

Ny model for ATP-pensionen

I en ledsagende artikel i dette nummer af *Finans/Invest*, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), er der 10 anbefalinger til en forbedring af ATP-ordningen. Den vigtigste anbefaling er, at ATP-produktet bør ændres. I denne artikel beskriver vi det nye foreslåede produkt nærmere og sammenligner med det gældende ATP-produkt. Forslaget til et nyt ATP-produkt er baseret på ideer svarende til gængse markedsrenteprodukter, men således at der sikres en garanteret livrentepension ved pensionering. Konklusionen er, at vores forslag vil give en pension, der konservativt estimeret er ca. 15% større end den gældende ATP-pension. Med mere realistiske antagelser vil det nye forslag føre til en pension, der er 20-30% større end den gældende ATP-pension.

AF FORFATTERE



Mads Hebsgaard

Stud.merc.mat.

E-mail: mahe.fi@cbs.dk

Mads Hebsgaard er stud.merc.mat.,
Institut for Finansiering, CBS



Henrik Ramlau-Hansen

Lektor, Copenhagen Business School, CBS

E-mail: hram.fi@cbs.dk

Henrik Ramlau-Hansen, dr.scient., er lektor, Institut for
Finansiering, CBS, og tidl. adm. dir. i Danica Pension



Jesper Rangvid

Professor, Copenhagen Business School, CBS

E-mail: jr.fi@cbs.dk

Jesper Rangvid er professor,
Institut for Finansiering, CBS

Note: Redaktøren og ATP takkes for forslag til forbedringer.

ATP er med sin formue på ca. 700 mia. kr. for mange pensionister med de laveste indkomster et vigtigt supplement til Folkepensionen. Den gennemsnitlige ATP-pension udgjorde i 2023 16.600 kr., jf. ATP (2023b).

To af denne artikels forfattere (Ramlau-Hansen og Rangvid) har de seneste 5 år sat lys på en række af ATP's udfordringer, jf. bl.a. Ramlau-Hansen (2019a, b) og Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Vi præsenterer i Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) 10 forslag til forbedringer af ATP-ordningen.

Vores vigtigste forslag er, at det nuværende ATP-produkt bør erstattes af et nyt, som vi beskriver og analyserer grundigt i denne artikel. Årsagen til dette forslag er, at det nuværende ATP-produkt er uhensigtsmæssigt som langsigtet pensionsprodukt. Ét problem er, at ATP-pensionen i for stor udstrækning er baseret på obligationsinvesteringer, som på sigt ikke giver høj nok pension. Et andet er, at de 'frie' investeringer i ATP er uhensigtsmæssigt skruet sammen i lyset af, at ATP-ordningen er tænkt som et supplement til Folkepensionen. For det tredje følger ATP-bidraget på godt 3.500 kr. årligt ikke lønudviklingen. Under normale omstændigheder får danskerne med andre ord en for lav ATP-pension, og man må derfor frygte, at ATP-ordningen over tid vil miste sin relevans, hvis den ikke ændres. Lad os kort uddybe disse punkter.

Det fremhæves ofte, at ATP er et vigtigt supplement til Fol-

kepensionen, og at ATP er en del af de offentlige pensioner (Søjle 1 pensionerne). Men mens Folkepensionen følger løn- og prisudviklingen i samfundet, har ATP-pensionen de seneste år haft svært ved blot at følge prisudviklingen. Selv i de år, hvor inflationen var lav, havde ATP svært ved at regulere pensionerne tilstrækkeligt til at opretholde pensionernes købekraft, jf. bl.a. Ramlau-Hansen og Rangvid (2025).

Hertil kommer, at medlemmer i ATP kun får pension for 80% af bidraget. De resterende 20% overføres til en bonuskonto (ATP's bonuspotentiale), som samtidig investeres meget risikofyldt. Bonusbeløbet geares typisk 2-3 gange og investeres hedge-fond-agtigt med henblik på at generere et merafkast, så pensionerne i en vis udstrækning kan blive reguleret.

Gearing er farligt, og ATP's investeringsstrategi indebærer, at man må sælge, når kurserne falder og søge at købe, når de stiger. Risikoen ved denne procykliske investeringsstrategi blev illustreret i 2022, hvor ATP tabte 40% af bonusmidlerne og sidenhen har haft svært ved at genvinde det tabte.

Simpelt sagt er ATP-ordningen en kombination af en opsparring i obligationer og gearede investeringer knyttet til bonuskontoen. ATP har ikke efter vores opfattelse formået at forklare, hvorfor dette er den bedst mulige pensionsordning for pensionister med få midler. Og for mange virker ordningen unødigt kompliceret som et supplement til Folkepensionen.

Vi anbefaler derfor, at ATP-produktet laves grundlæggende om. Forslaget er en udbygning af vores forslag i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). Det kan også ses som en opfordring til at fortsætte ad det spor, som blev lagt i 2021, hvor ATP-loven blev ændret, så 20% af bidraget nu investeres i en 'markedsrenteportefølje'.

Vi anbefaler en livscyklus-model tilpasset ATP. Vi foreslår, at ATP-bidraget investeres i en veldiversificeret markedsrenteportefølje bestående af 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 med tilknyttede garanterede livrenter. Fra pensionsalderen sikres nominelt garanterede livrentudbetalinger, der samtidig kan tilstræbes inflationsreguleret.

Vi sammenligner i denne artikel det nye forslag med det gældende ATP-produkt. Den nye model skønnes på sammenlignelig basis at levere ATP-pensioner, der forsigtigt opgjort er ca. 15% større end den gældende ATP-pension. Med et mere realistisk skøn over afkast mv. forventes vores forslag at give 20-30% større pensioner. Vi foreslår endvidere, at ATP-bidraget hæves til 10.000 kr. årligt og løbende indekseres, så det følger lønudviklingen.

Nuværende ATP-produkt

Siden ændringen af ATP-loven i 2021 er de centrale elementer i ATP-produktet følgende: Det årlige ATP-bidrag på maksimalt 3.564 kr. opdeles efter arbejdsmarkedsbidrag i to dele på henholdsvis 80% og 20%. Af de 80% bruges de 60% (point) til at etablere en garanteret livrentepension ud fra dagens renteniveau, mens de resterende 20% (point) investeres i en markedsrentepension, som senere hen mod pensionering ligeledes konverteres til en garanteret livrentepension. De sidste 20% henlægges til bonuspotentiallet, som er ATP's frie midler (egenkapital), der kan bære risiko. I det følgende omtales dette også som bonuskontoen.

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. I det følgende omtales værdien af afdækningsporteføljen (inkl. markedsrentepensionen) som medlemmernes opsparring, der således primært er investeret i lavt forrentede sikre obligationer.

Ultimo 2023 havde ATP en samlet bonuskonto på 104 mia. kr., og medlemmernes opsparring var på 569 mia. kr. Bonuskontoen på 104 mia. kr. tjener som sikkerhed for en investeringsportefølje på 250 mia. kr., der bl.a. finansieres ved lån fra afdækningsporteføljen. I det følgende måles afkastet af investeringsporteføljen ift. bonuskontoen.

Et centralt kritikpunkt fra vores side er, at det er uhensigtsmæssigt, at 60-80% af indbetalingerne anbringes i obligationer i lyset af, at ATP-ordningen er en langsigtet pensionsopsparing, der skal være et supplement til Folkepensionen. Videre mener vi, at det er for risikabelt, at de resterende 20% af medlemmernes opsparring (bonuskontoen) geares op til 3 gange.

