

Reformera AP-fonds-systemet?

GUSTAF HAGERUD

I ett tidigare nummer av *Ekonomisk Debatt* (Flam 2007) går professorn och tidigare ledamoten i Första AP-fondens styrelse Harry Flam till kraftigt angrepp på Första-Fjärde och Sjätte AP-fonderna, vilka är buffertfonder i det svenska allmänna pensionssystemet. Delar av artikeln utgör intressant läsning om pensionssystemet, men artikeln innehåller skarpa och delvis felaktiga påståenden och slutsatser, varför en replik är på sin plats.¹

I denna replik kommer jag att kommentera ett antal av de påståenden som Flam (2007) gör vad gäller förvaltningen av fondernas tillgångar. Däremot går jag inte in på frågor av politisk karaktär, som t ex fondernas eventuella inblandning i näringspolitik.

Buffertfondernas optimeringsproblem

Det första påståendet av Flam (2007, s 6) som bör kommenteras är att "[f]örsta-Tredje AP-fonderna är inriktade på att minimera risken för att 40-talisternas pensioner kommer att räknas upp i lägre takt än genomsnittsinkomsten." I detta fall gör Flam en sammanblandning av fondernas övergripande mål och syftet med nuvarande fondförmögenhet. Fondernas kapital är till stor del avsett att säkra 40-talisternas pensioner, men portföljernas sammansättning är utformad så att ingen generation ska missgynnas före någon annan, helt i enlighet med uppdragsgivarens instruktioner (Regeringens proposition 1999/2000:46).

Flam (2007, s 6) föreslår att "[e]n placeringspolitik som enbart är inriktad på hög avkastning med begränsad

risk kan förväntas vara till större nytta för alla senare pensionärgenerationer." Detta förslag skjuter vid sidan av målet vad gäller de problem som buffertfonderna står inför. Fonderna försöker givetvis maximera avkastningen givet en viss risk, i syfte att i förväntan öka sannolikheten för att fonderna kan uppfylla sina pensionsåtaganden.

Att maximera avkastningen givet en viss risk är det fundamentala problem som alla rationella kapitalförvaltare försöker lösa. Det speciella problem som buffertfonderna står inför är vilken risk som fonderna bör välja för att på bästa sätt gagna pensionssystemet. En närmare betraktelse av detta problem visar hur komplex frågan är. Utifrån den lag som styr AP-fondernas verksamhet, SFS (2000:192), kan fondernas optimeringsproblem kortfattat sägas vara: *sök den portfölj som ger nuvarande och framtida pensionärer största möjliga nytta av pensionssystemet givet att ingen pensionärgeneration gynnas eller missgynnas relativt övriga kommande eller nuvarande pensionärgenerationer.*

För att bestämma en optimal risk i förvaltningen givet det optimeringsproblem som preciserats ovan, måste fonderna göra antaganden om framtida ekonomisk tillväxt, demografi, struktur på arbetsmarknaden och avkastningsmöjligheterna på finansmarknaden. När det gäller svensk ekonomi, demografi och arbetsmarknad får fonderna prognoser av Försäkringskassan (FK). FK gör dock ingen sannolikhetsbedömning av prognoserna, varför fonderna själva måste avgöra vilka risker som finns i prognoserna och hur dessa risker kan påverka fondernas åtaganden. När det gäller framtida avkastning på världens finansmarknader finns en mängd studier som kan ge fonderna vägledning, men det är fonderna själva som måste bestämma vilka framtida avkastningar

REPLIK

Gustaf Hagerud är ekon.dr i finansiell ekonomi. Hans forskning har varit inriktad på prognostisering av volatiliteten på finansiella tillgångar. Han har över 20 års erfarenhet av arbete på svensk och internationell finansmarknad och är numera chef för gruppen för Taktisk tillgångsallokering och kvantitativ analys vid Första AP-fonden. gustaf.hagerud@ap1.se

De synpunkter som framförs i artikeln är författarens egna och ska inte nödvändigtvis tolkas som Första AP-fondens ståndpunkt.

