

Innehåll

Förord	5
Sammanfattning.....	6
1 Inledning	13
2 Bakgrund	17
2.1 Pensioner	17
2.2 Allmän pension	22
2.2.1 Inkomstpension.....	24
2.2.2 Premiépension.....	25
2.3 Tjänstepension	37
3 Analys och problembeskrivning.....	50
3.1 Inledning.....	50
3.2 Kunskap och intresse.....	51
3.2.1 Tidigare studier	51
3.2.2 Resultat från premiépensionssystemet.....	56
3.3 Kostnader	62
3.3.1 Förvaltningskostnader.....	62
3.3.2 Transaktionskostnader	64

3.3.3	Skattekostnader.....	66
3.3.4	Informationskostnader.....	67
3.4	Förvaltningsresultat	75
3.4.1	Aggregerat förvaltningsresultat och spridning	75
3.4.2	Systematik i avkastning	82
3.4.3	Långtidsprognos	92
3.4.4	Förutsättningar på kapitalförvaltnings- marknaden	96
4	Förslag och överväganden.....	105
4.1	Övergripande om alternativen.....	105
4.2	Alternativ 1 – fortsatt stor valfrihet.....	106
4.2.1	Icke-valsalternativet – ett bra alternativ för passiva sparare	107
4.2.2	Bekräftelseval	109
4.2.3	Avgiftstak för premiepensionsfonder.....	111
4.2.4	Riskbegränsning för premiepensionsfonder	113
4.2.5	Individuell kostnadsdebitering.....	115
4.2.6	Måluppfyllelse	116
4.3	Alternativ 2 – begränsad valfrihet	117
4.3.1	Antalet fonder begränsas på fondtorget.....	118
4.3.2	Måluppfyllelse	120
4.4	Ett generellt förslag – den traditionella livförsäkringen.....	121
	Referenser.....	126

Förord

Det är i år 18 år sedan de första pengarna avsattes till premiepensionssystemet, Sveriges första allmänna fonderade pensionssystem. Eftersom avsättningar sker fullt ut med 2,5 procent först för dem som är födda 1954 eller senare har premiepensionen ännu en mycket liten betydelse för dagens pensionärer. Av den allmänna inkomstgrundade pensionen som nu betalas ut är det endast 1 procent som är premiepension och erfarenheterna av faktiskt utfall är alltså begränsade. Premiepensionens betydelse för hela pensionen blir dock under de närmaste åren snabbt allt större. Mot bakgrund av detta har Pensionsgruppen inom ramen för en nu pågående pensionsöversyn diskuterat systemets funktion och hur det påverkar beteenden och utfall. Gruppen har utifrån det initierat en analys av premiepensionssystemet och dess effekter. Blev det som det var tänkt? Finns det skäl att tänka om?

Syftet med studien är i första hand att belysa och analysera systemets funktion och i andra hand att peka ut möjliga sätt att hantera de problem som identifierats. Avsikten är att resultatet nu ska diskuteras i och utanför Pensionsgruppen – vilket slags premiepensionssystem ska vi egentligen ha? När den frågan besvarats kommer detaljerade förslag tas fram och remitteras. Några färdiga förslag presenteras därför inte nu utan här presenteras i stället möjliga vägval.

Promemorian är skriven av ekonomie doktor Stefan Engström. Till sin hjälp har författaren haft en arbetsgrupp inom Finansdepartementet och Socialdepartementet.

Stockholm i maj 2013

Sammanfattning

Premiepensionen har positiva egenskaper men kan konstrueras bättre

Premiepensionen lanserades under en hausseartad stämning på kapitalmarknaderna. Under nästan två decennier hade kapitalmarknaderna gett kapitalägare mycket höga avkastningstal. Lanseringen av systemet skedde emellertid i slutet av it-yrans, vilken snabbt fick ett hastigt slut med icke oväsentliga prisfall på kapitalmarknaderna. Trots detta har premiepensionen fram till 2012 gett en positiv avkastning på i genomsnitt ca 3,5 procent per år och trots att kapitalmarknaderna även genomgått en finanskris under 2008. Hittills under premiepensionens existens har den överträffat utvecklingen för inkomstpensionen där uppräknningen under samma period varit 2,9 procent per år.

Ett viktigt syfte med premiepensionen var att uppnå en riskspridning i pensionen. Dynamiken mellan inkomst- och premiepension har bidragit till detta genom att inkomstpensionen styrs av den ekonomiska utvecklingen i Sverige och premiepensionen av utvecklingen på kapitalmarknaderna (indirekt även utvecklingen i andra länder). Premiepensionens koppling till kapitalmarknaden är således av värde för den allmänna pensionen.

Sedan beslutet om att föra över en del av den allmänna pensionen till en fonderad del på kapitalmarknaden har även tjänstepensionerna gått samma väg och placeras nu i väsentlig del på kapitalmarknaden. Avsättningen till tjänstepensionen har också ökat och tjänstepensionens andel av den totala pensionen har därmed också ökat. Det betyder att individens exponering mot kapitalmarknaden ökat väsentligt sedan beslutet om införandet av premiepensionen. Utifrån Pensionsmyndighetens beräkningar förväntas ca 40 procent av pensionen komma från placeringar på kapitalmarknaden. Tjänstepensionen har även utvecklats så att de flesta pensionssparare getts möjlighet att välja placeringsalternativ.

Resultaten visar att bara en minoritet av befolkningen väljer att utnyttja denna valfrihet trots att avsättningarna till tjänstepensionen är större och därmed viktigare än premiepensionen.

Framtidsprognoser för kapitalmarknaden är svåra att göra. Likväl kan premiepensionen både ur ett risk- och avkastningsperspektiv bidra till den allmänna pensionen. Investeringar på kapitalmarknaden förväntas bl. a. utifrån finansiell teori över tid erhålla en riskpremie, en ersättning för att kapitalägaren har utsatt sig för risk.

Det är viktigt att komma ihåg att kapitalmarknaden i sig inte skapar avkastning. På aktiemarknaden är det underliggande företag som utvecklas och skapar vinster till ägarna som är grundläggande för värdeutvecklingen. Emellertid har det på kapitalmarknaden blivit allt tydligare de senaste åren att grunderna i nationalekonomi, dvs. utbud och efterfrågan styr priser även på kapitalmarknaden. Det innebär att kapitalströmmar blivit allt viktigare för den kortsiktiga prisutvecklingen på de finansiella marknaderna. Västvärldens högre grad av fonderade pensionssystem har inneburit att stora mängder kapital sökt eller söker sig till kapitalmarknaden. Detta har sannolikt påverkat prisbilden och bidragit till en prisuppgång. På kapitalmarknaden förväntas allt lägre avkastningskrav framåt i tiden. Räntenivåerna är på historiskt mycket låga nivåer, där räntor t.o.m. blivit negativa. Mot bakgrund av detta behöver inte den kapitalmarknadsutveckling som varit under 2000-talet, som är svagare än de historiska förväntningarna, vara onormal framöver. Trots det finns ett värde med en fonderad del av den allmänna pensionen och förekomsten av premiepensionen är därför också en utgångspunkt för denna promemoria. Frågan är här i stället om den nuvarande konstruktionen är optimal och bäst uppfyller syftena med en allmän premiepension.

Tre problem som bör hanteras

Analysen har visat att den nuvarande systemkonstruktionen leder till ett antal mindre önskvärda problem eller egenskaper. Dessa kan delas in i tre huvudområden.

1. En förhållandevis stor förväntad spridning i utfall

Premiepensionen, som vid lanseringen hade 460 olika placeringsalternativ, har successivt växt och omfattar i dag över 800 placeringsalternativ. Eftersom fondernas resultat varierar mycket så uppnår spararna också vitt skilda förvaltningsresultat. Fram till 2011 låg den s.k. internräntan, eller den ackumulerade genomsnittsavkastningen sedan lanseringen av premiepensionen år 1995, mellan -8 procent och +17 procent per år, dvs. en spridning på 25 procent.

Huvuddelen av individerna, 95 procent, låg i intervallet -1 procent och + 6 procent per år. Den spridningen innebär skillnader i flera procent i årlig avkastning mellan individer, som i sin tur medför stora skillnader i förväntad premiepension. Om dessa skillnader håller i sig, med motsvarande låga avkastningsantaganden, visar de simuleringar som gjorts i Regeringskansliets simuleringsverktyg (SESIM) att premiepensionen kan skilja sig med en faktor på fem för individer i den högsta respektive lägsta tiondelen av populationen, givet samma inkomst och samma pensionsavgifter. Då sambandet mellan kapitaltillväxt och avkastning har ett exponentiellt utseende, genom en ränta på ränta effekt, hålls spridningen tillbaka i de gjorda simuleringarna genom att den absoluta avkastningsnivån är låg (drygt 2 procent per år och i linje med premiepensionsutvecklingen) i jämförelse med ett längre historiskt genomsnitt. Spridningen torde således bli större om avkastningsnivån ökar.

Spridningen i avkastning och premiepension för individer som haft samma livsinkomst och betalat samma pensionspremier måste ställas i relation till de förväntade ersättningsnivåerna. Nuvarande beräkningar indikerar att den allmänna pensionen ger en ersättning på knappt 50 procent av slutlön. Om det anses vara en låg nivå torde spridning mellan individer vara mer bekymmersamt än om det är en hög nivå. På motsvarande sätt är en stor spridning ett mindre problem om alla får utfall som tydligt överstiger utvecklingen för inkomstpensionen än om ett inte obetydligt antal får ett utfall som är sämre än inkomstpensionen. Spridningen medför visserligen att en del individer får högre ersättningsgrad men även att individer får lägre ersättningsgrad än 50 procent. För det fall ersättningsnivån blir alltför låg i den allmänna pensionen

ökar trycket och kostnaderna för andra delar i socialförsäkringen, vilket är en samhällsekonomisk kostnad av spridningen.

Den akademiska forskningen liksom analys av premiepensionssystemet visar att svaga grupper i samhället har större svårigheter att fatta placeringsbeslut och tenderar att i högre utsträckning göra olika typer av investeringsmisstag. De uppnår normalt sett även ett sämre förvaltningsresultat. Exempelvis tenderar svagare grupper att ha sämre riskspridning och svårare att avveckla dåliga placeringar.

2. Ett stort fondutbud är svårt att hantera för de flesta sparare

Premiepensionssystemets unikt stora utbud av placeringsalternativ medför icke oväsentliga informationskostnader för individen med påföljande risk för systematiskt dåligt utfall för vissa grupper. Akademisk forskning har inte minst under 2000-talet fördjupat kunskaperna om pensionssystem och individers investeringsbeteende. Resultaten från denna forskning är tydlig. Omfattande valmenyer skapar betydande informationskostnader för individen. Detta skapar en tröghet och individen får svårigheter att fatta placeringsbeslut. Premiepensionssystemets valmeny, som numera består av drygt 800 fonder, kan exempelvis jämföras med de 401k-planer (tjänstepensioner) i USA som normalt har knappt 10 placeringsalternativ eller svenska tjänstepensionssystem med mellan 4 och 40 placeringsalternativ vid val av fondförsäkring. Informationskostnaderna gör att individer med begränsade kunskaper tenderar att hamna i icke-valsalternativ eller bli fast i ett initialt eget val. Vanliga variabler som karakteriserar finansiell kunskap är utbildningsnivå, inkomst och förmögenhet. Finansiella valmenyer med ett stort utbud av exempelvis fonder gör beslutfattandet så komplext att individen blir passiv eller fattar irrationella beslut. Forskningen har identifierat att individen ofta följer enkla beslutsregler och exempelvis investerar i alternativ som presenteras först, eller utifrån fördelning i utbudet (aktiefonder väljs när de dominerar i utbudet och räntefonder väljs när de dominerar utbudet). Pensionsmyndigheten har också erfarenhet av att individens val styrs av utformningen av valblanketten. Exempelvis har blivande pensionärer ställts inför valet att fortsätta med fondförsäkringen eller placera kapitalet i en traditionell livförsäkring. Fondförsäkringen har varit icke-valsalternativet med undantag av en period 2010/2011 då valen framställdes neutralt.

Omkring 10 procent av individerna valde den traditionella livförsäkringen under perioden då fondförsäkringen var icke-valsalternativet medan ca 50 procent valde den traditionella livförsäkringen när valsituationen framställdes neutralt. Valet styrs således många gånger inte av individens preferenser utan av hur situationen uppfattas. Ett förvaltsalternativ kan exempelvis upplevas som ett investeringsråd. Finansinspektionen har också i undersökningar dokumenterat individers bristande kunskaper för finansiella beslut.

Ett annat exempel på informationskostnader och att individen upplever pensionsbeslut som svåra är den snabba framväxten av en rådgivningsmarknad. Placeringsrådgivare värvar allt fler pensionssparare för att hantera individens placeringsbeslut. I samband med införandet av stopp för massfondbyten har flera av rådgivarna startat egna fonder. Den 31 mars 2013 hade knappt 800 000 individer valt någon av dessa fonder. Premiépensionsrådgivarnas fonder i pensionssystemet är normalt dyrare än övriga fonder, den extra kostnaden som pensionsspararna får betala utgör ca 0,4 procent per år, vilket utifrån dagens volym innebär ca 200 miljoner kronor per år i extra kostnad jämfört med genomsnittsfonden. Dessutom debiterar flera premiépensionsrådgivare avgifter utöver förvaltningsarvodet, som uppskattningsvis uppgår till ca 200 miljoner kronor per år.

I promemorian konstateras, utifrån valstatistiken, att intresset för aktiva/egna val är litet. Färre än 10 procent av spararna har under perioden 2000 till 2011 gjort förändring i sin portfölj mer än en gång per år. 20 procent av spararna har gjort ett aktivt val år 2000 men inget val därefter. Enkätundersökningar visar t.o.m. att många individer överhuvudtaget inte vet vad de har för fonderat pensionssparande. Mot bakgrund av detta väntas rådgivarmarknaden inom premiépensionssystemet fortsätta att växa i snabb takt och även relaterade kostnader i systemet. Premiépensionsrådgivarnas råd, där individer klumpas ihop i ett fåtal fonder (många individer erhåller samma investeringsinriktning och risktagande), strider många gånger mot branschpraxis och pensionsreformens syfte om att placeringarna ska anpassas efter individens egen balansräkning och riskaptit.

3. Högre kostnader än nödvändigt

Kostnaderna inom premiepensionssystemet är flera. I fonderna utgår en förvaltningsavgift samt transaktionskostnader i form av courtage. För år 2011 var det kapitalviktade förvaltningsarvodet efter avdragna rabatter ca 0,4 procent och synliga transaktionskostnaderna ca 0,2 procent för fonder exklusive AP7 Såfa. Storleken på transaktionskostnaderna styrs bl.a. av individernas aktivitet, som genererar kostnader i fonderna både genom likviditetsförvaltning hos fonderna och synliga direkta transaktionskostnader. Detta problem har dock reducerats genom stopp för massfondbyten. En omfattande placeringsmeny påverkar kostnaderna då det begränsar möjligheten till nettoredovisning av värdepappersaffärer. Dessutom finns det stordriftsfördelar vad gäller de direkta transaktionskostnaderna där exempelvis AP7 Såfa har lägre transaktionskostnader än fonder på Pensionsmyndighetens fondtorg. Sammantaget bedöms förvaltningskostnaderna ovan kunna reduceras med minst två tredjedelar.

En kostnad som inte tidigare lyfts fram är utländsk skatt, som betalas på utländska innehav som ligger i fonder på fondtorget. Svenska staten är skattebefriad från sådan skatt i många länder. För att staten ska kunna utnyttja sin skattestatus och slippa betala utländsk skatt måste staten vara registrerad ägare av värdepappren när utdelning sker. Det är inte fallet med nuvarande konstruktion av fondtorget. Mot bakgrund av premiepensionskapitalets nuvarande allokering genom fonder och aktuella skattesatser kan den utländska skattekostnaden uppgå till ca 1 miljard kronor per år. Denna kostnad växer i takt med systemet och allokering till utländska marknader genom fonder. I ett fullt utbyggt premiepensionssystem kan den utländska skatten komma att uppgå till omkring 5 miljarder kronor per år. Uppskattningen baseras på ett flertal antaganden bl.a. att dagens begränsade allokering till utländska tillgångar ska bestå samt att skattesatserna för kapitalbeskattning inte förändras. Till skillnad mot fondernas kostnader är skattekostnaden i sin helhet en onödig kostnad eftersom den inte tillför förvaltningen och pensionsspararna något värde.

Behov av justeringar i premiepensionssystemet

De problem som har identifierats med den nuvarande konstruktionen av premiepensionssystemet går att hantera. Problemen är i stor utsträckning en följd av att individer har mindre finansiella kunskaper än vad som förutsatts och det stora utbudet av fonder. Att hantera problemen handlar därför mycket om att på olika sätt minska den valfrihet som finns i dag eller annorlunda uttryckt sätta ett pris på vad en omfattande valfrihet är värd. Här finns inga absoluta sanningar utan det är en fråga om värderingar – vilka egenskaper man prioriterar och vilka effekter man kan fördrå. I promemorian lämnas därför inte ett förslag utan visar på två alternativa vägar som i olika utsträckning hanterar problemen och förändrar konstruktionen.

Det första alternativet tar sin utgångspunkt i dagens fondtorg med ett i princip oförändrat antal fonder. För att mildra de identifierade problemen införs bekräftelseval och icke-valsalternativet ska här tydligare lyftas fram som ett bra alternativ för den som uppenbart inte kan eller vill välja själv. Införandet av kostnads- och riskbegränsningar innebär sannolikt en viss reduktion av antalet fonder och minskar risken för dåliga utfall till följd av begränsad kunskap.

Det andra alternativet innebär att ett nytt fondtorg skapas med upp till tio valbara fonder med intern och extern förvaltning. Fonderna bör ha olika risk- och investeringsinriktning, som fritt kan väljas. Även här finns ett icke-valsalternativ motsvarande det som finns i dag. I den mån spridningen i avkastning mellan individer upplevs alltför problematisk kan det begränsade fondtorget reduceras till en gemensam fond vilket medför något lägre kostnader.

Vilken väg man väljer är alltså en fråga om värderingar. Det första alternativet prioriterar valfriheten men till priset av kostnader och större spridning. Det andra alternativet hanterar de tre problemen bättre men till priset av att valalternativen begränsas.

1 Inledning

Sveriges riksdag beslutade år 1994 att reformera pensionssystemet. Det ledde fram till införandet av en allmän premiepension som innebär att 2,5 procent av individens inkomst, upp till ett tak, fonderas på ett individuellt konto där kapitalet placeras på kapitalmarknaden. Promemorian har utgått från följande tre huvudsyften för premiepensionssystemet¹:

- Ett fonderat system ska ge pensionsspararna en möjlighet att investera på kapitalmarknaden och därigenom en möjlighet att tillgodogöra sig den riskpremie som sådana investeringar bör vara förknippade med. Premiepensionssystemet ska därför skapa möjlighet till en högre förväntad avkastning än vad som är möjligt med ett fördelningssystem, där avkastningen i princip är begränsad till tillväxten i produktionsvärdet per capita.
- Placeringen på kapitalmarknaden ska ge pensionsspararna möjlighet till ökad riskspridning inom den allmänna pensionen. Genom sitt investeringsbeslut ska premiepensionsspararen bli mindre beroende av den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige, såväl som av utvecklingen i den sektor av ekonomin där den enskilde själv verkar. Genom att investera i andra ekonomier än den svenska ska premiepensionen frikopplas från den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige.

¹ I samband med ställningstagandet om att införa ett premiereservsystemet fanns också ett starkt syfte med att öka det då låga eller snarast negativa sparandet. Sedan dess har sparandet ökat, främst till följd av tjänstepensionsavsättningar, och motivet har därför inte samma betydelse i dag.

- Valfriheten ska ge pensionsspararna bättre möjligheter till individanpassat risktagande/sparande. Utgångspunkten är att individen och ingen annan som kan fatta investeringsbeslut med hänsyn tagen till pensionsspararens riskvilja, ålder, inkomst och annat sparande. Pensionsspararen ska därmed få möjlighet att anpassa risken i premiepensionssparandet till just sin specifika livssituation. Valfrihet och eget ansvar är således grundläggande beståndsdelar i premiepensionssystemet.

År 2000 lanserades de fria valen och de 4,4 miljoner individer som omfattades av systemet gavs möjlighet att själv besluta hur de egna pensionsavsättningarna från åren 1995–1998 skulle placeras, totalt 56 miljarder kronor. Därefter har systemet växt och omfattar nu över 6 miljoner individer vars pensionskapital vid utgången av 2012 uppgick till knappt 500 miljarder kronor. I takt med att premiepensionssystemet fasas in kommer kapitalet fortsätta att växa och systemet beräknas vara fullt infasat på 2060-talet. Det kommer då utgöra ett betydande kapital på finansmarknaderna och ett viktigt pensionskapital för individer. Löpande analys och utvärdering av systemet är därför viktigt för att säkerställa att systemet uppnår önskat resultat.

Premiepensionssystemet har allt sedan lanseringen analyserats i ett stort antal akademiska studier och även i en statlig utredning. I betänkandet Svårnavigerat? Premiepensionssparande på rätt kurs (SOU 2005:87) konstateras att pensionsspararna har bristande kunskap om och engagemang för sitt premiepensionssparande. Dessutom såg utredningen problem med ett alltför omfattande fondtorg och föreslog att dåvarande Premiepensionsmyndigheten skulle få verktyg för att reducera antalet fonder. Resultatet av utredningen blev att Pensionsmyndigheten skapade ett it-baserat beslutstöd i syfte att hjälpa pensionsspararna att göra medvetna val. Detta har emellertid ännu inte väckt något större intresse från pensionsspararna eller fått önskad effekt i form av ökat engagemang. En senare översyn av premiepensionssystemet resulterade i lagändringar 2011, vilka huvudsakligen innebar att icke-valsalternativet gjordes valbart och gavs en generationsprofil.

Pensionsgruppen, vilken består av företrädare för de fem partierna som står bakom pensionsöverenskommelsen (S, M, FP, C och KD), beslutade om en förnyad utvärdering av premiepensionssystemet i mars 2012. Utvärderingens fokus bestod

i att fördjupa kunskapen om vilka problem och möjligheter till förbättringar som finns inom premiepensionssystemet. En viktig del av uppdraget var att betrakta premiepensionen som en del av pensionen i ett helhetsperspektiv. Arbetet påbörjades i september 2012 och föreliggande promemoria summerar resultaten och slutsatserna från det arbetet. Promemorian behandlar särskilt följande områden:

- Historisk utveckling inom premiepensionssystemet samt förväntad utveckling när systemet är fullt infasat
- Individspecifika resultat avseende placeringar, avkastning och pension
- Individens riskspridning inom den allmänna pensionen
- Kostnadsanalys inom premiepensionen
- Förbättringsmöjligheter inom premiepensionen

Arbetet har inkluderat en omfattande kvantitativ analys av individers förvaltningsresultat baserat på ett stort individdataset med detaljerad information om ca 200 000 individer. En viktig slutsats är att resultaten i stor utsträckning är beroende av vilken tidsperiod som studeras. Det innebär att det är svårt att hitta systematiska skillnader mellan grupper som gäller oavsett tidsperiod. Vissa grupper går det bra för i uppgång och andra i nedgång. Eftersom ingen vet hur den framtida kapitalmarknaden utvecklas utgör systematiska skillnader mellan individer mot bakgrund av ovanstående inte en viktig del i problembilden. Resultaten är därför av deskriptiv karaktär och summeras översiktligt. I stället ligger fokus i promemorian på viktiga problemområden som identifierats samt förbättringsmöjligheter utifrån syftet med pensionsreformen och samhällsekonomisk effektivitet. Då det inte finns någon enkel lösning på identifierade problem med beaktande av de konsekvenser en reformerad premiepension kan innebära lämnas förslag på två alternativa vägval. Alternativen har för- och nackdelar och påverkar spararna på olika sätt. I slutändan handlar det därför om politiska överväganden om individens respektive socialförsäkringens ansvar för pensionsutfallet. I den beslutsprocessen bör en tydlig målformulering för den allmänna pensionen tas fram. Vilka minimipensioner eller ersättningsnivåer vill staten garantera och vilka delar ska individen själv ansvara för? Därefter bör staten finna

en samhällsekonomisk effektiv hantering av statens totala åtagande och totala fonderade pensionsmedel.