ATP's udfordringer er tidligere beskrevet i bl.a. Ramlau-Hansen (2019a, b), Grosen og Raaballe (2020) og Ramlau-Hansen og Rangvid (2023). ATP har søgt at imødegå kritikken i bl.a. Johansen og Gosvig (2019), ATP (2023) og Japhetson og Svenstrup (2024). I Ramlau-Hansen og Rangvid (2025) argumenterer vi for, hvorfor vi fortsat mener, at et nyt ATP-produkt vil være hensigtsmæssigt. ATP's risikotagning er også kommenteret i Bechmann (2019), og efter ATP's store tab i 2022 søger Parner og Bechmann (2023) at rejse en debat om ATP's rolle i pensionssystemet.

ATP-opsparringen er forrentet med godt 1% p.a. de seneste 12 år

I dette afsnit undersøger vi, hvordan den eksisterende ATP-opsparring har udviklet sig. I samme forbindelse ser vi på sammenhængen mellem afkastet af ATP-opsparringen og afkastet af ATP's bonuskonto.

Tabel 1 indeholder en skønsmæssig beregning af markedsafkastet af ATP-opsparringen for 2012-2023. Vi ser på 2012-2023, da det er den periode, Japhetson og Svenstrup (2024) analyserer. Afkastet af pensionsopsparingen er beregnet ved at sammenholde ultimo- og primo værdierne fra ATP-årsregnskaberne og samtidig korrigerer disse for (80%) af indbetalingerne og udbetalingerne. Samtidig fratrækkes de bonusopskrivninger (vedr. forrentning og levetid), som er sket i perioden, idet disse er ekstra bidrag fra bonuskontoen.

Resultatet er et gennemsnitligt afkast af opsparringen på ca. 1,3% p.a. Som en slags 'benchmark' for afkastet af almindelige

markedsrentepensioner i Danmark har vi ligeledes vist det gennemsnitlige markedsrenteafkast (efter pal-skat) i perioden for de 8 største pensionsselskaber. Dette er 5,7% p.a., jf. Tabel 1.¹ For de 8 selskaber er det mindste og højeste gennemsnitlige afkast hhv. 5,1% og 6,6% for perioden. Over perioden 2012-2023 har ATP's medlemmer således fået et afkast, der har været 4,5% (point) p.a. lavere end det afkast, et gennemsnitligt medlem i andre pensionskasser har fået.

Årsagen er især, at ATP gennem en lang periode med lave renter har afdækket garantierne og derved placeret en stor del af opsparringen i obligationer. Hvis man, da renten var meget lav efter Finanskrisen, havde valgt at konvertere medlemmernes opsparring til et markedsrenteprodukt, ville ATP-opsparringen potentielt i dag være ca. 400 mia. kr. mere værd; et resultat, der tidligere har være gengivet i Børsen (2024). Dette svarer til et samlet 'mistet' akkumuleret afkast siden finanskrisen på godt 80%. I praksis ville en sådan ændring have krævet en ændring af ATP-loven. Beløbets størrelsesorden illustrerer dog ATP-ordningens udfordringer.

Vi har tidligere i Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) analyseret afkastet af bonusmidlerne i detaljer. Disse resultater er ligeledes opdateret i Tabel 1, hvor afkastet af bonuskontoen nu er beregnet til 9,8% med en tilhørende årlig volatilitet på 18,3%. Overordnet set har afkastet af bonuskontoen ikke afvejet materielt fra et almindeligt globalt aktieafkast, der opgjort i danske kroner har været på ca. 10% med en volatilitet på ca. 15%. Dette bekræftes også i Japhetson og Svenstrup (2024).

Japhetson og Svenstrup (2024, tabel 1) finder et afkast af bonusreserven på 8,9%. Vi går ud fra, at den mindre forskel ift. det i Tabel 1 nævnte afkast kan henføres til, at forfatterne ser på en højere datafrekvens. Når vi nedenfor simulerer afkast for den nuværende ATP-ordning, benytter vi det af Japhetson og Svenstrup (2024, tabel 1) nævnte 8,9%.

Vi har ligeledes i Tabel 1 beregnet en korrelation på 0,53 mellem afkastet af opsparringen og afkastet af bonuskontoen. Denne positive korrelation er i overensstemmelse med, at ATP-opsparringen er investeret i renteaktiver, og investeringsporteføljen indeholder en blanding af renteaktiver og andre aktiver.

Det må forventes, at ATP har en interesse i at beskytte bonusgraden. Bonusgraden er bonuskontoen målt ift. opsparringen og udgjorde ca. 18% ultimo 2023. Den kan opfattes som ATP's 'solvensgrad', da ATP ikke er underlagt et almindeligt solvenskrav. Man vil således formentlig tilstræbe, at ved et rentefald, hvor opsparringen investeret i obligationer stiger i værdi, skal bonuskontoen også gerne stige i værdi, og vice versa. Dette vil typisk føre til, at ATP også holder en væsentlig andel af obligationer i bonuskontoen (dvs. investeringsporteføljen i praksis).

Når vi skal sammenligne en ny ATP-ordning med den gældende, har vi behov for at skønne over samspillet mellem opsparringen og bonuskontoen, hvorfra der i gode år, eller efter flere gode år, overføres midler til medlemmernes opsparring. I den forbindelse er det interessant, hvor lav en bonusgrad ATP kan operere med.

1. De viste afkast er en opdatering af Tabel 5.3 i Jørgensen, Ramlau-Hansen og Rangvid (2022) og omfatter afkastene for de 8 selskaber AP Pension, Danica Pension, Industriens Pension, PensionDanmark, PFA Pension, P+, Sampension og Velliv.

TABEL 1: Afkast af ATP-opsparingen 2012-2023 (mio. kr.)

År	Opsparing ult.	Indbetaling	Udbetaling	Bonus	Afkast opsparing	Afkast bonuskonto	Afkast L&P selskaber
2011	504.925						
2012	539.965	8.554	11.903	557	7,9%	13,6%	9,7%
2013	499.222	11.587	12.741	4.937	-7,8%	14,5%	8,1%
2014	608.592	9.049	13.661	2.676	22,8%	5,1%	8,6%
2015	603.972	9.055	14.566	6.290	-0,6%	14,0%	4,6%
2016	658.797	9.572	15.454	9.901	8,8%	12,4%	5,7%
2017	650.881	9.703	16.075	7.412	-1,1%	24,4%	7,4%
2018	693.373	9.871	16.878	20.025	4,9%	-3,2%	-2,6%
2019	759.628	10.061	17.054	-3.231	11,4%	37,8%	11,6%
2020	813.589	10.744	17.180	-1.130	8,4%	20,2%	6,1%
2021	787.809	11.497	17.260	25.595	-5,4%	28,8%	12,1%
2022	540.970	11.951	17.957	-3.805	-29,9%	-34,5%	-8,5%
2023	568.999	12.624	18.408	3.930	6,0%	4,7%	8,3%
Arit. snit					2,1%	11,5%	5,9%
Geo. snit					1,3%	9,8%	5,7%
Std. afv.					13,0%	18,3%	5,9%
Korrelation						53%	

Note: Vi har i opsparingen for årene 2022 og 2023 ikke inkluderet ATP's langsigtede supplerende hensættelser på 37 mia. kr. og 39 mia.kr. for de to år. Den angivne korrelation er mellem afkastet af opsparingen og afkastet af bonuskontoen.

Potentielt solvenskrav for ATP

I en analyse af ATP's nuværende ordning må man ud over sammenhængen mellem afkastet af opsparingen og bonusmidlerne også forholde sig til, hvorledes ATP må forventes at agere i situationer med dårlige afkast af bonuskontoen.

ATP er ikke omfattet af Solvens 2 som øvrige pensionsselskaber. Men i praksis bliver ATP nødt til at operere med et minimumskapitalkrav, i hvert fald internt ifm. risikostyringen.

