

Bör fondsparare utgå från tidigare  
års avkastning när de väljer fonder?

PENSIONS  
MYNDIGHETEN

# Innehåll

Inledning och sammanfattning .....	3
Vägledning till premiepensionssparare .....	3
Vad säger forskningen? .....	4
Välja premiepensionsfond efter tidigare års avkastning .....	8
Bör vi rekommendera fonder som har haft hög avkastning? .....	12
Referenser .....	13
Bilaga 1. Fondsparande i allmänhet .....	15
Bilaga 2. Utvärdering av fondförvaltare .....	15

# Inledning och sammanfattning

Det primära syftet med denna studie är att utgöra ett internt underlag inom Pensionsmyndigheten för en diskussion om vi bör vägleda pensionssparare vid deras fondval. En bakgrund till att promemorian skrivits är en del tjänster som tillhandahålls på marknaden – där sparare erbjuds, uppmanas att välja de fonder som ”gått bäst”.

Pensionsmyndigheten har en manual med vissa budskap om val och sparande. Denna studie är ett underlag till ett beslut om myndighetens budskap i denna manual ska kompletteras. Det är ett beslut som fattas separat och i särskild ordning.

Val av aktier och fonder delas normalt in i fundamentala analyser som ser till bakomliggande ekonomi i företagen och så kallad teknisk analys som försöker se om framtiden ur det historiska mönstret. En åsikt som framförs i debatten är att fondvalet kan ses som ett lotteri där det är stor chans att det går lika bra om man tar hjälp av lotten vid val av fonder.

Flera olika forskare har studerat om fonder som har haft en hög avkastning har en högre sannolikhet än övriga fonder att även i framtiden ha en hög avkastning. I promemorian redogörs kortfattat för några sådana studier.

I slutet av denna promemoria finns en litteraturlista med länkar till olika studier.

I frågan om det är en bra strategi att välja fonder som tidigare har gått bra har olika forskare kommit till olika slutsatser. Vår egen undersökning om premiepensionsfonder visar dessutom att det är mycket känsligt när man påbörjar en sådan strategi. Om man har tur och påbörjar en sådan strategi vid ”rätt” tidpunkt kan en sådan strategi vara lyckosam men strategin kan också bli helt misslyckad. Detta resultat anser vi är en indikation på att strategin inte kan rekommenderas. Pensionsmyndigheten kan därför inte ge några rekommendationer i den riktningen. Det råder en större enighet bland forskarna att fonder som ofta har redovisat ett dåligt resultat har en större sannolikhet än övriga fonder att redovisa ett dåligt resultat i framtiden. Pensionsmyndigheten anser att det därför finns skäl att varna för fonder som ofta redovisat ett dåligt resultat.

De rapporter som vi studerat och andra erfarenheter gör att Pensionsmyndigheten har kommit fram till nedanstående vägledning för premiepensionssparare.

## Vägledning till premiepensionssparare

1. Historisk avkastning kan inte vägleda dig vid val av fonder annat än i en negativ mening – undvik att välja fonder som ofta uppvisat ett dåligt resultat
2. Om du är intresserad av att sätta ihop din egen fondportfölj för din premiepension så gör du det enklast på pensionsmyndigheten.se. Där kan du använda vår Fondvalsguide för att hitta fonder som passar

dig. Du behöver inte välja om du inte vill och du bör bara välja om du anser att du har kompetens för att välja fonder. Förvalsalternativet i premiepensionen, AP7Såfa, är bra alternativ för långsiktigt sparande. Viktigast för din slutliga pension är vilken risknivå, aktier eller räntor, du väljer samt vilken avgift du betalar.

3. Eftersom pensionen är ett långsiktigt sparande är globala aktiefonder med låga avgifter ett bra alternativ. Du sprider då risken över hela världen och över alla branscher och ditt sparande blir inte känsligt för hur enskilda marknader eller branscher utvecklas. Till exempel är förvalsalternativet i premiepensionen en sådan fondportfölj. Avgifterna i premiepensionssparandet urholkar ditt sparande. Väljer du mellan några få liknande fonder i samma kategori är det därför bra att välja den med lägst avgift. Värdeutvecklingen på fonder är svår att förutse, men avgifterna är kända i förväg.
4. Om du gjort egna val i premiepensionen kan det vara klokt att se över och eventuellt minska risknivån i fondvalen inför pensionering. Det gör du genom att exempelvis placera en del av premiepensionspengarna i en räntefond. En hög risknivå, dvs. en stor andel aktier, kan göra att dina pensionsutbetalningar varierar mycket mellan olika år medan en lägre risknivå ger dig jämnare men kanske totalt sett lägre pension. Fundera även över om du vill ha traditionell förvaltning eller fondförvaltning för premiepensionen när du tar ut den. En övergång till den traditionella försäkringen innebär att du inte kan gå tillbaks till fondförsäkringen. Det kan vara olämpligt att övergå till räntefonder eller traditionell försäkring om aktiekurserna nyligen har fallit kraftigt. Det är bättre att göra sådana omplaceringar när aktiekurserna ligger högt.

