

ATP

Investeringsafkast og ny model for opsparing

Ramlau-Hansen, Henrik ; Rangvid, Jesper

Document Version

Final published version

Published in:

Finans/Invest

Publication date:

2023

License

Unspecified

Citation for published version (APA):

Ramlau-Hansen, H., & Rangvid, J. (2023). ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. *Finans/Invest*, (1), 5-13. <http://finansinvest.dk/product/atp-investeringsafkast-og-ny-model-opsparing/>

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 18. Jan. 2025



ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing

ATP's aktive og højt gearede investeringer har gennem de sidste 10 år leveret et afkast på godt 9% om året, det samme som en passiv ugearet global aktieinvestering. ATP's afkast har derimod været betydeligt mere usikkert. ATP har således ikke fået tilstrækkelig kompensation for den øgede risiko. På den baggrund anbefaler vi en række væsentlige ændringer i ATP's forretningsmodel, så ATP fortsat kan være et relevant supplement til folkepensionen.

AF FORFATTERE



Henrik Ramlau-Hansen

Lektor
Copenhagen Business School, CBS
E-mail: hram.fi@cbs.dk

Henrik Ramlau-Hansen er lektor ved CBS og har tidligere været CEO i Danica Pension.



Jesper Rangvid

Professor
Copenhagen Business School, CBS
E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er professor ved Copenhagen Business School.

Note: Stud merc. mat. Mads Brink takkes for beregningsmæssig assistance. En anonym referee samt redaktøren takkes for kommentarer.

For et par år siden beskrev vi i en række artikler og debatindlæg, bl.a. Ramlau-Hansen (2019a, b) og Rangvid (2019), hvordan ATP investerer med høj risiko. ATP kommenterede resultaterne i bl.a. Johansen og Gosvig (2019).

Gennem de første tre kvartaler af 2022 har ATP haft et investeringsresultat på -62,8 mia. kr. svarende til et tab på 39,4% af ATP's frie midler ved indgangen til 2022, det såkaldte bonuspotentiale. Det er 3-4 gange så meget, som andre danske pensionselskaber har tabt. Det beviser den høje risiko, som vi advarede mod.

Udviklingen gennem 2022 understreger behovet for en gen-tænkning af ATP's forretningsmodel. Med denne analyse ønsker vi at bidrage hertil.

I første afsnit gentager vi de udfordringer, som ATP står over for. For det første at ATP-bidraget er fast i nominelle termer. For det andet at ATP skal levere meget høje – urealistisk høje, mener vi – afkast af sine investeringer for at kunne realværdisikre ATP-pensionerne. Selv om ATP de sidste år flere gange – indtil 2022 – har rapporteret meget høje investeringsafkast, har man ikke kunnet sikre en inflationsregulering af pensionerne.

I det følgende afsnit performancemåler vi ATP's investeringsresultater gennem de seneste 10 år. Vi finder, at ATP har skabt en gennemsnitlig årlig forrentning af bonuspotentialet på godt 9% efter skat og omkostninger. I lyset af at renten de sidste 10 år har været tæt på nul, virker det umiddelbart som et flot afkast. For at sætte ATP's afkast i perspektiv sammenligner vi det med afkastet fra to alternative og potentielt mulige investerings-

strategier: en passiv investering i en global aktieportefølje og den investeringsstrategi, som den norske oliefond følger. Vi finder, at ATP har leveret samme afkast som en global aktieinvestering over de seneste 10 år, men med markant højere risiko. ATP har leveret højere afkast end Oliefonden, men igen med meget større risiko. Faktisk har ATP det laveste afkast-/risikoforhold af de tre investeringsstrategier. ATP har således taget stor risiko i investeringerne, men har ikke fået tilstrækkelig betaling herfor.

Endelig viser vi, at selv med et afkast på 9% om året har det ikke været nok til at realværdisikre pensionerne. Vi konkluderer, at ATP med det nuværende set-up kan forvente at opskrive pensionerne med ca. 1% om året. Hvis inflationen på den lange bane er ca. 2% om året (centralbankens inflationsmålsætning), vil ATP-pensionerne således kontinuerligt miste købekraft. Af ATP-lovens paragraf 18, stk. 3 fremgår, at "der skal tilstræbes en langsigtet bonuspolitik, der sikrer pensionernes realværdi". Vi vurderer, at det ikke er muligt med den nuværende forretningsmodel.

Vores analyser leder frem til en række anbefalinger, som har det fælles formål at fremtidssikre ATP. Vi præsenterer anbefalingerne i artiklens tredje del.

For det første mener vi, at ATP bør erkende og melde offentligt ud, at det ikke er muligt at realværdisikre ATP-pensionerne. Det skylder man danskerne, der sparer op i ATP, og det vil give et bedre grundlag for en debat om ATP's udfordringer og mulige løsninger.

Dernæst mener vi, at man skal ændre investeringsstrategien. Baseret på vores analyser, mener vi, at historien har demonstreret, at ATP har taget for meget risiko i sine investeringer. Vi anbefaler, at man stopper med at geare bonuspotentialet (dvs. ikke investerer for lånte penge) og i stedet investerer i en diversificeret portefølje af reale aktiver.

For det tredje anbefales, at opsparingsmodellen laves grundlæggende om. Vi anbefaler en livscyklus model tilpasset ATP. Vi foreslår, at nye ATP-bidrag investeres fuldt ud i en veldiversificeret markedsrenteportefølje af aktiver, både noterede og unoterede aktiver med en tilpas høj andel af risikofyldte aktiver. 15 år før pensionering påbegyndes en gradvis overflytning af markedsrenteporteføljen til sikre obligationsinvesteringer og garanterede livrenter. Fra pensionsalderen sikres nominelt garanterede livrenteudbetalinger, der tilstræbes inflationsreguleret. Denne model, der beskrives nærmere nedenfor, skønnes at levere ATP-pensioner, der rundt regnet er 20% højere end med gældende ATP-model, idet investeringerne de første mange år vil give et højere afkast end de nuværende 60% af bidraget, der løbende investeres til gældende obligationsrente.

Hvis ovenstående tre anbefalinger gennemføres, fremtidssikres ATP. Vi vil i det tilfælde anbefale, at ATP-bidraget hæves til 10.000 kr. årligt og løbende indekseres. Gennemføres anbefalingerne (eller lignende varianter heraf) ikke, kan vi ikke anbefale en forhøjelse af ATP-bidraget.

Kort om ATP's set-up

Som indledning erindrer vi om, at det årlige ATP-bidrag på 3.408 kr. opdeles i to dele på henholdsvis 80% og 20%. Tidligere (indtil revisionen af ATP-loven i 2021) blev de 80% brugt til at etablere en garanteret livrentepension ud fra dagens renteniveau. I dag bruges $\frac{3}{4}$ af de 80% til den garanterede livrentepension, mens den resterende $\frac{1}{4}$ investeres i en markedsrentepension for unge medlemmer, som senere hen mod pensionering ligeledes konverteres til en garanteret livrentepension. De sidste 20% henlægges til bonuspotentialet, som er ATP's frie midler (egenkapital), der kan bære risiko.

ATP opererer med en afdækningsportefølje, der skal afdække de garanterede pensioner, og en investeringsportefølje, der skal generere et merafkast med henblik på over tid at forøge ATP-pensionerne.

