

## Svar till Hagerud

HARRY FLAM

**REPLIK** Min artikel om AP-fondsytet (Flam 2007) tar upp fem huvudfrågor: 1) buffertfondernas uppdrag och deras tolkning av uppdraget; 2) om fonderna bör bedriva aktiv eller passiv förvaltning; 3) antalet buffertfonder; 4) behovet av Sjätte AP-fonden; samt 5) fondernas direktiv och styrning. Gustaf Hagerud tar i sin replik (Hagerud 2007) upp den första och andra frågan.

När det gäller fondernas uppdrag försökte jag för det första förklara att det inte går att komma undan konflikten mellan olika generationer, vilket Hagerud ändå tycks tro vara möjligt. Med lägre risk och därmed lägre förväntad avkastning gynnas i tiden mer närliggande generationer på bekostnad av senare generationer och vice versa. Jag hävdade också att det inte går att med någon rimlig grad av säkerhet prognosticera risken för att balansmekanismen utlöses och pensionerna räknas upp i lägre takt än den pensionsgrundande genomsnittsinkomsten därför att det inte går att prognosticera den ekonomiska och demografiska utvecklingen på 50 års sikt eller längre. De prognoser som gjordes av Riksförsäkringsverket år 2000 (Regeringens proposition 1999/2000:46) respektive UTÖ-utredningen 2004 (SOU 2004:105) kom fram till helt olika resultat. Jag menade precis vad jag skrev – ”uppdraget bör vara att uppnå högsta möjliga avkastning, givet vissa begränsningar av risken...” (Flam 2007, s 12) – därför att det på lång sikt kan förväntas vara mest gynnsamt för det största antalet pensionsärs-generationer, även om det kan ske på bekostnad av i tiden mer närliggande generationer.

*Harry Flam* är professor i internationell ekonomi vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Hans forskning är främst inriktad på utrikeshandel och på ekonomisk integration i Europa. Han var ledamot av Första AP-fondens styrelse 2001–06. harry.flam@iies.su.se

Jag gör ingen sammanblandning av storleken på det kapital som avsattes till buffertfonderna och sammansättningen av buffertfondernas portföljer. Hageruds försäkran att ”portföljernas sammansättning är utformad så att ingen generation ska missgynnas före någon annan ...” (Hagerud 2007, s 71) stämmer inte. I redogörelsen för hur t ex Första AP-fondens referensportfölj bestämdes står: ”De viktigaste nyckeltalen var de som belyste balansstalets utveckling” (Första AP-fondens årsredovisning 2001, s 18). Detta har jag tolkat som att det var viktigt att undvika att 40-talisterna skulle drabbas av lägre uppräknig.

Min slutsats var att buffertfondernas uppdrag måste klargöras och att uppdraget bör vara att maximera avkastningen, givet vissa begränsningar av risken och utan hänsyn till fördelningseffekter mellan olika generationer.

När det gäller frågan om aktiv eller passiv avkastning tar Hagerud först upp frågan om finansiella marknader är effektiva. Som jag skriver har den frågan inte fått något entydigt svar i den empiriska forskningen och lär inte få det inom överskådlig framtid. Vad den empiriska forskningen visar är att professionella investerare i genomsnitt inte tycks kunna slå index. Även när så sker under längre tidsperioder – jag redovisar data från ett stort antal pensionsfonder i många länder – finns det ingen persistens, dvs bra resultat i det förflutna är inte korrelerade med bra resultat i framtiden. Jag visar också att Första-Fjärde AP-fonden sammantaget inte har lyckats åstadkomma positiv aktiv avkastning under sina första fem hela verksamhetsår och att den aktiva avkastningen är negativ när kostnaderna för aktiv förvaltning räknats ifrån.

Hagerud menar att jag gör ett logiskt fel genom att döma ut aktiv förvaltning på basis av historiska avkastningsdata. ”Historiska studier kan ge

en vägledning om inom vilka 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” (Hagerud 2007, s 74). Vad Hagerud tycks mena är att även om de aktiva förvaltarens strategier i genomsnitt har visat sig vara olönsamma, är det inte säkert att de kommer att vara det i framtiden också. Det är väl möjligt, men jag överlämnar åt läsaren att avgöra vems logik som är mest rimlig.

