

Skynsemisvillur og atferlishagfræði: Nýjar hugmyndir um val lífeyrissparnaðar.

Seint í ágúst árið 2000 birtust auglýsingarnar í sænska sjónvarpinu og kvennatímaritum, en síðan á auglýsingaskiltum, strætisvagnastöðvum og síðum dagblaðanna. Snerust þær allar um sama efni. Tveir menn ræða saman. Hefur annar gert ráðstafanir fyrir elliárum sínum en hinn ekki. Þá berast fagnaðartíðindi: Svíþjóð ætlar að einkavæða hluta almannatryggingakerfisins og því er ekki of seint fyrir slugsann að búa í haginn fyrir sig. Loks kemur áskorunin: Það er önnur leið til að tryggja framtíð þína – taktu ákvörðun hvar þú fjárfestir viðbótarlífeyrissparnaðinn í haust.

Nokkrum vikum síðar bárust í pósti bláir böggjar til 4.4. milljóna Svía á vinnualdri. Gafst þeim mánuður til að velja fjárfestingasamval og endursenda gögnin útfyllt í umslagi með fyrirframgreiddu burðargjaldi. Meðfylgjandi bréf greindi frá því að fólk gæti fjárfest 2.5% af árslaunum sínum í nýstofnaða sjóði, en afgangur þeirra 18.5% af árslaununum héldist áfram í almannatryggingakerfinu. Leiðbeiningabæklingur lýsti ferlinu í fjórum stigum. Pöntunarlisti tilgreindi 456 sjóði (*ath.semd LL: 689 á árinu 2005*) á einföldu máli og gátu fjárfestar valið úr þeim. Þeir sem ekki völdu sjóði fóru sjálfkrafa í sérstakan forvalssjóð AP-7. Þótt forvalssjóðurinn (default fund) byði upp á ódýrt og fjölbreytt samval eigna voru skilaboðin skýr: sænskir þegnar ættu sjálfir að stjórna fjárhag sínum í framtíðinni.

Richard Thaler, prófessor í atferlisfræði, hagfræði og fjármálastjórn í Viðskiptafræðideild Chicago-háskóla, lítur á ofangreint átak sem viðamikla vettvangstilraun á því hvað gerist þegar sérhver Svíi ákveður að stjórna eigin almannatryggingasjóðum. Í ritgerð eftir Thaler og Henrik Cronqvist, rannsaka höfundar fyrstu niðurstöðurnar hjá yfirstjórn hins sænska viðbótarlífeyrissparnaðar eða PPM. (Pension Premium Authority) Með víðari skírskotun veita sænsku niðurstöðurnar mikilsverðar upplýsingar þar sem Bandaríkjaforseti hyggst nú einkavæða hluta almannatryggingakerfisins. Þeir hagfræðingar sem rita um skipan almannatrygginga einblína almennt á þjóðhagfræðileg atriði svo sem sjóðsöfnun, en Thaler og Cronqvist nálgast málið “míkroökonomískt”. Þeir kanna ítarlega skipulag PPM og hvernig ýmis atriði orka á hegðun notenda. Nokkuð óæskilegt kom í ljós: *Svíar sem tóku virkan þátt í fjárfestingu eigin lífeyris völdu dýrari og einsleitari sjóði en þeir sem kusu forvalssjóðinn.*

Ritgerð þeirra Thalers og Cronqvists er ágætt dæmi um atferlishagfræðilegar rannsóknir, en þær hafa aukist jafnt og þétt undanfarin þrjátíu ár innan hagfræðideilda

háskólanna og í vísindatímaritum og er Thaler þar fremstur í flokki. Samkvæmt hefðbundinni hagfræði er maðurinn skynsemisvera sem tekur ákvarðanir sem eigin velferð. Atferlishagfræðin byggir hins vegar á rannsóknum vitsmunasálfræðinnar (cognitive psychology) og gerir ráð fyrir að hegðun mannsins lúti takmarkaðri skynsemi (bounded rationality) – en Herbert A. Simon, Nóbelsverðlaunahafi í hagfræði árið 1957 fann upp það hugtak – og tekur því hlutdrægar ákvarðanir sem stríða á stundum gegn eigin hagsmunum. Menn hafa undanfarið rætt um tvær gagnstæðar fylkingar innan hagfræðinnar hvað þetta varðar, en raunin er þó sú að atferlishagfræðin hefur á þremur áratugum þokast æ meir að miðju fagsins. Samkvæmt Thaler viðurkenna flestir hagfræðingar nú á tímum að sumt fólk er stundum ekki algerlega skynsamt, en þau tilvik geta líka skipt máli. Hefðbundnir hagfræðingar eru hins vegar efins um að “*takmörkuð skynsemi*” hafi mikið vægi á markaðinum – þeir telja að skynsamir aðilar vegi upp á móti áhrifum óskynsamra aðila. Atferlisfræðingar eru á öðru máli og halda því fram að takmörkuð skynsemi orki tvímælalaust á markaðinn. Þessu til sönnunar hafa Thaler og aðrir sem eru sama sinnis einsett sér að nota niðurstöður atferlisfræðinnar til að hafa áhrif á stefnuna í bandarískrum almannatryggingum og lífeyrissparnaði á vegum fyrirtækja s.s. 401 (k)s.