Ultimo 3. kvartal 2022 havde ATP et samlet bonuspotentiale på 94 mia. kr., en værdi af de garanterede pensioner på 582 mia. kr. og en investeringsportefølje på 304 mia. kr. Ved starten af året var bonuspotentialet 160 mia. kr., de garanterede pensioner var på 788 mia. kr., og investeringsporteføljen havde en markedsværdi på 414 mia. kr.

ATP's udfordringer

ATP's udfordringer er tidligere beskrevet i bl.a. Ramlau-Hansen (2019a, b) og Grosen og Raaballe (2020). ATP's udfordringer består bl.a. i, at ATP-bidraget ikke reguleres, og at det virker usandsynligt, at ATP kan realsikre pensionerne.

ATP-bidraget

Det faste ATP-bidrag på 3408 kr. årligt for en fuldtidsforsikret er ikke blevet reguleret i mange år. Det forhold, at ATP-bidraget ikke følger den almindelige lønudvikling i samfundet, må siges at være en strukturel fejl ved opbygningen og etableringen af ATP. Det følger selvsagt, at faste nominelle bidrag udfordrer mulighederne for at realværdisikre ATP-pensionen relativt til folkepensionen.

Derudover medfører forretningsmodellen, at 60-80% af indbetalingerne fortsat anbringes i obligationer mv. til en realrente, der er og i mange år har været negativ. Af denne årsag er ATP's

nuværende forretningsmodel ikke et attraktivt alternativ til anden pensionsopsparing.

Endelig er ATP baseret på livsvarige (livrente) pensioner, hvor der i praksis sker overførsler fra "dårlige" liv til "gode" liv. Det betyder, at medlemmer med kortere levetid end gennemsnittet finansierer medlemmer, der lever længere end gennemsnittet. Det er velkendt, at levetider varierer i forhold til uddannelsesniveau, indkomstniveau, faggruppe tilhørsforhold mv. Det vil i praksis sige, at det typisk vil være velstillede og veluddannede personer (som generelt lever længere), som får mere ud af ATP-indbetalingerne.

Der er ikke meget, der taler for, at der er udsigt til en reform af ATP-bidragets fastsættelse. Det skyldes den strukturelle opbygning af ATP med arbejdsmarkedets parter i bestyrelsen. Arbejdsmarkedets parter vil sandsynligvis fortsat foretrække, at pensionsbidrag indbetales til "egne pensionskasser". Årsagen er dels, at de ikke ønsker at betale mere ind til en ordning, hvor nogle medlemmer (med kort levetid) reelt finansierer andre gruppers længere levetid, dels at ATP-ordningen ikke er et attraktivt opsparingsalternativ, som nævnt ovenfor.

Uden en væsentlig reform af ATP, som reelt set sandsynligvis kun er muligt via et lovindgreb, vil ATP-bidraget med stor sandsynlighed ikke blive automatisk reguleret.

Manglende realsikring af ATP-pensionen

Et andet væsentligt problem for medlemmerne af ATP er, at de eksisterende pensioner ikke følger inflationen. Dette er måske mest tydeligt her ved slutningen af 2022, hvor inflationen var 8,7%, samtidig med at ATP-pensionen ultimo 2021 blev reguleret med 4%, og der er ikke udsigt til nogen efterfølgende 2023-regulering.

Men også set i et længere perspektiv har ATP haft svært ved at pristalsregulere ATP-pensionerne. Over de sidste 10 år har ATP rundt regnet brugt ca. 0,6% årligt af pensionshensættelserne på at opskrive de garanterede pensioner, hvilket er mindre end den gennemsnitlige årlige inflation på 1% (målt ved nettoprisindekset). Dette skal ses i lyset af, at det af ATP lovens paragraf 18, stk. 3 fremgår, at "der skal tilstræbes en langsigtet bonuspolitik, der sikrer pensionernes realværdi".

En medvirkende årsag til faldet i realværdien af ATP-pensionerne er, at ATP de sidste 10 år har brugt 28 mia. kr. af investeringsafkastet til at "forlænge" udbetalingsperioden via ekstra hensættelser til dækning af øget levetid. Hvis levetiden ikke havde overrasket, så ATP i stedet kunne have brugt disse ekstra hensættelser på en yderligere regulering af ATP-pensionen,

TABEL 1: Krævet årligt afkast for ATP hhv. ult. 2021 og ult. 3. kv. 2022

Mio. kr.	Årligt afkastkrav pr. ult. 2021	Årligt afkastkrav pr. ult. 3. kvartal 2022
Pristalsregulering på 2% af garanterede pensioner	15.756	11.635
Rentekurveknæk	5.508	3.151
Levetidsudgift	2.500	2.500
Krævet afkast efter PAL-skat	23.764	17.286
Afkast før PAL-skat	28.057	20.408
Investeringsomkostninger mv.	3.505	2.501
I alt krævet afkast før PAL-skat	28.057	22.909
I % af bonuspotentiale på 160 mia. kr. ult. 2021 hhv. 94 mia. kr. ult. 3. kvartal 2022	19,8%	24,3%

ville den samlede regulering have været på ca. 1%, nogenlunde svarende til inflationen. Med andre ord, kun hvis ATP havde ramt levetiden rigtigt, havde det været muligt at realværdisikre pensionerne.

Det er afgørende, at ATP-pensionen som minimum følger prisudviklingen. Hvis det ikke er tilfældet, vil ATP ikke kunne fortsætte med at være et relevant supplement til folkepensionen. Sammen med folkepensionen er ATP grundforsørgelsen for mange pensionister. ATP fremhæver ofte, at for 40% af danskerne er ATP det eneste pensionssupplement til folkepensionen, men for nye pensionister var ATP-pensionen i 2021 på 17.700 kr. Følger denne ikke prisudviklingen, vil ATP blive et mindre appendiks til folkepensionens grundbeløb på aktuelt 80.000 kr.

Udfordringen for ATP er, at det kræver meget høje afkast fra investeringerne at pristalsregulere allerede optjente pensioner. I Ramlau-Hansen (2019a) blev vist stiliserede eksempler på det afkast, ATP skal levere pro anno i forhold til bonuspotentialet for at pristalsregulere de garanterede pensioner. Tilsvarende, opdaterede, beregninger er vist i Tabel 1 baseret på ATP-regnskabstal fra ultimo 2021 og 3. kvartal 2022.

Det fremgår af Tabel 1, at der ved udgangen af 2021 skulle genereres et afkast på 19,8% af bonuspotentialet for at kunne pristalsregulere pensionerne med 2%. Dette pro anno afkastkrav var ved udgangen af 3. kvartal 2022 vokset til 24,3%.¹ I Ramlau-Hansen (2019a) var afkastkravet tilsvarende 27,6% baseret på 2018-regnskabstal.

Det aktuelle afkastkrav svinger med udviklingen på de finansielle markeder, men har de sidste år generelt været over 20%. Vi viser i næste afsnit, at ATP ikke har kunnet honorere disse afkastkrav. Det er måske ikke så overraskende, for hvem kan levere mere end 20% år efter år, men det understreger behovet for overvejelser om alternative forretningsmodeller.

ATP oplyser i forbindelse med 2021-regnskabet, at det langsigtede afkastmål er i niveauet 14,9 mia. kr. efter skat og omkostninger, men at det ikke nødvendigvis skal opnås hvert år. De 14,9 mia. kr. er sammenlignelige med de viste hhv. 23,8 mia. kr. og 17,3 mia. kr. i Tabel 1 og indebærer muligvis, at ATP på den lange bane antager, at der ikke er tab på "rentekurveknækket" og levetiden ikke "overrasker", jf. fodnote 1. Men afkast på 14,9 mia. kr. efter omkostninger og skat svarer fortsat til afkast på hhv. 13% og 21% ud fra hhv. ult. 2021 og ult. 3. kvartal 2022-tal.