¹ En mycket noggrann redogörelse för Sveriges allmänna pensionssystem finns i Pensionssystemets Årsredovisning 2006 (Försäkringskassan 2007).

och statistiska fördelningar på dessa avkastningar som man ska använda i optimeringen.

För att lösa problemet med att fastställa optimal kombination av risk och avkastning för en buffertfond måste numeriska optimeringsmetoder användas eftersom analytiska lösningar saknas. Resultatet av optimeringen presenteras i form av portföljvikter som en fond bör hålla i de två tillgångsslagen aktier och räntebärande instrument. Dessutom framgår inom vilka marknader investeringar bör göras. Vidare ger optimeringen besked om lämplig valutaexponering.

Givet komplexiteten i fondernas optimeringsproblem bör det tydligt framgå att kommentarer som ”uppdraget bör vara att uppnå högsta möjliga avkastning, givet vissa begränsningar av risken...” (Flam 2007, s 12) inte ger någon som helst vägledning till hur portföljerna ska utformas.

Svårigheten med att bestämma lämplig portföljsammansättning är ett viktigt argument för varför det bör finnas mer än en AP-fond. Genom att flera organisationer, i konkurrens med varandra, försöker lösa optimeringsproblemet, ökar sannolikheten att föreslagna *optimala* tillgångsportföljer på bästa sätt gynnar pensionssystemet. En studie av Första-Fjärde AP-fondernas portföljer visar att fonderna löst optimeringsproblemet på sinsemellan något annorlunda sätt, vilket minskar den totala risken som buffertfonderna utsätter pensionssystemet för.²

Random walk och effektiva marknader

Flam (2007) bedömer att buffertfonderna på lång sikt inte kan skapa aktiv avkastning. Flam kommer fram till denna slutsats delvis via argument som bygger

på hur tillgångspriser rör sig över tiden. Men Flam saknar dock i vissa fall empirisk grund för sina påståenden om dynamiken i priserna på aktier, obligationer och valutor.

Flam (2007, s 15) hävdar att ”[p]riserna på finansiella tillgångar kommer därför att utvecklas slumpmässigt över tiden, de beskriver en så kallad *random walk*.” Det är korrekt att det vid värdering av derivatinstrument är mycket fruktbart att göra ett antagande om att priset på finansiella tillgångar följer en *random walk* (se t ex Merton 1990). Därremot finns det ingen entydig empirisk forskning som kan visa att tillgångspriser *de facto* följer en *random walk*-process, utan de senaste decenniernas forskning visar snarare att en *random walk*-modell inte beskriver utvecklingen på finansiella tillgångspriser väl.³

Skulle tillgångspriser följa en *random walk*-process får det inte finnas autoregressivitet i avkastningsserier. Men autoregressivitet återfinns mycket ofta i finansiella tidsserier. Därför går det att i viss grad prognostisera priserna på finansiella tillgångar. Vidare förutsätter ett antagande om *random walk* att *volatiliteten* (standardavvikelsen på avkastningen mätt i årstakt) är konstant över tiden. Här är empirisk forskning säker på sin sak – volatiliteten på finansiella tillgångar är icke-konstant och det finns bra metoder för att prognostisera framtida volatilitet (se t ex Engle 1995).

Flam (2007, s 14) hävdar dessutom att ”[e]n omfattande empirisk forskning visar att aktie- och räntepappersmarknader i stort sett är *effektiva*, vilket innebär att priset på varje tillgång vid en given tidpunkt avspeglar all relevant information...”. Jag kan förstå att Flam kommer till den slutsatsen då han stödjer sig

² Se AP-fondernas årsredovisningar (www.ap1.se, www.ap2.se, www.ap3.se och www.ap4.se).