2 Bakgrund

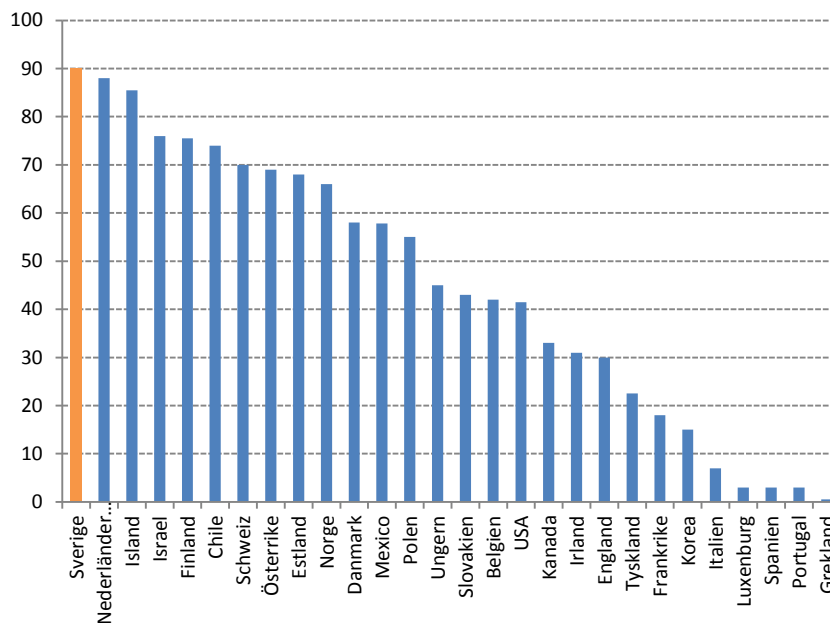
2.1 Pensioner

Pensioner och pensionssystem har under de senaste årtiondena blivit en allt viktigare fråga för individen och beslutsfattare i västvärlden. Bakgrunden är en ökad medellivslängd med en allt längre pensionsperiod för individen. Den ökade medellivslängden medför också betydande demografiska utmaningar då en allt större andel av befolkningen hamnar utanför arbetskraften. Försörjningsbördan för de som arbetar tilltar i termer av antal individer som ska försörjas per individ i arbetsför ålder. De traditionella förmånsbaserade pensionssystemen har mot denna bakgrund i allt större omfattning reformerats för att omvandlas till avgiftsbaserade pensionssystem med större inslag av fondering. Genom att införa individuella pensionssparkonton hanteras den demografiska risken och den enskilde får i stället själv bära den finansiella risken.

En internationell utblick visar att det finns stora skillnader mellan pensionssystem i olika länder. En viktig parameter är hur allmänna de är d.v.s. hur stor del av befolkningen som täcks av pensionssystemet. Bland OECD-länder ligger Sverige i topp i termer av täckningsgrad, hela 90 procent av arbetskraften täcks av kollektivavtalade tjänstepensioner. Näst efter Sverige kommer Nederländerna med en andel på 87 procent, följt av Island, Israel, Finland, Chile och Schweiz som alla har en täckningsgrad vad gäller privat pensionssparande som överstiger 70 procent av personer i arbetsför ålder. Lägst täckningsgrad bland länderna i OECD har Grekland, Portugal, Spanien, Luxemburg och Italien. De har en täckningsgrad under 10 procent. Diagrammet nedan visar hur stor

del av befolkningen i arbetsför ålder som täcks av pensionssparande i OECD.

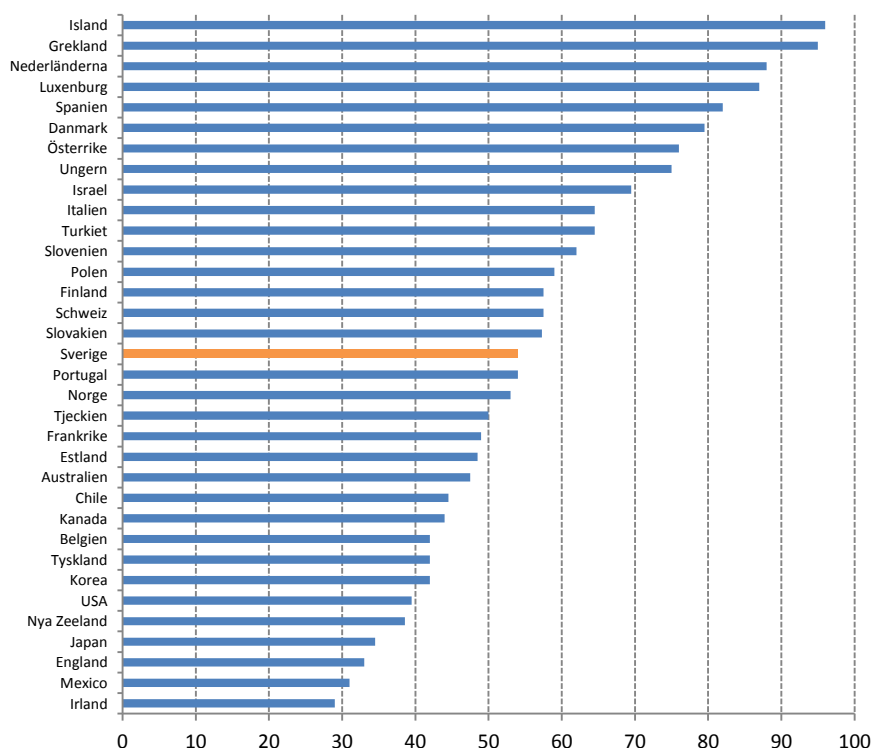
Diagram 2.1 Andel med obligatoriskt & halvobligatorisk pension



Källa: OECD

En annan viktig parameter i ett socialförsäkringsperspektiv är ersättningsnivå. OECD har gjort en sammanställning över vilken ersättningsnivå som en medelinkomsttagare kan vänta sig i form av statlig och annan obligatorisk eller delvis obligatorisk pension. Den visar att Sverige inte ligger i topp utan i nivå med OECD ländernas snitt. Pensionsmyndighetens skattning av ersättningsnivån är något högre eftersom de indikerar en ersättningsnivå på ca 62 procent (allmän och tjänstepension vid pensioneringsålder). I ersättningstoppen ligger bl.a. Spanien och Grekland samtidigt som de båda länderna låg i botten vad gäller täckningsgrad. Det betyder att få individer får en mycket hög pension i dessa länder. Diagrammet nedan visar ersättningsnivåer för OECD länder.

Diagram 2.2 Beräknad ersättningsnivå för genomsnittlig löntagare



Källa: OECD

Pensionsmyndigheten har gjort mer detaljerade beräkningar på de framtida förväntade pensionerna för olika åldersgrupper. I dessa finns en underliggande trend om allt lägre pensioner i takt med ökad livslängd och en fast pensionsålder. Utifrån en pensionsålder på 65 år är den förväntade pensionen (allmän och tjänstepension) ca 80 procent av slutlön för en individ som är född 1930. Motsvarande förväntade pension för en individ född 1995 är drygt 60 procent. Av dessa 60 procent kommer drygt hälften från inkomstpension vilken är förknippad med små risker. Övriga delar, dvs. premiepension och tjänstepension, som huvudsakligen är placerade på kapitalmarknaden är förknippade med större risker.

Denna del av pensionen kommer således ge upphov till stor spridning i faktiska ersättningsnivåer. Tabellen nedan visar de förväntade ersättningsnivåerna vid en pensionsålder om 65 år. I den mån pensionsåldern anpassas efter den ökade medellivslängden blir pensionsåldern knappt 69 år för en individ född 1995 och ersättningsnivån ca 76 procent av slutlön.

Tabell 2.1 Förväntad ersättningsnivå som andel av slutlön i Sverige

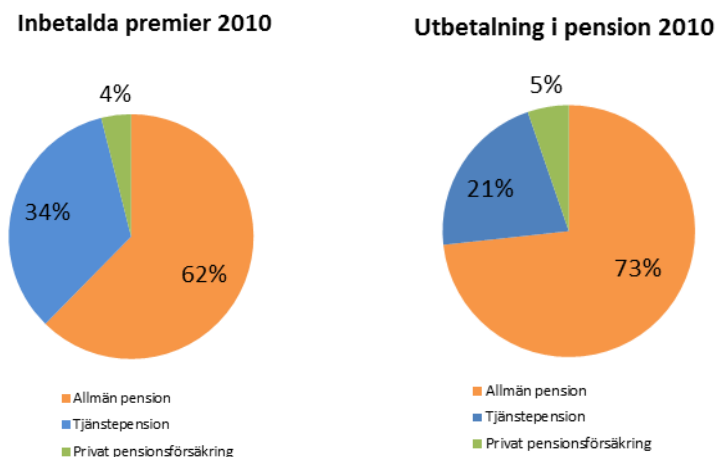
<i>Årskull</i>	<i>Allmän pension vid 65, %</i>	<i>Tjänstepension vid 65, %</i>	<i>Totalt (allmän + tjänste-pension), vid 65, %</i>
1930	58,5	21,7	80,2
1940	53,4	21,4	74,8
1945	48,1	20,0	68,1
1950	46,8	19,0	65,8
1955	45,5	18,1	63,6
1960	45,3	17,6	62,9
1965	45,2	17,3	62,5
1970	45,5	17,0	62,5
1975	45,4	16,9	62,3
1980	45,6	16,8	62,4
1985	45,4	16,8	62,2
1990	45,1	16,8	61,9
1995	44,7	16,8	61,5

Källa: Pensionsmyndigheten

Den fonderade delen av det svenska pensionssystemet är under infasning, vilket innebär en kapitaluppbyggnad inom ramen för premiepensionen och tjänstepensionen. Diagrammen nedan visar fördelningen av inbetalda premier och utbetalningar av pension mellan allmän pension, tjänstepension och privat pensionssparande. Av inbetalningarna går 62 procent till den allmänna pensionen och 73 procent av pensionsutbetalningarna går därifrån. Till

tjänstepensionen går 34 procent av inbetalda premier medan endast 21 procent av pensionsutbetalningarna avser tjänstepensionen.²

Diagram 2.3 Inbetalda premier och uttag i pension 2010



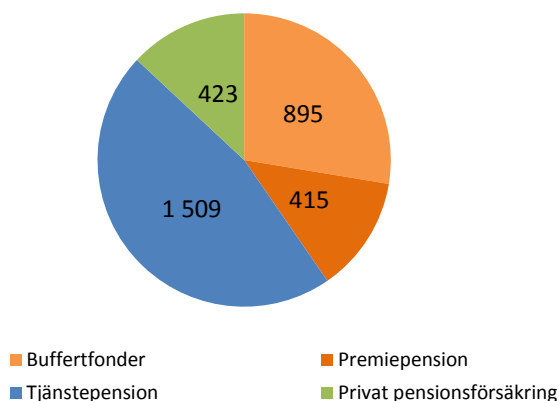
Källa: Orange rapport, Pensionssystemets årsredovisning 2011

Det samlade förvaldade pensionskapitalet uppgick till 3 240 miljarder kronor (tjänstepension, premiepension, buffertfonder och privat pensionssparande) per den 31 december 2010.³ Detta kapital kommer mot bakgrund av nettoinflödena ovan växa betydligt och i synnerhet inom tjänstepensionen där förhållandet mellan inflöde och utflöde är som störst.

² Orange rapport, Pensionssystemets årsredovisning 2011, s. 2.

³ För tjänstepension och privatpension är uppgifterna inte helt fullständiga, exempelvis ingår inte pensionsstiftelser och i vissa fall görs avsättningar till tjänstepension i ett företags balansräkning. Sådana avsättningar ingår inte i inbetalda premier eller förvaltad kapital.

Diagram 2.4 Förvaltats pensionskapital 2010 (mdkr)



Källa: Orange rapport, Pensionssystemets årsredovisning 2011

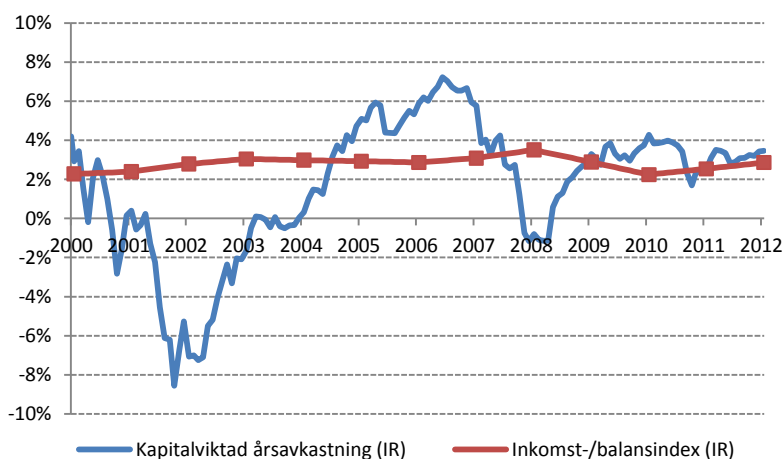
2.2 Allmän pension

Reformeringen av det svenska allmänna pensionssystemet innebär att systemet gick från att vara förmånsbestämt till att bli avgiftsbestämt. Det innebär att i stället för att göra utfästelser om hur stor pensionen ska bli, så ligger hela livsinkomsten till grund för den framtida pensionen och alla inkomster upp till ett inkomsttak, 7,5 inkomstbasbelopp, ger pensionsrätt. Reformen innebär att 18,5 procent av individens inkomst upp till inkomsttaket utgör grunden för den individuella pensionsavsättningen. Av de 18,5 procenten fonderas 2,5 procentenheter inom ramen för premiepensionssystemet. Övriga 16 procentenheter utgörs av inkomstpension som används för att betala dagens inkomstpensioner. Det nya avgiftsbaserade systemet medförde att staten reducerade den demografiska risken i pensionsåtagandet, dvs. individen bär i stället risken för värdeutvecklingen på inbetalda pensionspremier.

Tidpunkten för omläggningen av pensionssystemet till ett system där en del placeras på kapitalmarknaden ska ses mot bakgrund av den då tillgängliga historiken, ett mycket starkt 1980-tal och 1990-tal på kapitalmarknaden. Tidpunkten för lanseringen var inte optimal då det i efterhand visat sig att omläggningen

skedde strax innan it-bubblan brast. Dessutom blev utvecklingen än sämre genom att individernas investeringsbeslut i betydande utsträckning baserades på den då aktuella historiken, och bl.a. it-fonder som haft högst avkastning historiskt, valdes. Dessa fonder, med historiskt mycket hög avkastning, fick under de första negativa åren på kapitalmarknaden extra svag avkastning. Den mindre lyckade tidpunkten för placeringarna på kapitalmarknaden ska inte överdrivas, eftersom systemet successivt infasas med årliga avsättningar för individen under en 40 årsperiod. Diagrammet nedan visar värdeutvecklingen för premiepensionen och inkomstpensionen. Då premiepensionskapitalet i huvudsak är placerat i aktier följer premiepensionen börsutvecklingen, medan inkomstpensionen i princip följer inkomstindex, som speglar den genomsnittliga löneutvecklingen i Sverige. Fram till och med 2012 har premiepensionen överträffat inkomstpensionen. Den genomsnittliga avkastningen för premiepensionen var 3,5 procent, vilket kan jämföras med 2,9 procent för inkomstpensionen.

Diagram 2.5 Genomsnittlig kapitalviktad avkastning per år för alla premiepensionssparare under åren 2000–2012

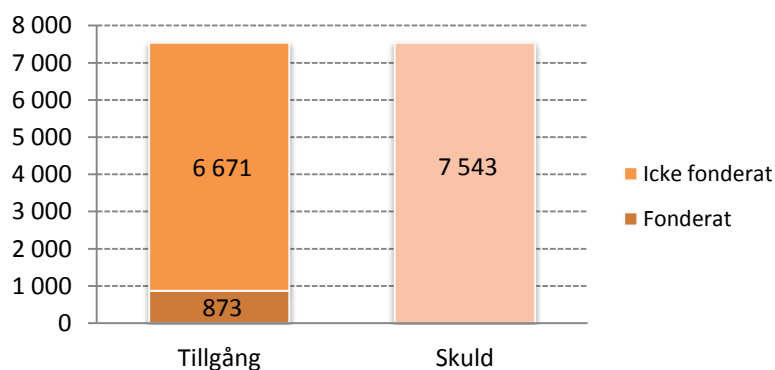


Källa: Pensionsmyndigheten

2.2.1 Inkomstpension

Huvuddelen, 86 procent, av det individuella pensionssparandet inom det allmänna pensionssystemet görs inom ramen för inkomstpensionen. Inkomstpensionen är ett s.k. pay-as-you-go system vilket innebär att de pensioner som utbetalas till dagens pensionärer finansieras genom det pensionssparande som dagens förvärvsarbetande gör. Det innebär att svenska staten byggt upp en pensionsskuld till framtidens pensionärer, som ska betalas av framtidens förvärvsarbetare. Individens avkastning på de medel som betalas in till inkomstpensionen styrs normalt av inkomstindex, som speglar den genomsnittliga utvecklingen av de förvärvsarbetandes inkomster.⁴ Tillväxten i inkomstindex brukar jämföras med en ränteplacering, då den är betydligt mer stabil än placeringar på aktiemarknaden. Emellertid är det inte osannolikt att en stark ekonomisk utveckling och en stark utveckling på kapitalmarknaden kan sammanfalla. Diagrammet nedan visar att staten fonderat knappt 12 procent av pensionsskulden hänförlig till inkomstpensionen. I slutet av 2011 var 873 miljarder kronor av inkomstpensionen placerad på kapitalmarknaden via buffertfonderna.

Diagram 2.6 Tillgångar och skulder i inkomstpensionen 2011 (mdkr)



Källa: Pensionssystemets årsredovisning

⁴ I det fall balanseringen är i funktion är det i stället balansindex som bestämmer värdeutvecklingen.

2.2.2 Premiepension

Promemorian har utgått från tre huvudsyften för premiepensionssystemet, vilket beskrevs i kapitel 1. För det första förväntas en riskpremie erhållas genom att kapitalet placerades på kapitalmarknaden. För det andra förväntas en riskspridning uppnås i förhållande till inkomstpensionen. För det tredje förväntas individen själv kunna anpassa risken i sitt pensionssparande.

Utformning av systemet

År 2000 gavs 4,4 miljoner svenskar en möjlighet att göra ett premiepensionsval. Vid det initiala valet placerades pensionspremier för åren 1995–1998 till ett värde av 56 miljarder kronor. Per den 31 december 2012 uppgick det fonderade kapitalet i premiepensionssystemet till 471 miljarder kronor, varav 130 miljarder (28 procent) var placerat hos Sjunde AP-fonden. Premiepensionskapitalet motsvarar drygt hälften av det fonderade kapitalet i buffertfonderna inom inkomstpensionen. Emellertid väntas de fonderade medlen inom premiepensionssystemet öka stadigt under uppbyggnadsfasen och under 2020-talet överstiga de fonderade medlen inom inkomstpensionen. Premiepensionssystemet väntas därefter fortsätta att växa, då det är fullt infasat först på 2060-talet. Därefter kommer blivande pensionärer göra betydande uttag av premiepension som begränsar den fortsatta utvecklingen. De fonderade medlen inom systemet kan jämföras med den svenska fondmarknaden som per 31 december 2012 uppgick till 1 577 miljarder kronor (exklusive premiepensionskapital).

Lanseringen av premiepensionen föregicks av en intensiv medial uppmärksamhet, vilket skapade ett stort intresse för individen att själv göra aktiva val. Av de 4,4 miljoner individer som hade möjlighet att välja fonder på Premiepensionsmyndighetens fondtorg gjorde 3 miljoner det, vilket motsvarar 67 procent. I studien Engström och Westerberg (2003) analyseras de aktiva valen. Resultaten avviker markant från investerarbeteende inom ramen för andra pensionssystem och finansiella beslut. Exempelvis är andelen i icke-valsalternativet/egna val omvänd jämfört med andra studier. Se exempelvis Madrian och Shea (2001), deras studie

av amerikaners investeringsbeslut inom ramen för en 401k plan⁵ visade att 71 procent hamnade i icke-valsalternativet och 29 procent gjorde ett aktivt val. Engström och Westerberg fann också ett omvänt beteende vad gäller könsskillnader, kvinnor gjorde egna val i större utsträckning än män till skillnad från tidigare studier där det dokumenterats att män är mer aktiva. Även åldersfaktorn avviker från tidigare studier då unga var mer aktiva än äldre individer.

Premiepensionsmyndighetens fondtorg bestod initialt av 460 fonder, vilka inkluderade de flesta investeringsinriktningar som finns tillgängliga på den privata fondmarknaden. Aktiefonder dominerade utbudet och utgjorde 68 procent. Blandfonder och räntefonder var betydligt mindre grupper, 18 procent respektive 14 procent. I likhet styrdes valen mot fondkategorier som var stora och bl.a. dominerade aktiefonder i valstatistiken, se Massa m.fl. (2006) som särskilt dokumenterat detta inom ramen för premiepensionen.⁶

Det svenska fondtorget inom premiepensionen är unikt i ett internationellt perspektiv mot bakgrund av den mycket omfattande menyn av placeringsalternativ. Chile, som redan på 1980-talet lanserade ett fonderat pensionssystem med placeringsalternativ, har varit ett förebild för omläggning av pensionssystem i Latinamerika. Vid lanseringen av det chilenska systemet fanns 12 fondbolag (AFP, Administradora de Fondo de Pensión) att välja mellan. År 1994 hade de ökat till 21 som med hjälp av bl.a. sammanslagningar landade på 5 AFP år 2008. År 2012 fanns 6 AFP som totalt förvaltade 165 miljarder USD i kapital. Huvuddelen av kapitalet är placerat i räntebärande tillgångar. För exempelvis män i åldern 36 till 55 år får högst 40 procent av kapitalet placeras i aktier. Kvinnor tvingas reducera aktieandelen 5 år tidigare än män. Varje AFP har möjlighet att erbjuda maximalt 5 fonder.⁷ Premiepensionssystemet kan även jämföras med 401k planer i USA där placeringsalternativen normalt sett understiger 10, se Elton, Gruber och Blake (2004).

Principen för det svenska systemet är öppenhet med vissa krav på riskbegränsningar. Pensionsmyndigheten placerar på begäran av

⁵ En 401k plan är en typ av pensionsplan vilken är tillgänglig via många arbetsgivare i USA.

⁶ Naiva diversifieringsstrategier har även dokumenteras på amerikanska data, se Bernatzi och Thaler (2001).

⁷ Se Tapen (2011) för en utförlig beskrivning av latinamerikanska fonderade pensionssystem.

pensionssparare medel i fonder som anmälts för registrering hos myndigheten. Kraven på fonderna och fondförvaltaren för att bli registrerad är mycket begränsade, vilket skapat förutsättningar för det stora och stadigt växande antalet placeringsalternativ. Kraven kan delas upp i tre huvudområden.

1. Regel- och riskrelaterade krav. Fonden ska uppfylla UCITS-direktivet, vilket bl.a. innebär minimikrav på riskspridning och transparens.
2. Kostnadsbegränsningar. Stordriftsfördelar hos fondförvaltarna ska komma pensionsspararna till del genom en volymbaserad rabattmodell samt förbud mot insättnings- och uttagsavgifter.
3. Samarbete med och informationsgivning till Pensionsmyndigheten, exempelvis kostnadsredovisning.

Individen tilläts att fördela sitt pensionskapital i högst fem fonder där den statliga icke-vals-fonden till en början inte var valbar. Den initialt höga frekvensen av egna val på fondtorget ska ses i ljuset av individers normalt låga intresse för att göra egna placeringsval inom ramen för pensionssystem.

Individens aktivitet

Då premiepensionssystemet startade år 2000 valde 67 procent av spararna en egen portfölj. Därefter har allt färre nya pensionssparare valt att placera kapital på fondtorget. De senaste fem åren har utvecklingen planat ut på ca 1,5 procent av nyspararna som valt en egen portfölj. Att det var så många som valde fonder på fondtorget år 2000 beror sannolikt på den massiva informationskampanjen om vikten av att välja fonder för att uppnå en god pension. Sannolikt påverkade också den då mycket positiva börsutvecklingen och allmänna debatten om kapitalplaceringars alla möjligheter intresset för egna val. Statens fokus på egna val, oavsett individens kunskap och vilja, återspeglas bl.a. i SOU 2005:87 "Svårnavigerat", där systemets framgångar mäts i termer av andel individer som gjort egna val på fondtorget. År 2007 förändrades kommunikationsstrategin gentemot nyspararna vilket innebar att dessa inte längre fick ett "valpaket" med särskild information. I stället fick de enbart ett informationsblad i det orange kuvertet. Av

tabellen nedan framgår att andelen nysparare sedan starten sjunkit betydligt för att under de senaste fem åren stabiliserats kring en och en halv procent. Det är dock viktigt att notera att de som kom in i systemet år 2000 hade ett större kapital än de senare årens nysparare, eftersom kapitalet år 2000 baserades på avgifter som ackumulerats under flera år (1995–1998). Genomsnittsåldern var också betydligt högre varför spararna hade högre inkomster och därmed högre pensionspremier att placera. Tabellen nedan visar andelen som gjort ett aktivt val sedan lanseringen år 2000. Den fallande trenden av andelen aktiva val är tydlig för både män och kvinnor även om den sedan år 2007 har planat ut.