Af ATP's Risikorapport fremgår, at ATP i risikostyringen anvender Expected Shortfall, ES (3 mdr., 99%), som risikomål. Det svarer til et her og nu tab uden risikotilpasning, som udtrykker gennemsnittet af de 1 pct. største tab af bonuskontoen, hvis et 3-måneders stress indtræffer øjeblikkeligt.

Af Risikorapporten fremgår, at dette tal var godt 30 mia. kr. ultimo 2023. Ud fra en simpel normalfordelingsantagelse svarer dette til en 3-måneders standardafvigelse på godt 11 mia. kr. og en tilsvarende årlig standardafvigelse (volatilitet) på godt 22 mia. kr. Et tilsvarende Solvens 2 kapitalkrav svarende til en 0,5% fraktil vil således være ca. 58 mia. kr. Dette svarer til cirka 10% af medlemmers opsparing på 569 mia. kr. ultimo 2023.

Videre har vi supplerende ud fra gængse standard Solvens 2 beregninger beregnet et solvenskrav for ATP på i størrelsesordenen 50-65 mia. kr. svarende til 9-11% af medlemmernes opsparing ultimo 2023.^{2,3}

Videre fremgår det af Risikorapporten, at ATP-bestyrelsens overordnede risikotolerance er fastsat til 50% af bonuskonto-

en og dermed ændrer risikobudgettet sig dynamisk i takt med bonuskontoen. Dette medfører, at tabes halvdelen af bonuskontoen, svarende til et fald i bonusgraden til ca. 10%, må risikoen bringes ned.

Grundet gearingen kan bonusgraden blive 0% og i princippet også negativ, idet gearingen kan føre til, at ATP taber hele bonuskontoen og mere til. I givet fald vil ATP være teknisk insolvent, og der vil ikke være midler nok til at sikre de garanterede pensioner. Da man for alt i verden vil undgå dette, må risikoen bringes yderligere ned, hvis/når bonusgraden falder til under 10%.

Alt i alt fører ovenstående til, at hvis ATP kommer ind i en periode med en faldende bonusgrad, må forventningen være, at man løbende reducerer risikoen. Dette vil sandsynligvis ske gradvist, men i vores beregninger antager vi for overskuelighedens skyld, at dette vil ske i etaper, når man passerer visse kritiske tærskler. Som det vil fremgå nedenfor, antager vi, at ATP vil anlægge en mindre risikabel investeringsstrategi, hvis bonusgraden falder under hhv. 15% og 10% og endnu mere, hvis den falder under 5%. Med en lavere risiko følger et lavere forventet afkast.

Ny model for ATP-produktet

Som nævnt tidligere blev ATP-produktet justeret ved en ændring i ATP-loven i 2021. Ændringen medførte, at for nye indbetalinger vil 20% (point) af de 80% blive placeret i en markedsrenteportefølje, der 15 år før pensionering flyttes over i obligationer, og der etableres livrente, så medlemmet fra pensionsalderen har en garanteret livrente. Justeringen af ATP-loven angav den rigtige retning, men desværre gik man ikke langt nok. Vi mener således, at man ved en kommende revidering af ATP-produktet skal fortsætte ad det spor, man startede på i 2021.

Vi foreslår, at i en ny ATP-model skal:

1. 90% af ATP-bidraget (op til 15 år før pensionering) inve-

2. ATP har forespurgt ikke ønsket at oplyse, hvad et Solvens 2 kapitalkrav ville være, hvis ATP var omfattet af Solvens 2 reglerne.
3. Vi har bl.a. skønnet over Solvens 2 kravet ved at stress ATP's investeringsportefølje ultimo 2023 med gængse Solvens 2 faktorer og tillægge et kapitalkrav for levetidsrisikoen. Diversifikationseffekter er indregnet.

steres i en ikke-gearet markedsrenteportefølje. Porteføljen skal være en veldiversificeret investeringsportefølje, dvs. med aktier (noterede og unoterede), alternative investeringer og en mindre del obligationer. Risikoen skal være tilpas høj med eksempelvis op til 90% i risikofyldte aktiver. I det følgende antages beregningsmæssigt, at 85% (af disse 90%) investeres i aktier og 15% i obligationer.

2. 15 år før pensionering overflyttes markedsrenteporteføljen gradvist (1/15 det første år, 1/14 næste år etc.) til sikre obligationsinvesteringer, og der etableres tilhørende livrenter med udbetaling fra pensionstidspunktet ud fra passende levetidsantagelser, jf. nedenfor. Livrenteudbetalingerne baseres hvert år på en rente, som er markedsrenten reduceret med den forventede inflation på dette tidspunkt. Derved vil man kunne sikre garanterede livrenteudbetalinger, som følger inflationen—eller i hvert fald et gennemsnit af, hvad der i de forskellige år har været den forventede inflation. For at sammenligne med den gældende ATP-ordning vises også nedenfor livrenteudbetalinger baseret på markedsrenten, dvs. uden den beskrevne inflationsreduktion.
3. De resterende 10% af ATP-indbetalingen investeres tilsvarende og opfattes som egenkapital. Med de 10% sikres en nødvendig egenkapital til at dække uforudsete risici, herunder usikkerhed mht. levetid mv. På denne måde sikrer vi, at medlemmerne alt andet lige får pension for 90% af deres indbetaling ift. den nuværende ATP-ordning, hvor der alene 'købes pension' for 80% af bidraget.

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, og de 20%, der placeres i en markedsrenteportefølje. I dag overføres løbende 20% af ATP-bidraget til bonuspotentiallet uden konkret tilsagn om tilbageførsel til det enkelte medlem.

Den ekstra buffer på 10% af opsparingen vil kun være nødvendig så længe, man er medlem af ATP. Den vil derfor kunne udbetales sammen med opsparingen som et ugaranteret tillæg til pensionen, så længe forholdene udvikler sig som forventet.

En egenkapital på ca. 10% af opsparingen skønnes at være tilstrækkelig til at dække uforudsete udgifter for ATP. En levetidsforværring på fx 1 år (fra fx 20 til 21 år) på en pensionistbestand, der måske udgør halvdelen af hensættelserne, vil 'koste' 2-3% af de 10%.

Vores forslag sikrer som beskrevet nominelt garanterede udbetalinger. Vi har taget dette valg, da ATP er en del af Søjle 1 i det danske pensionssystem. Endelig er det som beskrevet beregningsteknisk muligt at sikre en tilnærmelsesvis inflationsregulering i udbetalingsperioden ved løbende, når livrenterne etableres de sidste 15 år, at anvende en beregningsrente, der er gældende markedsrente minus den forventede inflation.

En central forskel på det nuværende ATP-produkt og vores forslag er således, at en stor del af den nuværende ATP-pension er nominelt sikker fra indbetalingstidspunktet, selv for unge mennesker. Vi anerkender, og har indbygget det i vores forslag, at en nominel garanti er vigtig under udbetalingsfasen. Vi tror dog ikke på, at en fx 25-årig skulle være specielt interesseret i en nominel garanti, når pensionering ligger 40-50 år ude i fremtiden. Når man er ung, er det derimod vigtigere, og i overens-

stemmelse med forskningen, jf. Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), at man søger at skabe en så høj pension som muligt ved at påtage sig høj investeringsmæssig risiko. Med andre ord mener vi, at prisen for den nominelle garanti, som unge i den nuværende ATP-ordning betaler, er for høj.

Fordelen med et moderniseret ATP-produkt, der i større udstrækning ligner de gældende arbejdsmarkedspensioner, er derudover, 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.

For en god ordens skyld bør det fremhæves, at vores skitserede forslag her alene kan angive hovedprincipperne. Der er naturligvis mange detaljer, der skal tages hensyn til ved en endelig fastlæggelse af et nyt ATP-produkt, herunder hvordan evt. overflytning fra nuværende til ny model skal ske. Det centrale er, at der bør ske en markant omlægning af den nuværende ordning over mod de beskrevne principper.