ATP's investeringsstrategi

I dette afsnit analyseres ATP's investeringsresultater gennem det seneste årti.

1. I beregningen af afkastkrav på hhv. 28 mia. kr. og 23 mia. kr. i Tabel 1 indgår de samme elementer som i Ramlau-Hansen (2019a): Der er med udgangspunkt i regnskabstallene udgiftsført beløb til 'rentekurveknæk', der er den ekstra årlige udgift, der opstår, når de garanterede pensioner ved år 40 går fra at være diskonteret med en fast rente på 3% til markedsrenten; en levetidsudgift på 2.500 mio. kr., som er forsigtigt fastsat ud fra, hvad ATP yderligere har måttet hensætte til forlænget levetid de sidste 10 år; og endelig omkostninger beregnet som 0,37% af opsparingen svarende til et 5-års gennemsnit oplyst af ATP i 2021-regnskabet.

ATP's investeringsstrategi

Først beskriver vi kort centrale dele af ATP's investeringsstrategi, og for yderligere uddybning henvises til Jarner og Lorenzen (2017) og ATP (2021).

Risk parity

Når ATP allokerer investeringsformuen ml. forskellige investeringsaktiver, baserer ATP sig på den såkaldte "Risk Parity" strategi.² Sammen med ATP's risikostrategi og ønsket om at realisere pensionerne er det Risk Parity strategien, der leder til en gearing af bonuspotentialet.

I Risk Parity strategien søges investeringernes risiko balanceret mere ligeligt mellem de forskellige aktiver. Betragt som illustration en portefølje uden gearing bestående af 50% aktier, 30% obligationer og 20% alternative investeringer (infrastruktur, ejendomme, private equity o.lign.). Da aktier er mere risikable end obligationer og alternativer, vil den største del af risikoen i denne portefølje komme fra aktier. Lad os antage at man kan opnå en mere balanceret risiko i en portefølje, der består af 100% aktier, 100% obligationer og 50% alternativer end i udgangsporteføljen med 50% aktier, 30% obligationer og 20% alternativer.³ Herved kommer gearing ind i billedet. Man skal nu investere 250 kr. for hver 100 kr., man har i formue, hvilket kan opnås ved at låne svarende til 150% af den oprindelige investering. Lånes de ekstra 150% til en kort variabel rente, opnås en portefølje med – er tanken – bedre afkast-/risikoegenskaber end 50%/30%/20%-porteføljen, dvs. højere afkast for den givne risiko.

Risikotagning

Hvor meget risiko skal man så tage? ATP risikostyrer efter Expected Shortfall (ES), som i ATP's tilfælde er defineret ved "det gennemsnitlige 1 pct. største tab af bonuspotentiale over en 3-måneders horisont".

ATP har i deres 2021-regnskab (Risikoreporten) oplyst et ES for markedsrisikoen på 56,4 mia. kr. efter skat ultimo 2021. Før skat svarer dette til et tab på 66,6 mia. kr. over 3 mdr., og ud fra en normalfordelingsantagelse kan dette omregnes til en standardafvigelse på rundt regnet 25 mia. kr. pr. kvartal eller ca. 50 mia. kr. på årsbasis. Dette svarer til en risiko på ca. 30% i forhold til bonuspotentialet på 160 mia. kr. ultimo 2021.

Investeringsporteføljens sammensætning

Ud fra bonuspotentialet ultimo 2021 på 160 mia. kr. leder ATP's investeringsstrategi, som følge af Risk Parity og risikobegrænsningen, frem til porteføljen i Tabel 2.

Det centrale i Tabel 2 er, at den samlede værdi af investeringerne ca. overgår bonuspotentialet med en faktor 1:2,5. Værdien af bonuspotentialet udgjorde ved udgangen af 2021 160 mia. kr., mens investeringerne udgjorde 414 mia. kr. Med andre ord investerer ATP for 254 mia. kr. mere, end bonuspotentialet udgør. ATP gearer således investeringerne ved at låne 254 mia.

2. ATP inddeler aktiverne i forskellige risikofaktorer. Vi henviser til Jarner og Lorenzen (2017) for yderligere om faktortilgangen.
3. Disse tal er ikke tilfældige, men svarer i overordnede termer til ATP's tal.

TABEL 2: Markedsværdi af ATP's investeringsportefølje, ultimo 2021

Mio. kr.	2021	% af investeringsporteføljen
Børsnoterede danske aktier	42.224	10%
Børsnoterede udenlandske aktier inkl. valutaafdækning	73.986	18%
Unoterede kapitalandele	47.690	12%
Kreditinvesteringer	35.266	9%
Stats-og realkreditobligationer	105.229	25%
Inflationsrelaterede instrumenter	10.551	3%
Infrastrukturinvesteringer	42.278	10%
Fast ejendom	50.156	12%
Øvrigt	6.948	2%
Markedsværdi i alt	414.328	100%

kr. og investere disse. De 254 mia. kr. låner man (mod betaling) blandt andet fra afdækningsporteføljen. Dette illustreres også ved, at de aktierrelaterede investeringer udgør 164 mia. kr. svarende til 40% af investeringsporteføljen, men mere end 100% af bonuspotentiallet på 160 mia. kr. ultimo 2021.

Ved 3. kvartal, hvor bonuspotentiallet var 94 mia. kr. og investeringsporteføljen 304 mia. kr., var gearingen øget til mere end 1:3.

ATP's investeringsperformance

Dette afsnit belyser ATP's investeringsperformance relativt til andre mulige investeringsstrategier. Analysen udføres for den seneste 10-års periode. For 2022 betragtes afkastet gennem 1.-3. kvartal. Afkastet er investeringsresultatet efter investeringsomkostninger og skat gennem perioden ift. bonuspotentiallet ved forrige periodes afslutning, dvs. investeringsresultatet gennem fx 2021 ift. bonuspotentiallet ultimo 2020.

Det er umiddelbart vanskeligt at vurdere ATP's investeringsperformance, da ATP ikke offentliggør benchmark for deres investeringsportefølje, selvom det må siges at være god governance at offentliggøre benchmarks.

Over de seneste 10 år har ATP leveret en gennemsnitlig forrentning af den investerede kapital på 9,2% om året. For hver 100 kr., som ATP investerede ultimo 2012, er disse vokset til 237 kr. ved udgangen af 3. kvartal 2022. Det svarer til mere end en fordobling af den investerede formue på 10 år og altså et geometrisk gennemsnitligt årligt afkast på 9,2%. Da renten gennem de seneste 10 år har været tæt på nul, og ofte ligefrem negativ, virker dette umiddelbart som et flot afkast.

Men hvad har risikoen været? Og hvor højt har afkastet været i forhold til afkastet fra alternative strategier?