Tabell 2.2 Andel pensionssparare som valt egen portfölj vid inträdet samt antal nya pensionssparare – fördelat på samtliga, kvinnor, män och inträdesår, åren 2000–2011

Inträdesår	Totalt (%)	Kvinnor (%)	Män (%)	Antal nya pensionssparare, tusental
2000	67,0	68,0	66	4420
2001	18,0	18,2	16,8	493
2002	14,0	14,0	14,3	196
2003	8,4	8,4	8,3	150
2004	9,4	9,3	9,5	129
2005	8,0	8,3	7,7	117
2006	7,4	7,4	7,5	115
2007	1,6	1,6	1,7	133
2008	1,6	1,4	1,8	163
2009	1,6	1,5	1,8	183
2010	1,6	1,4	1,7	178
2011	1,5	1,4	1,7	129

Källa: Premiepensionen, pensionsspararna och pensionärerna 2011, Pensionsmyndigheten

Historiken visar att individers intresse för att utnyttja fondtorget ökar successivt med åren. Sannolikt förklaras detta av att individer tenderar att bli mer intresserade av pensionssparande i takt med ökad pensionsbehållning samt att pensioneringen blir mindre

avlägsen. Av de som kom in i systemet år 2000 har andelen med egen vald portfölj också ökat med tiden och 2011 var det 77 procent i den gruppen som valt en egen portfölj. Trots att andelen som valt egen portfölj vid nyinträdet varit stabil, runt 1,5 procent de senaste 5 åren, har andelen som valt egen portfölj under åren efter inträdet varierat. Andelen som efter två år valt en egen portfölj var 12 procent för dem med inträdesår 2007 och 9 procent för dem med inträdesår 2009. Fyra år efter inträdet (2011) hade andelen bland de med inträdesår 2007 med en egen vald portfölj ökat till ca 18 procent. Tabellen nedan visar hur andelen individer med egen portfölj ökar med antal år i systemet, vilket bland annat kan förklaras av premiepensionsrådgivarnas marknadsbearbetning och ökat eget intresse. Noll år innebär andelen som valt den 31 december inträdesåret. Data finns enbart för åren 2007–2011, den första diagonalen motsvarar 2007.

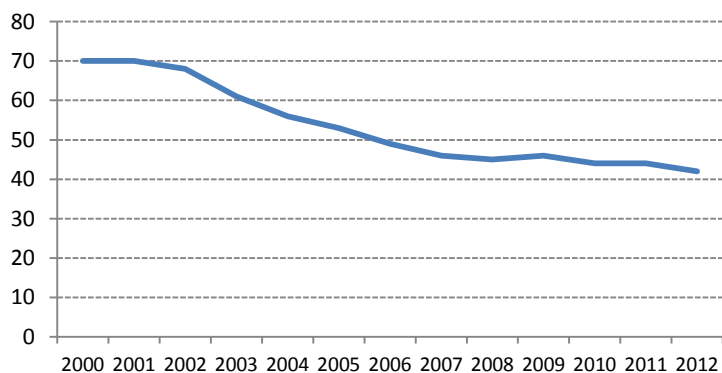
Tabell 2.3 Andel pensionssparare som valt egen portfölj vid inträdet samt ett visst antal år efter inträdet fördelat på inträdesår

Inträdesår	Antal år efter inträdet												
	Vid inträdet	0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	11
2000	67								72	74	75	76	77
2001	18							29	32	36	40	42	
2002	14						24	27	32	35	37		
2003	8,4					18	22	26	29	31			
2004	9,4				17	19	24	27	30				
2005	8,0			14	17	21	25	27					
2006	7,4		12	15	19	22	25						
2007	1,6	4	7	12	15	18							
2008	1,6	4	8	12	14								
2009	1,6	4	7	9									
2010	1,6	3	5										
2011	1,5	3											

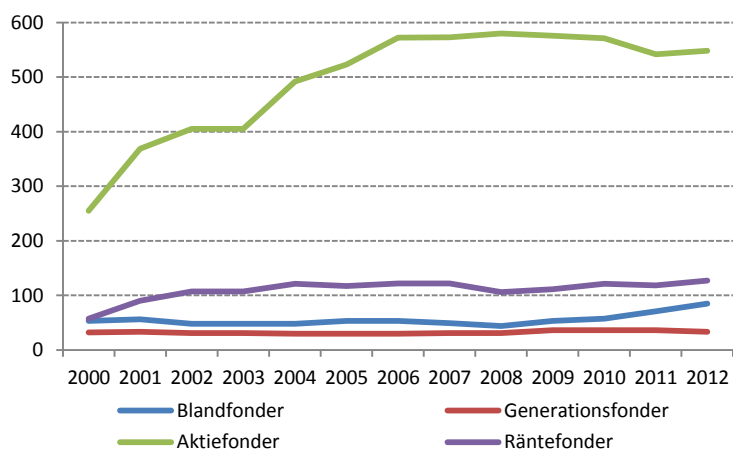
Källa: Socialdepartementets beräkningar i pensionsmyndighetens material

Fondtorget och placeringar

Redan vid lanseringen av premiepensionen år 2000 fick fondtorget ett stort intresse från fondbolag, ca 460 fonder registrerades hos Premiépensionsmyndigheten och blev valbara. Därefter har antalet fonder stadigt ökat och överstiger nu 800 fonder, där antalet aktiefonder överstiger 500. Antalet fondbolag har dock minskat från initialt 70 till drygt 40 år 2012, se diagram nedan.

Diagram 2.7 Antal fondbolag

Källa: Pensionsmyndigheten

Diagram 2.8 Antal fonder och kategori

Källa: Pensionsmyndigheten

Emellertid har individernas val koncentrerats till ett fåtal fonder. Det statliga icke-valsalternativet, AP7 Såfa med en generationsprofil, är överlägset störst och hanterar 28 procent av kapitalet men en betydligt större andel av individerna, då dessa pensionssparande har en lägre genomsnittlig behållning än övriga sparare. De i övrigt 10 största fonderna har tillsammans ca 17 procent av kapitalet och tillsammans med det statliga icke-valsalternativet ansvarar denna grupp för knappt hälften av det samlade premiepensionskapitalet. Den största fonden på fondtorget är AMF Aktiefond Sverige med drygt 11 miljarder kronor tätt följd av Didner och Gerge Aktiefond. Mot bakgrund av de många sparare som inte rör sitt pensionssparande sker endast små förändringar på topplistan över de största fonderna. Ett undantag är Solidar Fonders Flex 100 Plus som snabbt avancerat på topplistan. Fonden startade i maj 2012 och hade vid utgången av året knappt 6 miljarder kronor i förvaltning. Tabellen nedan visar hur kapitalet fördelas mellan de 10 största fonderna på fondtorget och AP7 Såfa.

Tabell 2.4 AP7 Såfa och de tio största fonderna, december 2012(Mkr)

Fondnamn	Fondtyp	Kapital (mkr)	Andel av samtliga
AP7 Såfa	Statens förvaltningsalternativ	130 434	27,7%
AMF Aktiefond Sverige	Sverige	11 347	2,4%
Didner & Gerge Aktiefond	Sverige	10 977	2,3%
Swedbank Robur Transfer 70	Generationsfonder	10 837	2,3%
Swedbank Robur transfer 80	Generationsfonder	10 564	2,2%
AMF Aktiefond världen	Blandfonder	8 850	1,9%
Swedbank Robur Aktiefond Pension	Blandfonder	7 131	1,5%
Swedbank Robur Technology	Övrigt	5 828	1,2%
Solidar Fonder Flex 100 Plus	Utvecklade marknader	5 751	1,2%
SPP Generation 50-tal	Generationsfonder	5 557	1,2%
SPP Generation 60-tal	Generationsfonder	5 521	1,2%
Summa de AP7 och tio mest valda fonderna		212 797	45%
Totalt kapital		470 975	

Källa: Pensionsmyndigheten

Premiepensionskapitalet kan med fördel delas in i fyra huvudinriktningar; aktier på utvecklade marknader, svenska aktier, aktier på tillväxtmarknader samt räntor. Generationsfonder och blandfonder är i allt väsentligt kombinationer av ovanstående fyra investeringsinriktningar. Även de statliga förvaltningsalternativen är i allt väsentligt kombinationer av de fyra investeringsinriktningarna. Av tabellen nedan framgår således att 95 procent av premiepensionskapitalet är placerat i huvudinriktningarna, medan 5 procent är placerat i nischfonder exempelvis branschfonder. Svenska pensionssparare följer det internationella mönstret med att investera en större andel av kapitalet i sin hemmamarknad än vad som motiveras av finansiell teori. Den direkta exponeringen mot svenska aktier är 12 procent men svenska aktier återfinns även i generations- och blandfonder varmed den indirekta exponeringen är drygt 20 procent. Av de egna

valen uppgår svenska tillgångar till ca 40 procent Tabellen visar också att nettoavgiften är i genomsnitt 0,6 procent per år vilket kan jämföras med bruttoavgiften på 1,6 procent och AP7 Såfa som har en avgift på 0,15 procent (aktiedelen).

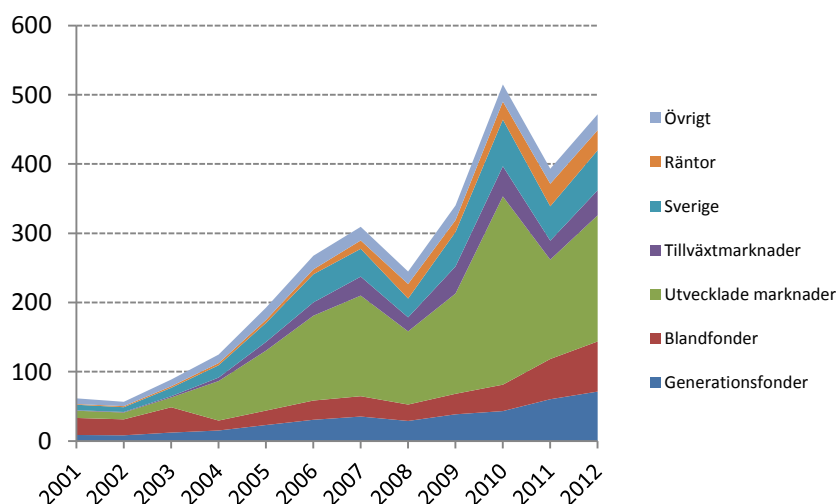
Tabell 2.5 Fondkategori, marknadsvärde, antal fonder

Fondkategori	Marknadsvärde (mkr)	Marknadsvärde, andel	Antal fonder	Fondavgift (%) Netto	Fondavgift (%) Brutto (TER)
Statens förvaltningsalternativ	131 795	28%	4		
Blandfonder	71 416	15%	97	0,6	1,7
Generationsfonder	71 347	15%	33	0,2	0,5
Utvecklade marknader	59 210	13%	295	0,6	1,6
Sverige	57 986	12%	67	0,4	1,2
Tillväxt-marknader	36 035	8%	182	0,7	2,0
Övrigt	23 052	5%	69	0,7	1,9
Räntor	20 134	4%	58	0,2	0,4
Totalsumma	470 975	100%	805	0,6	1,6

Källa: Pensionsmyndigheten

Baserat på årssiffror har allokeringen av det totala kapitalet varit relativt statiskt vilket framgår av diagrammet nedan.

Diagram 2.9 Förvaltad kapital per kategori (mdkr)



Källa: Pensionsmyndigheten

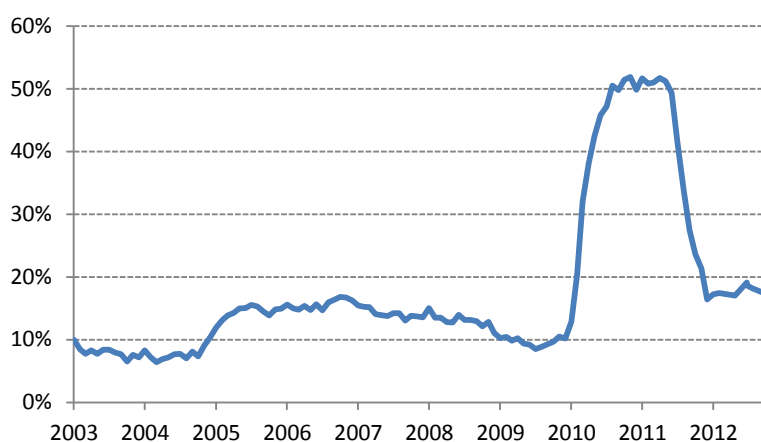
Traditionell försäkring vid pensioneringstillfället

Vid pensioneringstillfället kan premiepensionsspararen välja mellan att stanna kvar i fondförsäkringen eller att övergå till en traditionell försäkring. Vid ett val av traditionell försäkring säljer Pensionsmyndigheten premiepensionsinnehaven och övertar förvaltningen. Pensionsspararen får ett livsvarigt garanterat månadsbelopp och om kapitalförvaltningen ger överskott ges även ett tilläggsbelopp. Den aktuella garantin avseende Pensionsmyndighetens förvaltning är 0 procent i avkastning före omkostnader och inflation. En fördjupad analys av den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet återfinns i Barr (2012).

Fondförsäkringen har hela tiden utgjort förvalsalternativet för blivande pensionärer med undantag för perioden januari 2010 till mitten av 2011. Då ändrade Pensionsmyndighetens utformning av den blankett som används vid ansökan om pension. Den nya blanketten utformades så att förvalsalternativet togs bort och premiepensionsspararen ställdes inför en *neutral* valsituation mellan traditionell försäkring och fondförsäkring. Effekten av detta blev stor – cirka hälften av de blivande pensionärerna valde då att övergå till den traditionella försäkringen. Ett och ett halvt år senare

bytte Pensionsmyndigheten tillbaka till den gamla blanketten med fondförsäkring som förval. Det resulterade i att det aktiva valet av traditionell försäkring sjönk och antalet som väljer traditionell försäkring har återgått till att utgöra ca 17 procent av andelen nya pensionärer. Pensionsmyndighetens förändring av valblanketten visar i likhet med forskning att utformningen av denna har stor påverkan på individernas val. Valet styrs således många gånger inte av individens preferenser utan av hur situationen uppfattas och att exempelvis icke-valet kan uppfattas som ett investeringsråd. Diagrammet nedan visar valbeteendet för pensionärer i premiepensionssystemet som väljer mellan traditionell försäkring och fondförsäkring.

Diagram 2.10 Andelen pensionärer som väljer traditionell försäkring



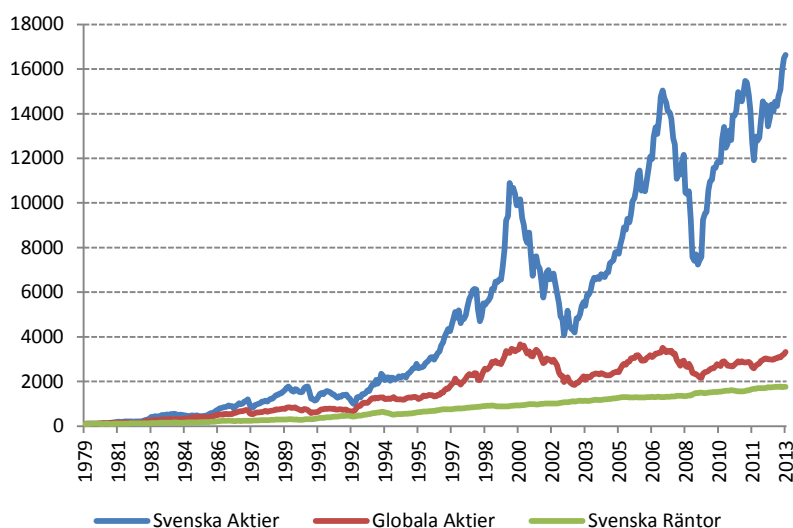
Källa: Pensionsmyndigheten

Framtida utveckling

Premiepensionssystemet är inne i en lång infasningsperiod som löper till 2060-talet beroende på hur livslängden utvecklas. Under denna period kommer den samlade pensionsförmögenheten växa betydligt av nettoflöden/fonderingar. Till detta kommer förhoppningsvis en god kapitalavkastning som medför att den samlade fondförmögenheten växer snabbt. Den hittillsvarande avkastningen i premiepensionssystemet har varit modest mot

bakgrund av två betydande finanskriser med kraftiga prisfall på aktieplaceringar där huvuddelen av premiepensionskapitalet återfinns. Diagrammet nedan visar den historiska utvecklingen för svenska räntor, svenska aktier och globala aktier som är tre viktiga investeringsområden i premiepensionssystemet. Svenska aktier har utvecklats bäst men är också förknippad med högst risk där två kraftiga värdetapp syns, 2002 samt 2008.

Diagram 2.11 Ackumulerad avkastning i SEK (dec 1979=100)

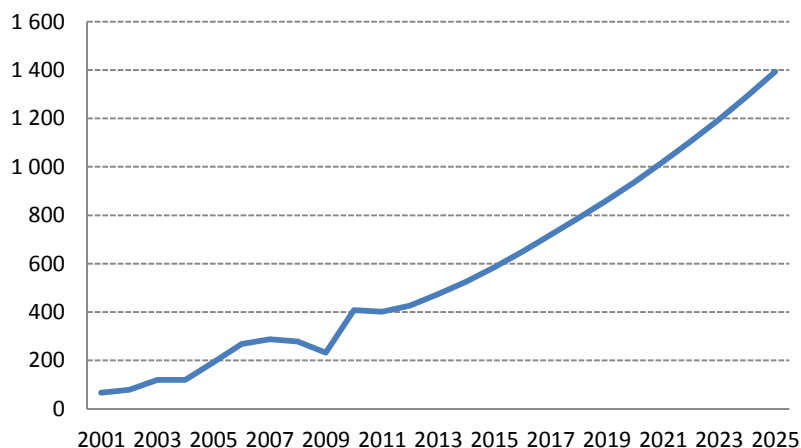


Källa: Riksbanken

I december varje år placeras nya intjänade pensionsrätter för året innan i premiepensionssystemet. Under 2012 tillfördes premiepensionssystemet drygt 30 miljarder kronor, som placerades i pensionsspararnas fonder. Det framtida nettoinflödet av kapital till premiepensionen förväntas under lång tid ligga på motsvarande nivå. Mot bakgrund av beräknat inflöde av nytt kapital, utbetalda pensioner, en förväntan om en realavkastning på aktier på ca 3 procent samt motsvarande pensionsvillkor som i dag kan en uppskattning av framtida utvecklingen av premiepensionskapitalet göras. Nedanstående diagram visar utvecklingen till år 2025 och med motsvarande antaganden väntas kapitalet nå ca 4 000 miljarder kronor år 2040 i nominella termer och knappt 3 000 miljarder

kronor i reala termer. Mot bakgrund av de stora osäkerhetsfaktorerna i skattningen krävs ett betydande konfidensintervall kring de skattade nivåerna. Notera dock att en ökad pensionsålder innebär att kapitalet förväntas öka mer än ovanstående skattningar då pensionsuttag fördröjs och fler åldersgrupper blir kvar i systemet.

Diagram 2.12 Framtida kapital i premiepensionen (mdkr)



Källa: Socialdepartementets beräkningar (Pensionsmyndighetens prognos)

2.3 Tjänstepension

Under åren efter den statliga pensionsreformen har även tjänstepensionerna genomgått stora förändringar. Tjänstepensionerna har gått från att ha tyngdpunkten på förmånsbaserad pension till att ha tyngdpunkten på avgiftsbestämd pension. I Sverige är de flesta tjänstepensionsavtal för personer födda senare än 1972 nu avgiftsbestämda. För tjänstemännen och arbetare inom den privata sektorn (ITP och SAF LO) är tjänstepensionerna helt avgiftsbestämda. På den offentliga sidan finns en viss del förmånsbestämd pension kvar men under senare år har avgifterna till den avgiftsbestämda pensionen höjts både för

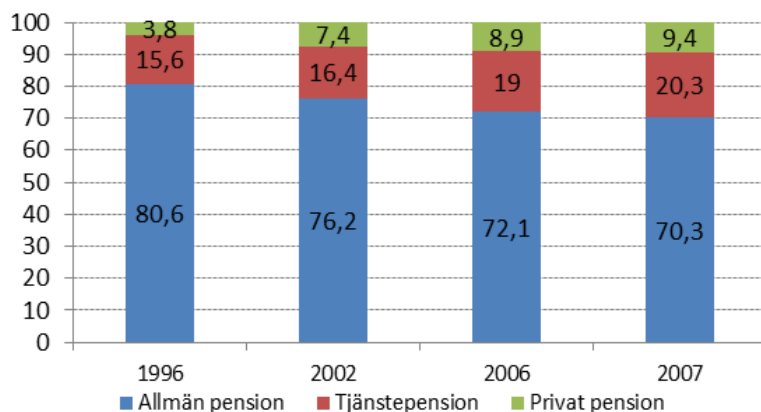
statligt samt kommun- och landstingsanställda (PA03 och KAP KL).⁸

En typisk avsättning till tjänstepension görs med 4,5 procent av lönen upp till 7,5 inkomstbasbelopp och därefter avsätts 30 procent av lönen. 7,5 inkomstbasbelopp motsvarar en årsinkomst på 424 500 kronor för år 2013. Brytpunkten för den högre avsättningen till tjänstepension är densamma som brytpunkten för inkomstbegränsningen som finns i det allmänna pensionssystemet. På så sätt täcker tjänstepensionen upp för den uteblivna fonderingen över taket inom det allmänna systemet. En viktig skillnad mellan den allmänna pensionen och tjänstepensionen är således att i tjänstepensionen finns det inte något takbelopp för intjäning av pension. Höginkomsttagare står därmed för en betydligt större del av de fonderade medlen inom tjänstepensionen. Effekten blir tydlig vid en jämförelse: En månadsinkomst på 35 000 kronor innebär att 1 600 kronor per månad avsätts till tjänstepensionen. En månadsinkomst på 45 000 kronor innebär en avsättning om 4 500 kronor per månad, dvs. nästan tre gånger så mycket. Vid tidpunkten för pensionering kommer tjänstepensionernas bidrag till den totala pensionen att variera kraftigt beroende på inkomst och förvaltningsresultat. Andelen anställda som år 2000 hade en lön över inkomsttaket var 21 procent. År 2007 var motsvarande andel 36 procent. Därmed står tjänstepensionerna för en allt större del av pensionsinkomsterna när realinkomsterna växer. Diagrammet nedan visar tjänstepensionens andel av den totala pensionsinkomsten för kvinnor mellan 65 och 69 år.⁹ Trots en ökad andel tjänstepension har den inte lyckats täcka upp för en allt lägre allmän pension.

⁸ Rapport till det politiska rådet "Arbetsmarknaden för äldre" Gabriella Sjögren Lindquist och Eskil Wadensjö, s. 32.

⁹ Rapport till det politiska rådet "Arbetsmarknaden för äldre" Gabriella Sjögren Lindquist och Eskil Wadensjö, s. 34.

Diagram 2.13 Andel av pensionsinkomsten som kommer från olika pensionskällor för kvinnor mellan 65 och 69 år



Källa: Rapport till det politiska rådet "Arbetsmarknaden för äldre"

Utbud av förvaltare inom tjänstepensionen

Valmöjligheterna för placeringar av premierna inom tjänstepensionen varierar beroende på kollektivavtal. Valcentralerna inom de olika kollektivavtalsområdena kan ha en mer eller mindre framträdande roll i upphandlingarna kring utbudet. Valcentralerna Collectum och FORA sköter upphandling av de försäkringsbolag och placeringsalternativ som privata tjänstemän och arbetare kan välja bland. För statligt anställda samt kommun- och landstingsanställda har arbetsgivarverken och fackförbunden uppställt krav på de försäkringsbolag som vill vara valbara. De måste exempelvis acceptera en maxnivå på avgiftsuttag.

För de inom SAF LO finns sju förvaltare av traditionell försäkring och fem fondbolag. Vid ett val av fondbolag hamnar premierna först i en generationsanpassad entréfond. Därefter kan pensionsspararen välja att byta till övrigt fondsortiment som fondförvaltaren erbjuder. Genom SAF LO:s upphandlade fondförsäkringsbolag ges individerna tillgång till ett fondtorg med 20–32 fonder beroende på vilket försäkringsbolag som valts.¹⁰

¹⁰ Källa: Konsumenternas försäkringsbyrås hemsida.