PMM í Svíþjóð var sett á stofn í þeirri venjubundnu trú hagfræðinga að fáir neytendur í hendur miklar upplýsingar geti þeir gert sér skýrari grein fyrir fjárfestingakostum og tekið betri ákvarðanir – þetta er óskabarn frjálshyggjuhagfræðinnar. Þar sem hefðbundnir hagfræðingar trúa að óháð samkeppni keyri niður verð og útrými lélegum vörum telja þeir að sérhver sjóður sem uppfyllir ákveðin skilyrði geti haslað sér völl á markaðinum og – að forvalssjóðnum undaskildum – kveðið á um eigin gjöld og auglýst til að laða til sín fjárfesta. Nú kann að virðast örðugt að mæla á móti þessu samblandi frjálsrar markaðsþátttöku, frjálsrar samkeppni og frjáls vals, viðurkenna Thaler og Cronqvist – en þeir slá dæmigerðan atferlisfræðilegan varnagla: *Ef þáttakendur eru ekki vel upplýstir eða lítt áhugasamir þá þarf háþyrðingun valkosta ekki að leiða til æskilegustu niðurstöðu.*

Niðurstöður PPM styðja mál Thalers og Cronqvists. Eins og við mátti búast í kjölfar auglýsingarinnar, þegar milljónir útfylltra eyðublaða sneru aftur til heimahúsanna kom í ljós að a.m.k. 2/3 þáttakenda höfðu sniðgengið forvalssjóðinn og valið eigið eignasamval. (Svo einkennilega vildi til að konur voru líklegri að tilheyra þessum hópi en karlar, en Thaler hyggur að það kunnist ráðast af því að karlar eru líklegri en konur til að tapa innsendum eyðublöðum). Um miðjan febrúar 2001 birtist frétt í Wall Street Journal þess efnis að margir Svíar hefðu valið smáa sjóði og jafnvel erlend fyrirtæki, en markaðsfræðingar höfðu raunar

spáð því að flestir nýju sjóðirnir myndu hafna hjá stærstu sænsku bönkunum. Talsmenn frjálsa markaðarins tóku þessu fagnandi; tímarit Cato-stofnunarinnar, Social Security This Week, greindi svo frá málum: *“Nú virðist sem sænskir fjárfestar séu sólgirnir í nýja fjárfestingakosti fái þeir nægar upplýsingar og frjálst val . . . PPM hefur alið af sér nýja fjárfestingarhætti í Svíþjóð, en þjóðin hefur löngum gert ráð fyrir vernd velferðarkerfisins allt frá vöggju til grafar.”* Carl Bernadotte, yfirmaður CB Asset Management í Stockholmi, komst svo að orði í viðtali við Wall Street Journal: *“Öll sænska þjóðin talar nú um að velja eigin PPM-sjóði. Þetta er ótrúlegt. Þótt fjárfestingin sé ekki nema 2.000 evrur og viðkomandi fjárfesti þúsundir í öðrum sjóðum verður þetta umræðuefni á mannamótum. Fjárfestingaumræðan hefur gerbreyst í Svíþjóð.”*

Thaler og Cronqvist gera hér skýran greinarmun á umræðu og niðurstöðum. Hvernig reyndust fjárfestingar Svíanna? Fjárfestingar forvalssjóðsins voru upphaflega að mestu leyti erlendar eða um 65%. Önnur 17% samanstóðu af sænskum hlutabréfum, 10% fóru í vísitölutryggð skuldabréf, 4% í vogunarsjóði (hedge funds), og loks önnur 4% í hlutabréf í smærri fyrirtækjum. Forvalssjóðurinn festi meira en helming fjárins í vísitölusjóði (index fund) og tók þar með stóran þverskurð af hlutabréfamarkaðinum. Sjóðunum var stýrt með óvirkum hætti (þ.e. samkvæmt ‘buy-and-hold’-reglunni), og var því rekstrarkostnaður lítill. Thaler og Cronqvist hafa það eitt út á forvalssjóðinn að setja að hann hallaðist of mikið að hlutabréfum í sænskum fyrirtækjum. *En á þeim þremur árum sem umliðin eru síðan PPM var stofnsett hefur forvalssjóðurinn hlotið hæstu einkunn hjá sjóðamatsþjónustunni Morningstar.* Það var eins gott að sjóðurinn var skynsamlega uppbyggður, segja Thaler og Cronqvist, því mannalegt eðli og tilhneigðin til að halda öllu óbreyttu eða slá á frest leiddi til þess að markaðshlutdeild forvalssjóðsins varð hlutfallslega mjög há eða um 33% í Svíþjóð.