Afkastantagelser mv.

Vi har nedenfor vist beregningseksempler for det nye forslag sammenlignet med den gældende ATP-ordning for et ATP-bidrag på 10.000 kr. årligt. Bidraget antages at blive reguleret med lønudviklingen, der er antaget 1% p.a. ud over inflationen på 2% p.a. Vi regner på en person med bidrag fra alder 25 og pensionering ved alder 74. Med et årligt bidrag på 10.000 kr. fås rundt regnet en ATP-pension på cirka halvdelen af Folkepensionens grundbeløb.

Afkastantagelserne er de gængse langsigtede afkastantagelser, jf. Rådet for Afkastforventninger (2024). Vi antager, at aktier giver 6,5% p.a. og obligationer 3,5% p.a. med omkostningsfradrag på hhv. 0,49% og 0,23%.

Resultaterne nedenfor er baseret på simuleringer svarende til metodikken i Munk og Rangvid (2018). Der simuleres 1 million stier for hver af de betragtede modeller. Middelværdien er de angivne afkast, afkastene modelleres som lognormalfordelte, og som årlige standardafvigelser for obligationer og aktier bruges hhv. 8% og 18%, jf. Rådet for Afkastforventninger.

Årlige livrentepensioner nedenfor beregnes ved hjælp af Finanstilsynets levetidsforudsætninger inkl. forbedringer, jf. Finanstilsynet (2024), og obligationsafkast på hhv. 2,8% (nominelt) og 0,8% (realt); disse renter svarer til obligationsafkastet på 3,5% fratrukket omkostninger og pal-skat og en tilsvarende realrente.

ATP-opsparingen opfattes som livsbetinget, så opsparingen opskrives årligt med en (mindre) levetidsgevinst. Bruges andre levetidsforudsætninger end Finanstilsynets, fx fra DREAM, fås typisk pensioner, der er ca. 10% større, men det vil ikke påvirke de relative forskelle, der fokuseres på nedenfor.

Nedenfor vises alle tal i nutids reale lønkroner, dvs. alle fremtidige værdier tilbagediskonteres med den samlede forudsatte lønstigning på 3%.

Eksisterende ATP-produkt

For det gældende ATP-produkt er det antaget, at 60% af bidraget placeres i obligationer, 20% placeres i en markedsrente portefølje med hhv. 85% i aktier og 15% i obligationer indtil 15 år før udløb, hvor midlerne gradvist rulles over i obligationer, så 80% er anbragt i obligationer ved pensionering. I de første år forrentes medlemmets opsparing på 80% med 3,3% i snit.

TABEL 2: Scenarier 1-4 mht. std. afv. og afkast for ATP's bonuskonto ift. bonusgrad.

Bonusgrad	Sc.1 (8,9%)		Sc.2 (5,1%)		Sc.3 (11%)		Sc.4 (8,9%, bg 18%)	
	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast
Større end 15%	20%	8,90%	20%	5,10%	30%	11%	20%	8,90%
Større end 10%	10%	5,30%	10%	3,40%	10%	4,80%	10%	5,30%
Større end 5%	5%	3,50%	5%	2,55%	5%	3,25%	5%	3,50%
Større end 0%	0%	1,70%	0%	1,70%	0%	1,70%	0%	1,70%

Note: Tabellen viser eksempelvis, at i Scenarie 1 forudsættes et forventet afkast af bonuskontoen på 8,9% med en standard afvigelse på 20%, sålænge bonusgraden overstiger 15%. Falder bonusgraden til 10-15% ændres forventet afkast og standard afvigelse til hhv. 5,3% og 10%.

De resterende 20% er bonuskontoen, som får sin egen forrentning. Vi har ved beregningen af ATP-pensionen initialt antaget, at bonuskontoen på de 25% af medlemmets opsparing forrentes med 8,9% som nævnt ovenfor.

Dette indebærer, at vi fremskriver ATP-ordningen under den antagelse, at medlemmets opsparing suppleres af en bonuskonto på 25% af opsparingen. Dette er noget mere end ATP's gældende bonusgrad, der ultimo 2023 var ca. 18%. Videre indgår gearingen af bonuskontoen indirekte via en antagelse om et afkast på 8,9%, som er en del højere end det forudsatte aktieafkast på 5,1% p.a. efter omkostninger og pal-skat.

Når bonuskontoen på 25% af medlemmets opsparing forrentes med 8,9% og medlemmets 80% opsparing forrentes med 3,3%, giver det mulighed for at øge medlemmets opsparing med en opskrivning/bonus på 1,1%, såfremt en bonusgrad på 25% skal opretholdes.

Videre antager vi, at for den gældende ATP-opsparing er der en korrelation på 0,65 mellem afkastet af medlemmets ATP-opsparing og afkastet af bonuskontoen.⁴

Bonusgrad, risiko og forventet afkast

Vi har i det følgende søgt på et overordnet niveau at modellere afkastet af ATP's bonuskonto i sammenhæng med afkastet af medlemmernes opsparing under forskellige antagelser for, hvor stort det forventede afkast af bonuskontoen kan være, og hvorledes dette varierer med størrelsen af bonusgraden.

I vores hovedscenarie modelleres afkastet af bonuskontoen med udgangspunkt i et forventet afkast på 8,9% og en volatilitet på 20% svarende til ATP's resultat for seneste år, jf. Japhetson og Svenstrup (2024). Hvis bonuskontoen overstiger de initiale 25% af opsparingen, overføres det overskydende beløb til medlemmets opsparing som bonus, så bonuskontoen falder tilbage til maksimalt 25%.

I praksis svinger afkastet en del, og grundet ATP's procykliske investeringsstrategi bliver man nødt til at reducere risikoen ved tab. Det er forventningen, at det i særlig grad er bonusgraden, man vil være interesseret i at beskytte, jf. vores diskussion ovenfor om ATP's potentielle solvenskrav og jf. ATP (2023a).

Vi har i Tabel 2 angivet, hvorledes vi antager, at standardafvigelsen og afkastene afhænger af bonusgraden. Så længe bonusgraden er 15-25%, simuleres afkastet af bonusreserven med

et afkast på 8,9% og en standardafvigelse på 20%, jf. Scenarie 1 (Sc.1). Når bonusgraden nærmer sig 10% (det indikative solvenskrav), bliver man nødt til at reducere risikoen, og derved bliver det forventede afkast også lavere. Vi antager beregnings-teknisk i Sc.1, at når bonusgraden kommer under 15%, men stadig større end 10%, reducerer man volatiliteten i investeringerne fra 20% til 10%. Rent praktisk foregår dette ved, at man sænker gearingen og investerer mere i sikre aktiver som obligationer mv. og mindre i risikable aktiver som aktier mv. Som en konsekvens heraf bliver de forventede afkast lavere; vi antager 5,3%. Reduktionen i afkastene ved lavere volatilitet svarer til at bevæge sig ned ad 'kapitalmarkedslinjen', hvor slutpunktet er et risikofrit afkast med volatilitet 0% på 1,7% p.a. (2% før pal-skat, antager vi).

Taber man yderligere, må man reducere risikoen yderligere. Vi antager beregningsteknisk, at volatiliteten reduceres til 5%, når bonusgraden er under 10%, men større end 5%. Afkastet bliver 3,5% i dette tilfælde. Skulle bonusgraden falde yderligere til under 5%, er man så tæt på 'insolvens', at man må fjerne al risiko, og slutpunktet ved en volatilitet på 0% er som nævnt den risikofrie rente med et afkast på 1,7% p.a.