## Vad säger forskningen?

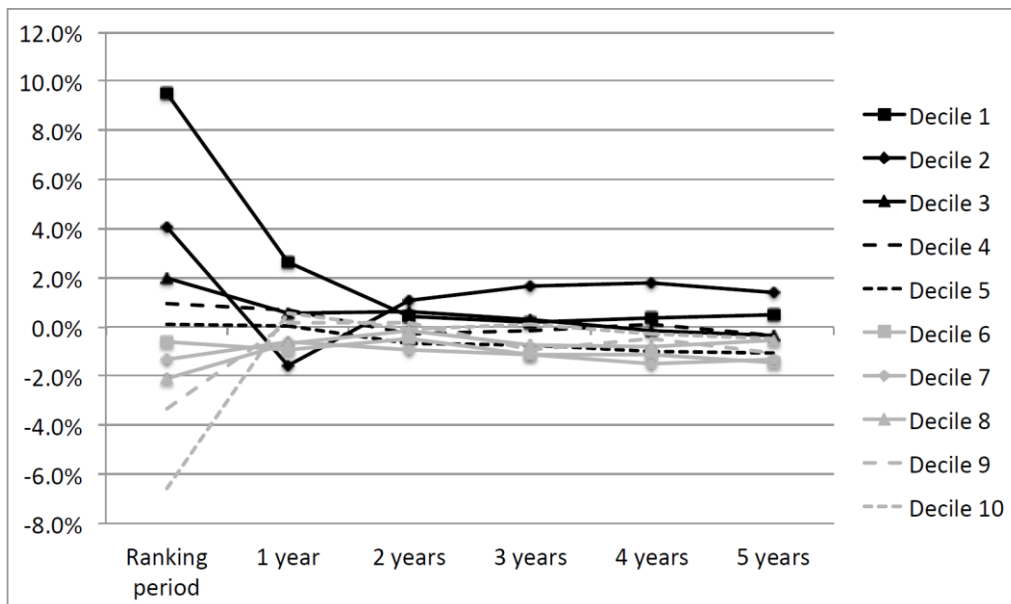
Att en fond har haft en förhållandevis hög avkastning under tidigare år är definitivt ingen garanti för att den kommer att ha en hög avkastning även kommande år. Men det *kan* trots det finnas en samvariation mellan historisk avkastning och framtida avkastning.

Flam och Vestman (2014) har undersökt ett drygt 100-tal ”breda” aktiefonder. De undersöker hur fonderna har gått under en treårsperiod (”ranking period”) och sorterar dem från bäst till sämst. Därefter undersöker de hur de går under nästkommande femårsperiod. Den första perioden för rangordning är 1993 – 1995 och den sista 2006 – 2008. Den sista femårsperioden är således 2009 – 2013.

I det första diagrammet nedan är fonderna sorterade i decilgrupper (tio lika stora grupper där de tio procent bästa fonderna finns i decilgrupp 1, de nästa tio procent bästa i decilgrupp 2 etcetera). Som framgår bevaras inte rangordningen och efter några år är det inte så stor skillnad i genomsnitt mellan de fonder som ursprungligen tillhörde de bästa och sämsta decilgrupperna. Trots detta ligger de flesta svarta linjerna (de bästa decilgrupperna) även efter fem år över flertalet grå, dvs. intrycket är att de

bästa fonderna fortsätter att vara *något* bättre även om det till stor del kan ha varit slumpen som avgjorde rangordningen mellan fonderna.

**Diagram 1. Fonder rangordnade och fördelade i decilgrupper och hur deras avkastning utvecklats under en kommande femårsperiod i relation till genomsnittet**

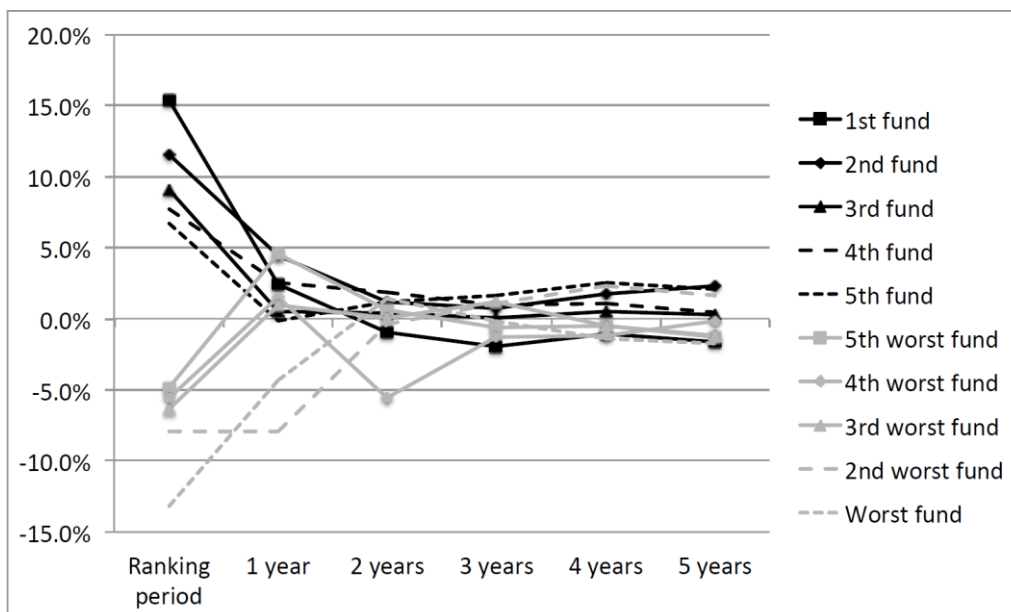


Källa: Flam och Vestman (2014)

En lyckosam strategi för de perioder som författarna har studerat tycks vara att årligen välja om sina fonder till de som historiskt har gått bäst (decilgrupp 1), för de tycks i genomsnitt gått drygt två procent bättre än genomsnittet i övrigt. Liknande regler finns inom fondhandeln där t.ex. aktier som faller mer än en viss procent avyttras och de aktier som efter en viss nedgång återhämtar sig med en viss procent inhandlas. Problemet för vanliga ”småsparare” är att deras handel går automatiskt (robotar) så att när de lägger in sina order till handlarna så är det för sent.