För att pedagogiskt åskådliggöra vad en effektiv marknad innebär, använde jag mig av liknelsen med *random walk* och möjligheten till arbitrage (vilket är vanligt i läroböcker). Hagerud kan ha rätt i att tillgångspriser många gånger inte strikt uppfyller villkoren för en *random walk* och att autoregressivitet i tidsserierna och variabel volatilitet i princip gör det möjligt att skapa aktiv avkastning. Han kan också ha rätt i att förekomsten av investerare på en viss tillgångsmarknad som inte agerar för att maximera avkastningen – t ex en centralbank som försöker stabilisera växelkursen – i princip skapar vinstmöjligheter för vinstmaximerande investerare. Det finns många andra exempel på avvikelser från den effektiva marknadsmodellen som framkommit i den empiriska forskningen och som i princip kan utnyttjas för att åstadkomma aktiv avkastning, vilket jag redogjorde för i min artikel.

Emellertid är de förväntade vinster som avvikelser från den effektiva marknadsmodellen kan skapa många gånger så små att de äts upp av transaktionskostnaderna. Skulle de vara större raderas de ändå ut när tillräckligt många försöker realisera dem. Jag skulle vilja hävda att många professionella kapitalförvaltare – precis som företag på vilken produkt- eller tjänstemarknad som helst – drivs av att hitta en vinstgivande kon-

kurrensfördel, men att möjligheterna är försvinnande små på grund av mycket hård konkurrens i förening med relativt homogena produkter och en allmänt tillgänglig teknologi. Till syvende och sist är det resultaten som gäller – och de talar som sagt inte för aktiv förvaltning.

Hagerud menar också att jag inte riktigt har klart för mig innebörden av aktiv förvaltning när det gäller buffertfonderna. Aktiv förvaltning kan nämligen avse ett visst tillgångsslag på en viss marknad, men också fördelningen av portföljen på olika tillgångar och marknader. I min artikel är denna distinktion klar (Flam 2007, s 14). Det är emellertid riktigt att det är relativt lätt att bedriva passiv förvaltning av en viss tillgång på en viss marknad, men svårare att göra det när det gäller portföljens sammansättning. Med passiv förvaltning menade jag båda sakerna, även om jag inte var explicit på den punkten. Jag menar att referensportföljen ska ändras relativt sällan och att man däremellan inte ska ta aktiva positioner när det gäller portföljens sammansättning så långt det är praktiskt möjligt.

Även med passiv förvaltning kräver ändringar i relativa tillgångspriser m m att portföljen rebalanseras, dvs att man neutraliserar prisändringarnas inverkan på portföljens sammansättning. Hur ofta detta ska ske beror på en avvägning mellan att få den avkastning och risk som bestäms av referensportföljen å ena sidan och transaktionskostnaderna å den andra.

Slutligen är jag inte riktigt lika övertygad som Hagerud om att tvingande regler om passiv förvaltning inte behövs. Det finns naturligtvis ett starkt egenintresse hos buffertfonderna att behålla den aktiva förvaltningen, eftersom den kräver fler anställda och fler med relativt hög kompetens, och en övergång till passiv förvaltning skulle innebära en avsevärd minskning av personalen.

## REFERENSER

Flam, H (2007), "Reformera AP-fondsystemet!", *Ekonomisk Debatt*, årg 35, nr 4, s 6-22.

Första AP-fonden (2001), *Årsredovisning* 2001.

Hagerud, G (2007), "Reformera AP-fondsystemet?", *Ekonomisk Debatt*, årg 35, nr 6, s 71-75.

Regeringens proposition (1999/2000:46), *AP-fonden i det reformerade pensionssystemet*.

SOU 2004:105, *Utdelning av överskott i inkomstpensionssystemet* (UTÖ-utredningen), Socialdepartementet, Stockholm.