³ Fyra läsvärda referenser inom detta mycket omfattande forskningsområde är Mills (1999), Lo och MacKinlay (1999), Campbell m fl (1997) och Engle (1995).

på Malkiels arbete. Malkiel har i över 30 års tid argumenterat för att finansmarknaden är effektiv (se Malkiel 2005). Malkiels ståndpunkt är dock omtvistad, vilket Flam erkänner. Den akademiska världen strider fortfarande om huruvida finansmarknaden är effektiv eller inte. Detta beror delvis på att en hypotes om effektivitet inte är empiriskt testbar, se t ex Lo och MacKinlay (1999).

När det gäller buffertfondernas möjlighet att skapa aktiv avkastning är dock inte frågan om effektivitet särskilt relevant. Det räcker med att konstatera att det går att prognostisera såväl avkastning som volatilitet för att kunna dra slutsatsen att det kan finnas en möjlighet att med sofistikerad analys tjäna pengar på aktiv förvaltning.

Flam (2007, s 15) förefaller uppfatta situationen så att framgångsrik aktiv förvaltning kräver arbitragemöjligheter på finansmarknaden då han skriver att "[s]lutsatsen är att det inte går att göra säkra vinster om en marknad är effektiv." Flam har rätt i att arbitrage inte kan förekomma på en effektiv marknad men det krävs inte arbitrage för att aktiv förvaltning ska löna sig. Aktiv förvaltning kommer att vara framgångsrik om förvaltaren tar ett stort antal positioner, vilka i snitt ger en positiv avkastning.⁴

Kan förvaltare skapa aktiv avkastning?

Empirisk forskning talar således för att det kan finnas möjlighet att skapa aktiv avkastning. Nästa fråga är huruvida det rent praktiskt går att skapa överavkastning då hänsyn tas till transaktionskostnader. Här studerar jag inte finansmarknaden i sig utan *marknaden för aktiv förvaltning* – en internationell marknad där ett stort antal banker, pensionsbolag, förvaltningsbolag och privatpersoner är verksamma.

Till sin natur är marknaden för ak-

tiv förvaltning inte annorlunda än t ex marknaden för mobiltelefoner. Tekniska innovationer skapar möjlighet att bygga en lönsam verksamhet, marknadsföring är viktigt och konkurrensen är hård. Det som dock gör marknaden för aktiv förvaltning speciell är att summan av över- och underavkastning relativt ett visst jämförelseindex per definition är lika med noll.

Den mikroekonomiska situationen på marknaden för aktiv förvaltning beskrivs mycket pedagogiskt av Snigaroff (2000). För att de aktörer som bedriver aktiv förvaltning ska kunna tjäna pengar totalt sett krävs det en närvaro av andra aktörer som inte försöker slå avkastningen på jämförelseindex, exempelvis centralbanker på valutamarknaden, mindre låntagare på räntemarknaden och noterade bolag på aktiemarknaden. Dessa "icke-rationella" aktörer tillför alltså kapital till marknaden för aktiv förvaltning som de aktiva förvaltarna kan dela på. Blir marknaden överetablerad på aktiva förvaltare kommer transaktionskostnaderna att äta upp den överavkastning som finns att fördela. Detta leder till att aktörer slås ut från marknaden, vilket i sin tur leder till att den totala vinsten bland aktiva förvaltare återigen kan bli positiv.

Utifrån Snigaroffs (2000) beskrivning av marknaden för aktiv förvaltning framgår att två villkor måste vara uppfyllda för att förväntad aktiv avkastning ska vara positiv: (1) Det måste finnas aktörer på marknaden som inte har avkastningsmaximering relativt jämförelseindex som mål och (2) antalet aktiva förvaltare får inte vara så stort att transaktionskostnaderna åter upp all överavkastning. Huruvida detta gäller på olika segment av världens finansmarknader är en empirisk fråga. Historiska studier kan ge en vägledning om inom vilka

⁴ Standardreferensen för modern aktiv förvaltning är Grinold och Kahn (1995).

segment som aktiv avkastning har en positiv förväntad avkastning, men det är först i efterhand som man kan avgöra om aktiv förvaltning var en lönsam strategi eller inte. Flam (2007, s 15-18) gör därför ett logiskt misstag då han dömer ut aktiv förvaltning baserat på historiska avkastningsdata. För att kunna prognostisera aktiv avkastning för ett visst segment av finansmarknaden måste en mer noggrann analys göras om förutsättningarna för etablering, i linje med vad Snigaroff (2000) beskriver om marknadens dynamik.