I nedanstående diagram är det de bästa och sämsta fonderna som är medtagna. Mönstret är ungefär detsamma som i det första diagrammet. Skillnaden mellan fonderna blir små efter några år, rangordningen ändras till stor del men inte helt. Flertalet av de svarta linjerna ligger ovanför de flesta gråa linjerna även efter fem år.

**Diagram 2. De fem bästa och sämsta rangordnade fonderna och hur deras avkastning utvecklats under en kommande femårsperiod i relation till genomsnittet**



Källa: Flam och Vestman (2014)

Av figuren framgår att en strategi att årligen välja om fonderna till de som har bäst avkastning under de föregående tre åren skulle ge, för de undersökta åren, en något högre avkastning än marknaden totalt. Det kan bero på slumpen och är inte någon strategi som direkt kan föreslås. Att däremot vara försiktig med de fonder som har gått dåligt är en rekommendation.

I Flams och Vestmans rapport i övrigt undersöks bland annat en storhet som kallas "alfa", den faktiska avkastningen jämfört med en skattad avkastning utifrån fondens och marknads risker, se bilaga om utvärdering av fonder. Ett positivt alfa innebär att fondens avkastning har varit högre än genomsnittet när hänsyn har tagits till den historiska risken. Det tyder på tur eller skicklighet hos fondförvaltarna. Ett negativt alfa tyder på otur eller oskicklighet. Man använder också begreppet "nettoalfa" där avdrag görs för administrationskostnader.

Författarna finner att alfa i aktivt förvaltade fonder ofta var positivt under perioden 1993 – 2001 men negativt under perioden 2002 – 2013. Den förändringen anser författarna beror på en tillfällig uppgång av IT-aktier på 1990-talet och en ökad konkurrens beroende på att det tillkommit många fonder. Noteras ska att aktiemarknaden under denna period har haft fyra större börsfall, it-bubblan som sprack 2001, de amerikanska redovisnings-skandalerna 2002, finanskrisen 2008 och den europeiska skuldcrisen 2010. Under perioden 2002 – 2013 har de fyra bästa decilerna ett positivt brutto-alfa men bara för de två bästa decilerna ett positivt alfa netto (avkastningen efter avdrag för avgifter).

Författarnas slutsats är att det knappast finns något bevis för att aktivt förvaltade fonder kan ge bra avkastning som en följd av placerarnas

skicklighet. Att alfa efter avgifter så ofta är negativt visar att indexfonder med låga administrationskostnader är att föredra framför aktivt förvaltade fonder. Pensionsmyndighetens rekommendation är också att beakta avgifterna i sitt fondval.

Det kan påpekas att några andra författare, till exempel Carharts (1997) undersökning för USA har kommit till ungefär samma slutsatser för positiva alfa men anser att fonder som ofta har ett kraftigt negativt alfa har en förhållandevis hög sannolikhet att ha kvar ett negativt alfa under en följd av år. Carharts slutsatser är:

- Undvik fonder som ofta uppvisat ett dåligt resultat.
- Fonder som har gått bra det senaste året har en förhållandevis hög sannolikhet att gå bra det första året därefter men inte de därpå följande åren.
- Höga administrationskostnader påverkar resultatet negativt

Carharts slutsatser gäller för USA och hans rapport är från 1997 så det är inte säkert att hans resultat går att tillämpa på de fonder som idag ingår i premiepensionssystemet. Men å andra sidan är kapitalmarknaden global så förhållanden som gäller för andra länder på kapitalmarknaden torde gälla även för Sverige. Resultatet kan bero på vald analysperiod, men det är inte troligt<sup>1</sup>. Det finns även andra som har kommit till samma slutsats vad gäller dåliga fonder, till exempel, Cuthbertson, Nietzsche och O,Sullivans (2008) undersökning som gäller Storbritannien/UK.

Att använda alfa för att mäta eller bedöma fondadministratörens skicklighet kritiserar av till exempel Berk och Binsbergen (2013). De menar att en fond som gått bra drar till sig många investerare och därmed ett stort kapital. Ju mer kapital som tillförs en sådan fond desto svårare är det för fonden att bibehålla en bra avkastning. De som administrerar fonden är fortfarande skickliga och kommer att få bra betalt genom det större kapitalet men det är inte alls säkert att det är lönsamt att investera i fonden. Alfa kommer troligen att minska enligt författarna. Det bör dock påpekas att det för administrationskostnaden kan finnas stordriftsfördelar då de fasta kostnaderna för förvaltaren kan fördelas på ett större förvaltad kapital.

Magnus Dahlquist (2011) har i motsats till många andra kommit till slutsatsen att pensionssparare *bör* byta till fonder som har en bra historisk avkastning och de bör fortsätta att vara aktiva. Han har vid studier av premiepensionssystemet kommit fram till att de som gör aktiva val och sen hamnar i passivitet, är de som förlorat mest. Ett vinnande koncept var att byta till fonder som historiskt sett visat ett bra resultat. Att välja aktivt och låta pengarna ligga kvar, visar sig endast ge en avkastning på 0,4 procent. De som valde en statlig förvaltning hade en avkastning på 1,7 procent och de som gjorde aktiva val uppnådde en avkastning på 2,0 procent. Siffrorna

---

<sup>1</sup> Många bedömare tror dock att kapitalmarknaden har ändrats under de senaste decennierna av globaliseringen så att eventuella finansiella kriser sprider sig snabbt och att börsfallet blir djupt, men å andra sidan sker återhämtningen också snabbare förutsatt att krisen löser sig.