För de inom ITP1 måste halva premien placeras i en traditionell försäkring och valcentralen Collectum har upphandlat sex försäkringsbolag att välja bland. För resterande del råder valfrihet mellan traditionell försäkring eller fondförsäkring. Collectum har upphandlat fem fondförsäkringsalternativ där pensionsspararen först hamnar i en generationsanpassad entréfondlösning och därefter kan individen välja bland fondbolagets övriga fondutbud vilket varierar mellan 14 och 28 fonder.

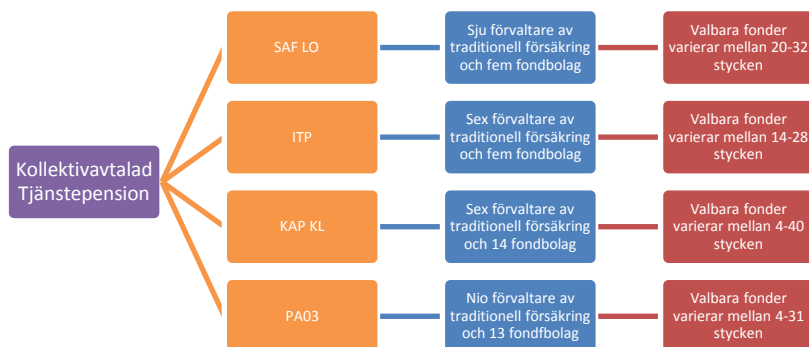
Inom KAP KL råder det fri valbarhet mellan traditionell försäkring och fondförsäkring för hela premien. KAP KL anknutna kan välja bland sex förvaltare av traditionell försäkring och 14 olika fondbolag. Vid val av fondförsäkring placeras premierna först i fondbolagets entréfond och därefter kan pensionsspararen välja bland övrigt fondutbud som varierar mellan 4 och 40 fonder beroende på fondförvaltare.

För PA03 placeras 2 av 4,5 procent direkt i en traditionell försäkring som förvaltas av Kåpan pensioner. Den resterande valbara delen får placeras i antingen fondförsäkring eller traditionell försäkring. Statligt anställda kan välja bland nio förvaltare av traditionell försäkring och 13 fondbolag. Utbudet per fondbolag varierar mellan 4 och 31 fonder.¹¹

Sammanfattningsvis är det intressant att notera att tjänstepensionen omfattar betydligt färre placeringsalternativ än premiepensionen. Tjänstepensionernas valmenyer liknar på så vis flertalet valmenyer i pensionssystem internationellt. Figuren nedan summerar valmenyn på tjänstepensionsmarknaden.

¹¹ Källa: Konsumenternas försäkringsbyrås hemsida.

Figur 2.1 Tjänstepensionsmarknadens valmeny



Källa: Konsumenternas försäkringsbyrå

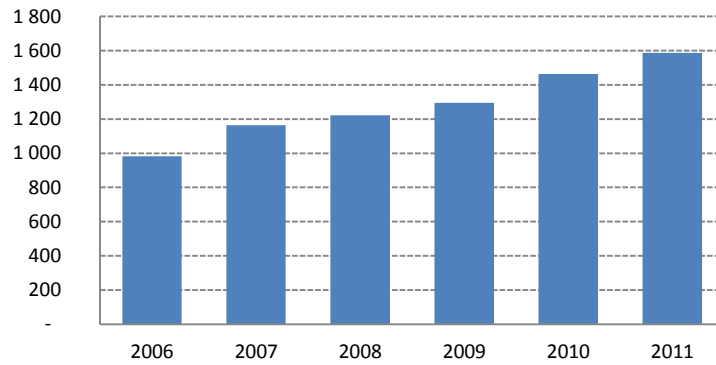
Förvalsalternativ inom tjänstepensionen

För samtliga val inom de kollektivavtalade tjänstepensionssystemen finns icke-valsalternativ, dvs. ett alternativ för de som väljer att inte göra ett aktivt val. Inom tjänstepension har varje kollektivavtal ett upphandlat icke-valsalternativ, vilket i samtliga fyra fall är en traditionell försäkring, dvs. kapitalet placeras i en väldiversifierad portfölj bestående av svenska och utländska aktier, räntebärande tillgångar, fastigheter samt alternativa tillgångar.

Kapitalet inom tjänstepensionen

Det fonderade kapitalet inom tjänstepensionssektorn växer snabbt. År 2006 uppgick de fonderade medlen hos livförsäkringsbolagen till knappt 1 000 miljarder kronor. År 2011 hade kapitalet växt med ca 60 procent då Svensk försäkring uppskattade att livbolagen hade 1 582 miljarder kronor som avser tjänstepensioner. Diagrammet nedan visar kapitaltillväxten i tjänstepensioner hos livbolagen. Av livbolagens kapital år 2011 utgjorde 1 086 miljarder kronor avgiftsbestämd pension och 496 miljarder kronor förmånsbestämd pension.

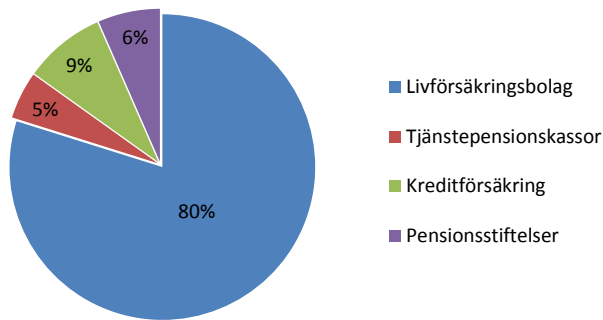
Diagram 2.14 Fördelade tillgångsvärden tjänstepension (mdkr)



Källa: Svensk försäkring

Utöver kapital hos livbolagen tillkommer det 99 miljarder kronor hos tjänstepensionskassor, 170 miljarder kronor i pensionskulder hos bolagen och 130 miljarder kronor i pensionsstiftelser per 2011. Diagrammet nedan visar att livbolagen dominerar tjänstepensionsmarknaden med en marknadsandel på 80 procent.

Diagram 2.15 Tjänstepensionsmarknaden 2011

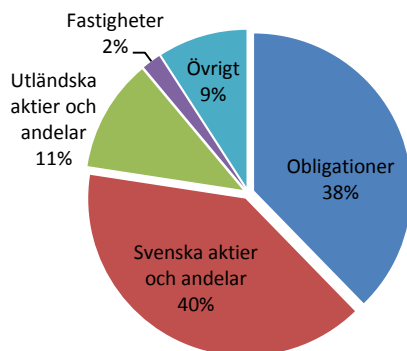


Källa: Svensk försäkring

Hur är tjänstepensionskapitalet placerat?

Diagrammet nedan visar att 51 procent av kapitalet är placerat i aktier varav den större andelen, 40 procent, på den svenska aktiemarknaden.

Diagram 2.16 Livbolagens tillgångsallokering, sept 2012



Källa: Svensk försäkring

Kostnader

Kapitalförvaltningsarvodet för kollektivavtalad tjänstepension är förhållandevis låga. Det beror på att avgifterna för kollektivavtalad tjänstepension har upphandlats och prispressats. Avgifterna inom tjänstepensionen kan tas ut på olika sätt. För icke-valsalternativen i de fyra stora kollektivavtalen består avgiften av en fast årlig avgift, en avgift i procent av kapitalet för hanteringen av försäkring och dessutom utgår en kapitalförvaltningskostnad.

Tabell 2.6 Avgifter för kollektivavtalens icke-valsalternativ

Icke-valsalternativ i kollektivavtalen – traditionella försäkringar	Fast årlig avgift (Normalt betalas en avgift per försäkring. Avgiften tas ut även om ingen premie inbetalas under året)	Avgift i % av kapitalet (Avgift som försäkringsbolaget tar ut för hantering av försäkringen)	Kapitalförvaltningskostnad i % av pensionskapitalet*
KAP KL – KPA pension	48 kr	0,08	0,07
PA 03 – Kåpan Pensioner	12 kr	0,08	0,05
SAF LO – AMF	110 kr	-	0,05
ITP1 – Alecta	-	0,10	0,03

Källa: Konsumenternas försäkringsbyrå.

* Vid traditionell försäkring tas kapitalförvaltningskostnaden inte ut som en avgift utan dras från bolagets totala förvaltade kapital. Återbäringsräntan blir därigenom lägre. Här redovisas hur stor påverkan detta har i procent av kapitalet.

AMF traditionella försäkring är icke-valsalternativet inom SAF LO. För denna produkt debiteras en fast årlig avgift om 110 kronor per försäkring. Kapitalförvaltningskostnaden är 0,05 procent av pensionskapitalet. Avgiften dras från det totala förvaltade kapitalet och påverkar återbäringsräntan som därigenom blir lägre.

Vid ett val av fondförsäkring hamnar premierna först i en generationsanpassad entrélösning hos det valda försäkringbolaget. Entréfondernas avgift varierar, beroende på kollektivavtal och valt försäkringsbolag, mellan 0,20–0,42 procent. Därefter kan pensionsspararna välja bland försäkringsbolagets övriga fondutbud och dessa avgifter varierar mellan 0–1,75 procent. Den fasta årliga avgiften varierar mellan 0 och 85 kronor per år beroende på

kollektivavtal och försäkringsbolag. I vissa fall utgår även prestationsbaserade avgifter.¹²

Tabell 2.7 Avgifterna för kollektivavtalens fondförsäkring

Kollektivavtal	Fast årlig avgift (Normalt betalas en avgift per försäkring. Avgiften tas ut även om ingen premie inbetalas under året)	Avgift för fondförvaltning i %, lägsta/högsta (Avgift för fondbolagets hantering av fonderna som försäkringsbolaget tar ut)	Entréfondens avgift i % av fondandelarnas värde (Avgift i den fond där premierna placeras först och i avvaktan på eventuellt byte till övrigt fondutbud)
KAP KL	0 – 75 kr	0 - 1,35	0,22 – 0,40
PA 03	0 - 85 kr	0 – 1,35	0,32 – 0,40
SAF LO	0 kr	0 – 1,75	0,20 - 0,42
ITP	0 kr	0,09 – 1,0	0,24 - 0,40

Källa: Konsumenternas försäkringsbyrå

Privata tjänstepensioner är förknippade med högre förvaltningsavgifter än kollektivavtalad tjänstepension. I gengäld saknas ofta förmedlingskostnad till valcentraler.

Avgifter till valcentralerna

Även valcentralerna tar ut en avgift som antingen betalas av arbetsgivaren eller den försäkrade. Foras förmedlingskostnad är 1,5 procent vilken betalas av den försäkrade. Kostnaden avser hantering av försäkringsavtal, fakturering, inkassering, information, registrering av gjorda val samt överföring av premier till valda bolag. Även Collectum debiterar en avgift som för 2013 är 1 procent av den inbetalda premien, dock högst 450 kronor per år och anställning. Collectums avgift är inte en avgift på kapitalet,

¹² Konsumenternas försäkringsbyrå.

utan avgiften dras från premien innan den förs över till försäkringsbolaget. Vid en månadslön på 27 500 kronor motsvarar Collectums avgift 149 kronor per år då pensionsavsättningen blir 14 900 kr per år.

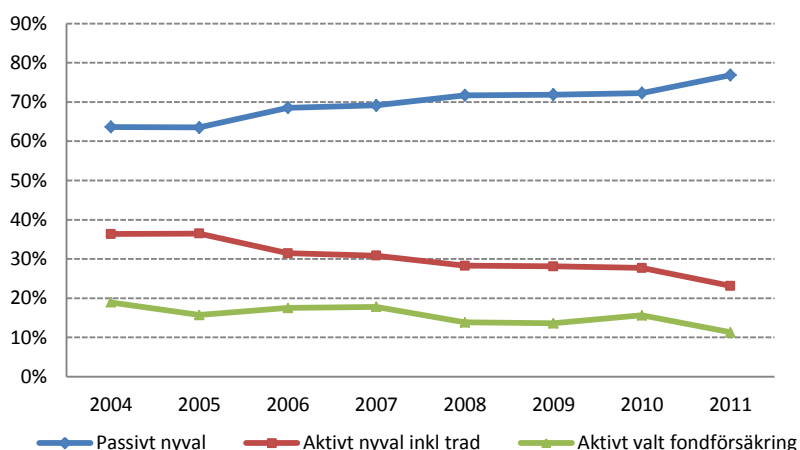
Till vilken del utnyttjas valfriheten inom tjänstepensionen?

Vid lanseringen av premiepensionen noterades ett stort intresse för egna fondval. Därefter har intresset varit betydligt lägre. Många har argumenterat för att det initiala stora intresset för premiepensionen kom av den mediala uppmärksamhet som lanseringen innebar. Mot bakgrund av detta är det särskilt intressant att jämföra intresset för egna val inom premiepensionen och tjänstepensionen. Då tjänstepensionen omfattar ett större och därmed viktigare pensionssparande borde individens intresse och engagemang för tjänstepensionsplaceringar vara minst lika stort som för premiepensionsplaceringar. Det aktiva valdeltagandet inom de fyra olika kollektivavtalen varierar, men har över tid varit 30 procent. Resterande 70 procent gör inget aktivt val utan premierna placeras i respektive icke-valsalternativ. Det ska dock nämnas att även ett passivt val kan vara aktivt i den meningen att pensionsspararen vill ha sina premier placerade i icke-valsalternativet. Valdeltagandets utveckling inom de fyra kollektivavtalen presenteras närmare nedan.

Aktivitet för statligt anställda inom PA03

Nedanstående graf visar hur många av de nytilkomna försäkrade som årligen har gjort ett aktivt val inom avtalsområdet PA03. Vid slutet av 2011 var andelen passiva väljare 77 procent och dessa premier förvaltas därför i icke-valsalternativet, Kåpans traditionella försäkring. Av de 23 procent som 2011 har gjort ett aktivt val har ungefär hälften valt traditionell försäkring men hos ett annat försäkringsbolag.

Diagram 2.17 Förstagångsväljare PA03



Källa: Valstatistik Statens Pensionsverk (SPV)

11 procent har samma år i stället valt fondförsäkring. Trenden över tid visar att andelen passiva väljare ökar och att andelen som väljer fondförsäkring minskar.¹³

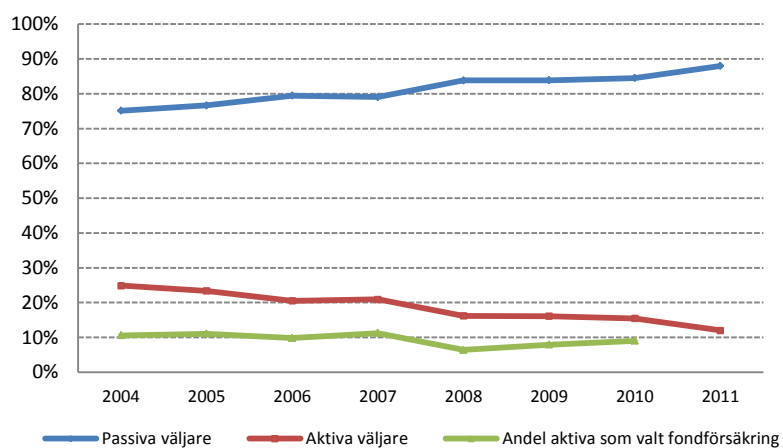
Aktivitet för kommun- och landstingsanställda

Vid ett passivt val inom KAP-KL placeras den försäkrades premier i en traditionell försäkring hos KPA Pensionsförsäkring. Av totalt 84 801 utskickade valpaket under hösten 2011 svarade 10 188 personer med en ifylld blankett. Detta motsvarar en svarsfrekvens om 12 procent. Andelen aktiva har över tid minskat inom kollektivavtalet KAP-KL. Diagrammet nedan visar andelen som varje år gjort ett aktivt respektive passivt val för placering av tjänstepensionen. Av de som gjort ett aktivt val har drygt hälften valt fondförsäkring som placeringsalternativ.¹⁴

¹³ Valstatistik från Statens tjänstepensionsverk (SPV).

¹⁴ Valstatistik Pensionsvalets hemsida.

Diagram 2.18 Förstagångsväljare KAP KL

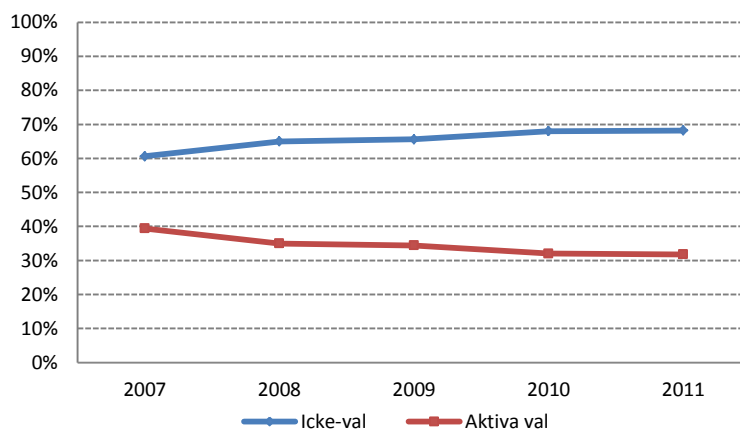


Källa: Valstatistik Pensionsvalet

Aktivitet för privata tjänstemän

Den ackumulerade andelen aktiva väljare var vid slutet av 2011 32 procent. Över tid har andelen passiva val ökat något.¹⁵

Diagram 2.19 Ackumulerad andel aktiva val inom ITP1



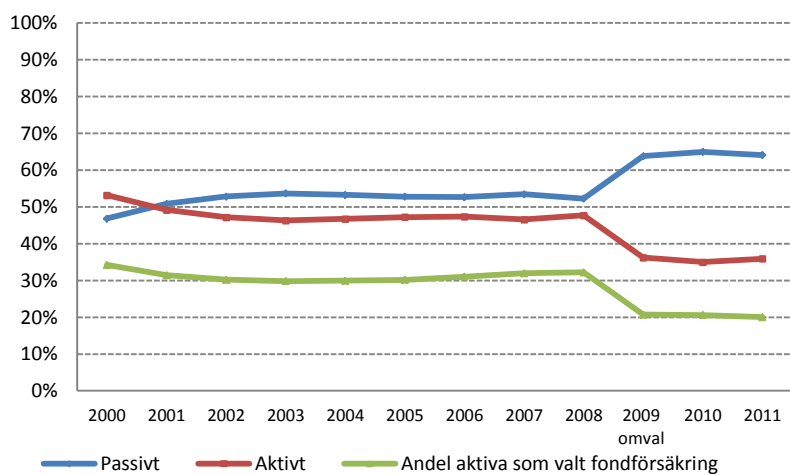
Källa: Valstatistik Collectum

¹⁵ Valstatistik på Collectums hemsida.

Aktivitet för privata arbetare

Diagrammet nedan visar andelen som ackumulerat över tid har gjort ett aktivt eller passivt val inom kollektivavtalet för privata arbetare, SAF LO. Valcentralen Fora genomförde under 2008 en upphandling av valbara förvaltaralternativ för sina medlemmar, vilka blev valbara från och med den 1 januari 2009. Upphandlingen resulterade i betydligt lägre avgifter än tidigare. På grund av detta genomfördes ett obligatoriskt omval för samtliga inom SAF LO, eftersom man ville att alla medlemmarna skulle få ta del av de nya lägre avgifterna. Foras statistik från detta obligatoriska omval visar att av totalt 1,1 miljoner omval var 36 procent av dem aktiva. Av de som under 2009 gjorde ett aktivt val var det drygt hälften som valde fondförsäkring som placeringsalternativ.¹⁶

Diagram 2.20 Ackumulerad andel aktiva val SAF LO



Källa: Valstatistik FORA

¹⁶ Valstatistik på Foras hemsida.

3 Analys och problembeskrivning

3.1 Inledning

Pensionssystem och investerarbeteende har sedan lång tid varit föremål för omfattande akademisk forskning. Intresset för detta analysarbete har tilltagit i takt med att västvärlden börjat se över sina pensionssystem och gradvis omvandlat förmånsbaserade pensionssystem till fonderade pensionssystem. Med de fonderade systemen har kapitalplaceringar och kapitalförvaltning blivit allt viktigare även om omfattningen av dessa varierar kraftigt mellan olika system. Forskningen har identifierat många utmaningar vad gäller konstruktionen av pensionssystem med hänsyn till individers investeringsbeteende.

Detta avsnitt analyserar den historiska utvecklingen inom premiepensionssystemet utifrån syftet med pensionsreformen. Resultaten summeras i en problembeskrivning, dvs. de övergripande områden där premiepensionssystemet bedöms avvika från syftet eller där det finns utrymme för ökad samhällsekonomisk effektivitet. Problembeskrivningen består av tre övergripande områden:

1. Individers kunskap och intresse
2. Kostnader för systemet
3. Individers förvaltningsresultat

Analysen baseras på två huvudsakliga datamaterial som erhållits från Pensionsmyndigheten. Det första datamaterialet består av uppgifter om alla de fonder som finns/har funnits i premiepensionssystemet och det inkluderar fondens förvaltningsstrategi, avgifter brutto och netto, kapitalförvaltningsresultat och risk. Det andra datamaterialet avser individdata för åren 2007–2011 som Pensionsmyndigheten

tillhandahållit. Individdata består av ett slumpmässigt urval av sparare och pensionärer som är födda den 10:e varje månad (200 000 individer). För dessa individer finns uppgifter om individens portfölj och dess utveckling per den 31 december respektive år. Mot bakgrund av att individernas konton kontinuerligt tillförs nytt kapital används den kapitalviktade avkastningen (internräntan) sedan start vid utvärderingen av förvaltningsresultatet. Denna är beräknad sedan startåret 1995 då pengarna placerades hos Riksgäldskontoret i väntan på att premiepensionssystemet skulle starta. Individdata har kompletterats med bakgrundsvariabler från SCB avseende 2010 (vid tillfället senast tillgängliga registeruppgifter). Bakgrundsvariablerna inkluderar ålder, kön, yrke, bostadsort, utbildning och inkomster. Bakgrundsvariablerna är förhållandevis stabila mellan åren vilket begränsar problemen med att dessa data enbart finns avseende ett visst år. I vissa fall har uppgifter kunnat kompletteras avseende 2012. Den historiska analysen kompletteras med en scenarioanalys som bl.a. inkluderar historiska resultat. Scenarioanalysen utgår från Regeringskansliets simuleringsverktyg SESIM. I SESIM används utöver premiepensionsinformation även SCB:s senaste befolkningsprognos och Finansdepartementets långsiktiga makroekonomiska bedömningar i budgetpropositionen för 2013.

3.2 Kunskap och intresse

3.2.1 Tidigare studier

Det finns en omfattande forskning som belyser individers bristande finansiella kunskaper. Forskningen i psykologi visar att individer tenderar att skjuta på beslut i frågor som upplevs som svåra. Det är därför naturligt att individer blir passiva i finansiella beslut. För pensionssparande finns dessutom ytterligare en inneboende tröghet för beslutsfattande. Individen har nämligen en benägenhet att prioritera beslutsfattande som får, i tiden, näraliggande konsekvenser. Dessutom är kunskapen om pensioner och pensionssystem ofta tämligen låg. I en nyligen genomförd undersökning av Sifo, "Kunskapsmätning 2012, Kartläggning av pensionsspararnas kunskaper om det allmänna pensionssystemet",

visar resultaten att svenskars kunskaper om den allmänna pensionen är mycket låg. Några relevanta resultat:

- På frågan ”Vilka olika typer av pension kan man få i Sverige?” nämner 22 procent bland unga (18–29 år) spontant allmän pension, medan motsvarande siffra bland dem mellan 60 och 65 år är 66 procent.
- 30 procent bland de med låga inkomster (upp till 17 000 kronor per månad) nämner tjänstepension, medan motsvarande andel bland de med högre inkomster (29 000 kronor eller mer) är 68 procent.
- 14 procent utav de intervjuade nämner premiepension medan motsvarande siffra är 52 procent för tjänstepension.
- Påståendet ”Jag har tillräckligt med kunskap för att ta hand om mitt premiepensionssparande på det sätt jag vill” svarar individerna på en 10 gradig skala, där 1 står för instämmer inte alls och 10 står för instämmer helt och hållet, nio eller tio i endast 5 procent av fallen. Ytterligare 13 procent svarar en sju eller åtta. Hela 25 procent anger siffran 1, dvs. instämmer inte alls. Drygt 50 procent har uppgett 3 eller lägre.