Ovenstående er selvfølgelig udtryk for et skøn fra vores side, og ATP vil have et andet bud på, hvad der sker, hvis ATP's bonusgrad falder gradvist. Men ovenstående er et forsøg på tydeligt at illustrere kernen i vores flerårige kritik af ATP's investeringsstrategi: Gearingen og den store volatilitet i investeringerne kan medføre så store tab, at man kan blive fanget i en negativ spiral, hvor man bliver nødt til at reducere risikoen med lavere afkast til følge og derved risikerer at ende i en situation, hvor det bliver svært at 'komme tilbage igen'. Og skulle der efterfølgende komme yderligere tab, kan man ende i en ganske alvorlig situation.

Princippet om, at man tager risiko af, når kurserne falder, og tager risiko på, når kurser stiger, er bekræftet af ATP i bl.a. Johansen og Gosvig (2019) og ATP (2023a).

Tabel 2 inkluderer tre andre scenarier, Sc.2-4, som vi kommenterer nærmere nedenfor. I et appendiks har vi vist yderligere beregninger.

Resultater

Hovedresultaterne er vist i Tabel 3, hvor forslaget til en ny model for ATP-produktet er sammenlignet med det nuværende ATP-produkt under forskellige antagelser om forventede afkast og samspil mellem bonusgrad og risikotagning, jf. Tabel 2. For hvert eksempel har vi vist medlemmets forventede opsparing ved pensionsalderen 74, den forventede tilhørende bonuskonto og den samlede opsparing, som er summen af de to beløb. Vi-

4. I Tabel 1 blev der beregnet en korrelation på 0,53 mellem afkastene af opsparingen og bonuskontoen. Når vi simulerer afkast i en lognormalfordeling, er udgangspunktet korrelationen mellem de tilsvarende logaritmiske afkast på 0,65.

TABEL 3: Nøgletal for ny ATP-model og ATP-scenarier 1-4 ved pensionering i alder 74.

Scenarier	Opsparing	Bonuskonto	Samlet opsp.	Std. afv. samlet opsp.	Bonusgrad	Std. afv. bonusgrad	Årlig pension
Ny ATP-model:							
Ny model (v.1)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	40.077
Ny model (v.2)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	33.479
Nuv. ATP-model:							
Sc.1 (8,9%)	510.675	108.641	619.316	239.873	20,9%	4,2%	35.064
Sc.2 (5,1%)	435.132	77.816	512.948	177.848	17,5%	4,7%	29.877
Sc.3 (11%)	529.730	94.487	624.217	296.942	17,3%	5,1%	36.372
Sc.4 (8,9%, bg18%)	492.191	82.148	574.339	203.432	16,5%	3,0%	33.795

dere er vist bonusgraden og den forventede årlige pension ved pensionsalderen 74.

For den nye model er det kun den årlige pension, der er forskellig for version 1 og 2, dvs. opsparingen, bonuskontoen osv. er ens for de to modeller. Den årlige pension på 40.077 kr. (v.1) er en fast årlig pension beregnet ud fra en nominel diskonteringsrente på 2,8% som i ATP-scenarierne. Pensionen på 33.479 kr. (v.2) er tilsvarende beregnet ud fra en realrente på 0,8%, og pensionen kan derfor forventes pristalsreguleret med 2% p.a.

Sammenlignes vores forslag til Ny model (v.1) med den nuværende ATP-model (Sc.1) ses, at ved pensionering er medlemmets opsparing hhv. 584 t.kr. mod 511 t.kr. – en forskel på 14% i vores forslags favør. En del af den forskel skyldes, at ATP opererer med et bonusbidrag på 25% af opsparingen, mens vores nye model, hvor der ikke er behov for gearing, kun har et bonusbidrag (egenkapital) på 10%. Ses der derfor i stedet på den samlede opsparing, falder forskellen til 4% (642 t.kr. mod 619 t.kr.).

I de to modeller er det medlemmets opsparing ved pensionering, der bestemmer den årlige pension, og her er forskellen 14% (40.077 kr. mod 35.064 kr.). Målt op mod disse nøgletal giver vores foreslåede model således, alt andet lige, en 14% højere pension.

Fordelingerne af medlemmernes samlede opsparing er vist i Figur 1, mens Figur 2 viser den årlige pension. I figurerne sammenlignes Ny model (v.1) med ATP (Sc.1). Af Figur 1 fremgår det, at for den samlede opsparing er der noget større variation ved Ny model sammenlignet med ATP (Sc.1). Denne forskel skyldes primært den større 'aktieandel', som indgår i forslaget til det nye produkt. Men ses der på medlemmets årlige pension (Figur 2), skifter billedet, idet det nu er mere tydeligt, at der er en betydelig upside knyttet til den nye model samtidig med, at downsiden er nogenlunde på samme niveau som med den nuværende ATP-model. Dette sikrer, at den forventede pension ved Ny model er større end ved nuværende ATP-model.

Alternative scenarier

Som nævnt ovenfor har ATP's historiske afkast af bonuskontoen på 8,9% reelt ikke afvejet fra et globalt aktieafkast for samme periode; Japhetson og Svenstrup (2024) finder, at MSCI AW har givet 9,8% om året. Hvis man ser på perioden siden 2017, hvor ATP har investeret med højt risikoniveau, fås, at ATP har leveret markant lavere afkast end aktiemarkedet. Hvis man derfor antager, at det fremtidige afkast af bonuskontoen matcher den generelle antagelse om et fremtidigt aktieafkast på 5,1% efter omkostninger og pal-skat fås resultater svarende til Sc.2; af Ta-

bel 2 fremgår de tilhørende antagelser om sammenhæng mellem bonusgrad, risiko og forventede afkast. Da Sc.2 opererer med, at ATP nu leverer 5,1%, bliver forskellen til Ny model (v.1) nu markante 34%. Målt på den samlede opsparing er den nye model 25% bedre.

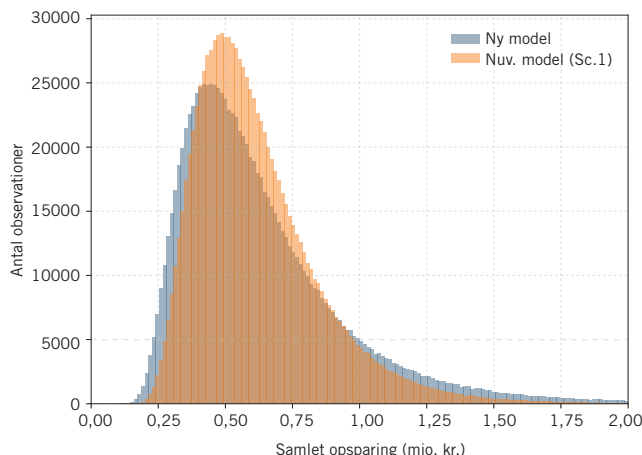
ATP's afkast af bonuskontoen på 8,9% over de 12 år 2012-2023 er mindre end ATP's egen langsigtede ambition om et efter-skat afkast på 11%, jf. ATP's årsrapport for 2023. Samtidig fremgår det af ATP (2023a), at ATP's langsigtede investeringsstrategi tilrettelægges efter en årlig volatilitet på 30%. Et sådant scenarie har vi søgt at gengive i Sc.3 med tilhørende forøgede afkast, og igen angiver Tabel 2 antagelser om sammenhænge mellem bonusgrad, risiko og forventede afkast i dette scenarie. Den øgede volatilitet ved bonusgrader på mere end 15% gør strategien mere risikofyldt, men de tilsvarende forøgede afkast har den modsatte effekt. Samlet øges opsparingen og den årlige pension med ca. 4% ift. Sc.1. Forskellen er dog fortsat ca. 10% til fordel for foreslåede Ny model (v.1).