är baserade på statistik mellan 2000 och 2008. Pensionsmyndigheten anser att bara den som anser sig ha kompetens för att välja fonder bör göra detta. Övriga bör välja förvalsalternativet (SÅFA).

## Välja premiepensionsfond efter tidigare års avkastning

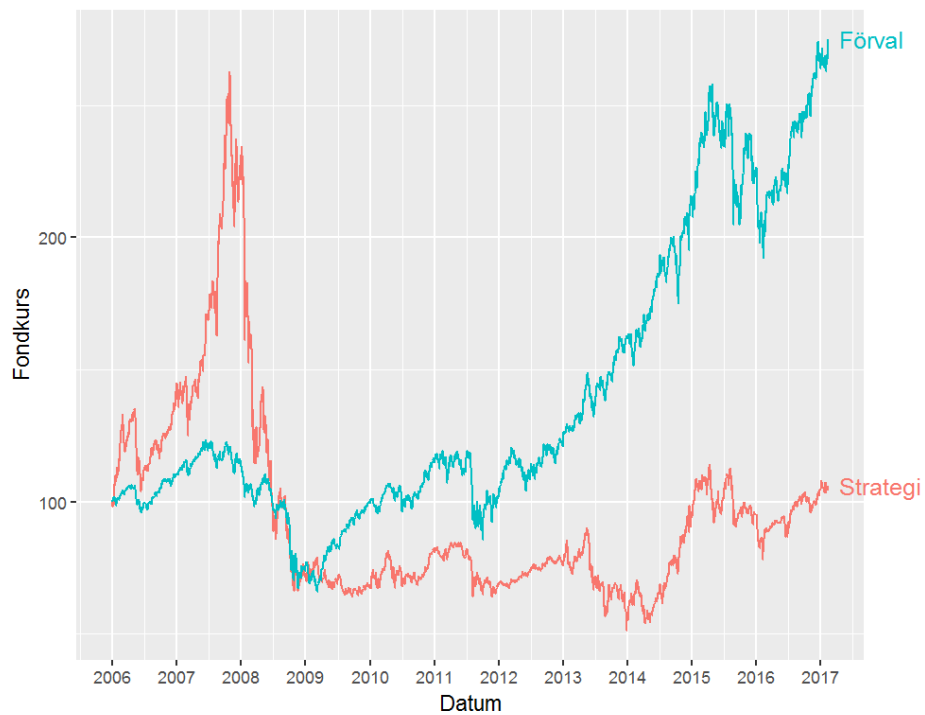
Som ett komplement till en sammanfattning av forskningen visas här en uträkning som visar vad en sparare hade fått för avkastning om denne hade valt premiepensionsfonder helt och hållet baserat på historisk avkastning. Utgångspunkten är att spararen startar vid tidpunkten 2005-01-01 och bestämmer på förhand hur ofta dennes fondinnehav ska väljas om. Exempelvis om fonden byts varje år så tittar spararen på alla fonder under 2005 och väljer den fond som gått allra bäst och har kvar samma fond under hela 2006 oavsett hur den går. År 2007 väljs den fond som gick bäst under 2006 etc. På motsvarande sett visas utfallet av att spararen på förhand bestämt att fonden ska bytas ut varje månad. Som jämförelse visas hur förvalet har gått under samma period, fram till maj 2010 var förvalet Premiesparfonden och därefter AP7 Såfa aktiefond. P.g.a. vissa brister i historiska fondkursdata är endast fonder som handlades även efter 2014 med i detta experiment. <sup>2</sup>

---

<sup>2</sup> Historiska fondkurser för de fonder som avslutades i premiepensionssystemet innan 2015 är inte fullt ut kvalitetssäkrade, därför togs inte dessa fonder med i det här experimentet. Det går inte att utesluta att de fonder som har lagts ned innan 2015 har haft en sämre avkastning än de som finns kvar i systemet.

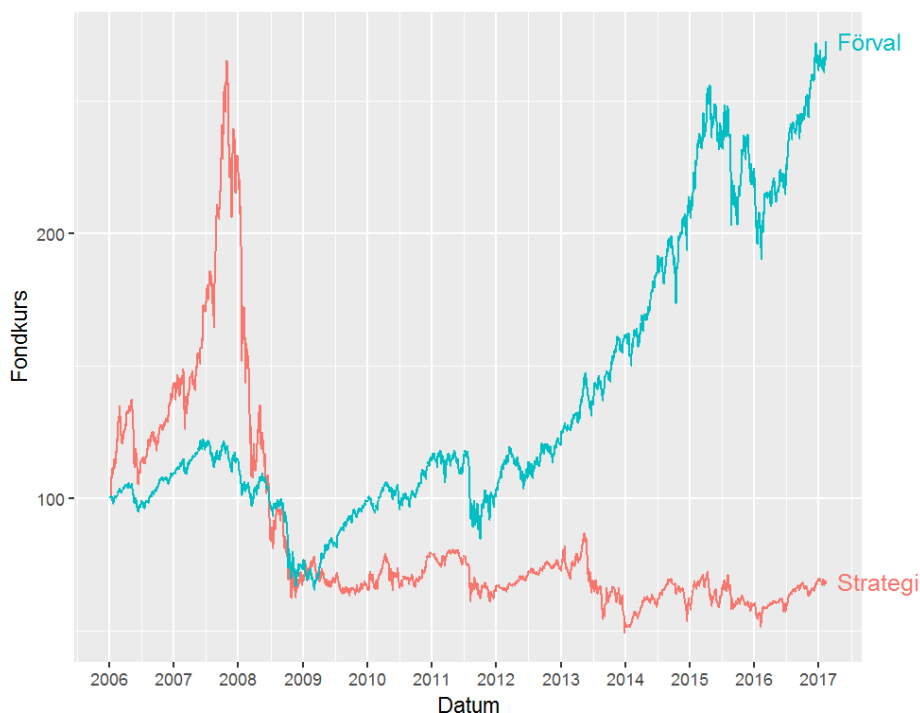


**Diagram 3. Utveckling av premiepensionskapitalet om spararen hade bytt fond varje år den 1:a januari baserat på vilken fond som gått bäst året innan**