Resultaten i Sifos undersökning bekräftar de sedan tidigare väldokumenterade resultaten. Individer har begränsade kunskaper om pensioner och pensionssparande. Kunskaper om pensioner och pensionssparande tenderar dock att växa med individens ålder, inkomst och utbildning.

Även den undersökning som Pensionsmyndigheten gör varje år för att följa upp hur det orange kuvertet till pensionssparare tas emot och uppmärksammas visar kunskapsluckor. Det finns heller ingen trendmässig förändring av kunskaperna över tid. Framst saknas information om det totala pensionssparandet, samt information om byte av fonder. Dessutom efterfrågas tydligare pensionsprognoser.

Enligt en undersökning som TNS Sifo gjort på uppdrag av AMF är det många som inte vet om att de har en tjänstepension trots att denna är en viktig del av den totala pensionen för de flesta. Av de som var kommun- eller landstingsanställda uppgav 17 procent att de inte kände till att de har tjänstepension.

Den kvantitativa analysen är ett viktigt redskap för individen för att kunna fatta välgrundade investeringsbeslut. Inför individens pensionsplacering ställs individen framför en rad historiska fakta, avkastning, risk (ofta i termer av volatilitet), Sharpe-kvoter och

olika typer av avgifter. Individen förväntas därefter kunna analysera dessa parametrar tillsammans med kvalitativa parametrar avseende förvaltningen, exempelvis sammansättning av förvaltningsteam, förvaltningsstil och jämförelseproblem. De flesta läsare förstår redan här varför forskningsresultaten dokumenterar stora problem för individen med sina pensionsbeslut samt varför individer har stort förtroende för finansiella rådgivare, vilket bl.a. dokumenterats i Finansinspektionens undersökning 2009:11.

Likväl är studier av individers räknefärdighet av särskilt stort intresse mot bakgrund av de kvantitativa kraven i samband med analys av pensionsplaceringar. Almenberg och Widmark (2011) har undersökt svenskars räknefärdighet och finansiella förmåga på initiativ av Finansinspektionen. Att besitta räknefärdighet betyder att individen kan utföra enkla beräkningar och att till exempel förstå begreppet ränta på ränta. Att besitta en finansiell förmåga betyder att individen har grundläggande kunskaper om finansiella produkter och att han eller hon förstår finansiella termer så som risk och avkastning. Undersökningen har gjorts på ett representativt urval av ca 1 300 svenskar i åldern 18–80 år. Huvudresultatet visar att många vuxna svenskar har dålig räknefärdighet och en bristande finansiell förmåga. Undersökningen visar att det finns stora skillnader i räknefärdigheten hos den svenska vuxna befolkningen. I likhet med andra studier presterar lågutbildade och låginkomsttagare sämre än andra. Kvinnor uppvisar även svagare räknefärdighet än män. Övrigt visar studien att unga individer, 18–29 år, presterar lika svagt som äldre trots att kognitiv förmåga och räknefärdighet brukar avta med stigande ålder. Studien dokumenterar också ett positivt samband mellan individens räknefärdighet och finansiella förmåga. Några exempel på frågor i studien, som även använts i den logitudinella bittiska studien ELSA (English Longitudinal Study of Aging), samt andel rätta svar presenteras nedan:

Räknefärdigheten och andelen rätta svar är följande:

- Du köper en bok för 85 kronor och betalar med 100 kronor. Hur mycket växel borde du få? (95,6 procent)
- En butik har rea och erbjuder då alla sina varor till halva priset. En stol kostar 3000 kronor innan rean. Hur mycket kostar den under rean? (97,5 procent)

- Om sannolikheten att få en sjukdom är 10 procent, hur många av 1 000 personer kan förväntas få sjukdomen? (87,4 procent)
- En bilhandlare erbjuder en begagnad bil för 60 000 kronor. Det är två tredjedelar av vad den kostade som ny. Hur mycket kostade bilen som ny? (63,1 procent)
- Fem personer vinner ett lotteri och ska dela på vinsten. Om vinsten de ska dela på är 2 miljoner kronor, hur mycket får var och en? (68,8 procent)
- Anta att du har 200 kronor på ett sparkonto. Räntan är 10 procent om året och sätts in på samma konto. Hur mycket har du på kontot efter två år? (35,2 procent)

Andel rätta svar på de sju frågorna om finansiell förmåga

- Anta att räntan på ditt sparkonto är 1 procent och inflationen är 2 procent. Om du låter dina pengar stå på kontot i ett år, kommer du kunna köpa mer, lika mycket, eller mindre för pengarna vid årets slut? (59,4 procent)
- ”Att köpa aktier i ett enskilt företag är vanligtvis säkrare än att köpa andelar i en aktiefond.” Sant eller falskt? (68,4 procent)
- ”På lite längre sikt brukar rörliga bolåneräntor vara lägre än bundna bolåneräntor.” Sant eller falskt? (65,8 procent)
- Obligationer är värdepapper som löper med fast ränta under viss tid. Om räntan går ner, vad händer med obligationspriserna? (22,7 procent)
- Vilket har historiskt sett gett högst avkastning på lång sikt, aktier eller obligationer? (66,4 procent)
- ”Aktier brukar gå upp och ner i värde mer än vad obligationer gör.” Sant eller falskt? (88,4 procent)
- ”En investering som ger högre avkastning än genomsnittet har sannolikt högre risk än genomsnittet.” Sant eller falskt? (82,8 procent)

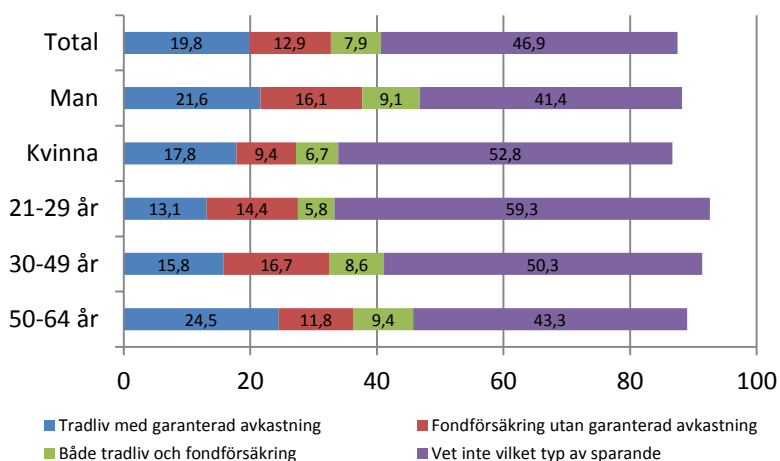
Under våren 2011 utförde Finansinspektionen i samarbete med Konsumentverket och Finansförbundet en förnyad kartläggning av konsumenters finansiella kunskaper i Sverige. Resultaten visade återigen på stora kunskapsbrister i många områden och däribland privatekonomi och pensionssystemet i allmänhet.

De svenska resultaten är inte unika. Omfattande internationell forskning visar på liknande resultat. Låga nivåer av finansiell

förmåga har dokumenterats i Storbritannien och USA, se Lusadi och Mitchell (2006) samt Lusardi (2007a, 2007b). Lusadi (2008) dokumenterar att bristen på finansiell förmåga har stor spridning i USA och är särskilt allvarlig hos svaga grupper i samhället. Lågutbildade, kvinnor och individer med utländsk bakgrund bedöms särskilt svaga. Anmärkningsvärt är att nästan hälften av de äldre arbetarna inte vet vad de har för pensionsfonderingar. Trots den låga kunskapen om pensionsplaceringar anlitar endast ett fåtal individer i USA finansiella rådgivare. Även om pensionsspararen har en mängd information och fakta kan han eller hon inte alltid förstå och bearbeta informationen. Bayer, Bernheim, and Scholz (2002) visar att finansiell utbildning underlättar individens pensionsbeslut. Almenberg och Widmark (2011) visar att ju bättre kunskapen är i räknefärdighet, desto enklare blir det att hantera finansiella beslut, dvs. att ta rätt beslut kring till exempelvis pensionssparandet.

En intressant undersökning som Länsförsäkringar och Finansmonitorn (2007) gjort avseende individer som har tjänstepension visar tydligt svenskars ointresse/kunskap för sitt pensionssparande. Baserat på intervjuer med 10 000 individer i åldern 16 till 79 år svarade 47 procent av de som uppgett att de har en tjänstepension att de inte vet vad det är för typ av sparande. Mot bakgrund av att det är större belopp som fonderas inom tjänstepensionen jämfört med premiepensionen är det anmärkningsvärt att en så stor grupp av svenskarna inte vet vad de har för förvaltningsform i sitt tjänstepensionssparande. Emellertid är resultaten inte förvånande mot bakgrund av genomförd forskning kring individers intresse och kunskaper för pensionssparande. Denna kunskap måste dock ställas mot pensionsreformens syfte, vilket var att individen själv skulle få möjlighet att analysera sin egen balansräkning, riskvilja och placeringsalternativ för att därefter gör individuellt anpassade placeringar. Diagrammet nedan visar individers kännedom om sitt tjänstepensionssparande uppdelat efter kön och ålder. Nästan hälften av individerna som uppger att de har tjänstepension vet inte vad de har för tjänstepensionssparande.

Diagram 3.1 **Kännedom om tjänstepensionssparande**



Källa: Länsförsäkringar och Finansmonitorn (2007)

3.2.2 Resultat från premiepensionssystemet

Aggregerade resultat

En viktig del av pensionsreformens syfte var att individen hade bäst kunskap om sin egen situation, både vad gäller den egna balansräkningen och de egna riskpreferenserna. Pensionsreformen skulle därmed möjliggöra bättre placeringsbeslut. Detta skulle ske genom att individen gavs möjlighet att styra placeringarna (inom ramen för den fonderade delen av den allmänna pensionen) efter den egna situationen. Den akademiska forskningen till trots, avvek lanseringen av premiepensionssystemet från andra liknande pensionssystem då svenskar uppvisade, relativt sett, ett mycket stort intresse för att göra egna placeringsbeslut. Engström och Westerberg (2003) fann inte bara ett ovanligt stort intresse för egna placeringsbeslut utan även att andra grupper i samhället var intresserade av detta i större omfattning än vad som dokumenterats tidigare, exempelvis kvinnor och yngre individer. Utifrån resultaten från lanseringen av premiepensionssystemet skulle man kunna dra slutsatsen att svenskar har mer finansiell kunskap än individer i andra länder. Emellertid visar den senare utvecklingen inom

premiepensionssystemet att de svenska resultaten i stort konvergerar mot de internationella forskningsresultaten. Yngre individer och kvinnor är mindre benägna att göra egna placeringsbeslut och den aggregerade aktiviteten har avtagit, se exempelvis avsnitt 2.1.2. Svenskar har således inte ett vitt skilt investeringsbeteende jämfört med individer i andra länder.

Utifrån en genomgång av individers investeringsbeteende under perioden 2000–2011 kan det konstateras att det råder stor spridning i termer av aktivitet på fondtorget bland individerna. Knappt hälften, 42 procent, av premiepensionsspararna var placerade i AP7 Såfa. Bland denna grupp finns både individer som inte gjort ett aktivt investeringsbeslut, sannolikt huvuddelen av individerna, men även individer som aktivt valt att lägga sitt premiepensionskapital i icke-valsalternativet. Bland övriga individer finns varierande grad av aktivitet på fondtorget. En annan grupp som inte själva utnyttjar fondtorget är de som anlitar en premiepensionsrådgivare. Rådgivning inom premiepensionssystemet kan ske på många sätt. Före massfondbytestoppet skedde premiepensionsrådgivningen genom en systematiserad handel med fonder. Numera sker den huvudsakligen genom att individen har placerats i någon av premiepensionsrådgivarens fond-i-fonder och där det även i vissa fall utgår avgifter som debiteras utanför systemet. År 2011 uppgick denna grupp till 489 000 individer (9 procent). Andelen premiepensionssparare som anlitar rådgivare växer snabbt och uppgick till över 700 000 individer år 2012, en ökning med 50 procent på ett år. I slutet av mars 2013 hade knappt 800 000 individer sitt kapital i fond-i-fonder (i denna siffra ingår inte de 260 000 individer som tidigare hade klassificerats som Swedbanks rådgivningskunder men som i samband med massfondbytestoppet blivit överförda till Swedbanks vanliga fonder). Ytterligare en grupp individer som inte i någon nämnvärd omfattning utnyttjar fondtorget är de individer som själva valde fonder år 2000 och som därefter inte visat någon som helst aktivitet. Denna grupp hade sannolikt hamnat i icke-valsalternativet om informationskampanjen och det mediala trycket på egna val varit mindre omfattande. Denna passiva grupp uppgår till 20 procent av alla individer vid utgången av 2011. Knappt 30 procent av individerna har under perioden år 2000 till 2011 gjort någon förändring i sin fondportfölj. Huvuddelen av dessa, 22 procent av samtliga individer, är tämligen passiva med i genomsnitt högst en förändring per år. I denna grupp finns

sannolikt både de som aktivt valt att vara passiva baserat på långsiktiga placeringsbeslut och de som mer eller mindre glömt bort sina innehav. Bland övriga 7 procent av det samlade antalet premiepensionssparare varierar aktivitetsnivån mycket. Denna grupp som klassas som aktiva genomför i genomsnitt minst en förändring i sin fondportfölj per år. Genomgången av de aktiva visar att några få är mycket aktiva, där exempelvis 10 000 individer genomför minst åtta förändringar i sin fondportfölj per år. Tabellen nedan visar en sammanställning av aktivitetsnivån på fondtorget för premiepensionssparare under åren 2000 till 2011. Effekten av att många är inaktiva blir att de har svårt att lyckas i både upp och nedgång. Exempelvis var det väldigt få som lyckades bra både nedgångsåret 2008 och uppgångsåret 2009. Det vanligaste var att de som lyckades bäst 2009 var de med hög risk. Dessa är också de som lyckades sämst 2008 på grund av att de hade hög risk.

Tabell 3.1 Aktivitetsgrad bland spararna 31 december 2011

Grad av aktivitet	Val/Antal byten per år	Antal	Andel, %	Andel aktiva, %
Inaktiva	AP7 Såfa	2 175 000	42	51
	Rådgivare	489 000	9	
Låg aktivitet	Valt men aldrig bytt	1 082 000	20	42
	Mindre än 1 byte	1 156 000	22	
Aktiva	1-2	195 000	4	7
	2-3	105 000	2	
	3-4	49 000	1	
	4-5	18 000	0	
	5-6	10 000	0	
	6-7	6 700	0	
	7-8	3 900	0	
	8 +	10 400	0	
Samtliga sparare		5 300 000	100	100

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Aktivitet och bakgrundskarakteristika

Aktivitetsnivån på fondtorget skiljer sig något åt för olika grupper. Bland annat har kvinnor en lägre aktivitet än män. Högskoleutbildade är mest aktiva. Personer med ledningsarbete är mer aktiva än övriga. De som har en premiepensionsrådgivare är också mer aktiva. Det finns även regionala skillnader. I tabellen nedan syns att andelen i AP7 Såfa är större i storstäderna än i resten av landet. Knappt hälften av individerna i Stockholm har sitt sparande hos AP7 Såfa vilken kan jämföras med knappt en tredjedel för individer bosatta i tätbygd och glesbygd. Det är också vanligare att de som bor på mindre orter har anlitat en rådgivare. Totalt sett har fler valt en egen portfölj på mindre orter.

Tabell 3.2 Andel sparare med olika aktivitetsnivå i olika regioner 2011

	AP 7	Rådgivare	0	0-1	1-3	4+	Summa
Stockholm	48	5	20	21	6	1	100
Större städer	39	10	21	22	7	1	100
Mellanbygden	35	11	22	24	8	1	100
Tätbygden	31	14	21	24	9	1	100
Glesbygden	32	13	22	24	8	1	100
Göteborg	46	8	18	20	6	1	100
Malmö mm	48	9	18	19	5	1	100

Källa: Socialdepartementets beräkningar

I tabellen nedan syns att andelen i AP7 Såfa är minst bland de som är födda i Sverige och Norden och det är även de som är mest aktiva. Den lägre andelen födda i Sverige och Norden som hamnat i AP7 Såfa kan delvis förklaras av att de samtidigt är överrepresenterade bland de som anlitat rådgivare samt bland de som valt egna fonder år 2000 och därefter förblivit passiva. Störst andel i AP7 Såfa återfinns bland de som är födda i Afrika och Asien.

Tabell 3.3 Andel sparare med olika aktivitetsnivå med olika födelsevärldsdelar 2011

	AP 7	Rådgivare	0	0-1	1-3	4+	
Afrika	76	3	8	10	2	0	100
Asien	69	5	11	13	2	0	100
EU27 utom Norden	58	4	15	16	5	1	100
Europa utom EU27 och Norden	65	5	13	14	3	0	100
Nordamerika	56	5	19	16	4	1	100
Norden utom Sverige	37	7	25	22	8	1	100
Oceanien	59	1	14	19	5	2	100
Okänt	66	0	17	17	0	0	100
Sovjetunionen	48	6	14	26	5	1	100
Sverige	36	10	22	23	7	1	100
Sydamerika	60	5	15	15	5	1	100

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Mönstret avseende arbetsinkomst och taxerad förvärvsinkomst är likartat. Ju högre inkomst desto färre återfinns i AP7 Såfa. Däremot har individer med högre inkomst oftare anlitat rådgivare och de återfinns framför i gruppen som gjorde ett val år 2000 men aldrig därefter. Allra vanligast att ha anlitat rådgivare är det bland medelinkomsttagare, dvs. individer som har en inkomst på mellan 200 000–400 000 kronor per år. Samma mönster återfinns om man studerar beskattningsbar förvärvsinkomst och disponibel förvärvsinkomst.

Tabell 3.4 Samband mellan sparares arbetsinkomst och aktivitetsnivå 2010, andel (%)

	AP 7	Rådgivare	0	0-1	1-3	4+	Samtliga
negativ	44	8	26	19	3	0	100
0	60	4	21	13	2	0	100
0-100	66	6	14	12	2	0	100
100-200	52	10	19	16	3	0	100
200-300	36	14	24	22	3	1	100
300-400	28	15	26	26	5	1	100
400-500	24	14	27	28	6	1	100
500-600	20	13	28	31	7	1	100
600-700	19	13	28	31	7	1	100
över 700	19	13	30	30	7	1	100

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Passivt sparbetående och irrationella val

Utifrån föregående avsnitt kan vi konstatera att en betydande grupp, 20 procent av premiepensionsspararna valde en egen fondportfölj år 2000 men har tiden därefter varit passiva. Många av de fondval som gjordes år 2000 var färgade av den tidens mediala rapportering. Mitt i it-yrnan var det således mycket fokus på fonder med it-investeringar och många fondval hamnade där. När sedan alla årliga premier fortsätter att gå till de ursprungliga fondvalen förstärks problembilden av ett nyckfullt och irrationellt sparbetående. Akademisk forskning har kontinuerligt dokumenterat att svaga grupper i större utsträckning gör investeringsmisstag, se exempelvis Goetzmann och Kumar (2008), Calvet m.fl. (2007), Calvet m.fl. 2009, Dahr och Zhu (2006). Det svenska premiepensionssystemet var förknippat med ovanligt stor andel egna initiala placeringsbeslut men dessa har i stor utsträckning förblivit passiva. Till skillnad från litteraturen i övrigt kan vi från föregående avsnitt konstatera att höginkomsttagare i betydligt större utsträckning gjort detta investeringsmisstag och hamnat i passiv fondportfölj. Emellertid visar en genomgång av de initiala fondvalen att höginkomsttagare och individer med högre utbildning tenderar att i större utsträckning sprida riskerna och

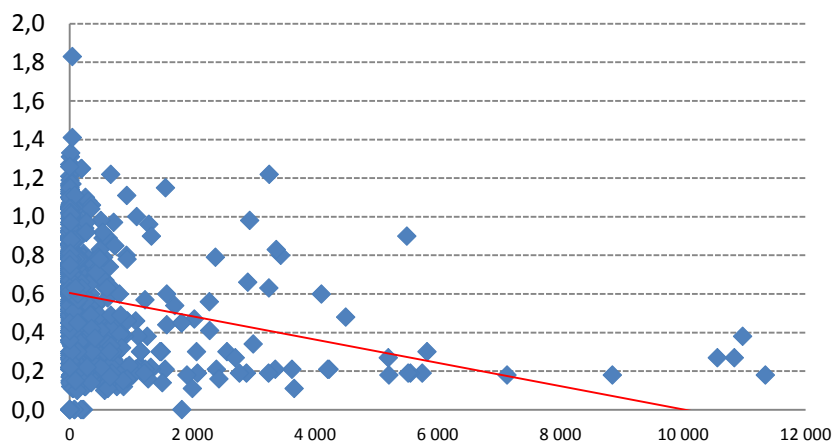
utnyttja fördelarna med diversifiering. På så sätt är de bättre rustade för det efterföljande passiva sparbetendet vilket är i linje med litteraturen i övrigt.

3.3 Kostnader

3.3.1 Förvaltningskostnader

Kostnadskällorna i premiepensionssystemet är fler än vad som vanligtvis uppmärksammas. Normalt talar man om de förvaltningsavgifter som fondbolagen debiterar och den administrativa avgift som Pensionsmyndigheten debiterar. Pensionsmyndighetens avgift består av kostnader för löpande administration och avskrivning av uppbyggnadskostnader. Kostnaderna för att bygga upp premiepensionssystemet ska vara avskrivna år 2018. För 2012 var den genomsnittliga premiepensionsavgiften 0,10 procent med ett tak om 110 kronor per år och pensionssparare. Pensionsmyndighetens administrativa avgift förväntas halveras över tid. Fondbolagens avgifter är betydligt lägre inom premiepensionssystemet än vad de är på den öppna marknaden. Detta tack vare den rabattmodell som Pensionsmyndigheten konstruerat och kräver att fondbolagen ska acceptera för att få sina fonder registrerade på fondtorget. För 2012 låg den genomsnittliga avgiften per fond på 60 baspunkter (0,6 procent) för placeringar på fondtorget efter återbetalad rabatt. Genom att individerna i stor utsträckning huvudsakligen valt att placera sitt premiepensionskapital i ett fåtal fonder är den värdeviktade genomsnittsavgiften på fondtorget 39 baspunkter. Det kan jämföras med AP7 Såfa som hade en förvaltningskostnad på ca 15 baspunkter. För aktiefonder är en vanlig avgiftsnivå 1,5 procent per år men med Pensionsmyndighetens rabattmodell blir den betydligt lägre. Diagrammet nedan visar samband mellan avgiftsnivå och det samlade kapital som Pensionsmyndigheten placerar i en fond.

Diagram 3.2 Förvaltad kapital (mkr) och fondens nettoavgift (%)



Källa: Pensionsmyndigheten

Avgifterna på olika investeringsinriktningar skiljer sig mycket. Aktiv förvaltning är väsentligt dyrare än passiv indexförvaltning och aktieförvaltning är väsentligt dyrare än ränteförvaltning. För en enskild fondplacering har storleken på det samlade premiepensionskapitalet stor betydelse, eftersom erhållen rabatt styrs av kapitalets storlek. I det sammanhanget är det värt att notera att fonderna på fondtorget i stor utsträckning tillämpar en aktiv förvaltning medan Sjunde AP-fonden i stor utsträckning tillämpar en passiv förvaltning. Tabellen nedan visar genomsnittliga avgifter för olika investeringsinriktningar under 2012.