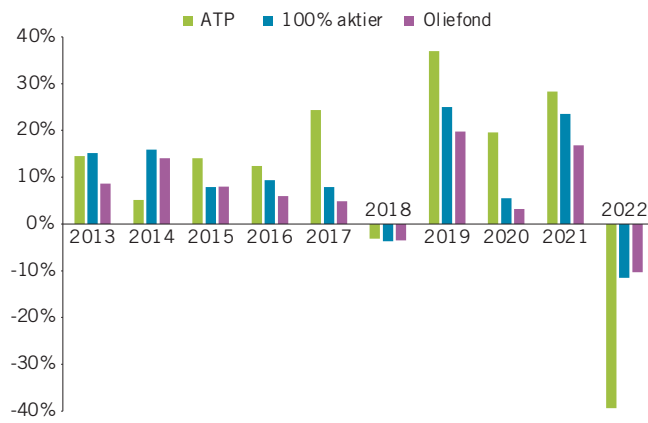
Alternative investeringsstrategier

Lad os betragte (a) ATP's investeringsresultater i forhold til to alternative investeringsstrategier for bonuspotentiallet, begge uden gearing:

- (b) 100% globale aktier.
- (c) Den norske oliefonds investeringer.

Ad (b) 100% globale aktier

Som første alternativ betragtes en strategi, hvor bonuspotential-

FIGUR 1: ATP's afkast i forhold til alternative investeringsstrategier

Note: Figuren viser årlige afkast 2013-2022(3. kv.) (efter omkostninger og skat) fra (a) ATP's investeringer, (b) globale aktier (danske kroner) og (c) Oliefonden (danske kroner).

let investeres fuldt ud i globale aktier. Bevæggrunden for dette alternativ er, at ATP's samlede formue i dag i høj grad placeres i obligationer – afdækningsporteføljen, som udgør den største del af ATP's formue, er primært placeret i obligationer og lignende – hvorfor investeringsformuen i dette alternativ (b) placeres rent i aktier.

Ved at placere afdækningsporteføljen i obligationer og investeringsporteføljen i aktier opnås i dette alternativ en balanceret samlet portefølje. Et andet moment er, at bonuspotentiallet skal bidrage til at inflationsregulere pensionerne, og her kan aktier være et relevant valg på lang sigt. Vi betragter en passiv global aktiestrategi. Aktieindekset er MSCI AC World i danske kroner. For at tage højde for omkostninger fratrækkes 0,25% årligt fra årets totale afkast.⁴ Dernæst fratrækkes PAL skat på 15,3%, så det kan sammenlignes med ATP's afkast, der som nævnt er efter skat og omkostninger.

Ad (c) Den norske oliefonds investeringer

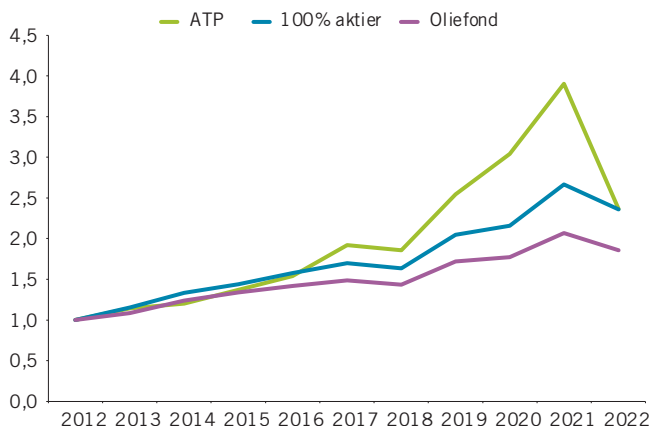
Alternativ (b) er en nem investeringsstrategi. Som et reelt opnået investeringsafkast fra en stor formueforvalter med lang horisont betragtes som alternativ (c) den norske oliefonds afkast i danske kroner.⁵ Fra afkastet i danske kroner fratrækkes PAL-skat, så der igen kan sammenlignes med ATP's afkast.

ATP's performance relativt til alternative investeringsstrategier

Lad os starte med at se, hvordan de tre forskellige investeringsstrategier har klaret sig år for år gennem det seneste årti. Dette fremgår af Figur 1.

Gennem perioden 2015-2021 leverede ATP hvert år højere afkast end de to alternative investeringsstrategier. Dette er et

4. Dette omkostningsniveau kan virke højt for en passiv aktiestrategi, men vi vil hellere være på den konservative side.
5. Oliefondens primære afkasttal er for en kurv af valutaer. Dog oplyser Oliefonden ligeledes afkastet i norske kroner i regnskabet. Vi har benyttet afkastet i norske kroner og omregnet til afkast i danske kroner, hvorfra vi har fratrukket PAL-skat.

FIGUR 2: Akkumuleret afkast for ATP og de alternative investeringsstrategier

Note: Figuren viser akkumuleret afkast for ATP og alternative investeringsstrategier gennem 2013-2022 (3. kv.) per 1 krone investeret ultimo 2012 fra (a) ATP's investeringer, (b) globale aktier (danske kroner) og (c) Oliefonden (danske kroner).

udslag af gode markeder disse år og ATP's gearing. 2017 og 2019 springer fx i øjnene. I 2017 leverede ATP et afkast på 25%, mens globale aktier og Oliefonden begge leverede mindre end 10%. I 2019 leverede ATP et afkast på 37% mod "kun" 25% fra aktiestrategien og 20% fra Oliefonden.

Årsagen til disse flotte afkast i enkelte år er gearing. Gearing øger dog også risikoen. Prisen for den høje gearing betalte ATP i 2022. Her tabte ATP 39,4%. De to alternative strategier tabte 10-12%. ATP tabte således mere end tre gange så meget som aktiestrategien og Oliefonden i 2022.

Det store tab i 2022 medførte, at flere års gevinster blev tabt i løbet af 9 måneder. Det fremgår af Figur 2. Figur 2 viser, hvordan 1 kr. investeret ved udgangen af 2012 i hver af de tre strategier har udviklet sig over de følgende 10 år.

I 2021 lignede ATP's investeringsstrategi en klar vinder. Beløbet investeret ved udgangen af 2012 var blevet forøget med 300%. Den næstbedste strategi (100% aktier) havde øget det investerede beløb med 167% i 2021, mens Oliefonden havde øget det investerede beløb med 107%.

I 2022 ændredes dette billede fuldstændigt. ATP's tab på næsten 40% gennem 2022 medførte, at den kumulative gevinst faldt meget markant jf. Figur 2. Ved udgangen af 3. kvartal 2022 var det kumulative afkast fra ATP's investeringer faldet til præcist samme niveau som en 100% investering i globale aktier har leveret. Afkastet fra aktier er dog kommet uden gearing, dvs. med væsentlig mindre risiko.

Det er ikke overraskende, at Oliefonden kom ud med det laveste akkumulerede afkast op til 2021, dvs. inden det store fald i 2022. Oliefonden investerer mere konservativt end både ATP og 100% aktiestrategien. Oliefonden investerede gennem den største del af perioden efter et benchmark med 60% aktier og 40% obligationer (uden gearing).⁶ Derfor tjener Oliefonden mindst, når der er fremgang på markederne, men taber også mindst, når der er tilbageslag.

6. Oliefonden har for nyligt ændret sit benchmark til 70% aktier og 30% obligationer.

TABEL 3: Forrentning og risiko (standardafvigelse) for ATP og de alternative investeringsstrategier

	ATP	100% aktier	Oliefonden
Forrentning	9,2%	9,0%	6,4%
Afkast	11,3%	9,5%	6,7%
Std. afv.	21,1%	11,3%	9,1%
Afkast/std. afv.	53,3%	84,2%	74,4%

Hvad er det samlede billede over 10 år? Tabel 3 sammenfatter resultaterne.

Det vigtigste i pensionsinvestering er forrentningen, dvs. hvor meget det investerede beløb vokser over tid. Her har ATP leveret basalt set den samme forrentning som en 100% aktieinvestering uden gearing. ATP har således leveret et godt afkast, men ikke bedre end en simpel passiv aktieinvestering.

