

# Perspektivering af ATP's investeringsstrategi

ATP's investeringsstrategi hviler på to centrale beslutninger: et højt risikoniveau og en risikospredning i investeringsporteføljen, der giver lige meget risiko i aktier og obligationer. Tilgangen hænger sammen med ATP's rolle i det danske pensionssystem – og den er anderledes end den 60/40-portefølje, mange andre investorer arbejder ud fra. Det forskellige udgangspunkt er vigtigt, når man sammenligner ATP's investeringsafkast med andre investorer.

ATP's investeringsstrategi for Investeringsporteføljen er tilpasset porteføljens målsætning om at skabe et afkast, der giver mulighed for dels at dække udgifter til længere levetid og dels løbende at forhøje de garanterede pensioner. Samtidig er det en fordel, hvis investeringsstrategien for Investeringsporteføljen er med til at stabilisere den såkaldte bonusevne, som udtrykker forholdet mellem ATP's bonuspotentiale – de frie reserver – og ATP's forpligtelser overfor medlemmerne. For bedst muligt at opfylde disse krav er der truffet to centrale beslutninger for Investeringsporteføljen: 1) Risikoniveauet for porteføljen skal være relativt højt og 2) Allokering mellem forskellige aktivklasser baseres på en såkaldt risikobalanceret tilgang, som overordnet set tilsiger, at porteføljen skal sammensættes med lige meget risiko (og ikke investeret beløb) i aktier og obligationer for mest mulig risikospredning.

Beslutningerne betyder, at Investeringsporteføljen afviger fra en traditionel portefølje som f.eks. et markedsrenteprodukt eller en portefølje med 60 pct. af midlerne i aktier og 40 pct. i obligationer, en

såkaldt 60/40 portefølje. Investeringsporteføljen tager, ved hjælp af gearing, mere risiko end en traditionel portefølje. Investeringsporteføljen har desuden en højere andel allokeret til obligationer, fordi den risikobalancerede tilgang betyder, at omkring 75 pct. skal placeres i obligationer, mens en traditionel portefølje har omkring 40 pct. i obligationer.

Perspektivering af ATP's investeringsafkast bør derfor beskæftige sig med to ting: 1) om det helt overordnet har kunnet betale sig at have en høj risiko i Investeringsporteføljen, og 2) hvorvidt ATP's mere diversificerede tilgang med høj allokering til obligationer har leveret et passende afkast.

## ATP har skabt bedre afkast end 60/40-porteføljen siden 2015

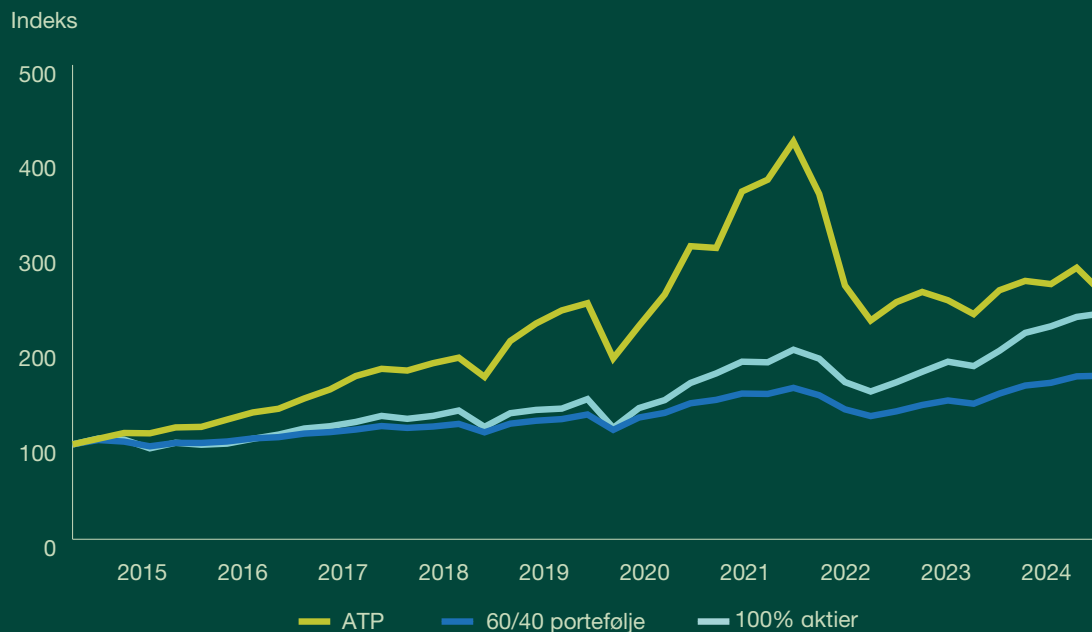
For at perspektivere den samlede tilgang om risikoniveau og allokering sammenlignes ATP's afkast i figur 1 med det afkast, man havde opnået med en 60/40-portefølje eller en portefølje med 100 pct. aktier. Figuren viser, at på trods af et stort tab i 2022 og lave afkast i 2023 og 2024, har ATP's Investeringsportefølje over de seneste 10 år totalt set skabt det højeste afkast. Investeringsporteføljens afkast over den 10-årige periode har været på ca. 130 pct. før skat, altså gennemsnitligt over 10 pct. om året. Det bemærkes dog, at ATP ikke har haft helt den samme investeringsstrategi i den 10-årige periode, og at beslutningen om at øge risikoen fra 2017 og frem med fordel kunne være gjort tidligere.