Tabell 3.5 Fondavgifter (procent)

	Fondavgift (%)	
	Netto	Brutto (TER)
Blandfonder	0,6	1,7
Generationsfonder	0,2	0,5
Utvecklade marknader	0,6	1,6
Sverige	0,4	1,2
Tillväxtmarknader	0,7	2,0
Övrigt	0,7	1,9
Räntor	0,2	0,4
Genomsnitt	0,6	1,6

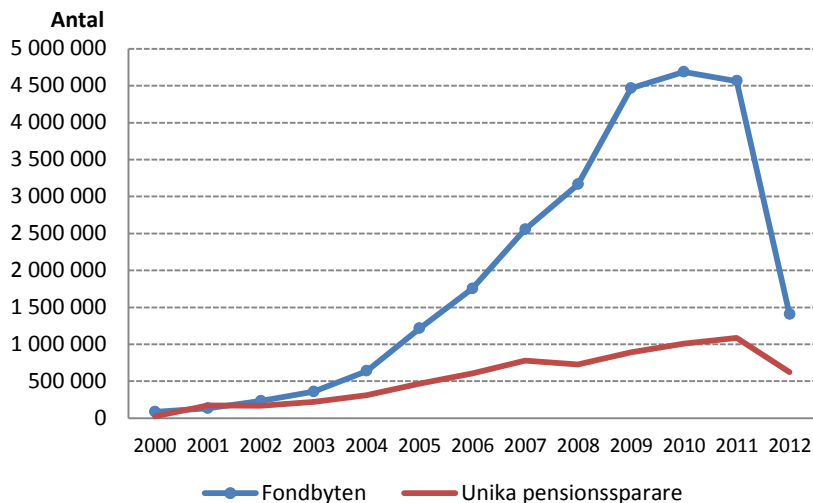
Källa: Pensionsmyndigheten

3.3.2 Transaktionskostnader

Utöver ovanstående kostnader finns flertalet mindre synliga kostnader. Transaktionskostnader är en sådan kostnad och har många olika skepnader, t.ex. courtage, spreadkostnad (skillnad mellan köp och säljkurs) samt att förvaltaren tvingas hålla likviditet för att hantera transaktioner. Transaktionskostnaderna granskades särskilt i samband med massfondbyten då flertalet förvaltare ansåg att massfondbyten skapade alldeles för stora kostnader i fonderna (en kostnad som de aktiva spararna påförde de passiva spararna). Mot bakgrund av detta gav regeringen Pensionsmyndigheten i uppdrag att vidta it-tekniska åtgärder som omöjliggjorde massfondbyten inom premiepensionssystemet. Detta infördes under 2011 och aktiviteten i antalet fondbyten har därefter reducerats betydligt, liksom de tillhörande transaktionskostnaderna, se diagram nedan. Emellertid kvarstår att de passiva spararna får betala de transaktionskostnader som de aktiva skapar inom ramen för fonderna. Det är därför viktigt att notera att till skillnad från på Pensionsmyndighetens fondtorg, är det inte ovanligt att institutionella fondklasser debiterar en avgift som den som genomför transaktionen betalar och som tillfaller fondandelsägarna (en s.k. dilution fee). Det förklaras av att professionella/institutionella kapitalägare i större utsträckning

bevakar sina förvaltningskostnader och därför är mer benägna att vilja undvika att betala andra investerares transaktionskostnader.

Diagram 3.3 Antal fondbyten samt antal unika sparare som byter fonder per år



Källa: Pensionsmyndigheten

Även om åtgärder vidtagits för att reducera transaktionskostnaderna är de inte försumbara. Många aktiva aktieförvaltare betalar i dag fortfarande 10–20 baspunkter i courtage samtidigt som omsättningshastigheten varierar mellan 20 och 200 procent. Dessa kostnader ska ses i ljuset av de kostnader som nätmäklare tar ut och som kan vara bara en tiondel i storlek. I sammanhanget är det också värt att notera att det finns skalfördelar av en samordnad hantering, se följande exempel. Antag att pensionssparare säljer sitt innehav i en svensk aktiefond och andra pensionssparare placerar motsvarande i en annan svensk aktiefond. Det innebär att svenska aktieinnehav först säljs och sedan beroende på överlapp köps tillbaka inom ramen för den nya förvaltningen i viss utsträckning. Med ett stort antal individer i systemet skapas många transaktioner. Transaktionskostnaderna kan reduceras genom nettnig av flöden och kostnadsreduktionen blir som störst ju färre placeringsalternativ kapitalet fördelas mellan. Det innebär, allt

annat lika, att transaktionskostnaderna kan reduceras inom premiepensionssystemet genom att reducera antalet placeringsalternativ. Det är också relevant att jämföra den genomsnittliga transaktionskostnaden för fonderna på fondtorget med AP7 Såfa. Fonderna redovisade för 2011 en genomsnittlig transaktionskostnad på ca 0,2 procent vilket var dubbelt så mycket som icke-valsalternativet.

3.3.3 Skattekostnader

En kostnad som fallit bort i debatten om premiepensionen är den skattekostnad som följer av fondtorget. Till skillnad från svenska staten är fonderna på Pensionsmyndighetens fondtorg i normalfallet skattskyldiga utomlands. Det innebär att fonderna tvingas betala skatt på utdelningar från utländska innehav till skillnad från exempelvis Sjunde AP-fonden som i egenskap av status som en del av svenska staten är skattebefriad i flera länder, bl.a. USA. Denna skattekostnad noteras vanligtvis inte som en kostnad då den netto redovisas, dvs. den utdelning som fonderna erhåller (efter skatt) redovisas som utdelning. Emellertid är det inte en försumbar kostnad och dessutom en kostnad för den svenska socialförsäkringen (ålderspensionen) att hantera pensionsmedel via ett fondtorg och inte direkt genom staten. Skattekostnaden bestäms således av storleken på det kapital som placeras i utländska tillgångar genom fondtorget, utdelningen från dessa samt aktuell utländsk skattesats. Utifrån premiepensionskapitalets nuvarande allokering till utländska placeringar på fondtorget uppskattas skattekostnaden till ca 1 miljard kronor per år. Det är inte en obetydlig kostnad, utan högst materiell för statsbudgeten och nästan i nivå med det samlade förvaltningsarvodet till alla fondförvaltarna på fondtorget. Till skillnad från fondavgifter finns ingen rabattmodell för den utländska skatten när premiepensionssystemet växer. Det innebär att den utländska skatten växer linjärt med premiepensionssystemet, allt annat lika. I den mån allokeringen till utländska tillgångar ökar eller om den utländska skattesatsen ökar blir skattekostnaden som andel av premiepensionssystemet större. För omvänt scenario blir skattekostnaden som andel av premiepensionssystemet mindre. Det är naturligtvis svårt att bedöma skattekostnaden i framtiden men mycket talar för att den kommer vara betydande även

framöver. I USA, som är det land som erhåller störst andel av den utländska skatten, handlar debatten huvudsakligen om hur mycket man måste höja skattesatsen. Det är vidare oklart om det är långsiktigt hållbart, och dessutom i strid med pensionsreformens syfte, att premiepensionskapitalet till så stor del placeras i svenska tillgångar. Båda dessa effekter innebär att skattekostnaden skulle öka. Om vi bortser från effekten av förändrad skattesats samt andelen svenska tillgångar och i stället fokuserar på det som utifrån systemet är en förutsättning, dvs. att systemet fortlever och fasas in som en viktig del i den allmänna pensionen. Det innebär en kraftig kapitaltillväxt under överskådlig tid, varmed skattekostnaden kan hamna på ca 5 miljarder kronor per år när systemet är fullt ut infasat.

3.3.4 Informationskostnader

Informationskostnader är också en viktig indirekt kostnad. Omfattande akademisk forskning har behandlat informationskostnaders betydelse för olika investeringsbeslut. Exempelvis, Tversky och Shafir (1992) som visar att ökad komplexitet rörande individers beslutsfattande leder till att beslut förhalas. Investeringsbeslut, som ofta uppfattas som komplexa, lider av en inneboende tröghet. Choi m.fl. (2002) visar att individer följer minsta motståndets lag och det lättaste är oftast att inte göra någonting. Det innebär att individen ofta gör passiva beslut. Madrian och Shea (2002) drar liknande slutsatser i deras studie av individers beslut avseende pensionssparande i en amerikansk 401k plan där osäkerheten kring valalternativen gör att individen tolkar icke-valsalternativet som ett investeringsråd. En tydlig slutsats från forskningen är att informationskostnaderna stiger med pensionssystemets komplexitet varmed det torde vara viktigt att göra systemet enkelt. Utformningen av det svenska premiepensionssystemet kan i en internationell jämförelse inte anses vara enkelt. Med ett rekordstort utbud av placeringsalternativ krävs rekordstor informationsinsamling (kostnader) för investeringsbeslut. Detta kan sannolikt förklara varför pensionsrådgivare varit särskilt framgångsrika att attrahera kunder bland svenska pensionssparare jämfört med i internationella pensionssystem. Informationskostnader kan sannolikt även förklara varför så många svenskar gjorde ett eget val när

premiepensionssystemet lanserades och därefter förblivit passiva. Den omfattande informationskampanjen vid lanseringen reducerade temporärt individens informationskostnad för ett aktivt investeringsbeslut. Därefter har informationskampanjen upphört/reducerats varmed informationskostnaderna tilltagit och individen blivit passiv. Det svenska premiepensionssystemet innebär således två viktiga skillnader jämfört med motsvarande utländska pensionssystem:

1. Ökat behov av och efterfrågan på rådgivningstjänster
2. Ökad passivitet bland sparare som inte anlitar rådgivare

Engström och Westerberg (2004) visade utifrån analys av individers premiepensionsinvesteringar att informationskostnader är en viktig och avgörande faktor för kapitalallokering. Exempelvis fick svenska fonder med motsvarande historisk avkastning och motsvarande avgifter som en utländsk fond betydligt mer kapital. Informationskostnaderna och svårigheten att fatta investeringsbeslut uppmärksammades även i den första offentliga utredningen av premiepensionssystemet, SOU 2005:87 ”Svårnavigerat”. Både Premiepensionsmyndigheten (PPM) och Pensionsmyndigheten har arbetat för att begränsa informationskostnaderna genom att skapa beslutsstöd i syfte att reducera risken för systematiskt dåliga utfall och hjälpa pensionsspararna att göra medvetna val. På PPM utvecklades först beslutsstödet PPM-Lotsen, därefter utvecklade Pensionsmyndigheten fondvalsguiden, som är det nuvarande beslutsstödet. Fondvalsguidens syfte är att göra det lättare för pensionssparare och pensionärer att göra genomtänkta val för sin premiepension. Verktøyet presenterades den 1 december 2011 och det är ungefär lika många som besökte fondvalsguiden under perioden januari–november 2012 (38 523) som PPM-Lotsen januari–november 2011 (38 376). Statistiken visar att det är relativt få individer som utnyttjar beslutsstöden. Detta är i linje med studier som visar att finansiell rådgivning i normalfallet kräver mer än en it-baserad lösning och att personliga kontakter många gånger är av avgörande betydelse. Det ligger emellertid inte i Pensionsmyndighetens uppdrag att tillhandahålla individuell rådgivning.

Snabb framväxt av rådgivningsföretag

Premiepensionssystemet omfattar en kapitalförvaltning om knappt 500 miljarder kronor och är förknippat med icke oväsentliga informationskostnader för individen. Denna kombination gör premiepensionssystemet till en attraktiv marknadsplats för finansiella tjänster då efterfrågan är stor och betydande betalningskapacitet finns i form av en andel av kapitalet. Snabbfotade nya aktörer har utnyttjat möjligheterna inom premiepensionen och slagit sig in på den svenska kapitalförvaltningsmarknaden som tidigare dominerats av ett fåtal stora aktörer. De nya företagen har på ett enkelt sätt erbjudit premiepensionssparare tjänster för att hjälpa individen analysera den omfattande valmeny som Pensionsmyndigheten erbjuder. Premiepensionsrådgivarna har många gånger agerat i strid med pensionsreformens syfte om att individen ska anpassa riskprofilen på sitt premiepensionssparande efter den egna balansräkningen och riskpreferenser. Detta är också ett generellt krav som ställs på finansiella rådgivare. I stället har premiepensionsrådgivare många gånger klumpat ihop individer i en samordnad förvaltningsmodell.

Premiepensionsrådgivarnas etablering inom pensionssystemet började ta fart under 2005 och har växt stadigt därefter. Initialt avsåg tjänsten diskretionära fondval där premiepensionsrådgivarna samordnat flyttade pensionssparares kapital mellan fonder mot huvudsakligen en fast årlig avgift. Det ledde till en explosionsartad utveckling av fondbyten och kostnader för fonder och pensionssparare. På uppdrag av regeringen införde Pensionsmyndigheten i december 2011 ett stopp för massfondbyten, vilket omöjliggjorde för premiepensionsrådgivarna att utföra många fondbyten samtidigt. I princip alla premiepensionsrådgivare har efter stoppet fört över sina kunders pensionskapital till (nystartade) egna fonder, vanligtvis en fond-i-fond.

Mot bakgrund av tidigare avsnitt om spararnas bristande intresse och kunskap är det inte konstigt att andelen sparare som anlitar rådgivare ökar kontinuerligt. I slutet av 2011 uppskattade Pensionsmyndigheten antalet individer som anlitat rådgivare till 489 000.¹⁷ Ett år senare hade antalet växt med 50 procent till över

¹⁷ Uppgift från Pensionsmyndighetens datamaterial.

700 000 individer (över 12 procent av antalet pensionssparare)¹⁸. I takt med att kapitalet växer inom premiepensionen blir det också attraktivare att bearbeta marknaden för rådgivnings/förvaltartjänster. Om förutsättningarna inte förändras kommer sannolikt allt fler anlita rådgivare. Det ter sig inte omöjligt att de kan nå 30–40 procent av antalet pensionssparare.

Kostnaden för de rådgivningstjänster som erbjuds är i det flesta fall höga i relation till den genomsnittlige pensionsspararens kontobehållning. Det är inte ovanligt att rådgivningsföretagen först debiterar en rådgivningsavgift som ligger utanför premiepensionssystemet och på så sätt inte omfattas av Pensionsmyndighetens rabattrappa. Den avgiften ligger många gånger på ca 100 baspunkter (1 procent) per år. Utöver den visar senast tillgänglig statistik att nettoavgiften för de fonder som rådgivningsföretagen förmedlar är 73 baspunkter (0,73 procent) per år. Avgifterna för rådgivningsföretagens fonder är väsentligt högre än de traditionella fondbolagens avgifter då man anpassat bruttoavgiften efter ett önskat nettouttag. Det har man kunnat göra då man inte på samma sätt utsätts för konkurrens där premiepensionsspararna jämför bruttoavgifter på fondtorget. En inte ovanlig kostnad hos rådgivningsföretagen är således 170 bp per år vilken kan jämföras med den genomsnittliga uttagna fondavgiften på 39 baspunkter (värdeviktad) samt avgiften för AP7 Såfa aktie på 15 baspunkter. Vid årsskiftet 2012/2013 uppgick det samlade kapitalet i rådgivningsföretagens fonder till drygt 50 miljarder kronor. Om man bortser från rådgivningsföretagens avgifter utanför premiepensionssystemet innebär rådgivningsföretagens högre avgift en merkostnad på ca 200 miljoner kronor per år utifrån nuvarande volymer i jämförelse med genomsnittliga fondarvodet och ytterligare 75 miljoner kronor per år i jämförelse med AP7 Såfa. De kända avgifterna till rådgivningsföretagen utanför premiepensionssystemet torde överstiga 300 miljoner kronor per år. Tabellen nedan summerar rådgivningsmarknaden per Q1 2013. Enligt Pensionsmyndigheten (2012) var Swedbank tidigare den största rådgivaren med 260 000 kunder. Dessa har dock överförts till Swedbanks vanliga fonder och ingår därför inte i statistiken efter massfondbytestoppet.

¹⁸ Kartläggning av hur förvaltningstjänsterna ser ut efter stoppet av massfondbyten de 1 december, VER 2012-47 s. 4.

Tabell 3.6 Rådgivningsföretagen, kapital och kostnader

Företag	Extra avgift per år (kr ¹⁹)	Antal fond-i-fonder + fond*	Fondavgift (efter rabatt)	Förvaltat kapital 2013-03-31 (mnkr)	Antal fondval
Advisor	595	1	0,90	1 455	22 631
Aktiva fonder	-	1 + 1*	0,80 resp. 0,90	803	7 644
Cicero Fonder	-	6	0,96 - 1,13	802	11 161
Festival Pension/ Independent Inv. Group	-	1+3*	0,73 - 1,41	568	8 526
Fondbytesprogrammet	-	1	0,89	34	336
Indecap	660	2	0,96 resp. 0,99	4 318	84 016
JP Fondval	-	1	0,95	241	1 810
Monetar	500	5 +3*	0,3-0,61	14 018	175 043
Pensionsförvaltning					
Naventi	-	5	0,56 - 0,88	1 375	12 884
Prognosia	896	2	0,79 resp. 0,86	6 985	133 940
Solidar Fondservice	500	10	0,2-0,84	9 268	174 310
Svensk Fondservice	679	3	0,80 - 0,82	8 218	90 642
Söderberg och Partners	-	2	0,88	4 066	35 581
Max Matthiessens	-	3	0,79 - 0,92	1 513	10 417
Summering	0-896 kr/år	50 fonder	Genomsnittlig avgift 0,73	Totalt förvaltat kapital 53 664 mnkr	Fondval 768 941

Källa: Finansdepartementets beräkningar

Premiepensionsrådgivarnas kostnader är ofta betydande men det är bara en sida av myntet. Kapitalförvaltning syftar till att skapa en nettoavkastning och inte ensidigt kostnadsminimering.

Dahlquist m.fl. (2011) analyserar särskilt resultaten för individer som anlitat premiepensionsrådgivare. De dokumenterar i sin studie att individer som anlitat rådgivare för premiepensionsvalen inte presterar bättre än andra före omkostnader/avgifter. Mot bakgrund

¹⁹ Respektive rådgivares hemsida.

av att kostnaderna är betydande blir nettoresultatet för individer med premiepensionsrådgivare negativt jämfört med andra individer. Föreliggande utredning, som haft tillgång till ett större datamaterial (fler individer) och ytterligare ett års historik visar på motsvarande resultat. Dock noteras att individer med rådgivare tenderar att uppnå mindre extrema förvaltningsresultat, dvs. färre individer med riktigt låg eller hög avkastning.

Konsumentskyddsproblem inom premiepensionsrådgivning

Pensionsmyndigheten konstaterar i sin rapport Effekter av massfondbytesstoppet (VER 2012-257) att det fortsatt råder stora brister i konsumentskyddet för de sparare som väljer att anlita en privat rådgivare för sin premiepension. Problemen rör huvudsakligen otydlig eller felaktig information avseende den köpta tjänsten. Pensionsmyndigheten rapporterar att de under perioden januari–juli 2012 mottagit ca 3 500 samtal som avser premiepensionsrådgivarnas verksamhet. Massfondbytesstoppet har inte reducerat antal anmälningar. I flera anmälningar har pensionsspararen fått uppfattningen att företagen som kontaktar dem för att marknadsföra sina tjänster är Pensionsmyndigheten eller att företaget i vart fall har ett organiserat samarbete med Pensionsmyndigheten.

Anmälningarna handlar, förutom att personer debiteras för något de inte anser sig ha beställt, också om att villkoren för uppsägning är snåriga. Anmälare berättar hur påminnelseavgifter och inkassokrav har samlats på hög trots att personen försökt säga upp avtalet, som man alltså omedvetet har ingått. Det har också förekommit försäljningsförsök till äldre personer som över huvud taget inte har någon premiepension.

Många av de företag som lanserar premiepensionstjänster har rätt att bedriva värdepappersrörelse enligt tillstånd från Finansinspektionen och de står därmed under myndighetens tillsyn. Det finns dock exempel på företag som bedriver rådgivning utan tillstånd från Finansinspektionen och därmed inte står under tillsyn.

Genom att studera de klagomål som registrerats hos Konsumentverket framgår att det existerar företag som har fått ett relativt stort antal klagomål. Det noteras även att de premiepensionsrådgivare som fått klagomål mot sig har bytt namn

ett flertal gånger under de senare åren. De kan sedan fortsätta att bedriva sin verksamhet förhållandevis ostört via telefonförsäljning, trots varningar från Konsumentverket.

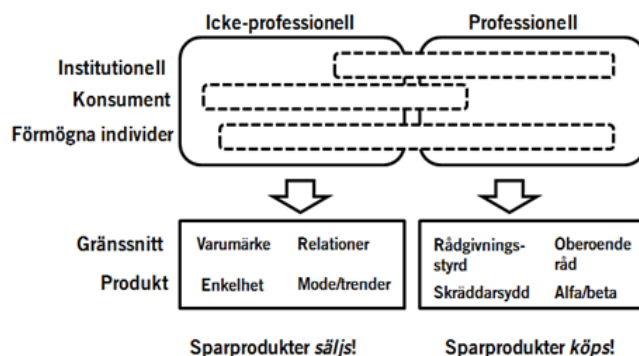
Marknadsdynamik

För att bättre förstå informationskostnadernas betydelse krävs förståelse för marknadsdynamiken i fondindustrin. Detta avsnitt summerar utvecklingen och drivkrafterna. Under 2012 var fondindustrin större än någonsin. Enligt Investment Company Institute förvaltade fondindustrin globalt över 26 000 miljarder USD fördelat på över 70 000 fonder. I Sverige har fondsparandet en lång tradition. Det tog fart under 80-talet då allemansfonderna med ett skattesubventionerat sparande lanserades. Därefter har fondindustrin i Sverige växt stadigt och har ett samlat kapital på ca 2 000 miljarder kronor på den svenska marknaden varav premiepensionen står för en knapp fjärdedel. När premiepensionssystemet är fullt infasat kommer bortåt 4000 miljarder kronor vara placerade inom systemet. Till detta kommer även ett snabbt växande tjänstepensionskapital som i stor utsträckning placeras i fonder.

Det internationella strategikonsultföretaget Oliver Wyman har i en rapport från år 2004 tydligt karaktäriserat fondmarknaden utifrån olika kategorier av investerare. Förenklat delas marknaden upp i två kategorier baserat på kunskap, icke-professionell och professionell sparare. Rapporten visar att icke-professionella kunder har begränsad finansiell kunskap och fokuserar på icke investeringsrelaterade parametrar vid investeringsbeslut. Viktiga beslutskriterier är varumärke, relationer exempelvis med rådgivare/bankkontakt, enkel produkt och synligt pris. Till de icke-professionella spararna säljs sparprodukter medan de professionella spararna köper sparprodukter. Med detta menas att de icke professionella inte har kunskap att efterfråga en viss produkt utan väljer bland de som presenteras. Professionella investerare har krav på det de köper och kan söka upp produkt efter behovspecifikation. Distributionskapacitet och säljförmåga är således nyckelfaktorer för finansiella bolags framgång att sälja till icke professionella. För att bli en framgångsrik leverantör till professionella sparare krävs helt andra parametrar. Professionella sparare har god insikt och kunskap om sina behov, förståelse för

vikten av riskspridning och produktkunskap. Det medför att de är köpare på sparmarknaden och kvalitet på sparprodukter är således viktigt för att framgångsrikt kunna leverera sparprodukter till detta marknadssegment. Figuren nedan beskriver marknaden för sparprodukter där institutionella kapitalägare ofta tillhör kategorin professionell investerare/sparare. Konsumenter är huvudsakligen icke-professionella sparare, medan det råder stor spridning i förmögna individers kunskaper och sparbeteenden.

Figur 3.1 Segmentering av sparandemarknaden



Källa: Oliver Wyman (2004)

Premiepensionsspararna är huvudsakligen icke-professionella sparare. Det innebär att framgångsrika aktörer på premiepensionsmarknaden måste ha en bra distributionskapacitet, erbjuda enkla produkter/tjänster som är anpassade efter det aktuella modet. Ledande förvaltningsorganisationer som erbjuder produkter/tjänster till professionella sparare som har krav på förvaltningskvalitet har svårare att nå framgång på premiepensionsmarknaden utan en effektiv distribution. Marknadsutvecklingen för premiepensionssparandet stämmer mycket väl överens med Oliver Wymans rapport och prognos från 2004. Nya aktörer slår sig snabbt in och tar betydande andelar av premiepensionssparandet med en effektiv distributionskapacitet. Många av dessa aktörer erbjuder produkter/tjänster som inte över huvud taget blir aktuella i det professionella kundsegmentet där kraven på kvalitet och prisvärda produkter/tjänster är högre. Bilden av svaga konsumenter förstärks än mer i Dahlquist och Martinez

(2012). Deras analys av premiepensionssparare jämfört med vanliga fondsparare visar att pensionssparare är än mer passiva och reagerar i mindre utsträckning på dåligt förvaltningsresultat. Det innebär att pensionssparare i större utsträckning fortsätter att investera i fonder som presterar dåligt, vilket i sig resulterar i ett sämre förvaltningsresultat för pensionssparare än fondsparare. Akademisk forskning har även dokumenterat att konsumenter tenderar att prestera sämre än institutionella investerare och marknaden i allmänhet, se exempelvis Odean (1998, 1999) samt Barber och Odean (2000).