Det er ligeledes vigtigt, hvor usikkert afkastet er, dvs. hvad risikoen i investeringen er. ATP har skabt samme forrentning som en ren aktieinvestering, men med en væsentligt større risiko. Hvor risikoen (målt ved standardafvigelsen) af aktieinvesteringen er 11,3%, er risikoen af ATP's opnåede afkast ca. dobbelt så stor på 21,1%.

ATP's gennemsnitlige årlige afkast er 2%-point højere end 100% aktiestrategien (11,3% mod 9,5%), men risikoen er 10%-point højere. Det betyder, at ATP kommer ud med det laveste afkast-/risikoforhold blandt de betragtede strategier.⁷ ATP's høje risiko er også årsagen til, at ATP's geometriske afkast er meget lavere end det årlige aritmetiske afkast.

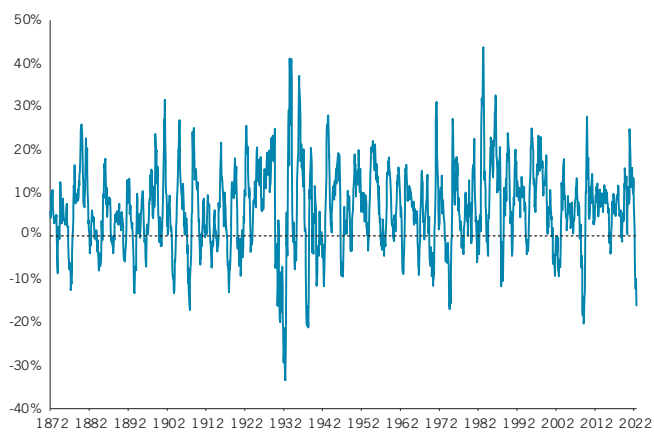
Da Oliefonden ikke gearer, har fonden leveret et lavere gennemsnitligt afkast end ATP (6,7% mod ATP's 11,3%). Men netop fordi Oliefonden ikke gearer, har fonden leveret et mere stabilt afkast. Standardafvigelsen af Oliefondens afkast er mindre end halvt så stor som ATP's (9,1% mod ATP's 21,1%). Oliefondens afkast-/risikoforhold er bedre end ATP's. Hvor afkast-/risikoforholdet for ATP er 53,3%, er det for Oliefonden 74,4%. Målt på denne måde har Oliefonden taget sig bedre betalt for at påtage sig risiko (og 100% aktieinvesteringen har fået endnu bedre betaling med et afkast-/risikoforhold på 84,2%).

Endeligt er det vigtigt at være opmærksom på, hvad ATP's høje investeringsrisiko betyder for det enkelte medlem. Det betyder, at ATP bliver nødt til hele tiden at have et stort bonuspotentiale, der kan absorbere kommende tab. Man bliver derfor nødt til at være tilbageholdende med bonusudlodningen. Dette er delvist baggrunden for, at ATP i fem ud af de sidste 10 år ikke har udloddet bonus og opskrevet pensionerne.

Det bør pointeres, at vores analyse er, så vidt vi ved, den første uafhængige performancemåling af ATP's historiske afkast. Vi har derfor holdt analysen forholdsvist simpel, herunder fordi vi ikke har haft adgang til højfrekvent og anden intern data, som ville være nødvendig for en mere uddybende performancemåling. Vi ville dog blive overraskede, hvis uddybende performancemålinger kom til andre overordnede resultater end dem, vi her har præsenteret.

7. Den samme konklusion opnås, hvis man alternativt ser på de seneste 5 års afkast.

FIGUR 3: Rullende 9-måneders afkast fra en portefølje af 60% amerikanske aktier og 40% amerikanske statsobligationer. Afkast i USD, månedlige observationer, jan. 1872 – okt. 2022.



Effekten af 2022

Som nævnt tidligere svarer ATP's risikotagning til en standardafvigelse på ca. 45 mia. kr. for 3 kvartaler. ATP har i de 3 første kvartaler tabt 73 mia. kr. før skat. Tabet er således i niveauet 1,7 standardafvigelse og derved på ingen måde en ekstrem begivenhed i forhold til den påtagne risiko. Investeringsafkast følger ofte ikke en normalfordeling, og vi ser fra tid til anden afkast på op til 3 standardafvigelser, og sådanne tab vil i ATP's tilfælde svare til ca. 70% af bonuspotentialet. Så 2022 har ikke været et ekstremt år.

ATP nævner ofte i dagspressen, at den gearede investeringsstrategi bl.a. er baseret på, at man tager risiko af, når markedet falder, og lægger risiko på, når markederne stiger, jf. også Johansen og Gosvig (2019). Dette indebærer en yderligere risiko for at time markedet forkert, hvorved man ved efterfølgende stigninger ikke får indhentet det tab, man måtte have haft under en forudgående nedtur.

Nogle vil måske indvende, at 2022 er "skyld" i ATP's dårlige 10-års performance, og at det derfor er "unfair" at inddrage de første 3 kvartaler af 2022 i evalueringen. Det er rigtigt, at ATP klarede sig flot indtil 2021, som Figur 2 viser. Men at man kan tabe denne flotte performance på 9 måneder er netop hele pointen i vores analyse. Og tænk, hvis det var gået endnu værre?

Hvor dårligt har 2022 været?

Året 2022 har været et skidt år på de finansielle markeder. Stort set alle investorer har lidt tab. ATP har dog lidt meget større tab end andre sammenlignelige investorer.

Aktier og obligationer (og andre aktiver) er faldet i værdi. 2022 har dog ikke været et usædvanligt dårligt år. Det kan sagtens gå værre. Hvor rentestigningen har været usædvanlig stor gennem 2022, har aktier "kun" tabt 20%. Historien har budt på år, hvor aktier har tabt væsentligt mere.

Som illustration på at ting kan gå værre end i 2022 viser Figur 3, hvordan en portefølje af aktier og obligationer har udviklet sig gennem de sidste 140 år. Figur 3 benytter data fra Nobelprismodtager Robert Shillers hjemmeside til at vise successive (måned for måned) afkast over de foregående 3 kvartaler for en

traditionel portefølje af 60% amerikanske aktier og 40% amerikanske statsobligationer.⁸ I Figur 3 tages ikke højde for valutakurs, skat og omkostninger, da formålet ikke er at anbefale denne portefølje for ATP, men at vise de seneste 9 måneders afkast holdt op mod andre 9-måneders afkast fra en bred international portefølje over en lang historisk periode.

2022 har som nævnt været et dårligt år, som det også fremgår af Figur 3. En 60%/40% aktie-/obligationsportefølje har ved udgangen af september 2022 tabt 16% over årets første 9 måneder. Dette er resultatet af, at S&P 500 er faldet med ca. 20% (men har også givet nogle udbytter) og den 10-årige rente på amerikanske statsobligationer er steget med ca. 2,3%-point gennem årets første 9 måneder.

Der har som det ses af Figur 3 været flere eksempler med større tab over de foregående 9 måneder:

- I marts 2009 var tabet 20% (aktier nede med 44% og renter faldt med 1,3%),
- I september 1974 var tabet 17% (aktier nede med 28% og renter steg med 1,3%),
- I april 1938 var tabet 21% (aktier nede med 40% og renter stort set uændret),
- I maj 1932 var tabet 33% (aktier nede med 60% og renter stort set uændret).

