022 var for en portefølje som ATP's.

**Figur B1 – Historisk merafkast i en Risk Parity portefølje fra 1973 til 2022**



**Kilder:**

A. Japhetson og M. Svenstrup (2023): ATP's investeringsstrategi set i et ALM perspektiv.

[www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi-set-i-et-alm-perspektiv](http://www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi-set-i-et-alm-perspektiv)

ATP (2024): ATP's investeringsstrategi.

[www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi](http://www.atp.dk/dokument/atps-investeringsstrategi)

ATP (2023): Faktum nr. 213. 3 ud af 4 kroner kommer i dag fra det offentlige og ATP – i fremtiden forventes det at være 1 ud af 2 kroner.

[www.atp.dk/dokument/213-3-ud-af-4-kroner-kommer-i-dag-fra-det-offentlige-og-atp](http://www.atp.dk/dokument/213-3-ud-af-4-kroner-kommer-i-dag-fra-det-offentlige-og-atp)

ATP (2024): Pension i tal 2024.

[www.atp.dk/vores-opgaver/atp-livslang-pension/atps-pensionsprodukt/pensionsanalyser/pension-i-tal](http://www.atp.dk/vores-opgaver/atp-livslang-pension/atps-pensionsprodukt/pensionsanalyser/pension-i-tal)

Finans Danmark 2024-04-19: Hver anden boligejer vælger nu et realkreditlån med variabel rente.

[finansdanmark.dk/nyheder/2024/april/hver-anden-boligejer-vaelger-nu-et-realkreditlaan-med-variabel-rente](http://finansdanmark.dk/nyheder/2024/april/hver-anden-boligejer-vaelger-nu-et-realkreditlaan-med-variabel-rente)