Då spararen väljer om fond varje år kommer denne väsentligt sämre ut 2017 än om den legat i förvalet, där kraschen 2008 påverkar resultatet kraftigt.

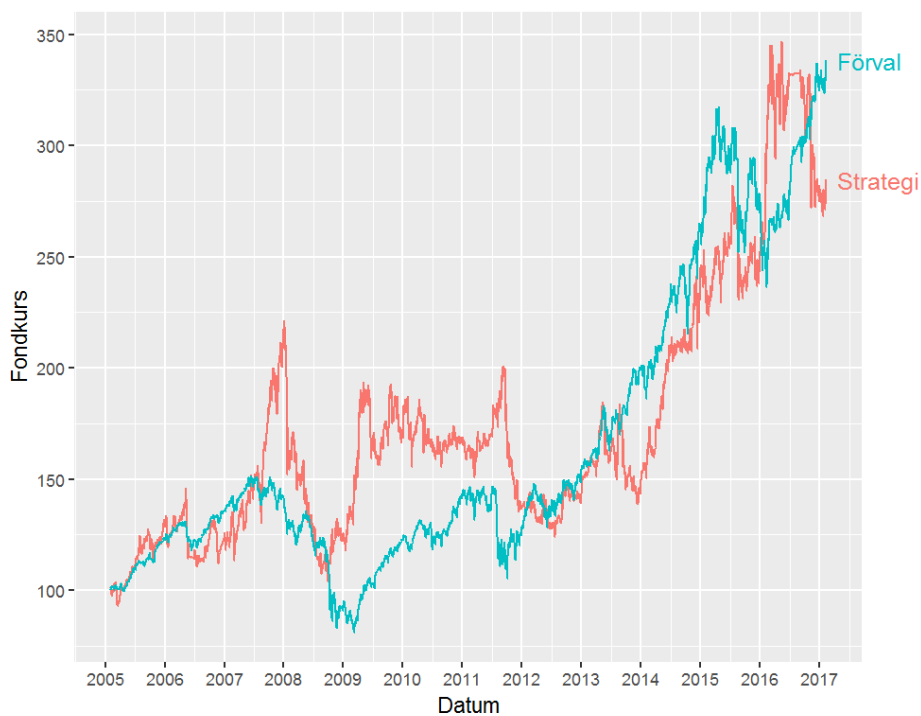
**Diagram 4. Utveckling av premiepensionskapitalet om spararen hade bytt fond varje år den 6:e januari baserat på vilken fond som gått bäst sedan året innan den 6:e januari.**



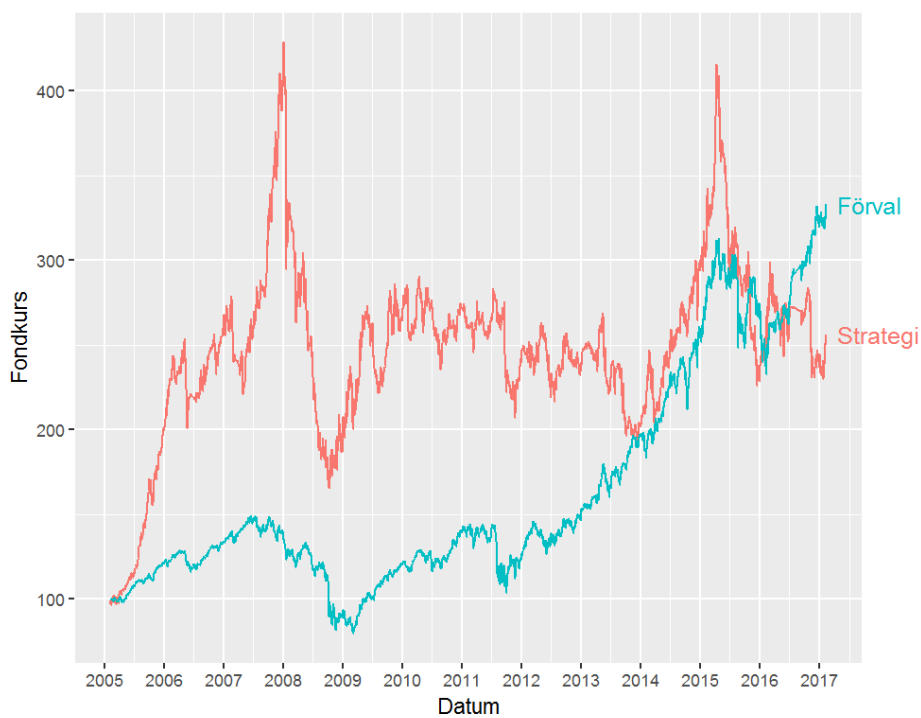
I diagram 4 byter spararen fond den 6:e januari varje år istället för den 1:a januari. Resultatet blir att spararen har fått 30 procent sämre avkastning jämfört med att ha bytt fonder den 1:a januari. Bara 5 dagars skillnad i starten gör att andra fonder väljs och dessa har på denna tidshorisont en sämre avkastning.