Hinir 2/3 hlutar fjárfestinganna dreifðist á hina 456 fjárfestingasjóði sem var að finna á pöntunarlistanum, en þar með varð erfitt að bera saman niðurstöðurnar. Því reiknuðu Thaler og Cronqvist út meðaleignasafn sjóðfélaga hjá þeim Svíum sem völdu eigið eignasafn. Í fyrstu var útlitið hjart, en svo kom í ljós að meðal eignaval fólst æ meir í hlutabréfum en forvalssjóðurinn eða 96.2.% og þar af 48.2% í sænskum hlutabréfum. Aðeins 4.1% sjóðanna voru vísitölusjóðir, og því borguðu þátttakendur hærri þóknunargjöld. Sjóðurinn sem dró til sín stærsta markaðshlutdeild, að forvalssjóðnum frátöldum, var Robur Aktiefond Contura, sem sérhæfði sig í sænskum hátæknifyrirtækjum og hlutabréfum í heilsugeiranum, en verðmæti hans jókst hraðfara eða um 534.2% á fimm árum áður en PPM var stofnsett. Þremur árum síðar hafði verðmæti hans hins vegar lækkað um 69.5%. *Á heildina hafði meðaleignsafn*

sjóðfélaga lækkað um 39.6% eftir þrjú ár. Forvalssjóðurinn hafði hins vegar lækkað mun minna eða um 29.9%, en það getur varla talist slæmt þar sem markaðir hrundu þá um heim allan.

Þótt Thaler og Cronqvist viðurkenni að fjárfestingarárangur í þrjú ár sanni ekkert, telja þeir að Bandaríkin geti dregið lærdóm af sænsku tilrauninni. Í fyrsta lagi þarf að vanda mjög forvalssjóðinn því mannlegt eðli ræður því að stór hlutur fjárfestinga hafni þar. Þar sem hagkerfi Bandaríkjanna er 30 sinnum stærra en í Svíþjóð kynni meðalneytandanum að fallast hendur þegar hann stæði frammi fyrir valinu á milli þúsunda fjárfestingakosta. Höfundarnir mæla með því í staðinn að boðið sé upp á fáa sjóði, t.d. þrjá, sem fjarfestu í vísitölusjóðum og skuldabréfum og fælu í sér mismikla áhættu. Einkafyrirtæki myndu stjórna sjóðum þessum og fyrirtækin þyrftu að gera tilboð í samkeppni hvert við annað.

Samkvæmt Thaler geta jafnvel hinar metnaðarfyllstu áætlanir verið meira og minna ónýtar vegna víðtækra skynsemissvillna. Hefðbundin hagfræði gerir ráð fyrir að markaðirnir eyði áhrifum óskynsamra ákvarðana, en hann telur að sænska tilraunin sýni fram á annað. *“Sjá markaðirnir um að lagfæra slíkt?”*, spyr hann efins í röddu. *“Sænska tilraunin er markaðurinn. Hátæknisjóður sem hefur hrunið 69 %. Það er markaðurinn. Það er engin ástæða til að ætla að markaðir beini fólki að því sem er hagstæðast fyrir það sjálft. Markaðir beina fólki einnig að því sem er hagstætt fyrir þá sem selja.”*

Nú þegar auglýsingaherferðinni er lokið eru nýjir sjóðfélagar miklu líklegri til að velja forvalssjóðinn. *Raunar velja einungis 8.4 % nýrra sjóðfélaga sjálfir samval lífeyriseigna sinna úr hér um bil 600 sjóðum sem valið stendur um.* Þessi mikla fækkun nýrra sjóðfélaga sem velja eignasöfn sín sjálfir kemur þeim Thaler og Cronqvist til að spyrja: Borgar sig að verja aukafjármunum í úrval? Þegar Bandaríkin einkavæða hluta almannatrygginga, til hvers ætti að bjóða upp á svo mikið sem þrjá sjóði? Af hverju ætti þá ekki að bjóða aðeins upp á einn vel uppbyggðan vísitölusjóð sem krefst lítills rekstrarkostnaðar?

Samkvæmt Thaler ber að auðvelda fólki að taka réttar ákvarðanir. Tilraun Svía með almannatryggingar hefur kennt okkur ýmislegt. Það var rétt að leggja mikla vinnu í vandaðan forvalssjóð, en líklegast var rangt að letja valið á honum. *“Í tilfelli sem þessu þar sem flestir þátttakendur eru ekki vel upplýstir”*, bætir hann við, *“er sennilega betra að hallast í hina áttina og segja eitthvað á þessa leið: Sérfræðingar hafa útbúið forvalssjóð, og ef þú ert í vafa um valið kann forvalssjóðurinn að henta þér vel.”*

Grein þessi er eftir Sharla A: Stewart og birtist í University of Chicago Magazine í febrúar 2005. Þýddur sá kafli í greinni sem varðar aðallega PPM.