Hvis ATP's allokering skal sammenlignes meningsfuldt, må man sammenligne forskellige strategiers risikjusterede afkast ved så vidt muligt at udjævne eventuelle forskelle i risikoniveau, så der alene fokuseres på strategiernes tilgang til aktivallokering.

*Teksten fortsætter på side 3 →*

## ATP's Investeringsportefølje har over tid klaret sig godt ...

Figur 1

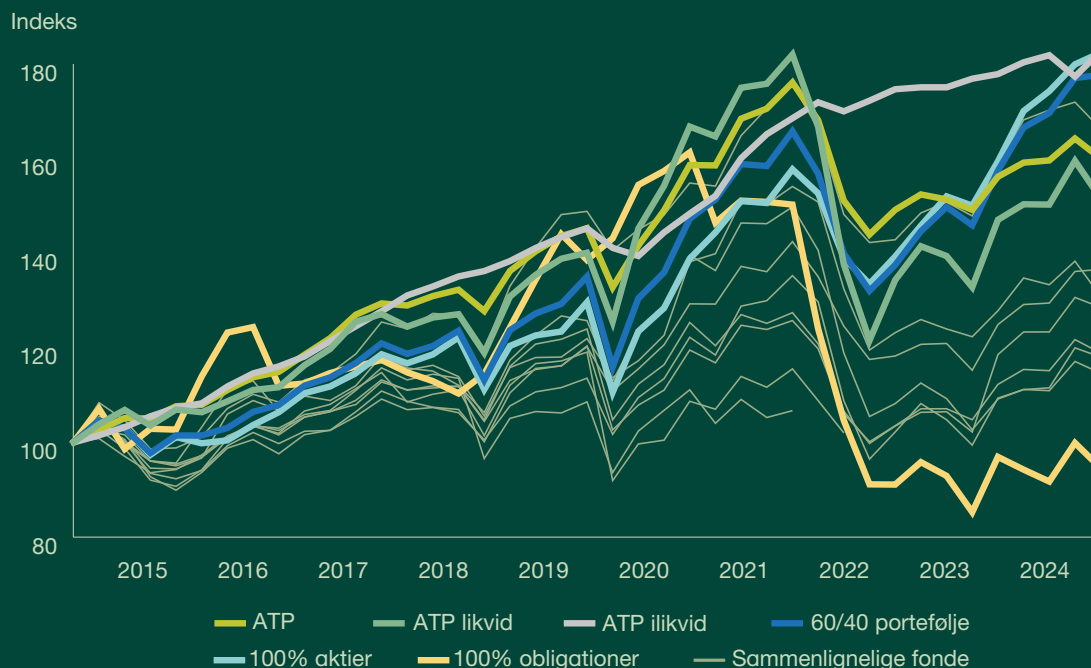


Note: For ATP vises det tidsvægtede afkast i Investeringsporteføljen i forhold til bonuspotentialt. 60/40-porteføljen består af 60 pct. aktier og 40 pct. obligationer. Aktier er MSCI World og Obligationer er Global-Aggregate Total Return Hedged. Alle serier er opgjort før skat og efter omkostninger og er valutaafdækket til kr.

Kilde: ATP og Bloomberg.

## ... også set i forhold til sammenlignelige fonde

Figur 2



Note: For ATP vises afkastet for Investeringsporteføljen samt den likvide og illikvide del af porteføljen. Desuden vises 60/40-porteføljen, 100 pct. aktier og 100 pct. obligationer der følger definitionen af figur 1. De sammenlignelige udenlandske risikobalancerede fonde er AQR, BlackRock, Bridgewater, Columbia, First Quadrant, Invesco, MAN AHL, PanAgora og Putnam. Alle serier er skaleret til 10 pct. volatilitet og opgjort før skat og efter omkostninger og er valutaafdækket til kr.

Kilde: ATP og Bloomberg.

I Figur 2 sammenlignes afkastet på ATP's investeringer (de samlede investeringer og henholdsvis den likvide og illikvide del af porteføljen) med en række udenlandske forvaltere, der ligesom ATP har valgt en risikobalanceret investeringstilgang. Figuren viser desuden en 60/40-portefølje, en 100 pct. aktieportefølje og en portefølje bestående af 100 pct. obligationer. Alle porteføljer i figuren er skaleret til samme risikoniveau – ca. 10 pct. volatilitet.

Figuren viser, at ATP over den 10-årige periode har leveret et lavere risikjusteret afkast (både samlet set og for den likvide portefølje) end den rene aktieportefølje og 60/40-porteføljen, men et højere afkast end de fleste af de udenlandske forvaltere, der ligesom ATP har en risikobalanceret investeringstilgang samt en ren obligationsportefølje. Det skal dog bemærkes, at man ikke kan drage skarpe konklusioner, når forskelle mellem risikjusterede afkast sammenlignes

for forskellige investeringsstrategier, da der er stor statistisk usikkerhed.

### **Risikospredning er afgørende**

Det er tydeligt, at specielt 2022, men også de to efterfølgende år, var dårlige afkastår for ATP, hvilket skyldes de kraftige rentestigninger og ATP's større eksponering mod obligationer. Vi ved, at en given strategi vil klare sig godt i nogle år og dårligere i andre år. Vi tror ikke på, at vi kan forudsige den økonomiske udvikling, og derfor er tilgangen at fastholde strategien med høj diversifikation over tid og leve med de op- og nedture afkastmæssigt, investeringsstrategien har.

Frem til 2022 var det en fordel at have en balanceret investeringsstrategi med høj allokering til obligationer. I årene efter var det ikke en fordel, da afkast i højere grad har været drevet af aktier end obligationer.