Aktiv förvaltning för buffertfonderna

Nästa område som Flam (2007, s 14-18) delvis misstolkat är fondernas val mellan aktiv och passiv förvaltning. Flam anser att (2007, s 7) "[f]örvaltningen av fondkapitalet bör därför inriktas på s k passiv förvaltning . . .". Jag vill hävda att detta är en förhastad slutsats och att Flams argument inte är helt korrekta. För att kunna analysera huruvida buffertfonderna ska bedriva aktiv förvaltning eller inte, måste man göra en distinktion mellan vad som avses med aktiv förvaltning för en traditionell fondförvaltare och för en pensionsfond.

En traditionell aktiv fondförvaltare har ett uppdrag där fonden, genom omplaceringar i portföljen, ska skapa en avkastning som är högre än något förutbestämt jämförelseindex. För t ex en förvaltare av en svensk aktiefond är målet att överträffa ett svenskt börsindex. En passiv fondförvaltare har i stället som uppdrag att replikera indexavkastningen.

För en pensionsfond är aktiv avkastning ett mycket vidare begrepp. I detta sammanhang måste man fundera över definitionen av begreppet aktiv förvaltning och huruvida det är möjligt att tala om passiv förvaltning för en pensionsfond överhuvudtaget. Detta beror på att en pensionsfond aldrig har som mål att

överträffa ett visst officiellt jämförelseindex utan målet måste hela tiden relateras till uppdraget att uppfylla pensionsåtagandet. För delar av en pensionsfonds portfölj finns det mål relativt olika jämförelseindex, men för fonden som helhet är det den totala avkastningen som är av central betydelse. Den totala avkastningen kommer att vara beroende av såväl aktiva beslut som resulterar i en mätbar aktiv avkastning, som av aktiva beslut vars resultat inte särredovisas.

Ett exempel på aktiva beslut vars resultat inte särredovisas är fondernas ombalansering av portföljerna för att anpassa totalportföljen till pensionssystemets krav. Ombalanseringar görs därför att en pensionsfond sällan har den portfölj som utifrån uppdraget är den optimala. Detta beror på att värdet på pensionsfondens tillgångar utvecklas på olika sätt, vilket leder till att den portfölj som var den optimala en dag inte kommer vara det dagen efter. För att komma tillbaka till den optimala portföljen måste en omallokering göras. Frågan är då huruvida en sådan omallokering är att betrakta som passiv eller aktiv förvaltning.

Om man uppfattar att varje pensionsfond som kortsiktigt avviker från sin optimala portfölj tar aktiva positioner på finansmarknaden så blir kontinuerlig ombalansering den enda strategi som innebär passiv förvaltning. En sådan strategi kommer dock att medföra att fonden drar på sig stora transaktionskostnader. Väljer man i stället att inte kontinuerligt ombalansera portföljen kommer fonden att ta en aktiv position relativt sitt åtagande. Denna strategi kommer att spara på transaktionskostnader. För en pensionsfond kan därmed passiv förvaltning i vissa fall leda till högre förvaltningskostnader än aktiv förvaltning.