En invändning mot att välja om fond varje år är t.ex. att typen av fond som var lämplig att inneha 2007 är en helt annan typ av fond än den som var bäst år 2008 under kraschen. I diagram 5 och 6 visas därför resultatet där spararen väljer om fond varje månad. Om spararen hade startat sin placeringsstrategi 1:a januari 2006 baserat på 2005 hade avkastningen fram till 2017 varit ungefär jämförbar med förvalet. Om spararen däremot hade startat den 6:e januari så hade spararen fått en hög avkastning fram till 2008 och sedan inte fått i princip någon avkastning alls.

**Diagram 5 Utveckling av premiepensionskapitalet om spararen hade bytt fond varje månad den 1:a dagen i månaden.**



**Diagram 6 Utveckling av premiepensionskapitalet om spararen hade bytt fond varje månad den 6:e dagen i månaden**



Eftersom utfallet ändras så pass mycket endast till följd av att spararen startar 5 dagar senare visar diagrammen att det tycks finnas en hel del slump i den här strategin, bara för att man väljer de fonder som har gått bäst historiskt finns det inga garantier för att man som sparare kommer att få en bra avkastning i framtiden.

## Bör vi rekommendera fonder som har haft hög avkastning?

Slutsatsen i många studier är att det inte går att hävda att en fond som har gått bra troligen kommer att fortsätta att gå bra. Visserligen kan man i en del studier se små sådana tendenser men resultaten anses oftast inte vara signifikanta.

Några författare (till exempel Carhart) kommer dock till slutsatsen att en fond som har gått bra det senaste året har en något högre sannolikhet än övriga fonder att gå bra också det första året därefter men inte de därpå följande åren.

Som nämnts tidigare har flera författare fått ett signifikant resultat för fonder som tidigare år ofta har presterat dåligt. De har en något högre sannolikhet än övriga fonder att prestera dåligt i framtiden.

På Pensionsmyndighetens hemsida finns sidan ”Sök och jämför premiepensionens fonder” (Förstå din pension, Välj och byt fonder, Sök och jämför fonder). För närvarande visas i den tabell man kommer in på avkastningen för innevarande år, senaste året och en femårsperiod. Det kan tolkas som att just fem år är relevant för fondvalet. För att inte fondväljaren ska fokusera för mycket på femårsperioden bör vi därutöver redovisa åtminstone en längre period, kanske 12 år. Alternativt bör vi redovisa två längre tidsperioder, 10 år och 15 år. Det kan vara viktigt att redovisa minst en lång tidsperiod för att den med stor sannolikhet innehåller år med både stora börsuppgångar och stora börsnedgångar. Det kan vara skillnad på hur fonder klarar ett relativt normalt år jämfört med år med kraftiga börsfall eller börsuppgångar. Detta är dock inte riktigt belyst i de rapporter som studerats. För att kunna visa resultat för fonder som är relativt nystartade bör vi kanske redovisa perioderna tre år och sju år istället för fem år.

En fond som har låg avkastning på både kort, medellång och lång sikt kan ha oskickliga eller ohederliga fondadministratörer. Att visa flera perioder kan vara ett sätt att indirekt varna något för sådana fonder. Många fondväljare ratar förmodligen en fond som redovisar en dålig avkastning under alla redovisade perioder.

Det kan vara en nackdel att investera i en fond som alltför många väljer. Berk och Binsbergen har kommit till slutsatsen att en populär fond har svårare att bibehålla en hög avkastning. Det är ett skäl till att vara försiktig med rekommendationer.

I frågan om det är en bra strategi att välja fonder som tidigare har gått bra har olika forskare således kommit till olika slutsatser. Vår egen undersökning om premiepensionsfonder visar dessutom att det är mycket känsligt när man påbörjar en sådan strategi. Om man har tur och påbörjar en sådan strategi vid "rätt" tidpunkt kan en sådan strategi vara lyckosam men strategin kan också bli helt misslyckad. Detta resultat anser vi är en indikation på att strategin inte kan rekommenderas. Pensionsmyndigheten kan därför inte ge några rekommendationer i den riktningen. Det råder en större enighet bland forskarna att fonder som ofta har redovisat ett dåligt resultat har en större sannolikhet än övriga fonder att redovisa ett dåligt resultat i framtiden. Pensionsmyndigheten anser att det därför finns skäl att varna för fonder som ofta redovisat ett dåligt resultat.

De rapporter som vi studerat och andra erfarenheter gör att Pensionsmyndigheten har kommit fram till nedanstående vägledning för premiepensionssparare.

*De rekommendationer Pensionsmyndigheten ger bör förslagsvis vara:*

1. Historisk avkastning kan inte vägleda dig vid val av fonder annat än i en negativ mening – undvik att välja fonder som ofta uppvisat ett dåligt resultat
2. Om du är intresserad av att sätta ihop din egen fondportfölj för din premiepension så gör du det enklast på pensionsmyndigheten.se. Där kan du använda vår Fondvalsguide för att hitta fonder som passar dig. Du behöver inte välja om du inte vill och du bör bara välja om du anser att du har kompetens för att välja fonder. Förvalsalternativet i premiepensionen, AP7Såfa, är bra alternativ för långsiktigt sparande. Viktigast för din slutliga pension är vilken risknivå, aktier eller räntor, du väljer samt vilken avgift du betalar.
3. Eftersom pensionen är ett långsiktigt sparande är globala aktiefonder med låga avgifter ett bra alternativ. Du sprider då risken över hela världen och över alla branscher och ditt sparande blir inte känsligt för hur enskilda marknader eller branscher utvecklas. Till exempel är förvalsalternativet i premiepensionen en sådan fondportfölj. Avgifterna i premiepensionssparandet urholkar ditt sparande. Väljer du mellan några få liknande fonder i samma kategori är det därför bra att välja den med lägst avgift. Värdeutvecklingen på fonder är svår att förutse, men avgifterna är kända i förväg.