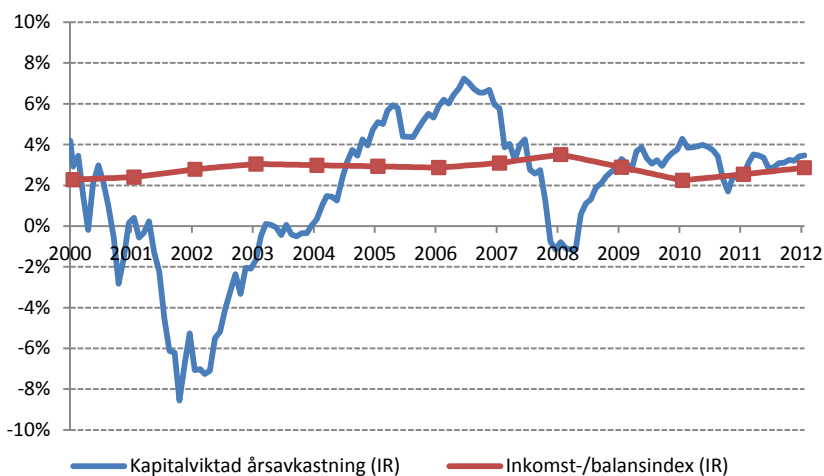
3.4 Förvaltningsresultat

3.4.1 Aggregerat förvaltningsresultat och spridning

Förvaltningsresultatet och den avkastning som premiepensionssparare erhållit överstiger motsvarande uppräkningsresultat för inkomstpensionen den 31 december 2012. Den genomsnittliga premiepensionsspararen hade fram till 2012 erhållit en avkastning på 3,5 procent per år vilket kan jämföras med utvecklingen för inkomstpensionen på 2,9 procent per år.²⁰

²⁰ Avkastning på fonderade medel inom inkomstpensionen överstiger dock avkastningen på fonderade medel inom premiepensionen, se diagram 3.16.

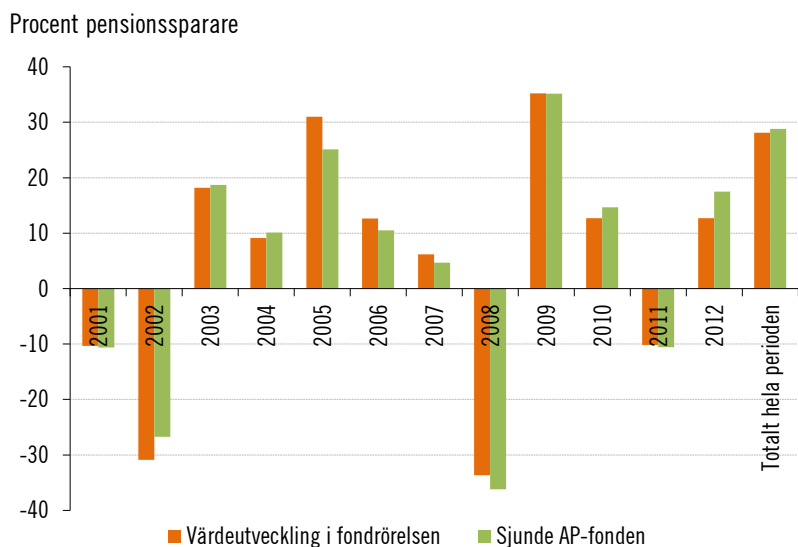
Diagram 3.4 Genomsnittlig kapitalviktad avkastning per år för alla premiepensionssparare under åren 2000–2012



Källa: Pensionsmyndigheten

Emellertid har inte alla premiepensionssparare fått en bättre utveckling än inkomstpensionen. Alla som har haft sitt premiepensionssparande i icke-valsalternativet fick en bättre avkastning än motsvarande uppräknings av inkomstpensionen per december 2012. Emellertid fick totalt 81 procent bland dem med egen vald fondportfölj en bättre avkastning än motsvarande uppräknings av inkomstpensionen. Diagrammet nedan visar utvecklingen för fondrörelsen totalt och icke-valsalternativet. Totalt har avkastningen från 2001 till och med 2012 för icke-valsalternativet varit 28,8 procent och motsvarande siffra för fondrörelsen totalt varit 28,1 procent då rabatten är återlagd. Nettoresultatet blir i genomsnitt i linje med icke-valsalternativet.

Diagram 3.5 Avkastning i premiepensionssystemet

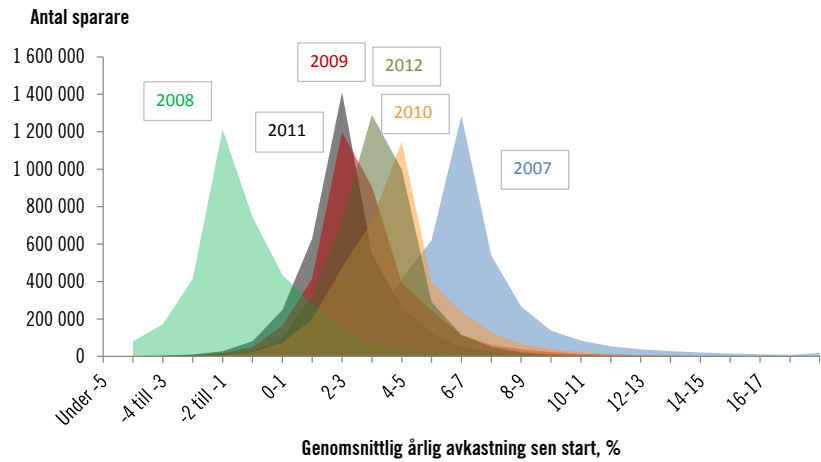


Källa: Pensionsmyndigheten

I de följande avsnitten utvärderas spridningen i den historiska avkastningen samt eventuell systematik i resultaten baserat på bakgrundsvariabler. Det är i detta sammanhang viktigt att hålla i minnet att förvaltningsresultaten tenderar att variera mycket mellan åren vilket får till följd att den statistiska analysen/resultaten blir en ögonblicksbild. Diagrammet nedan visar denna problematik och åskådliggör förvaltningsresultaten fram till 2007 respektive fram till varje år till och med 2012. Exempelvis syns hur bilden helt förändrades mellan den 31 december 2007 och den 31 december 2008. I slutet av 2007 var medianavkastningen sedan starten²¹ drygt 5 procent per år, medan avkastningen sedan starten ett år senare hade sjunkit till -1 procent. Detta var en följd av den stora börsnedgången 2008. Mot bakgrund av underliggande investeringspreferenser kan således orsakssamband mellan förvaltningsresultat och bakgrundsvariabler blir beroende av studerad tidsperiod. Diagrammet nedan visar fördelningarna för förvaltningsresultat från start till och med respektive år 2007–2012.

²¹ Vid beräkning av värdeutveckling sedan start används 1995 som startår då pengarna placerades hos Riksgäldskontoret.

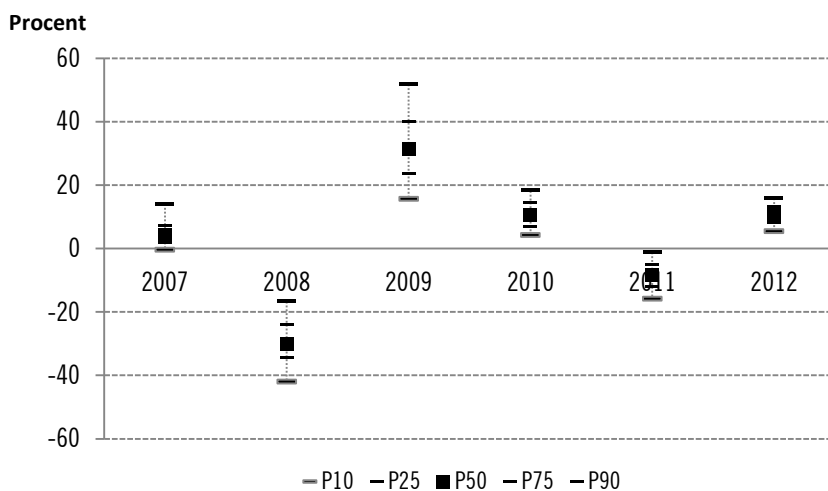
Diagram 3.6 Fördelning förvaltningsresultat, samtliga sparare med inträdesår 2000



Källa: Socialdepartementets beräkningar

Effekten av att kapitalet är placerat i olika tillgångsslag med olika risker blir att vid stora upp- och nedgångar på börserna ökar spridningen i utfallet. När aktiefonder har utvecklats i snitt som räntefonder blir spridningen i utfall betydligt lägre. Omvänt gäller att om aktiefonder har en betydligt bättre eller sämre utveckling än räntefonder kommer spridningen i avkastningen bli betydligt större. Om fler personer dessutom väljer en egen fondportfölj kommer också spridningen mellan pensionsspararna öka. I diagrammet nedan syns att de allra flesta följer medianen – år med uppgång ser de allra flesta sitt kapital öka och i nedgång ser de allra flesta sitt kapital minska.

Diagram 3.7 Årlig värdeutveckling för sparare med egen vald portfölj sedan inträdesår 2000, median och percentilerna 10,25,75 samt 90

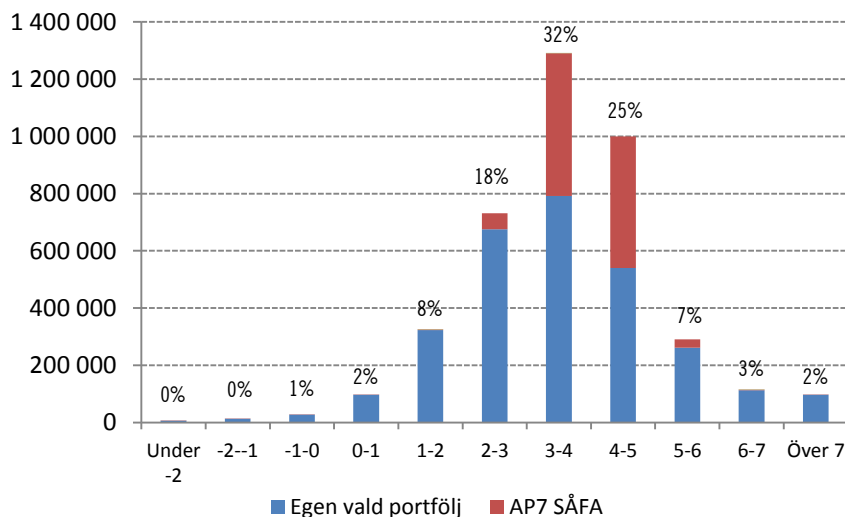


Källa: Socialdepartementets beräkningar

Totalavkastningen för premiepensionsspararna skiljer sig betydligt åt, oavsett när utvärdering görs. För de som har sitt premiepensionssparande i AP7 Såfa är spridningen liten till följd av en homogen placeringsstrategi, mindre avvikelser förekommer som baseras på individers olika tidpunkter för premiepensionssparandet men också till följd av mindre skillnader i placeringsinriktning. För individer med egen vald fondportfölj är spridningen betydande. Vid årsskiftet 2012/13 hade drygt 500 individer haft en negativ årlig avkastning på ca 5 procent på samtliga inbetalda premier. Det motsvarar ett värdetapp på 46 procent för de initialt inbetalda premierna. Å andra sidan fanns drygt 1000 individer som varit mycket framgångsrika i förvaltningen av premiepensionskapitalet med en genomsnittlig årlig avkastning på 15 procent för alla inbetalda premier. Det motsvarar en värdeökning på 435 procent för det initialt inbetalda premierna fram till 2012. Diagrammet nedan visar spridningen av individers förvaltningsresultat under perioden 1995–2012. Endast ett fåtal personer har uppnått extrema resultat varmed dessa klumpats ihop i en grupp med lägre avkastning än -2 procent och en grupp med högre avkastning än

7 procent. En liten variation finns för individer som har sitt kapital hos AP7 Såfa då man placerat olika mycket kapital vid olika tidpunkter samt genom mindre skillnader i tillgångsfördelning.

Diagram 3.8 Årlig genomsnittlig värdeutveckling 1995-2012, antal och andel pensionssparare med inträdesår 2000, fördelat på egen vald portfölj och AP7 Såfa



Källa: Socialdepartementets beräkningar

Diagrammet ovan visar den kapitalviktade genomsnittliga årsavkastningen under perioden 1995–2012, vilket motsvarar 18 år. Det är en betydande del av individens arbetsföra tid. Avkastningsnivåerna är överlag låga för den enskilde pensionsspararen i ett historiskt perspektiv där 32 procent av individerna ligger i intervallet 3–4 procent i nominell avkastning per år. De låga avkastningsnivåerna motverkar stor spridning som sannolikt varit större vid högre avkastningstal. Mot bakgrund av den historiska spridningen under 18 år har Pensionsmyndigheten simulerat vad den slutliga pensionen blir för en genomsnittlig man och kvinna givet fördelning och avkastningsnivå 2011. Tabellen nedan visar förväntat pensionskapital vid pensionering, pension samt andel av befolkningen för respektive nivå. Tabellen avser

kohort födda 1990.²² Notera att pensionsnivåerna förutsätter samma inkomst, men att män har något högre inkomst än kvinnor.

Tabell 3.7 Pension vid olika avkastningsnivåer samt andel pensionssparare

Årlig avkastning	Pensionsbehållning		Pension per månad		Andel
	Median man	Median kvinna	Median man	Median kvinna	
-8%	173 321	157 450	960	872	0,01%
-7%	191 403	173 876	1 061	964	0,01%
-6%	213 104	193 588	1 181	1 073	0,02%
-5%	239 407	217 484	1 327	1 205	0,04%
-4%	271 606	246 736	1 505	1 368	0,10%
-3%	311 413	282 894	1 726	1 568	0,26%
-2%	361 095	328 027	2 002	1 818	0,64%
-1%	423 686	384 888	2 349	2 133	1,79%
0%	503 232	457 150	2 790	2 534	5,27%
1%	605 154	549 742	3 355	3 048	15,34%
2%	736 763	669 296	4 084	3 710	25,87%
3%	907 841	824 713	5 033	4 572	23,25%
4%	1 131 630	1 028 007	6 274	5 699	14,81%
5%	1 425 956	1 295 391	7 906	7 182	7,01%
6%	1 814 908	1 648 728	10 062	9 141	2,71%
7%	2 330 971	2 117 549	12 923	11 740	1,38%
8%	3 018 173	2 741 842	16 734	15 202	0,68%
9%	3 935 725	3 575 412	21 821	19 823	0,33%
10%	5 163 961	4 691 110	28 631	26 009	0,18%
11%	6 810 868	6 187 337	37 762	34 305	0,10%
12%	9 022 640	8 196 625	50 025	45 445	0,08%
13%	11 995 928	10 897 704	66 511	60 421	0,04%
14%	15 996 050	14 531 641	88 689	80 570	0,03%
15%	21 379 419	19 422 356	118 537	107 686	0,02%
16%	28 625 988	26 005 942	158 715	144 189	0,01%
17%	38 380 203	34 867 620	212 797	193 322	0,02%

Källa: Pensionsmyndighetens beräkningar

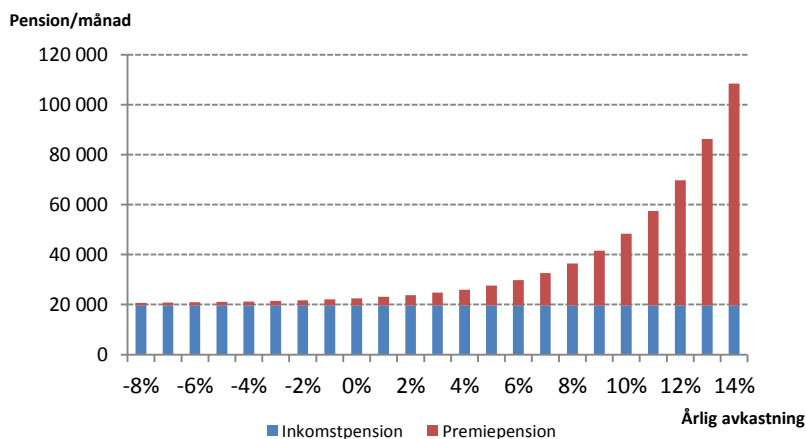
Av tabellen framgår tydligt att spridningen ger upphov till mycket stora skillnader i premiepensionssparande och förväntad premiepension. De individer med en årlig avkastning på 17 procent förväntas få en premiepension på 200 000 kronor per månad. Bland de som lyckas sämst ligger en förväntad premiepension på knappt 1 000 kronor per månad. Huvuddelen av individerna ligger dock inom ett betydligt snävare spann, mellan 3 000 och 10 000 kronor ligger 95 procent av individerna. Även detta spann är rensat för

²² Ordet kohort används inom demografin som beteckning på en grupp individer med vissa gemensamma kännetecken, normalt födelseperiod, oftast ett år.

inkomst varför skillnader i premiepension till 100 procent förklaras av skillnader i förvaltningsresultat.

Det är intressant att ställa de framtida förväntade pensionsnivåerna i relation till den förväntade inkomstpensionen. Diagrammet nedan visar den förväntade allmänna pensionen för en genomsnittlig man utifrån tabellen ovan (kohort födda 1990). Mot bakgrund av att den förväntade pensionen växer exponentiellt begränsas diagrammet till en maximal avkastning på 14 procent.

Diagram 3.9 Förväntad allmän pension vid olika avkastning



Källa: Pensionsmyndighetens beräkningar

3.4.2 Systematik i avkastning

Detta avsnitt belyser om det är vissa grupper i samhället som lyckats särskilt bra eller dåligt med sin förvaltning av premiepensionen. Analysen har bestått av att ställa förvaltningsresultatet under olika perioder mot en stor mängd bakgrundsvariabler som erhållits från Pensionsmyndigheten och SCB. Det statistiska representativa datamaterialet utgörs av ca 200 000 individer. De huvudsakliga bakgrundsvariabler som beaktats är:

1. Kön
2. Ålder
3. Inkomst

4. Yrke/utbildning

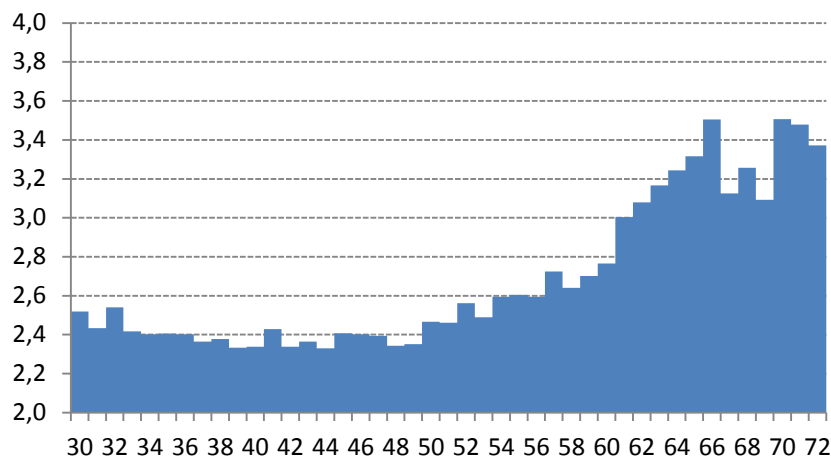
5. Bostadsort

Analys av bakgrundsvariablers eventuella påverkan på förvaltningsresultatet har gjorts med två statistiska modeller, dels en bivariat analys (förhållandet mellan enstaka variabler och förvaltningsresultat), dels genom multivariat analys (där flertalet bakgrundsvariabler beaktas samtidigt). På ett övergripande plan visar analysen inget revolutionerande. Resultaten är i stort överensstämmande med den akademiska litteraturen. Även om det kan dokumenteras olika typer av statistiska samband mellan bakgrundsvariabler och avkastning är det många gånger individens riskaptit och aktivitet som huvudsakligen förklarar den erhållna avkastningen. Enbart bakgrundsvariabler förklarar en liten del av variationen i avkastning. Särskilt tydligt blir detta då olika tidsperioder analyseras. Riskaptiten tenderar att vara mer konstant än humöret på kapitalmarknaden. En del individer är mer riskbenägna än andra. I en del perioder lönar sig risktagande och i andra perioder straffar sig risktagande. De som lyckats bäst är de som haft hög risk då kapitalmarknaden gått bra och bytt till låg risk under sämre perioder. I sammanhanget kan nämnas att det i flertalet studier dokumenterats att män tenderar att vara mer riskbenägna än kvinnor och på det sättet i större utsträckning uppnår både de bästa och sämsta resultaten. Många studier visar också att individer med mer finansiell kunskap lyckas bättre än andra vilket delvis förklaras av att dessa är mer riskbenägna och över tid erhåller en större riskpremie. Individer med mer finansiell kunskap tenderar också att göra färre investeringsmisstag och exempelvis ha en större riskspridning för att med större säkerhet uppnå ett framgångsrikt resultat. Utifrån utfallet till och med år 2011 dokumenteras även att individer boende i glesbygd och tätbygd tillhör förlorargruppen och i storstäder vinnargruppen. Detta samband framkommer både i den bivariata och multivariata analysen. Mot bakgrund av att de systematiska skillnaderna mellan individers förvaltningsresultat sammantaget inte är ett "huvudproblem" begränsas redogörelsen i detta avsnitt. I stället bör den användas för att ge en deskriptiv bild av systematiken i de historiska resultaten.

Diagrammet nedan visar ett positivt samband mellan avkastning och spararnas ålder fram till 2011. De som är 30 år i diagrammet var vid start år 2000, 18 år. De som 2011 var över 60 år hade överlag lyckats bäst. Emellertid hade de äldre vanligtvis lägre risktagande i

likhet med tanken bakom generationsfonder, vilket inte varit lika framgångsrikt de år börsen gått bättre än räntemarknaden såsom 2007, 2009, 2010, 2012 samt början av 2013. Sammantaget är det svårt att finna stöd för att ålder väsentligen förklarar hur framgångsrikt individen förvaltar sin premiepension.

Diagram 3.10 Avkastning till och med 2011 fördelat på spararnas åldrar. Egen vald portfölj och pensionssparare med inträdesår 2000

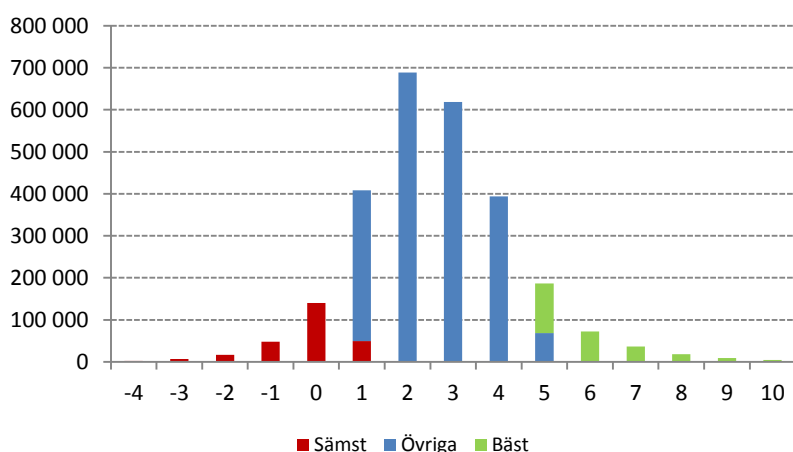


Källa: Socialdepartementets beräkningar

Förutom ålder och kön så visar både den bivariata och multivariata analysen att de som bor i storstadsregionerna Stockholm/Göteborg/Malmö i snitt har ett bättre förvaltningsresultat än övriga landet. Genomgående har även de som arbetar med fiske, jord och skogsbruk haft ett sämre resultat än övriga. Avseende utbildning/yrke så har de med mer kvalificerade utbildningar varit lyckosamma då börsen gått upp, medan det omvända gällt nedgångsåren 2008 och 2011 vilket går att hänföra till deras lägre risk. När det gäller inkomst är inte heller resultaten helt entydiga. Även om vissa bakgrundsfaktorer har en statistiskt säkerställd inverkan förklarar bakgrundsvariabler väldigt lite av variationen i avkastningen även ifall de tas i beaktande samtidigt. I stället för en omfattande redogörelse för de statistiska resultaten mellan bakgrundsvariabler och förvaltningsresultat har analysen särskilt fokuserat på individer som lyckats bäst respektive sämst.

De grupper som särskilt studerats är de 10 procent av individerna som lyckats bäst samt de 10 procent av individerna som lyckats sämst. Samtliga individer har varit med sedan lanseringen av premiepensionssystemet år 2000. Diagrammet nedan visar utvecklingen för dessa grupper från start till och med 2011. De som här beskrivs är de med egenvald fondportfölj som har varit i systemet under hela tiden sedan starten, dvs. drygt 2,5 miljoner individer.