En vigtig antagelse i ATP-scenarier 1-3 ovenfor er, at vi har forudsat, at et medlem i tillæg til sin opsparing baseret på de 80% af indbetalingen får gavn af en tilhørende bonuskonto på 25%, og at der gives bonus, når afkast bringer bonuskontoen over 25%. Dette er en væsentlig begunstiggelse ift. gældende situation i dag i ATP, hvor bonuskontoen i mange år har svinget mellem 15-20% og ultimo 2023 udgør ca. 18%. Nye bidrag i dag får således alene pension for 80% af bidraget og en andel i den gældende reserve på 18% og har ikke umiddelbart (men måske på lang sigt) udsigt til at få andel i en reserve på 25%.

Dette er søgt illustreret med Sc.4, hvor der af en indbetaling på 100 kr. alene allokeres 15 kr. til bonuskontoen og 85 kr. som opsparing ($15/85 = 18\%$). Derved mistes umiddelbart den 'høje' forrentning på 8,9% af 5%-point af bidraget sammenlignet med de øvrige scenarier, hvor der overføres 20% til bonuskontoen. Videre er det i Sc.4 antaget, at der gives bonus, når bonusgraden rammer 20%, hvilket tilsyneladende stemmer bedre overens med ATP's gældende bonuspolitik, idet bonusgraden kun en enkelt gang de seneste mange år har været over 20%.⁵ Samlet falder opsparingen og den årlige pension i Sc.4 med ca. 4% ift. Sc.1. Ny model (v.1) pensionen er her 19% større sammenlignet med Sc.4 pensionen.

5. Ved ATP-lovændringen i 2021 blev det fremhævet, at ved bonusgrader over 20% er udgangspunktet, at der tilskrives bonus til alle medlemmer.

FIGUR 1: Fordeling af samlet opsparing ved Ny model mod nuværende ATP-model (Sc.1).



Samlet viser disse analyser, at vores nye ATP-pension sandsynligvis vil være 10-34% større end med den gældende ordning.

I praksis kan denne fordel udnyttes til at udbetale Ny model (v.2) pensionen på 33.479 kr., som vil kunne reguleres med 2% årligt, jf. ovenfor. Derved opnås en pension, der ikke afviger væsentligt fra ATP-scenarierne 1-4, men som samtidig kan sikre medlemmerne en inflationssikker pension.

Hvilket scenarie er mest realistisk?

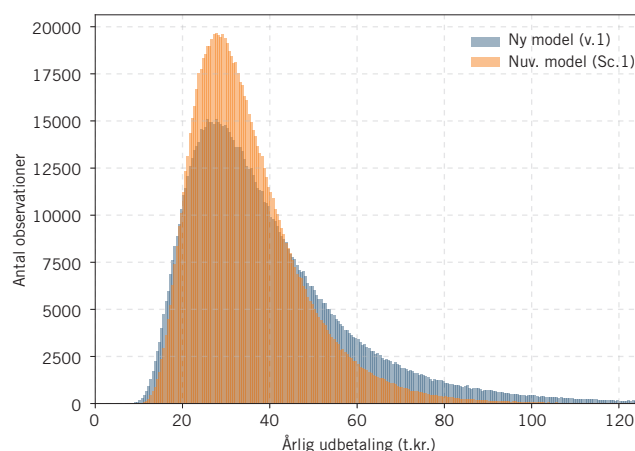
Vi har betragtet 4 forskellige scenarier for udviklingen af den nuværende ATP-ordning. Hvilket er mon det mest realistiske? Svaret på dette spørgsmål vil afhænge af øjnene, som ser. ATP anser formentlig selv Sc.3, som det mest realistiske, jf. den officielle ATP-udmelding.

Sc.3 er baseret på, at ATP på den lange bane kan levere et afkast, som er mere end dobbelt så højt som, hvad aktier forventes at give; 11% mod 5,1% (og samtidig med ca. dobbelt så stor risiko). Målt ift. et risikofrit afkast på 1,7% forventer ATP således i dette scenarie at opnå en risikopræmie på 9,3% mod en forudsat aktierisikopræmie på 3,4% - altså næsten det tredobbelte.

Det tror vi ikke er realistisk. Årsagen til vores skepsis skal findes i det faktum, at ATP ikke har været i stand til at levere et højere afkast end afkastet fra aktiemarkedet gennem de seneste 12 år, jf. Japhetson og Svenstrup (2024). Japhetson og Svenstrup (2024) argumenterer for, at selvom ATP har leveret meget langt fra det forventede, så kan man ikke statistisk konkludere, at denne forskel er signifikant. Vi stiller ikke spørgsmålstejn ved, at det er svært at måle statistisk signifikans med få datapunkter, men vi stiller os skeptiske overfor, at ATP pludselig skulle kunne levere så meget højere afkast i årene fremover.

Vores skepsis underbygges yderligere af, at selv hvis man ekskluderer 2022-katastrofeåret og det ligeledes dårlige 2023, hvor ATP leverede 4,7%, mens aktiemarkedet leverede 15,8%, dvs. ser på perioden 2012-2021, leverede ATP et afkast på 16,4% mod MSCI AW 11,5%, jf. Japhetson og Svenstrup (2024, tabel 6). Med andre ord, selv gennem en periode, hvor man udelukker de dårlige år og alene fokuserer på de gode, er ATP's afkast langt fra det dobbelte af aktiemarkedets. Dertil kommer,

FIGUR 2: Fordeling af årlig udbetaling (pension) ved Ny model (v.1) mod nuværende ATP-model (Sc.1).



at man naturligvis generelt ikke kan udelukke de dårlige år - det er jo netop i de år, at man ser den reelle risiko i investeringsstrategien.

Personligt hælder vi til at forvente, at det nok vil gå ATP i fremtiden nogenlunde, som det har gjort hidtil. Vi kan ikke se, hvad der strukturelt skulle kunne ændre denne situation. Vi tror derfor, at det mest sandsynlige er Sc.2, hvor ATP i fremtiden, som i fortiden, leverer nogenlunde samme afkast som aktiemarkedet. For dette scenarie var den foreslåede nye pension 34% større end den gældende ATP-pension.

Selv hvis det skulle vise sig, at ATP kan levere et merafkast på fx 8,9% ift. de 5,1% for aktiemarkedet, hælder vi samtidig til, at Sc.4 nok er en mere realistisk beskrivelse af virkeligheden end Sc.1 - og ved Sc.4 var den beregnede forskel 19% i vor favør.

Når vi på trods af disse forventninger alligevel fokuserer på Sc.1 i sammenligningerne med vores forslag til en ny model, er det ganske simpelt for ikke at blive beskyldt for at være for "hårde" ved ATP. I Sc.1 forventes ATP at levere 8,9% om året. Det er stadig markant mere end aktiemarkedet, som i beregningerne forventes at levere 5,1% om året. Sc.1 er således stadig et endog meget gunstigt scenarie for ATP ift. de historiske resultater.

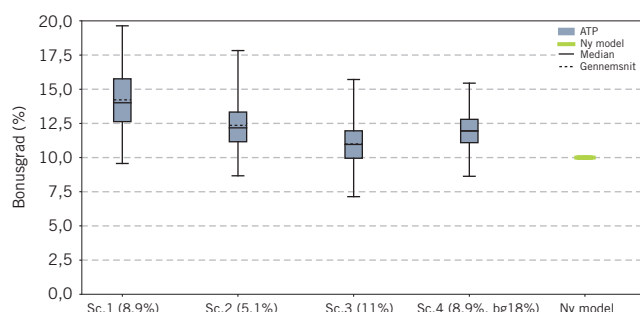
Så alt i alt tror vi nok mere på Sc.2 eller Sc.4, men vælger af forsigtighedsgrunde også at fokusere på Sc.1 i sammenligningerne.