4. Om du gjort egna val i premiepensionen kan det vara klokt att se över och eventuellt minska risknivån i fondvalen inför pensionering. Det gör du genom att exempelvis placera en del av premiepensionspengarna i en räntefond. En hög risknivå, dvs. en stor andel aktier, kan göra att dina pensionsutbetalningar varierar mycket mellan olika år medan en lägre risknivå ger dig jämnare men kanske totalt sett lägre pension. Fundera även över om du vill ha traditionell förvaltning eller fondförvaltning för premiepensionen när du tar ut den. En övergång till den traditionella försäkringen innebär att du inte kan gå tillbaks till fondförsäkringen. Det kan vara olämpligt att övergå till räntefonder eller traditionell försäkring om aktiekurserna nyligen har fallit kraftigt. Det är bättre att göra sådana omplaceringar när aktiekurserna ligger högt.

# Referenser

Denna PM baseras i huvudsak på en rapport från Harry Flam och Roine Vestman, ”Swedish Equity Mutual Funds 1993 – 2013: Performance, Persistence and Presence of Skill”. Länken till denna rapport står först i litteraturlista nedan. Därefter finns en länk till en annan rapport som är likartad. Till stor del återfinns samma texter i båda rapporterna. I den rapporten undersöks dock en kortare tidsperiod. De rapporter som anges därefter är referenser i rapporterna från Flam och Vestman. Därutöver finns i litteraturlistan nedan några länkar till andra rapporter eller artiklar från samma författare. I flera av rapporterna som Flam och Vestman refererar till finns ytterligare referenser.

En del av artiklarna i litteraturlistan är publicerade i vetenskapliga tidskrifter, till exempel Journal of finance. Detta innebär att studien har granskats av andra kunniga forskare. Det kan ses som en extra kvalitetsstämpel.

Harry Flam och Roine Vestman

[http://www.ne.su.se/polopoly\\_fs/1.213049.1417788385!/menu/standard/file/Swedish%20Equity%20Mutual%20Funds%201993-2013.pdf](http://www.ne.su.se/polopoly_fs/1.213049.1417788385!/menu/standard/file/Swedish%20Equity%20Mutual%20Funds%201993-2013.pdf)

[http://www.ne.su.se/polopoly\\_fs/1.213048.1417788396!/menu/standard/file/Flam%20Vestman%20SHoF%20Feb%202014.pdf](http://www.ne.su.se/polopoly_fs/1.213048.1417788396!/menu/standard/file/Flam%20Vestman%20SHoF%20Feb%202014.pdf)

<http://www.dn.se/debatt/sverigefonder-ger-lagre-avkastning-an-borsen/>

Betermier, Sebastien, Laurent Calvet and Paolo Sodini, 2013, Who are the Value and Growth Investors, mimeo

<http://japarker.scripts.mit.edu/docs/Parker%20Discussion%20NBERSIAP2014.pdf>

[http://www.cbs.dk/files/cbs.dk/paper\\_laurentcalvet.pdf](http://www.cbs.dk/files/cbs.dk/paper_laurentcalvet.pdf)

<http://www.csef.it/IMG/pdf/sodini.pdf>

Berk, Jonathan B and Jules H van Binsbergen, 2013, Measuring skill in the mutual fund industry, manuscript dated November 4

[https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/35150\\_advanced\\_investments/Berk\\_VB\\_skill\\_mutual\\_funds.pdf](https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/35150_advanced_investments/Berk_VB_skill_mutual_funds.pdf)

<https://www.gsb.stanford.edu/insights/jonathan-berk-are-mutual-fund-managers-skilled-or-just-lucky>

<http://www.bloomberg.com/news/articles/2015-07-17/professors-make-bold-claim-active-managers-better-than-monkeys>

Carhart, Mark M., 1997, On persistence in mutual fund performance, *Journal of Finance* 52, 57-82

[https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/35150\\_advanced\\_investments/Carhart\\_funds\\_jf.pdf](https://faculty.chicagobooth.edu/john.cochrane/teaching/35150_advanced_investments/Carhart_funds_jf.pdf)

Cuthbertson, Keith, Dirk Nietzsche and Niall O’Sullivan, 2008, *Journal of Empirical Finance* 15, 613-634.

<http://web.ist.utl.pt/adriano.simoese/referencias/Papers%20-%20Pedro/UK%20mutual%20fund%20performance%20Skill%20or%20luck.pdf>

Dahlquist, Magnus, Stefan Engström and Paul Söderlind, 2000, Performance and Characteristics of Swedish mutual funds, *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, 409 – 423.

<http://www2.hhs.se/personal/sengstrom/312.pdf>

Magnus Dahlqvist: Så förvaltar du din premiepension

<http://www.alltomspara.se/nyheter/s-f-rvaltar-du-din-premiepension>

Engström, Stefan, 2004, Investment strategies, fund performance and portfolio characteristics, SSE/EFI Working Paper Series No. 554.

