

ATP'S INVESTERINGSPERFORMANCE

ATP's anvendelse af gearing har medført højere pensioner

ATP's høje risikoniveau i bonuspotentialet, som er opnået ved hjælp af finansiell gearing, har over de seneste 10 år været godt for medlemmernes pensioner. ATP har genberegnet sin balance siden 2013 med de forskellige investeringsstrategier, der anvendes til perspektivering i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023). Konklusionen er, at ATP's realiserede investeringsafkast resulterer i højere pensioner for ATP's medlemmer end i de alternative strategier, herunder en ren aktieportefølje uden anvendelse af gearing.

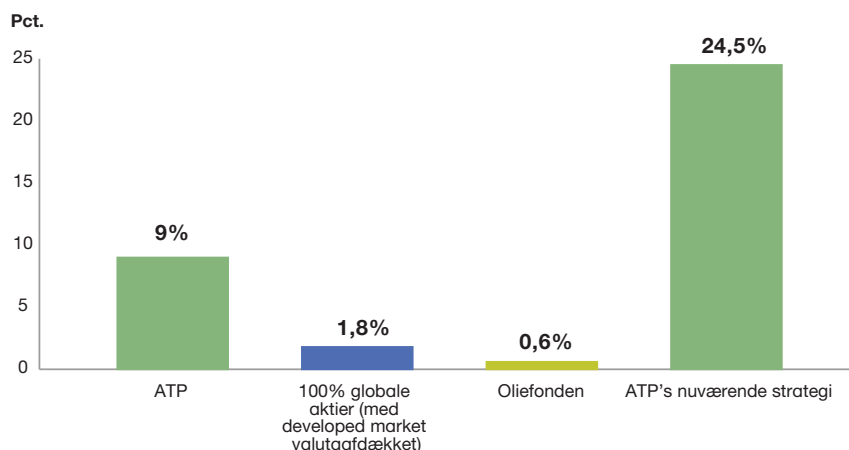
(Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) kritiserer ATP's investeringsstrategi for at være for risikofyldt og for at anvende gearing. Kritikken tager udgangspunkt i en analyse af ATP's historiske risikjusterede afkast for bonuspotentialet, og der sammenlignes med et globalt aktieindeks og mod oliefondens afkast siden 2013. Debattørerne analyserer og kritiserer altså allokeringen, men anvender det til at konkludere, at ATP's risikoniveau i investeringsporteføljen er for højt, og anbefaler, at ATP skal investere uden gearing.

Spørgsmålet er, hvad effekten ville have været for pensionerne, såfremt ATP havde fulgt de anbefalede strategier? ATP har foretaget en genberegning af udviklingen i ATP's balance siden 2013 med forskellige afkast på bonuspotentialet – genereret af

ATP's faktiske investeringsstrategi og de strategier der perspektiveres mod i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023)¹. For at gøre sammenligningen præcis anvendes samme mekanisme for bonusudbetaling for alle strategierne (og ikke ATP's faktiske bonustilskrivninger), ligesom der tages højde for udgifter til rentekurveknæk, levetidsforlængelser mv. og der justeres for ændringer i bonusevne over perioden. →

¹ Til analysen benyttes et globalt aktieindeks hvor developed market aktier er valutaafdækket til EUR ("MSCI AC World DM with 100 pct. hedged to EUR"), modsat (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) der anvender et valuta-ufæddet globalt aktieindeks ("MSCI AC World"), der ikke er et relevant alternativ til ATP's investeringer. For yderligere forklaring henvises til notatet; "ATP's investeringsperformance - analysen i (Ramlau-Hansen & Rangvid, 2023) er misvisende".

