

Rentens påvirkning af ATP's produkt og balance

Renten påvirker ATP på flere måder – både hvad angår nye midler, samt eksisterende midler på ATP's balance. På nye midler vil ATP kunne garantere en højere ydelse, hvis renten stiger. Da ATP's pensioner er garanterede, afdækkes renterisikoen herpå. Dermed er garanti-erne sikret uafhængighed af ændringer i renten, men til gengæld vil nutidsværdien på ATP's balance blive påvirket, da den diskonteres med en anden rente.

Renteudviklingen har en effekt på ATP's balance, men også på den fremadrettede værdiskabelse i ATP-produktet. Overordnet set kan effekterne inddeles i 3 hovedkategorier:

1. Hvor meget garanteret pension som ATP kan love.
2. Markedsværdien af de eksisterende garantier på ATP's balance.
3. Afkastet på ATP's investeringer.

1. Garanteret pension på nye indbetalinger

ATP's medlemmer er sikre på at få forrentet deres løbende indbetalinger til ATP gennem den rente, der indregnes, når medlemmernes indbetalinger omregnes til pension. Denne indregnede rente fastsættes på indbetalingstidspunktet og er garanteret resten af medlemmernes levetid. Medlemmer med mere end 15 år til pensionering garanteres dog kun forrentning for de kommende 15 år, hvorefter der vil blive indregnet yderligere forrentning.

Den årlige beregning af, hvor meget garanteret pension, medlemmernes indbetalinger skal udløse, afhænger af obligationsrenten på indbetalingstidspunktet. Høj rente = høj pension. Lav rente = lavere pension. Dermed bidrager de senere års stigende renteniveau i samfundet til at give højere ATP-pension for medlemmerne.

Eksempelvis vil 100 kroner investeret til en rente på 2 pct. efter 15 år have en værdi på

$$100 \text{ kr.} \times (1+2\%)^{15} = 134 \text{ kr.}$$

Tilsvarende vil 100 kr. investeret til en rente på 3 pct. efter 15 år have en værdi på

$$100 \text{ kr.} \times (1+3\%)^{15} = 156 \text{ kr.}$$

Den højere rente giver således i dette eksempel en værdi, der er godt 15 pct. højere.

Den indregnede rente i den garanterede pension vil typisk være højere end den forventede inflation og derved er der allerede indbygget en forøget realværdi i ATP-pensionen, imens medlemmerne sparer op.

Dog kan det bemærkes, at hvis en rentestigning modsvares af en stigning i den realiserede inflation over samme periode, vil dette ikke ændre den reale forrentning, der modtages.

2. Markedsværdien af de eksisterende garanterede pensioner

Markedsværdien af de allerede garanterede pensioner vil også blive påvirket af en ændring i renten. ATP-pensionerne er nemlig nominelle, dvs. beløbet ligger fast i kroner og ører.

Markedsværdien på ATP's balance af de garanterede pensioner findes ved at tilbagediskontere disse faste beløb i kroner og ører med gældende renter på ATP's diskonteringskurve (der afspejler markedsrenter).

For at illustrere effekten af diskontering betragtes 100 kr. tilbagediskonteret i 15 år. Hvis man anvender 2 pct. i rente, får man:

$$100 \text{ kr.} \times (1+2\%)^{-15} = 74 \text{ kr.}$$

Og tilsvarende ved en rente på 3 pct. fås:

$$100 \text{ kr.} \times (1+3\%)^{-15} = 64 \text{ kr.}$$

Dvs. nutidsværdien af de 100 kr. falder med ca. 14 pct. Dette fald er naturligvis nært beslægtet med de 15 år i diskontering. De 14 pct. kaldes også varigheden. I praksis vil ATP's passiver falde med ca. 12 pct., når renten stiger med 1 pct. point.