<http://swopec.hhs.se/hastef/papers/hastef0554.pdf>

Fama, Eugene F., 1965, The behavior of stock market prices, *Journal of Business* 38, 34-105.

<http://www.e-m-h.org/Fama65.pdf>

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 1993, Common risk factors in the returns on Stocks and bonds, *Journal of Financial Economics* 33, 3–56.

[http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/pub/classes/mfe/docs/fama\\_french\\_jfe\\_1993.pdf](http://rady.ucsd.edu/faculty/directory/valkanov/pub/classes/mfe/docs/fama_french_jfe_1993.pdf)

Fama, Eugene F. and Kenneth R. French, 2010, Luck versus skill in the cross-section of Mutual fund returns, *Journal of Finance* 65, 1915-1947.

[http://rvwinvesting.com/wealth-wisdom/luck\\_v\\_skill.pdf](http://rvwinvesting.com/wealth-wisdom/luck_v_skill.pdf)

Ferson, Wayne E. and Rudi W. Schadt, 1996, Measuring fund strategy and performance in changing economic conditions, *Journal of Finance* 51, 425-462.

[http://www.ntuzov.com/Nik\\_Site/Niks\\_files/Research/papers/mut\\_funds/Ferson\\_and\\_Schadt\\_1996.pdf](http://www.ntuzov.com/Nik_Site/Niks_files/Research/papers/mut_funds/Ferson_and_Schadt_1996.pdf)

Kosowski, Robert, Allan Timmerman, Russ Wermers, and Hal White, 2006, Can mutual fund “stars” really pick stocks? New evidence from a bootstrap analysis, *Journal of Finance* 61, 2551-2595.

<http://www.cfapubs.org/doi/pdf/10.2469/dig.v37.n2.4591>



# Bilaga 1. Fondsparande i allmänhet

Sparande i fonder är riskfyllt, framför allt om sparandet sker i aktiefonder. Sparandet ger även möjlighet till en högre avkastning. Notera att pensionssparandet sker på lång sikt och för en lång sparhorisont kan sparandet i aktier anses vara en bra sparform eftersom nedgångarna följs av uppgångar och den långsiktiga trenden är uppåtgående .

*Varför förvalet rekommenderas av oss på Pensionsmyndigheten:*

Avgifterna i förvalet är relativt andra fonder mycket låga, 0,11 procent för sparare under 56 år (100 procent aktiefonder) och 0,09 procent för 65 åringar (2/3 aktier och 1/3 räntefonder), se [www.ap7.se](http://www.ap7.se). Övriga fondtorget har i genomsnitt omkring 0,3 procent efter avgiftstaket. Förvalet har också en hävstång som innebär att tillgångarna (aktierna) belånas där lånet används för ytterligare inköp av nya aktier. För varje krona som är investerad i fonden ger en utväxling på för närvarande 1,25 gånger marknadsutvecklingen för ett globalt världsindex. En hävstång är således riskfylld på kort sikt.

Den långa spartiden är också skälet till att förvalet AP7 Såfan har en s.k. generationsdel där aktierna i portföljen väger allt mindre medan räntedelen får en större vikt för äldre sparare. Som ung sparare önskas en högre risk eftersom det torde innebära att med en lång spartid så fås ett högre pensionskapital.

# Bilaga 2. Utvärdering av fondförvaltare

Vid utvärdering av fondförvaltning så sker de oftast utifrån att se till den totala marknaden och dess utveckling. Börs eller marknadsindex mäter enbart utvecklingen och tar inte hänsyn till risken eller chansen. För att utvärdera förvaltningen tas även hänsyn till risk och utgår från en marknadsmodell:

$$R_i = a_i + B_i R_M + e_i$$

där  $R_i$  är avkastningen för aktie (eller portföljen)  $i$ ,  $a_i$  är interceptet för portföljen/aktien,  $B_i$  är riktningskoefficienten eller aktiens *beta* och  $R_M$  är marknads avkastning. Den sista termen är feltermen (residualen). Residualen är den risk som inte går att diversifiera bort och som är unik (nämns ibland som företagsrisken).

Analysen av förvaltningen utgår från att fonderna är riskfyllda och utgår från Capital Asset Pricing Model (CAPM) där avkastningen på aktien eller portföljen uttrycks som:

$R_P = R_f + \frac{(R_M - R_f)\sigma_P}{\sigma_M}$ , där  $R_P$  Portföljens förväntade avkastning med standardavvikelsen  $\sigma_P$ ,  $R_f$  är den riskfria räntan,  $\sigma_M$  är marknadens risk (mätt som standardavvikelse<sup>3</sup>). Marknadens avkastningskrav uttrycks därmed som den riskfria räntan + riskpremien:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i[E(R_M) - R_f]$$

Vid utvärderingen sedan utgår man från ovan och normalt justeras avkastningen för risken.

Rapporten åsyftar Jensens alfa om ser till portföljens faktiska avkastning jämförs med (CAPM) modellens predicerade avkastning,  $\alpha = R_P - [R_F + \beta(R_P - R_F)]$ .

Andra mått finns för utvärdering, bland annat Sharpekvoten som ges av Pensionsmyndigheten:

$$Sh = \frac{R_P - R_F}{\sigma_P}$$

---

<sup>3</sup> Den genomsnittliga avvikelsen från medelvärdet. Avkastningarna betraktas som approximativt vara normalfördelade vilket har en tolkningsfördel då 95% av utfallen ligger inom två standardavvikelser och 66 procent ligger inom en standardavvikelse.

[www.pensionsmyndigheten.se](http://www.pensionsmyndigheten.se)