Vores pointe er, at ATP taber næsten 40% i en periode, hvor en traditionel 60%/40% portefølje taber ca. 15%. Tænk, hvad der kunne ske, hvis man løber ind i et rigtigt dårligt år. Tænk, hvis man rammer år som 2009, 1938 eller 1932. Det kunne have udhulet bonuspotentialet yderligere og derved gjort det endnu sværere at realsikre og understøtte de garanterede pensioner.

Bonusgraden

Vores bekymring mht. investeringsstrategien går blandt andet på, at den risikable investeringsstrategi kan udløse tab, der udhuler bonuspotentialet endnu mere end i 2022, hvorved det bliver endnu sværere at inflationssikre pensionerne.

Bonuspotentialet skal ses i forhold til forpligtigelsernes størrelse. ATP's forpligtigelser er faldet gennem 2022, idet de stigende renter har ført til et fald i nutidsværdien af de garanterede forpligtigelser. Men bonuspotentialet er faldet mere end forpligtigelserne. Det betyder, at bonusgraden er faldet fra 20,3% ultimo 2021 til 16,2% ved udgangen af 3. kvartal 2022.

Der er to forhold at bemærke her. For det første er det som nævnt ikke urealistisk, at der kan opstå værre situationer, end vi har oplevet i 2022. En situation, hvor aktierne falder måske 40-50% og renterne enten ligger fladt eller falder (fx fordi centralbankerne sænker renterne for at komme igennem en sådan krise), kan ikke udelukkes. En sådan situation vil være meget udfordrende for ATP.

8. Ultimo 2021 bestod ATP's investeringsportefølje af aktierrelaterede investeringer på 164 mia. kr. og obligationsrelaterede investeringer på 140 mia. kr., jf. Tabel 2, dvs. et 54%/46% split. Det er ikke langt fra det traditionelle 60%/40% split, som vi illustrerer i Figur 3. Dertil kommer 110 mia. kr. i andre investeringer, såsom ejendomme, infrastruktur og andet, jf. Tabel 2, som man længe kan diskutere, hvorvidt de ligner obligationer eller aktier mest.

For det andet viste beregningerne i Tabel 1, at det krævede afkast for at kunne pristalsregulere er steget fra 19,8% ultimo 2021 til 24,3% ultimo 3. kvartal. Det vil sige, at selvom bonuspotentialer stadig er ”pænt”, er det faldet så meget, at det krævede afkast er vokset. Det er svært at se, hvordan ATP skal kunne skabe sådanne afkast på den lange bane.

Løsningsforslag

I dette afsnit skitserer vi forslag, der kan afhjælpe ATP's udfordringer. Vi foreslår, at med det nuværende set-up bør ATP erkende, at det ikke er muligt at pristalsregulere optjente pensioner. Samtidig bør ATP også erkende, at den nuværende investeringsstrategi for bonuspotentialer er for risikofuld, og man bør i stedet omlægge til en ikke-gæret strategi.

Sluttelig foreslår vi, at hvis ATP fortsat skal spille en væsentlig rolle som et supplement til Folkepensionen, skal ATP opgive den nuværende investeringsstrategi baseret på en stor andel af obligationer i det meste af opsparingsperioden, og bidraget skal sættes væsentligt op.

Anbefaling 1: Erkend at fuld inflationsregulering ikke er mulig

Hvis man i Tabel 1 i stedet antager, at pensionerne skal reguleres med 1% og ser bort fra udgifterne til rentekurveknæk og levetid, fås et afkastkrav på ca. 10% før skat. Dette afkast er i særlig grad påvirket af et krav om et merafkast på 2,7% svarende til omkostningerne på 2,5 mia. kr. (svarende til de 0,37% af den samlede opsparing, som ATP oplyste i deres 2021-rapport). Med lavere fremtidige omkostninger vil ATP have gode muligheder for at regulere pensionerne med 1%.

Samlet er det vores vurdering, at med det nuværende set-up har ATP ikke mulighed for at inflationsregulere pensionerne, men kan måske over tid regulere dem med ca. 1% om året.

Vi mener, det vil være bedst for debatten om ATP's indretning, at man erkender, at den nuværende forretningsmodel ikke er hensigtsmæssig på den lange bane, da den ikke kan opretholde købekraften af pensionerne.

Anbefaling 2: Invester uden gearing

De sidste 10 år har ATP leveret et afkast på niveau med en passiv global aktieinvestering, men med væsentlig større usikkerhed. Vi kan ikke se rationalet i at fortsætte en strategi, som ikke giver højere afkast på den lange bane, men omvendt væsentlig mere risiko end fx en simpel aktiestrategi. Det virker ulogisk, at en lovbaseret ordning, der skal være et supplement til folkepensionen, prøver at opfylde sit formål med betydelig finansiell gearing. Vores anbefaling er derfor at ændre investeringsstrategien.

Vi mener, at man bør forfølge en ikke-gæret investeringsstrategi. Under antagelse om at en stor del af formuen (de garanterede pensioner) er placeret i obligationer o.lign. vil det forbedre porteføljeegenskaberne, hvis man følger en ikke-gæret strategi for bonuspotentialer fuldt investeret i risikable aktiver, såsom aktier, private equity og lignende.⁹

9. For en god ordens skyld vil vi gerne præcisere, at fx 10% eller 20% gearing (men så nok heller ikke meget mere) måske kan forbedre porteføljeegenskaberne en smule, men vi fraråder kraftigt gearing som for nærværende på 200% eller mere.

Rådet for Afkastforventninger forventer, at afkastet fra aktier er 6,5% på den lange bane. Over de næste 10 år forventes afkast på ca. 6% fra globale aktier og op til 10% om året fra private equity og emerging markets aktieinvesteringer. En portefølje diversificeret over forskellige typer af risikable aktiver kan således forventes at give 7-8% om året før skat og ca. 6,5% efter skat. Med et bonuspotentialer på pt. 16% kan det give mulighed for justering af pensionerne med ca. 1% om året, men med større sikkerhed for at opnå dette end ved den nuværende investeringsstrategi.

Anbefaling 3: Ny model for opsparing

I 2021 blev det vedtaget at ændre ATP-ordningen, så 20% af bidraget investeres i en markedsrenteportefølje, 60% bruges fortsat til løbende at købe livrentepensioner og 20% overføres som hidtil til bonuspotentialer. 15 år før pensionering flyttes markedsrenteporteføljen over i obligationer, og der etableres livrenter, så medlemmet fra pensionsalderen har en garanteret livrente.

Vi mener, at ATP ved en kommende revidering skal fortsætte ad det spor, man startede på i 2021. For fremtidige indbetalinger foreslår vi, at:

1. Hele ATP-bidraget (op til 15 år før pensionering) investeres i en ikke-gæret markedsrenteportefølje. Porteføljen skal være en veldiversificeret investeringsportefølje, dvs. med obligationer, aktier (noterede og unoterede) og alternative investeringer. Risikoen skal være tilpas høj med eksempelvis op til 80% i risikofyldte aktiver.
2. 15 år før pensionering overflyttes markedsrenteporteføljen gradvist til sikre obligationsinvesteringer, og der etableres tilhørende livrenter fra pensionstidspunktet. Livrenteudbetalingerne baseres på en rente, som er markedsrenten reduceret med inflationen. Derved vil man kunne sikre garanterede livrenteudbetalinger som følger inflationen – eller i hvert fald et snit af den realiserede eller forventede historiske inflation.