Igen, er det værd at påpege, at et ændret renteniveau ikke giver anledning til en anden ydelse på de eksisterende pensioner. Uanset om markedsværdien af de garanterede ydelser stiger eller falder med 100 mia. kr. (og med en tilsvarende gevinst eller tab på ATP's afdækningsportefølje), er der stadig fuld sikkerhed omkring pensionsydelsen til ATP's medlemmer. Dette er hele grundtanken bag ATP's afdækning af renterisikoen på de garanterede pensioner.

Et eksempel på det er året 2022. Her steg renterne kraftigt og alene derfor faldt nutidsværdien af de garanterede pensioner med over 200 mia. kr., men det havde altså ingen betydning for de garanterede pensioners størrelse.

Endelig bør det bemærkes, at da pensionerne er nominelle dvs. faste i kroner og ører vil inflation sænke realværdien af pensionsydelsen. Dog er pensionsydelsen baseret på den nominelle rente, så pensionsydelsen afspejler realrente og forventet inflation på indbetalingstidspunktet.

3. Afkastet på ATP's Investeringer

ATP's investeringer er eksponeret overfor renteændringer fx gennem ejerskab af obligationer eller gennem finansielle instrumenter, hvis værdi afhænger af renteniveauet.

Den største del af ATP's rentefølsomhed findes i afdækningsporteføljen. Afdækningsporteføljens

formål er at afdække markedsværdiændringer i de garanterede pensioner, jf. forrige afsnit. ATP's frie midler (det såkaldte "bonuspotentiale") er således ikke påvirket direkte af afkastet på afdækningsporteføljen, men derimod kun af forskellen mellem afkastet på afdækningsporteføljen og ændringer i markedsværdi af de garanterede pensioner.

ATP's investeringsportefølje investerer på vegne af ATP's bonuspotentiale, og afkastet herfra tilskrives bonuspotentialet. Afkastet fra investeringsporteføljen anvender ATP løbende til at kunne forhøje de udbetalte pensioner og bidrage til at øge pensionernes købekraft. ATP's pensionister har fået forhøjet deres pensioner fem gange siden 2014.

I praksis måler forholdet mellem bonuspotentialet og de garanterede ydelser hvor meget pension som man kan 'købe' for bonuspotentialet. Dette kaldes også ATP's bonusevne.

Investeringerne i Investeringsporteføljen sigter efter at have dels et passende investeringsmæssigt risikoniveau, dels et højt forventet risikojusteret afkast.

Sammenlignet med en traditionel 60/40-portefølje, har ATP's investeringsportefølje en højere grad af renteeksponering. Meget forsimplet kan ATP's likvide investeringer sammenlignes med en allokering på ca. 75 pct. obligationer og 25 pct. aktier. Historisk set har denne investeringstilgang haft et højere risikojusteret afkast end en 60/40-portefølje¹, ligesom den relativt høje andel af obligationer i investeringsporteføljen giver den væsentlige ønskede effekt, at bonusevnen bliver mere stabil over tid, da bonuspotentialet alt andet lige vil svinge i samme retning, som værdien af ATP's pensionsforpligtigelser, hvilket mindsker ventetiden mellem forøgelse af ATP pensionen, og understøtter det kollektive element i ATP.

Den højere allokering til obligationer medfører naturligvis, at tidspunktet for større positive og negative afkast ikke nødvendigvis er sammenfaldende med en mere traditionel investeringsportefølje som 60/40 porteføljen. Rentens bevægelse påvirker således ATP's løbende resultater for investeringsporteføljen på en anden måde end resultaterne for typiske markedsrenteprodukter. Bl.a. derfor vil resultaterne for ATP's investeringsportefølje altid være forskellige for resultaterne i et markedsrenteprodukt.

¹ Se fx Asness, Frazzini & Pedersen (2012): Leverage Aversion and Risk Parity, Financial Analysts Journal, 68(1) og Japhetson & Svenstrup (2023): ATP's investeringsstrategi set i et ALM perspektiv