Bonusopskrivning på ca. 1% p.a.

Som nævnt ovenfor indebærer ATP beregningerne, at hver indbetaling 'ledsages' af en bonuskonto på 25% af det beløb, der allokeres til medlemmets opsparing. Beregningerne indebærer, at hver gang bonuskontoen overstiger 25% af opsparingen, overføres det overskydende beløb til medlemmets opsparing som bonus.

For hele opsparingsforløbet viser vores beregninger for Sc.1 en gennemsnitlig bonussats på 1,1% om året. For de øvrige Sc.2-4 er de tilsvarende gennemsnitlige bonussatser hhv. 0,5%, 1,2% og 0,7% om året. Beregningerne understreger, at med det nuværende set-up ser det vanskeligt ud for ATP at pristalsre-

FIGUR 3: Boxplots (0,5-99,5%) for mindste bonusgrad for ATP-scenarier 1-4.



gulere pensionerne.⁶ Der er heller ikke i konstruktionen af den gældende ATP-pension indbygget en indre logik, der tilsikrer en mulig inflationsregulering. Vi har tidligere i bl.a. Ramlau-Hansen og Rangvid (2023) på forskellig vis argumenteret for, at ATP i bedste fald kan pristalsregulere pensionerne med ca. 1% p.a. Beregningerne her understøtter denne konklusion.

Risikoen uddybet

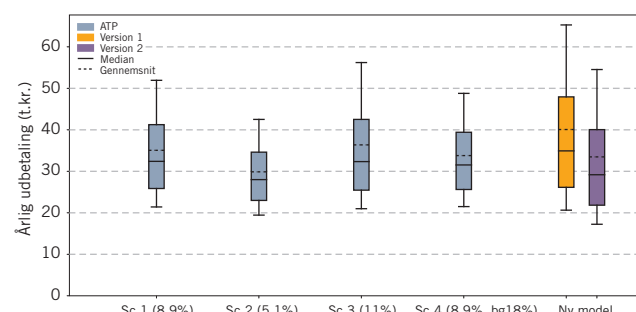
I Tabel 3 viser vi også bonusgraden ved pensionering og den tilhørende standardafvigelse. Det er værd at bemærke for ATP-scenarierne Sc.1-3, at selv om alle indbetalingerne ledsages af et bonusbidrag på 25% af det beløb, der går til opsparing, ender man ved pensionering typisk med en bonusgrad på 17-21% - ikke langt fra de bonusgrader, som ATP i praksis har opereret med de senere år.

Risikoen ved ATP-scenarierne er yderligere illustreret i Figur 3, som viser boxplots (0,5-99,5%) for den mindste bonusgrad for de forskellige scenarier. Så for hver af de 1 million simuleringer udvælges den laveste bonusgrad i opsparingsperioden fra alder 25 -74, og figuren viser med boxplots den tilsvarende fordeling. 0,5% grænsen svarer til et Solvens 2 stres.

Vi ser, at i alle tilfælde er der ikke uvæsentlige sandsynligheder for, at bonusgraden falder under 10%, som kan opfattes som et 'solvenskrav' for ATP, jf. ovenfor; i Sc.1 er sandsynligheden dog kun ca. 1%. For specielt Sc.2 og 3 er det i mere end 5% af tilfældene, at bonusgraden falder til under 10%. I Sc.2 er det det lave afkast kombineret med en betydelig risikotagning, der er årsag til de lave bonusgrader, mens det i Sc.3 er den høje risiko i investeringer, der fører til lave bonusgrader.

Særligt Sc.3 virker meget risikofyldt. Et selskab kan normalt ikke leve med en risiko på 25% for at komme under et 'solvensniveau' på 10%.⁷ I praksis er ATP's faktiske risiko ikke knyttet til et opsparingsforløb, som illustreret her, men er summen af

FIGUR 4: Boxplots (10-90%) for årlig pensionsudbetaling for ATP-scenarier 1-4 og Ny model (version 1 og 2).



mange opsparingskohorter, hvorfor risikoen i praksis vil være lavere. Samtidig er ATP som nævnt ikke omfattet af et formelt solvenskrav. Modsat kan argumenteres, at god finansiel governance bør indebære, at produkter designes, så de på medlem-sniveau er holdbare (sustainable) og ikke kræver samspil eller 'støtte' fra andre medlemmer.

En anden måde at illustrere risikoen i Sc.3 er at overveje, hvad som kunne være situationen, hvis ATP var reguleret som andre pensionskasser og omfattet af et solvenskrav på fx 10%. Med en sandsynlighed på 25% for at bryde solvenskravet, måtte forventningen være, at Finanstilsynet ville stille krav om at reducere investeringsrisikoen. Eller sagt med andre ord kan det i realiteten være en forudsætning for ATP's nuværende investeringsstrategi, at ATP netop ikke er reguleret som andre pensionsselskaber. Det virker kontraintuitivt, at ATP, som vel er systemisk vigtig for det danske pensionssystem, ikke har et kapitalkrav som andre pensionsselskaber.

Slutteligt har vi i Figur 4 vist boxplots af de beregnede pensioner i ATP-scenarierne og for de to versioner af den nye model for ATP-pensionen. Som tidligere nævnt er den gennemsnitlige pension for Ny model (v.1) 10-34% større end for Sc.1-4.

Den foreslåede nye model indeholder en betydelig større eksponering mod reale aktiver end den gældende ATP-model med mange obligationer, hvorfor der også er en risiko knyttet til den nye model. Fokuseres der eksempelvis på de optegnede 'lodrette rektangler', der svarer til 25-75% kvartilerne, viser det dog, at 25% fraktilen for Ny model (v.1) overstiger de tilsvarende 25% niveauer for alle ATP-scenarierne. For 75% kvartilen er Ny model (v.1) til gengæld hhv. 16% og 13% større end tilsvarende kvartiler for hhv. Sc.1 og Sc.3.

Vi vil derfor tillade os at konkludere, at den foreslåede nye model, finansielt set, 'dominerer' den gældende ATP-pension. Hertil kan så lægges, at den foreslåede model er yderst simpel, hvorimod det eksisterende ATP-produkt for mange virker svært gennemskueligt.

Afslutning

Vi har præsenteret et forslag til en ny model for ATP-pensionen baseret på ideer svarende til gængse markedsrenteprodukter, men dog således at der sikres en garanteret livrentepension ved pensionering. Vi har samtidig på et overordnet niveau søgt at sammenligne den nye model med den gældende ATP-pension. Den nye model er en simpel opsparingsmodel, hvor opsparin-

- Det kan indvendes, at ovenstående beregninger alene omfatter 'opsparingsfasen'. Når ATP en dag bliver en afviklingskasse i form af, at udbetalingerne langt overstiger indbetalingerne, vil ATP have bedre muligheder for at inflationsregulere pensionerne, idet bonuskontoen så gradvist vil kunne udbetales til medlemmerne.
- ATP (2023) finder ligeledes høj sandsynlighed for, at bonusgraden kommer under 10%, nemlig 28,1%.

gen udbetales som en livsvarig livrente med (mulig) inflationsregulering.

Den gældende ATP-pension er vanskelig at modellere, da medlemmernes konti suppleres af en bonuskonto, hvis investeringer geares og giver anledning til en bonustildeling, som alene styres af ATP's bestyrelse.

Vi har søgt at beskrive den sandsynlige udvikling i den gældende ATP-pension ud fra antagelser om ATP's procycliske investeringsstrategi, hvor man sælger ved kursfald og køber, når kurserne stiger. Vi har ligeledes søgt at tage højde for, hvordan udviklingen i bonuskontoen har indflydelse på risikotagningen i investeringerne.