Denne model vil med stor sandsynlighed sikre højere ATP-pensioner, idet investeringerne de første mange år må forventes at give et højere afkast end de nuværende 60% af bidraget, der løbende investeres til gældende obligationsrente. Videre vil den foreslåede model indebære, at medlemmerne får ATP-pension for 100% af bidraget og ikke som i dag, hvor 20% af bidraget overføres til bonuspotentialer uden konkret tilsagn om tilbageførsel til det enkelte medlem. Umiddelbart vil dette sikre højere ATP-pensioner.

Omlægningen vil også sikre nominelt garanterede udbetalinger, hvilket ATP lægger vægt på, da ATP ser sig som en del af Søjle 1 i det danske pensionssystem. Endelig er det som beskrevet beregningsteknisk muligt at sikre en tilnærmelsesvis inflationsregulering i udbetalingsperioden.

Et særligt forhold for ATP er selskabets manglende egenkapital. ATP er ikke et almindeligt pensionsselskab, og i praksis udgør bonuspotentialer selskabets egenkapital. Såfremt man som skitseret ovenfor lover medlemmerne pension for hele pensionsbidraget, bør man forholde sig til, hvorledes en passende egenkapital sikres. Hidtil har bonuspotentialer bl.a. medgået til at dække tab på afdækningen, omkostninger og til at sikre de garanterede livrenter, hvis levetiden stiger mere end forventet.

I ovenstående model, hvor hele pensionsbidraget bruges til pension, foreslås det, at en andel af medlemmernes opsparing etableres som særlige bonushensættelser, hvorved f.eks. 10% af livrentepensionen gøres ugaranteret. Særlige bonushensættelser er ansvarlig kapital, der kan dække tab. Supplerende kapital kan yderligere genereres, hvis ATP i lighed med øvrige pensions-selskaber øger omkostningsbelastningen af investeringsresultatet med f.eks. 0,25-0,5% p.a. På denne måde kan ATP opbygge nødvendig kapital til at sikre, at der er midler nok skulle f.eks. levetiden overraske, eller skulle der opstå andre operationelle tab.

For medlemmer, der allerede har sparet op og optjent ATP-pension efter det nuværende system, foreslår vi, at det undersøges, om det juridisk er muligt at overflytte disse til den nye ordning skitseret ovenfor. Hvis juraen spænder ben for automatisk overflytning, bør man tilbyde disse medlemmer et omvalg, hvor de frivilligt afgiver deres nuværende pensionstilsagn mod at overgå til den nye model med deres eksisterende opsparing. Man kunne overveje alene at tilbyde en sådan overflytning, respektivt et sådant omvalg, for 'unge medlemmer', fx under 50 år. For medlemmer over 50 år foreslår vi, at de fortsætter med det nuværende set-up.

For en god ordens skyld bør det fremhæves, at vores skitse-rede forslag her alene kan angive hovedprincipperne. Der er naturligvis mange detaljer, der skal tages hensyn til ved en endelig fastlæggelse af en ny forretningsmodel for ATP. Det centrale er, at der bør ske en markant omlægning af den nuværende ordning over mod de beskrevne principper.

Fordelen med en moderniseret ATP-ordning, der ligger tættere op ad gældende markedsvilkår, er også, at det kan være med til at mindske den udbredte skepsis mod at forhøje ATP-bidraget. Og en forhøjelse af ATP-bidraget er nødvendigt, hvis ATP skal bevare sin relevans.

Anbefaling 4: Forhøj og indekser ATP-bidraget

Hvis man justerer forretningsmodellen som foreslået i Anbefaling 1-3, anbefaler vi en kraftig regulering af ATP-bidraget. Dette er åbenlyst påkrævet illustreret med de relativt lave ATP-pensioner, som nye pensionister modtager – i snit 17.700 kr. i 2021. Det haster med en regulering, da kommende pensionister formentlig kan se frem til en endnu lavere ATP-pension, idet ATP de seneste år har investeret ATP-bidraget til en faldende og i mange tilfælde negativ realrente. Såfremt man ikke gennemfører ændringen skitseret i Anbefaling 3, foreslår vi alene ændringerne i Anbefaling 1-2 gennemført.

Det gode spørgsmål er, hvad ATP-bidraget bør hæves til. I Grosen og Raaballe (2020) blev det foreslået at 3,5-4 doble ATP-bidraget. Oprindeligt var ATP-pensionen tiltænkt at skulle udgøre ca. 50% af folkepensionens grundbeløb svarende til i dag ca. 40.000 kr. årligt.

ATP-bidraget bør i fremtiden reguleres med lønudviklingen i samfundet. Såfremt den nuværende struktur opretholdes, hvor ATP-pensionen er nogenlunde den samme for alle arbejdstagere, bør ATP-bidraget fortsat være et fast kronebeløb, men som årligt reguleres med lønudviklingen. Det vil være naturligt at regulere med samme sats, som folkepensionen reguleres med.

Såfremt det nuværende ATP-bidrag på 3408 kr. fremover reguleres med lønudviklingen, og baseret på den omlægning af ATP, som er skitseret i Anbefaling 3, og øvrige rimelige anta-

gelses tilpasset ATP's situation når vi frem til, at det gældende ATP-bidrag vil føre til en ATP-pension på ca. 14.000 kr. årligt målt ift. dagens lønniveau.¹⁰

Med et ønske om en ATP-pension på ca. 40.000 kr. årligt skal ATP-bidraget hæves til 10.000 kr. I forhold til det gældende bidrag på 3408 kr. er der tale om en 3-dobling.¹¹ En sådan stigning skal naturligvis indføres over nogle år.

En forhøjelse og efterfølgende regulering af ATP-bidraget forudsætter, at ATP bliver en attraktiv pensionsopsparing. Gennemføres Anbefaling 1-3 (eller lignende varianter heraf) ikke, kan vi ikke anbefale en forhøjelse af ATP-bidraget.

Sammenligning af ny ATP-model med gældende model

Et ATP-bidrag på 10.000 kr. årligt, der løbende lønreguleres, vil med det beskrevne markedsrenteprodukt i Anbefaling 3 give en forventet ATP-pension på ca. 42.000 kr. fra alder 74 for en i dag 25-årig, der indbetaler bidrag gennem hele arbejdslivet. Dette er målt ift. dagens lønniveau, gældende afkastforudsætninger fra Rådet for Afkastforudsætninger og andre rimelige antagelser, se fx Ramlau-Hansen (2022). Denne pension vil blive pristalsreguleret med 2% p.a. Da ATP er født uden egenkapital, vil fx omkring 10% af pensionen som nævnt skulle gøres ugaranteret.

Tilsvarende beregninger viser, at med det nuværende ATP-set-up, og et bidrag på 10.000 kr., hvor der alene ydes pension af 80% af bidraget, der primært investeres i obligationer, vil pensionen fra alder 74 være på nominelt ca. 33.000 kr. uden garanti for efterfølgende regulering. Til gengæld vil der til opsparingen være tilknyttet et bonuspotentiale på 20% af opsparingen svarende til ca. 106.000 kr. Hvorvidt dette beløb og afkastet af det udbetales til det enkelte medlem afhænger af ATP's bonuspolitik.

For det enkelte medlem indebærer vores forslag en startpension på 42.000 kr., som vil blive reguleret med 2% om året, mens den gældende ATP-pension på ca. 33.000 kr. vil blive reguleret ud fra ATP's bonuspolitik. Det kan være vanskeligt umiddelbart at sammenligne de to pensioner, når de tilhørende reguleringsmekanismer er vidt forskellige. Vores beregninger viser, at den foreslåede model fører til en pensionsopsparing, der er ca. 20% større end med gældende ATP-model.