Figur 1 - Bonustilskrivning siden 2013 ved forskellige investeringsstrategier



Note: Estimation af samlet bonustilskrivning i perioden 1. januar 2013 til 3. kvartal 2022. Den samme mekanisme for udlodning af pensionsbonus anvendes for alle investeringsstrategierne. Den indebærer at der tilskrives bonus når bonusevnen overstiger 20 pct. De anvendte afkast på bonuspotentialet er efter skat og omkostninger (0,25 pct. årligt) (både skat og omkostninger fratregkes de årlige afkast). ATP's anvendte årlige afkast er baseret på de dagligt tidsvægtet afkast for ATP's investeringsportefølje efter de faktiske omkostninger.

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

Analysen viser, at ATP's realiserede investeringsafkast siden 2013 giver anledning til en samlet bonustilskrivning til ATP's medlemmer på 9 pct. af de garanterede pensioner. Modsat ville en anvendelse af et ugearet globalt aktieindeks (med developed market valutaafdækket) eller oliefondens strategi kun have givet en samlet bonustilskrivning på henholdsvis 1,8 og 0,6 pct., jf. Figur 1. Med andre ord ville ATP's medlemmer i beregningen have en pension, der ville have været 7-8 pct. lavere med de alternative investeringsstrategier.

Havde ATP anvendt sin nuværende investeringsstrategi i et kontrafaktisk forløb med et højt risikoniveau i en balanceret likvid portefølje i hele perioden, ville det have været muligt at øge pensionerne med mere end 24 pct., jf. Figur 1.

Bemærk, at den samlede bonus ved ATP's strategi er 9,0 pct. i Figur 1, mens ATP reelt i samme periode har udbetalt ca. 6,5 pct. i bonus via bonustilskrivninger i 2013-15, 2017 og 2021. Forskellen afspejler den regel for bonustilskrivning, som anvendes i analysen, og som mekanisk tilskriver bonus, når bonusevnen er over 20 pct. Så præcist fungerer det ikke i praksis, når ATP's bestyrelse vedtager bonustilskrivninger til ATP's medlemmer. En årlig indregning af skat på afkast samt ikke-investeringsmæssige træk på bonuspotentialet, som f.eks. ekstraordinære levetidshensættelser, i stedet for daglig indregning som er praksis i ATP, har ligeledes betydning for beregningen.

Desuden er det værd at bemærke, at bonuspotentialet i perioden bl.a. har dækket udgifter til rentekurveknæk og forlængelser af levetiden. Det har for alle strategierne medført et betydeligt træk på bonuspotentialet undervejs. De to alternative strategier har kun lige formået at genere et afkast, der er tilstrækkeligt til at dække udgifterne, og derfor giver de kun mulighed for de beskedne bonustilskrivninger på 1,8 pct. og 0,6 pct. Samlet set er der derfor ikke tale om, at ATP's historiske strategi med de 9,0 pct. har været "5-10 gange så god", da alle strategier har et "isbjerg" nedenunder af løbende udgifter, der er dækket.

ATP's investeringsstrategi for bonuspotentialet kan dekomponeres i en allokering – altså den relative blanding mellem aktier og obligationer og inflationsinvesteringer, og et ønsket risikoniveau som opnås ved at skalere allokeringen via såkaldt finansiel gearing. En evaluering af investeringsstrategierne ved opgørelse af det risikjusterede afkast måler i realiteten kun allokeringen, idet man justerer for risikoniveauet. Ved opgørelse af de forskellige investeringsstrategiers faktiske resultater mod hinanden (uden risikjustering) måler man effekten af begge beslut-

ninger – både allokering og risikoniveau. Kombinationen af de to beslutninger har historisk været god for medlemmernes pension, om end man altid i bagklogskabens lys kunne havde gjort noget bedre.

Konklusionen er, at det har været godt for ATP's medlemmer igennem de sidste 10 år at have anvendt gearing til at opnå et højere risikoniveau, selv når perioden indeholder et så dårligt år for ATP's strategi som 2022. Med andre ord ville det have været dårligere for ATP's medlemmer, hvis vi havde valgt de foreslåede alternative strategier.

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.