Vi har beregningsmæssigt måttet tage nogle konkrete valg, og disse valg kan naturligvis altid diskuteres. Vi har dog præsenteret en række robusthedsanalyser, som alle leder til samme overordnede konklusion.

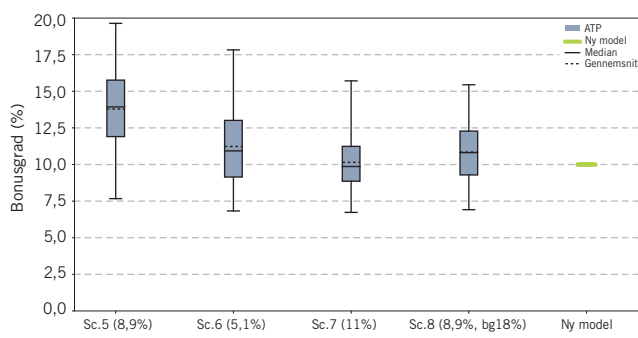
Vi finder, at hvis ATP fremover kan levere samme afkast, som man har opnået de seneste mange år, vil vores forslag til en ny ATP-pension give ca. 15% højere pensioner end den gældende ordning. Scenariet er baseret på en antagelse om, at ATP konsistent over tid kan levere et markant merafkast ift. aktiemarkedet. Det har ATP ikke været i stand til historisk. Holder antagelsen om et betydeligt merafkast ikke stik, og ATP leverer afkast som aktiemarkedet, vil det nye forslag formentlig give 20-30% større pension end den gældende ATP-pension.

I sammenhæng med vores ledsagende artikel, Ramlau-Hansen og Rangvid (2025), konkluderer vi derfor, at der er alt mulig grund til at gentænke ATP-produktet.

Appendiks

Som en yderligere uddybning af resultaterne er i Tabel 4-5 og Figur 5 vist supplerende beregninger. Sc.5-8 er kendetegnet ved at risikoen nu øges ift. Sc.1-4, således at den høje risiko på hhv. 20% og 30% i Sc.1-4 nu også vil gælde ved bonusgrader helt ned til 10%.

FIGUR 5: Boxplots (0,5-99,5%) for mindste bonusgrad for ATP-scenarier 5-8.



Dette er måske i tråd med ATP's ambitioner om at investere med en høj risiko og en ambition om at opnå et afkast på 11% af bonuskontoen med en volatilitet på 30%. Dette vurderes dog af undertegnede som værende en meget risikofyldt strategi som illustreret i Figur 5. For Sc.7 er den samlede opsparing på niveau med forslaget til Ny model, men mere end halvdelen af udfaldene medfører bonusgrader under 10%.

Den forventede pension, der med den Ny model (v.1) var 14% større end ATP-pensionen for Sc.1, er fortsat 13% større ift. Sc.5.

Litteratur

- ATP, 2023a: *ATP's investeringsstrategi set i et ALM perspektiv.*
- ATP, 2023b: *Årsrapport og Rapport om risiko og finansiel situation.*
- Bechmann, Ken L., 2019. ATP- giver den langsigtede investeringsstrategi øget risiko på den korte bane. *Finans/Invest*, 5/19, s. 2-4.

TABEL 4: Scenarier 5-8 mht. std. afv. og afkast for ATP's bonuskonto ift. bonusgrad.

	Sc.5 (8,9%)		Sc.6 (5,1%)		Sc.7 (11%)		Sc.8 (8,9%, bg18%)	
Bonusgrad	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast	Std. afv.	Afkast
Større end 15%	20%	8,90%	20%	5,10%	30%	11%	20%	8,90%
Større end 10%	20%	8,90%	20%	5,10%	20%	7,90%	20%	8,90%
Større end 5%	5%	3,50%	5%	2,55%	5%	3,25%	5%	3,50%
Større end 0%	0%	1,70%	0%	1,70%	0%	1,70%	0%	1,70%

TABEL 5: Nøgletal for ny ATP-model og ATP-scenarier 5-8 ved pensionering i alder 74.

Scenarier	Opsparing	Bonuskonto	Samlet opsp.	Std. afv. samlet opsp.	Bonusgrad	Std. afv. bonusgrad	Årlig pension
Ny ATP-model:							
Ny model (v.1)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	40.077
Ny model (v.2)	583.691	58.369	642.060	337.126	10,0%	0,0%	33.479
Nuv. ATP-model:							
Sc.5 (8,9%)	514.871	110.690	625.561	242.057	21,1%	4,3%	35.352
Sc.6 (5,1%)	439.291	79.285	518.576	183.735	17,5%	5,4%	30.162
Sc.7 (11%)	547.392	99.465	646.858	315.048	17,4%	5,7%	37.585
Sc.8 (8,9%, bg18%)	506.653	85.088	591.741	214.872	16,5%	3,7%	34.788

- Børsen, 2024. *ATP lyttede ikke til Rangvid – det har kostet 400 mia. kr.* Børsen 17. februar 2024.
- Finanstilsynet, 2024: *Finanstilsynets benchmark for levetidsforudsætninger 2023.*
- Grosen, Anders og Johannes Raaballe, 2020: Ny ATP-ordning til inflationssikring af pensionerne. *Finans/Invest*, 2/20, s. 24-31.
- Japhetson, Allan og Mikkel Svenstrup, 2024. ATP's investeringsstrategi – hvad kan man konkludere af risikojusterede afkast? *Finans/Invest*, 4/24, s. 20-27.
- Johansen, Kim Kehlet og Mads Gosvig, 2019: Kommentar til "ATP's investeringsrisiko og forretningsmodel". *Finans/Invest*, 5/19, s. 20-23.
- Jørgensen, Peter Løchte, Henrik Ramlau-Hansen og Jesper Rangvid, 2022. Asset allocation, investment policies and returns. I *The Danish Pension System*, red. Torben M. Andersen, Svend Erik Hougaard Jensen og Jesper Rangvid, 118-156. Oxford University Press.
- Munk, Claus og Jesper Rangvid, 2018: Nye samfundsforud-

- sætninger: Baggrund, niveau og konsekvenser for pensionsprognoser. *Finans/Invest*, 6/18, s. 6-14.
- Parner, Jan og Ken L. Bechmann, 2023: ATP: Lappeløsninger eller revitalisering? *Finans/Invest* 1/23, s. 2-4.
- 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, og Jesper Rangvid, 2023: ATP: Investeringsafkast og ny model for opsparing. *Finans/Invest* 1/23, s. 5-13.
- Ramlau-Hansen, Henrik, og Jesper Rangvid, 2025: Første, andet og tredje bedste råd: 10 anbefalinger til at løse ATP's udfordringer. *Finans/Invest*, 1/25, s. 5-15.
- Rangvid, Jesper, 2019: *Her er ATP's opgaver og et bud på vejen frem.* Jyllands-Posten 10.10.2019, s. 10.
- Rådet for Afkastforventninger, 2024. *Forventninger for 1. halvår 2025.* ■

Risikotal, afkastberegninger og meget mere på danske obligationer

- ▶ Stamdata, udtræk, auktioner og meget mere
- ▶ Officielle og dynamiske cash flows
- ▶ Almindelige og optionsjusterede risikonøgletal
- ▶ Historiske afkastberegninger og dekomponeringer
- ▶ Handelskurser og evaluated prices
- ▶ Forecastede udtræk og afkast i rentescenarier

Leveret i ét samlet feed i dit foretrukne format.

Kontakt os eller læs mere på scanrate.dk

+45 86 205 210

info@scanrate.dk

www.scanrate.dk

Frederiks Plads 42, 10. | 8000 Aarhus C

SCANRATE 
Part of Vitec Software Group