Utifrån den diskussion som Flam (2007) för kring aktiv förvaltning drar

jag slutsatsen att han avser de förvaltningsuppdrag som getts till fondernas olika delpportföljer. Flam missar dock det faktum att en pensionsfond har aktiv och passiv förvaltning på olika nivåer i sin verksamhet. Fonden kan vara aktiv i hur den väljer att allokera fondförmögenheten mellan olika tillgångslag, medan den kan ha en passiv förvaltning av exempelvis sin amerikanska aktieportfölj. Dessutom måste en pensionsfond kontinuerligt analysera vilken portfölj som är den optimala för pensionssystemet, varför analytisk kompetens alltid måste finnas tillgänglig.

Det faktum att en pensionsfond har möjlighet att välja mellan aktiv och passiv förvaltning inom en mängd olika delar av finansmarknaden, ger fonden en unik möjlighet att bestämma inom vilka områden som aktiv förvaltning är att föredra och inom vilka områden som passiv förvaltning är det bästa alternativet. Att bestämma nivå på aktiv risk inom en fonds olika förvaltningsområden benämns *optimal riskbudgetering*, se Winkelmann (2003).

Buffertfonderna använder sig i dag, explicit eller implicit, av riskbudgetering för att bestämma inom vilka områden det är värt att bedriva aktiv förvaltning. Dessutom fattar buffertfonderna beslut om vilken strategi för ombalansering de ska följa. En fonds styrelse och ledning har därför alltid möjligheten att helt gå över till passiv förvaltning av samtliga delpportföljer om man, utifrån en analys av marknaden för aktiv förvaltning, uppfattar att ett sådant beslut på bästa sätt gynnar pensionssystemet. Därför behövs inga direktiv från uppdragsgivaren om huruvida förvaltningen ska vara passiv eller aktiv, vilket Flam (2007) tycks förespråka.

Sammanfattning

I denna replik har jag beskrivit hur Flam (2007) på felaktiga grunder argumente-

rat för att AP-fondsystemet bör förändras genomgripande. Min kritik har gällt: (1) en sammanblandning av nuvarande fondkapitals syfte och målet med förvaltningen; (2) missuppfattningar om prisdynamiken på finansmarknaden; (3) förhastade slutsatser om värdet av aktiv förvaltning; (4) ett underskattande av fondernas egen förmåga att välja lämplig inriktning på sin förvaltning när det gäller valet mellan aktiv och passiv förvaltning. Jag ser givetvis fram emot en fortsatt diskussion kring hur buffertfonderna på bästa sätt ska bedriva sin förvaltning för att gynna det allmänna pensionssystemet.

REFERENSER

- Campbell, J Y, A W Lo och A C MacKinlay (1997), *The Econometrics of Financial Markets*, Princeton University Press, Princeton.
- Engle, R F (1995), *ARCH: Selected Readings*, Oxford University Press, Oxford.
- Flam, H (2007), "Reformera AP-fondsystemet!", *Ekonomisk Debatt*, årg 34, nr 4, s 6-22.
- Försäkringskassan (2007), *Pensionssystemets årsredovisning 2006*, Försäkringskassan, Stockholm.
- Grinold, R C och R N Kahn (1995), *Active Portfolio Management*, Probus Publishing, Chicago.
- Lo, A W och A C MacKinlay (1999), *A Non-Random Walk Down Wall Street*, Princeton University Press, Princeton.
- Malkiel, B G (2005), "Reflections on the Efficient Market Hypothesis: 30 Years Later", *Financial Review*, vol 50, s 1-9.
- Merton, R C (1990), *Continuous-Time Finance*, Blackwell, Cambridge.
- Mills, T C (1999), *The Econometric Modelling of Financial Time Series*, Cambridge University Press, Cambridge.
- Regeringens proposition (1999/2000:46), *AP-fonden i det reformerade pensionssystemet*.
- SFS (2000:192), *Lag om allmänna pensionsfonder (AP-fonder)*.
- Snigaroff, R G (2000), "The Economics of Active Management", *Journal of Portfolio Management*, vol 26, nr 2, s 16-24.
- Winkelmann, K (2003), "Improving Portfolio Efficiency", *Strategic Research*, Goldman Sachs Asset Management.