Det bør nævnes, at da den foreslåede model indebærer, at en større andel af indbetalingerne placeres i risikable aktiver indtil 15 år før pensionering, vil der være en større usikkerhed om pensionen i den foreslåede model. På den anden side er der i den nuværende ATP-model usikkerhed om, hvorvidt medlemmet får sin fulde del af bonusreserven udbetalt.

Med andre ord vil den foreslåede nye ATP-model kunne give en pension for den enkelte, der – under forbehold for usikkerheden om ATP's bonuspolitik i det nuværende set-up – kan

10. Med gældende afkastforudsætninger fra Rådet for Afkastforudsætninger og et markedsrenteprodukt som beskrevet i Anbefaling 3 når vi frem til, at en 25-årig, der indbetaler 3408 kr. årligt, som lønreguleres med 1% p.a., kan se frem til en inflations-sikret pension på ca. 14.000 kr. fra alder 74.

11. Bliver pensionsalderen uændret 69 år, bliver pensionen ca. 10.000 kr., og ATP-bidraget bør 4-dobles.

forventes at blive 20% højere end under den nuværende model, og med betydeligt større sandsynlighed for en løbende inflationsregulering.

Ovenstående er overordnede vurderinger, idet vi ikke har haft adgang til ATP's interne data/modeller.

Konklusion

Denne artikel har analyseret ATP's udfordringer og investeringsmæssige performance gennem det seneste årti.

ATP har leveret et afkast på godt 9% om året. Det er det samme som en simpel passiv global aktieinvestering har leveret, men med en væsentlig højere risiko. Det er svært at se rationalet i en risikabel investeringsstrategi, der ikke leverer højere afkast på den lange bane end en mindre risikabel investeringsstrategi, der leverer samme afkast. Vi foreslår derfor, at man omlægger investeringsstrategien til en strategi med betydeligt mindre risiko, men forventeligt samme afkast.

Vi har også sandsynliggjort, at ATP ikke kan forventes at inflationsregulere pensionerne. Vi mener, at det vil være mest ærligt over for medlemmerne af ATP at erkende dette – det vil skabe et bedre grundlag for en debat om ATP's fremtid.

Endelig har vi foreslået, at ATP fortsætter af det spor, man startede på med lovændringen i 2021 med at omlægge ordningen mod en mere markedsbaseret pension. Dette kan samtidig kombineres med, at man fortsat yder garanterede pensioner i udbetalingsfasen med inflationsregulering. Derved vil ATP kunne fortsætte som et garanteret supplement til folkepensionen.

Sluttelig vil ATP-ordningen miste sin relevans, hvis bidraget ikke inden for en overskuelig tid hæves til f.eks. 10.000 kr. årligt og dernæst automatisk reguleres. Forhøjelsen af ATP-bidraget

kan dog kun anbefales, såfremt ATP-forretningsmodellen laves om i forhold til anbefalingerne beskrevet i denne artikel. Sker dette, er det vores vurdering, at medlemmerne kan se frem til et løft i deres ATP-pension med 20%.

Samlet set vurderer vi, at ATP vil blive fremtidssikret ved gennemførelse af de fire anbefalinger præsenteret i denne artikel. Omvendt vurderer vi, at hvis forslagene ikke gennemføres, vil ATP gradvist udvikle sig til at blive en afviklingskasse og dermed primært et mindre pensionstilskud til de pensionister, der ikke har anden privat pension.

Litteratur

- ATP, 2021: *ATP's investeringstilgang*. <https://www.atp.dk/dokument/ATP's-investeringstilgang-2021>.
- Grosen, Anders og Johannes Raaballe, 2020: Ny ATP-ordning til inflationssikring af pensionerne. *Finans/Invest*, 2/20, s. 24-31.
- Jarner, Søren Fiig og Kasper Ahrendt Lorenzen, 2017: ATP som faktorinvestor. *Finans/Invest*, 2/17, s. 7-14.
- Johansen, Kim Kehlet og Mads Gosvig, 2019: Kommentar til "ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel". *Finans/Invest*, 5/19, s. 20-23.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019a: ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel. *Finans/Invest*, 5/19, s. 13-19.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2019b: ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 6/19, s. 28-31.
- Ramlau-Hansen, Henrik, 2022: Forslag om en gradvis indfasning af pensionsopsparingen, *Finans/Invest*, 3/22, 9-14.
- Rangvid, Jesper, 2019: *Her er ATP's opgaver og et bud på vejen frem*. Jyllands-Posten 10.10.2019, s. 10. ■

LEDER ► FORTSAT FRA SIDE 4

finansieret og samtidigt en armslængde fra staten med mindre risiko for nationalisering. Det sidste kan man altid drøfte. Set i det lys kan der være et argument for fortsat at have en livslang grundydelse hos ATP for alle arbejdstagere.

Vi er blevet klogere omkring pension

Men som Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) argumenterer for, så er det på tide at genbesøge, hvordan den garanterede livslange ydelse bliver dannet. Siden 1964 er forståelsen af pension blevet noget mere moden, og i dag kan man betragte et pensionsprodukt bestående af to dele: en opsparingsdel (formueakkumulering) og en udbetalingsdel (formuedekumulering). Uafhængigt af om udbetalingsprofilen er en engangssum, en rate over et bestemt antal år eller som ved ATP, en livslang ydelse, må man stille det spørgsmål: Hvornår under formueakkumuleringen skal man som pensionsudbyder begynde at tænke på, hvordan pensionen skal udbetales? Skal man eksempelvis have den udbetalt fra alder 67, så er udbetalingsformen næppe vigtig, når man er 20, 30 eller 40 år gammel. Derfor kan det undre, hvorfor ATP, uafhængigt af opsparerens alder, stadigvæk vælger at købe garantien, når bidraget indbetales og dermed binder sig til en suboptimal investeringsstrategi, hvad angår muligheden for afkast. I perioden indtil den alder, hvor det giver mening at forholde sig til udbetalingsprofilen, bør formålet vel være

at skabe den højeste formue med en acceptabel risiko. Det er netop, hvad Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) foreslår. At opspare med et livscyklusmarkedsrenteprodukt indtil 15 år før pensionering og så først der gradvis købe en garanteret livslang ydelse. Om det lige er 15, 18 eller 12 år, kan yderligere analyser helt sikkert give et bud på. Men strukturen i forslaget er rigtigt tænkt og er en af de indsigter, som pensionssektoren har gjort gennem årene.

Når man nu er i gang med at kigge på produktet, kunne man også bestemme sig for en størrelse af ydelse – og dermed bidrag – så ordningen virkeligt diversificerer statens finanspolitiske holdbarhed, gøre en realværdisikring af ydelserne realistisk og så overveje, hvorfor det regulatoriske rammeværk for ATP absolut skal gøre brug af de grundlæggende principper fra Solvens II. I Solvens II antager man, at pensionsopsparereren kan genkøbe sin police, og dermed er der en vis likviditet i passivside. Det er ikke nogen billig antagelse og stemmer ikke med ATP, hvor passiverne per lov er fuldstændige illikvide.

Der er nok af emner at tage fat i, men mon ikke det er på tide at blive enige om, hvad formålet med ATP fremadrettet skal være?

FORTSÆTTER SIDE 27 ►