Diagram 3.11 Årlig värdeutveckling för sparare med egen vald portfölj inträdesår 2000 uppdelat på dem med sämst respektive bäst utfall till och med 2011



Källa: Socialdepartementets beräkningar

De 10 procenten med lägst avkastning har en avkastning på mindre än 0,7 procent per år. Detta motsvarar 266 000 sparare. Drygt 1 procent av spararna (29 000) fått sitt kapital minskat med i genomsnitt minst 2 procent. Totalt hade 8 procent av spararna (217 000) en negativ nominell avkastning. De 1 000 spararna med lägst avkastning hade en genomsnittlig årlig negativ avkastning på 6 procent eller lägre. Om resultaten för 2012 hade inkluderats hade hela fördelningen varit förskjuten till höger. Exempelvis hade den procent med lägst avkastning sett sitt kapital minska med minst 0,5 procent jämfört med minst 2 procent 2011. Hela fördelningen ligger i intervallet -12 procent till +24 procent per år, men endast ett fåtal individer uppnår de mest extrema resultaten.

Individkaraktäristika och förvaltningsresultat

I tabellen nedan syns att kvinnorna är något underrepresenterade bland både de som det har gått bäst för respektive sämst för, vilket gäller för alla undersökta år. Dock syns vissa skillnader i mönstret 2008 och 2011. Dessa år är andelen kvinnor i den översta decilen (bästa gruppen) något större än 2007, 2009 och 2010. Detta förklaras delvis med att kvinnor tar mindre risker och därmed inte tappar lika mycket nedgångsår som 2008 och 2011.

Tabell 3.8 Andelen kvinnor bland de 10 procent sparare med sämst respektive bäst värdeutvecklingen 2007-2011, egen vald portfölj inträdesår 2000

	Sämst	Övriga	Bäst	Samtliga
2011	46	51	43	50
2010	47	51	41	50
2009	47	51	40	50
2008	45	51	46	50
2007	46	52	40	50

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Tabellen nedan visar att männen i bästa gruppen i snitt har högre avkastning samtliga år. Dessutom utgör de en större andel än kvinnor i gruppen. Störst är skillnaderna uppgångsåren 2007, 2009 och 2010. Spridningen är också något större bland männen än kvinnorna. I sämsta gruppen har männen i genomsnitt en något sämre avkastning. Den genomsnittliga avkastningen är högre hos männen och spridningen är större när samtliga individer beaktas. Störst är skillnaderna 2007, 2009 och 2010.

Tabell 3.9 Spridning samt medelvärde på internräntan för gruppen bäst, sämst och samtliga fördelat på kön, sparare med egen vald portfölj inträdesår 2000

		Kön	2011		2010		2009		2008		2007		
			Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std	
Internränta	Bäst	Man	6,3	9	9,0	11	8,1	12	4,3	14	11,9	16	
		Kvinna	6,1	8	8,7	9	7,8	11	4,1	12	11,5	14	
	Sämst	Man	-0,3	6	0,9	6	0,1	6	-5,0	11	1,5	7	
		Kvinna	-0,2	6	1,0	5	0,2	6	-4,9	10	1,7	6	
	Samtliga	Man	2,7	11	4,4	13	3,5	13	-0,7	15	5,8	17	
		Kvinna	2,6	9	4,2	11	3,3	11	-0,7	13	5,5	14	
	Total			2,7	10	4,3	12	3,4	12	-0,7	14	5,7	16

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Vid närmare analys av bästa gruppen och sämsta gruppen framkommer att de äldsta individerna i likhet med män uppnår bästa och sämsta resultat.

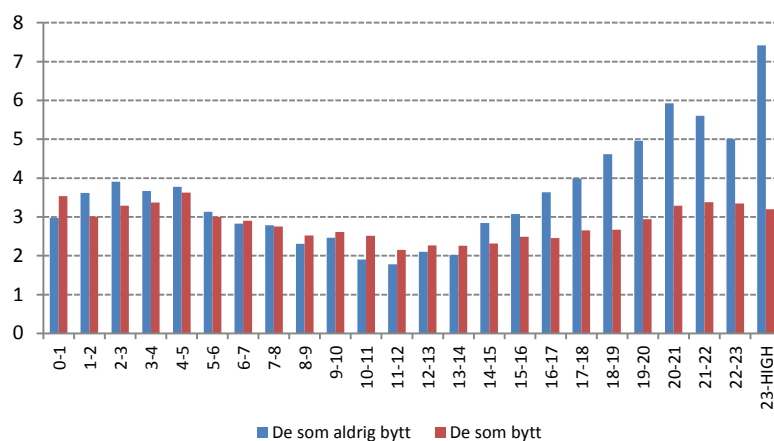
Förvaltningsresultat och risktagande

Utifrån finansiell teori finns en inneboende förväntan om att risktagande ska resultera i en riskpremie som kompensation för att den riskaversiva investeraren utsätter sig/sitt kapital för risk. Systematiken i förvaltningsresultat måste därför ses mot bakgrund av den period som utvärderats, där utvecklingen och eventuella riskpremier samt individers olika riskpreferenser beaktas. Omfattande forskning visar att individer med mer kunskap om de finansiella marknaderna tenderar att ta mer risk. I likhet med detta visar Finansinspektionen i en rapport ett positivt samband mellan individens kvantitativa förmåga och sannolikheten att en person investerar på aktiemarknaden och därmed tar finansiell risk.

Diagrammet nedan visar förvaltningsresultatet fram till och med 2011 för individers fondportföljer utifrån vald risknivå i december 2011. Bland de passiva pensionsspararna har de individer med högst risk i genomsnitt lyckats uppnå högst avkastning. Emellertid har de med medelhög risk uppnått sämst avkastning. Det är också intressant att notera att för individer som valt högst risknivå finns en tydlig skillnad mellan de som haft denna höga risknivå i en

passiv portfölj kontra de individer som varit aktiva och därmed torde ha misslyckats med sin timing av risktagandet. Det kan också vara så att vissa har bytt just på grund av sin dåliga avkastning och inte fått dålig avkastning på grund av att de bytt. På lägre risknivåer har den genomsnittliga utvecklingen varit ungefär densamma för de som bytt och de som aldrig bytt. Det är viktigt att notera att denna bild förändras betydligt beroende på vilken tidsperiod som studeras.

Diagram 3.12 Årlig medianavkastning 2011 sedan start beroende på risknivå 2011, de som aldrig bytt portfölj jämfört med de som bytt portfölj sedan 2000

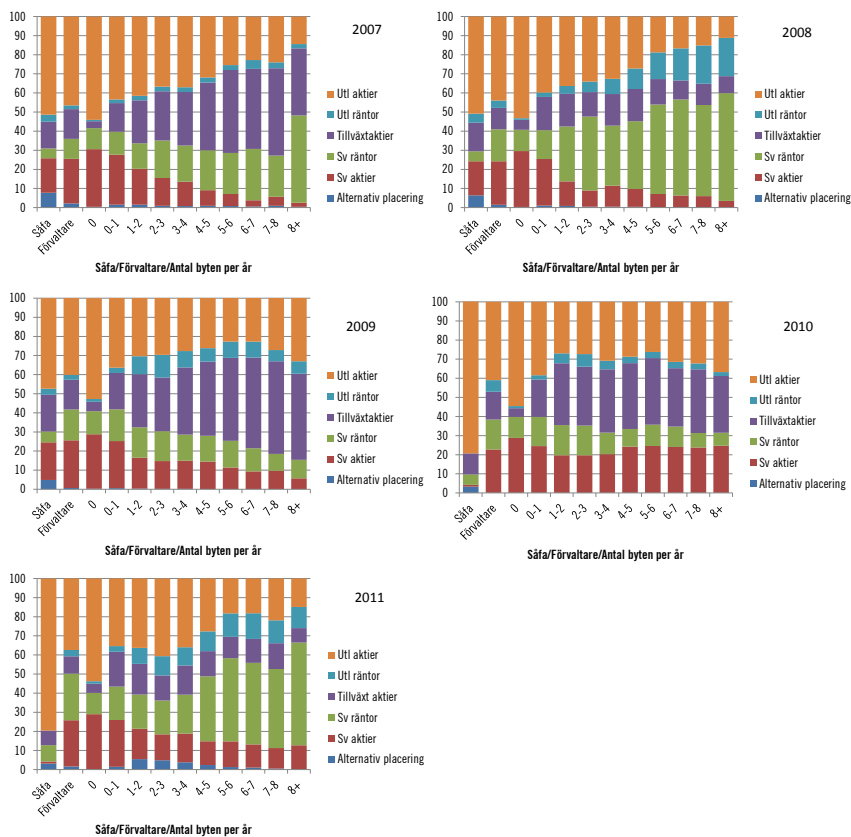


Källa: Socialdepartementets beräkningar

En annan aspekt på risktagande är hur individer styr sin tillgångsallokering. Diagrammet nedan visar tillgångsallokering för åren 2007–2011 baserat på individens aktivitet. De som ändrar sin fördelning av olika tillgångsslag mest är de som är också genomför flest fondbyten. Uppgångsåren 2007 och 2009 har de haft stor andel aktier på tillväxtmarknader, medan under nedgångsåren 2008 och 2011 har de ökat sin andel svenska räntefonder. Exempelvis hade de som 2009 i genomsnitt bytt 8 gånger per år eller mer 10 procent svenska räntefonder, medan deras portfölj 2011 i genomsnittsnitt bestod av 54 procent räntefonder. Det omvända gällde tillväxtmarknadsfonder. Dessa utgjorde 45 procent av

portföljen 2009 och hade minskats till 8 procent av portföljen 2011. I och för sig minskar andelen aktier av portföljen i takt med att aktierna går ner men just 2009 och 2011 var den genomsnittliga årliga avkastningen ungefär densamma. År 2010 infördes AP7 Såfa som icke-valsalternativ och därmed ökade andelen utländska aktier i portföljen relativt mycket. De som hade förvaltare 2011 hade förändrat sin portfölj något i samma riktning, dvs. från tillväxtmarknadsaktier till svenska räntefonder. Förändringen var dock inte speciellt stor.

Diagram 3.13 Portföljsammansättningen för sparare 2007-2011 beroende på aktivitetsnivå 2011



Källa: Socialdepartementets beräkningar

Förvaltningsresultat och aktivitet

I tidigare avsnitt har det kunnat konstateras att individer är förhållandevis passiva i sin hantering av pensionssparande. Genom att pensionsrådgivare tagit allt större marknadsandel ökade aktiviteten på fondtorget snabbt. Bland annat mot bakgrund av de kostnader aktiviteten medförde infördes 2011 ett stopp för massfondbyten vilket reducerat aktiviteten på fondtorget betydligt. Ett flertal studier har analyserat aktiviteten närmare. Dahlquist m.fl. (2011) dokumenterar sambandet mellan förvaltningsresultat och aktivitet på fondtorget för 70 000 premiepensionssparare under perioden år 2000–2010. Resultaten i studien visar på ett tydligt positivt samband mellan aktivitet/fondbyte och förvaltningsresultat. Den genomsnittliga passiva individen fick 1,7 procent i avkastning vilket kan jämföras med aktiva som fick i genomsnitt 1,7–8,6 procent per år i avkastning. Ju aktivare individen varit desto högre avkastning uppnåddes. Individer som hade gjort mer än 50 byten hade högst avkastning, 8,6 procent i genomsnitt (endast 0,3 procent av individerna). Mot bakgrund av resultaten argumenterar Dahlquist m.fl. (2011) för att aktivitet leder till högre avkastning och att denna drivs av fondselektion. Analysen av de ca 200 000 individernas aktivitet fram till och med år 2011 finner motsvarande resultat, dessutom under olika tidsperioder. Emellertid visar resultaten att bland de som presterar allra sämst (första decilen), presterar de med högst aktivitet allra sämst, se tabellen nedan. Det är i linje med den omfattande akademiska litteratur som studerat individers handel med aktier och som visar att individer är alltför aktiva vilket skadar deras förvaltningsresultat då de får bära kostnaderna för de finansiella transaktionerna, se exempelvis Barber och Odean (2000) och Andersson (2013).

Tabell 3.10 Spridning samt medelvärde på internräntan för gruppen bäst, sämst och samtliga fördelat på byten, sparare med egen vald portfölj inträdesår 2000

		Antal byten per år	2011		2010		2009		2008		2007	
			Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std	Medel	Std
Internränta	Bäst	0	5,7	6	8,4	7	7,3	9	3,1	6	10,8	13
		0-2	6,3	9	8,9	10	8,1	12	4,3	13	11,9	16
		2-4	6,7	11	9,2	12	8,2	12	5,0	15	12,3	16
		4+	7,1	12	9,6	13	9,2	15	5,8	16	12,9	18
	Sämst	0	0,0	5	1,0	5	0,4	5	-4,3	7	1,6	7
		0-2	-0,4	6	0,9	6	0,0	7	-5,2	11	1,6	6
		2-4	-0,2	5	1,0	6	0,2	6	-5,3	12	1,9	5
		4+	-0,6	7	0,6	8	-0,1	8	-5,4	12	2,2	4
	Samtliga	0	2,7	8	4,0	11	3,1	9	-0,9	9	5,1	12
		0-2	2,6	10	4,4	12	3,5	13	-0,7	17	5,6	18
		2-4	2,8	12	4,9	15	4,3	16	1,2	19	6,0	22
		4+	4,1	15	6,7	16	6,5	18	3,3	22	8,9	24
Total			2,7	10	4,3	12	3,4	12	-0,7	14	5,3	4

Källa: Socialdepartementets beräkningar

Till skillnad från tidigare studier har arbetet med denna promemoria inkluderat analys av bakgrundskaraktäristika för individer med hög förvaltningsaktivitet. Resultaten är tydliga då flertalet variabler som är relaterade till individens finansiella aktivitet och kunskap framkommer. Exempelvis är individer som har reavinster, aktieutdelningar m.m. mer aktiva än andra. Det innebär sannolikt att högre aktivitet inte behöver innebära bättre förvaltningsresultat. I stället är de dokumenterade resultaten av deskriptiv karaktär, vilket innebär att individer med kunskap är mer aktiva och även mer framgångsrika än andra individer. Den översiktliga analysen visar också att individer med hög aktivitet har haft stor andel aktier i uppgång och stor andel räntefonder i nedgång.

3.4.3 Långtidsprognos

Premiepensionen avviker tydligt från inkomstpensionen genom individuella fondval som innebär att pensionssparandet placeras på kapitalmarknaden. Mot bakgrund av underliggande risker och individers finansiella förmåga uppkommer en spridning i premiepension till följd av olika placeringsbeslut. I detta avsnitt analyseras de långsiktiga effekterna på inkomst och fördelning av olika förvaltningsresultat med hjälp av Regeringskansliets mikrosimuleringsmodell SESIM. Vid beräkningar med modellen skrivs inkomstutvecklingen för ett representativt urval av befolkningen fram år för år. Modellen möjliggör en framåtblickande analys av utvecklingen av t.ex. individens och hushållens disponibla inkomster, relativinkomster och ekonomisk standard vilka sedan kan studeras för olika grupper. För att bättre kunna analysera premiepensionssystemets effekter har modellen vidareutvecklats så att den individuella heterogeniteten i avkastning på finansiella tillgångar och dess effekter på den framtida inkomstspridningen kan studeras. Till grund för modellberäkningarna ligger SCB:s senaste befolkningsprognos och Finansdepartementets långsiktiga makroekonomiska bedömningar i budgetpropositionen för 2013. Med undantag för de genomsnittliga räntorna som fluktuerar kring en antagen jämviktsnivå i vissa scenarier (dvs. är volatila), är övriga makrovariabler desamma i samtliga scenarier (dvs. ej volatila).

För att efterlikna den historiska volatiliteten i makroräntorna används en ”*Back to the future*”-ansats, där den historiskt observerade volatiliteten antas upprepas med en 20-årscykel. Beräkningarna görs med antagande om oförändrade regler i skatte- och transfereringssystemen. Beräkningar av de långsiktiga effekterna har gjorts med antagande om oförändrat pensionsbeteende. Vidare antas inkomstindexering av samtliga skatte- och bidragssystem från 2017, dvs. horisonten för Finansdepartementets medelfristiga prognos.

Simulering och scenarier

De långsiktiga antagandena om medelvärde och spridning av de individuella avkastningarna är styrande för fördelningen av utbetald premiepension på lång sikt. För att belysa detta simuleras ett antal

scenarier där ett representativt urval av befolkningen skrivs fram år för år. Analysen syftar till att illustrera effekterna av variationer i premiepensionsavkastningar (både över tiden och mellan individer) jämfört med scenarier där ingen variation förutsätts vare sig mellan individer eller olika prognosår.²³ Sex olika scenarier med olika utveckling av den årliga impliciträntan, uppdelat i två grupper presenteras:

- Grupp 1: Ingen volatilitet
 - Scenario 1: 2 procent nominell årlig avkastning (Låg)
 - Scenario 2: 4 procent nominell årlig avkastning (Bas)
 - Scenario 3: 6 procent nominell årlig avkastning (Hög)
- Grupp 2: Med volatilitet
 - Scenario 4: Som scenario 2 + makrovolatilitet (med makrovolatilitet avses fluktuationer mellan åren med avseende på spararkollektivets genomsnittliga avkastning) mellan år.
 - Scenario 5: Som scenario 4 + slumpmässig mikrovolatilitet mellan individer (med mikrovolatilitet avses den spridning av individuella avkastningar som kan observeras inom spararkollektivet ett visst givet år)
 - Scenario 6: Som scenario 4 + systematisk mikrovolatilitet enligt skattad modell.

För simuleringar i grupp 1 antas att de nominella räntorna är konstanta från och med 2017 (2, 4 respektive 6 procent).²⁴ Simulering i grupp 2 har gjorts med antagande om makrovolatilitet mellan olika år. Avkastningen har då antagits variera med det historiska mönstret kring 4 procents nominell ränta, räknat så att den ackumulerade räntan blir densamma slutåret i varje 20-årscykel.

I scenarierna 5 och 6 har sedan individuell volatilitet lagts till. I scenario 5 antas en slumpmässig individuell variation kring den antagna makroräntan. Spridningen har då antagits bli densamma som den har varit under åren sedan premiepensionssystemet infördes.

²³ Modellen simuleras 2000-2070. T.o.m. 2016 används utfall och budgetprognoser för makroräntorna, samma i alla scenarier.

²⁴ För år t.o.m. 2016 används utfall och prognoser från BP13.

I scenario 6 slutligen används den skattade modellen för att illustrera vad som kan hända givet att det historiska mönstret kvarstår. Även om de skattade skillnaderna mellan olika grupper är liten, kan dessa små årliga skillnader alltså få betydande ackumulerade effekter på premiepensionen på lång sikt.

Analysen har fokuserats på två kohorter som lever huvuddelen av sina vuxna liv under simuleringsperioden 2000–2070, dels födda 1990–1994 och dels födda 1980–84.²⁵ Kohorterna har valts med hänsyn till att den ena har tur och den andra otur när det gäller makroavkastningen på premiepensionen. Notera att detta inte är någon prognos, utan endast en illustration av volatilitetens betydelse, givet att den blir densamma i framtiden som under den senaste 20-årsperioden. Vi vet inget om förloppet, endast att det kommer bra år och att det kommer dåliga år. I scenarierna 1–3 antas oförändrad makroränta för år efter 2016. I scenarierna 4–6 antas en makroavkastning som varierar med den historiska volatiliteten runt i genomsnitt 4 procents nominell ränta (dvs. scenario 2). I förhållande till den genomsnittliga avkastningen kan volatiliteten förefalla stor, men detta är alltså i linje med det historiska mönstret under den senaste 20-årsperioden.

Beräkningarna visar att hög volatilitet i genomsnittsavkastningen mellan olika år medför att tidpunkten för pensioneringen spelar stor roll för premiepensionen.²⁶ För att minska osäkerheten kan det vara lämpligt för pensionsspararna att minska risken i sina fonder i god tid före pensioneringen. Givet att det finns en riskpremie innebär denna ökade försiktighet generellt sett en lägre premiepension.

Effekter av individuell volatilitet

I scenarierna utan volatilitet är spridningen vid 65 års ålder mindre för premiepensionen än för den disponibla inkomsten, här mätt med den s.k. decilkvoten (P90/P10)²⁷ för premiepensionen för

²⁵ Kohorterna aggregeras till 5-årsgrupper för att antalet observationer ska bli tillräckligt stort.

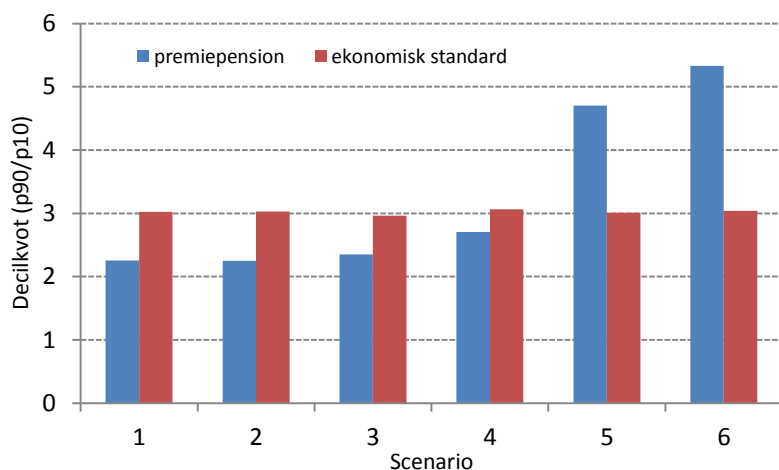
²⁶ I verkligheten kan vissa kompensera den lägre avkastningen genom att förlänga sina arbetsliv, men detta är inte modellerat.

²⁷ Decilkvoten mäter hur stor den genomsnittliga inkomsten i den rikaste percentil (P90) är i förhållande till den genomsnittliga inkomsten i den fattigaste percentil (P10). Decilkvoten för premiepension inkluderar bara inkomster från premiepension medan den för ekonomisk standard inkluderar hela hushållets disponibla inkomst.

födda 1990–1994, beroende på att premiepensionen, men inte den disponibla inkomsten, har ett tak.

Decilkvoten för premiepensionen ökar synbart då man räknar med makrovolatilitet. I scenarierna med individuell volatilitet ökar spridningen av inkomsten från premiepension ännu mer, se diagram nedan. Samtidigt är påverkan på spridningen i total ekonomisk standard marginell i samtliga scenarier. Detta förklaras bl.a. av att premiepensionen utgör en relativt liten del av genomsnittshushållets totala inkomst och att variationer i premiepensionen delvis kompenseras genom effekter inom skatte- och transfereringssystemen. Dessutom finns en spridning av inkomsterna inom hushållet som också bidrar till att försvaga kopplingen mellan den individuella premiepensionen och hushållets disponibla inkomst. När man räknar med slumpmässig individuell volatilitet (scenario 5) ökar decilkvoten ($P90/P10$) för premiepensionen betydligt jämfört med i basscenariot. När man i stället räknar med systematisk individuell volatilitet (scenario 6) ökar decilkvoten ($P90/P10$) ännu mer. Om man i stället ser till hela den disponibla inkomsten blir dock skillnaderna små.

Diagram 3.14 Decilkvot vid 65 för individer födda 1990-1994



Källa: Socialdepartementet

Offentliga utgifter

Premiepensionens storlek kan få konsekvenser för skattefria transfereringar som bostadstillägg till pensionärer (BTP), äldreförsörjningsstöd (ÄFS) och försörjningsstöd. Även inkomstskatten påverkas av premiepensionens storlek. Resultaten visar dock att den individuella volatiliteten inte påverkar offentliga utgifter i större utsträckning. I stället är makroutvecklingen/volatiliteten av större betydelse för de offentliga utgifterna. Detta förklaras av att individer som har så låga inkomster att de är berättigade till skattefria transfereringar ofta har låg premiepension. Volatiliteten kan dock medföra att behovet av transfereringar kommer att bli olika för olika kohorter, beroende på om de går i pension ett bra eller ett dåligt år. Mot bakgrund av att makrosimuleringarna slår igenom på de offentliga utgifterna kan även kostnadsaspekter göra det. Om kollektivet får en högre avkastning (genom lägre kostnader) på exempelvis 1 procent per år förväntas framtida transfereringar reduceras.

Sammanfattning:

- Olika avkastningsantaganden påverkar premiepensionskapitalets storlek men har liten effekt på genomsnittlig ekonomisk standard och andelen med låg ekonomisk standard.
- Makroutveckling och avkastningsantaganden för förvaltningen påverkar förväntade transfereringar. Det innebär att kostnadsuttagen inom premiepensionen, allt annat lika, också påverkar transfereringar negativt. Premiepensionens nivå beror i hög grad på marknadsutvecklingen åren närmast pensioneringen. Pensioneringsåret spelar stor roll för premiepensionens nivå – kohorter kan ha tur eller otur.
- Högre volatilitet i premiepensionsavkastningen, såväl över tiden som mellan individer, ger högre inkomstspridning, men effekten på den samlade ekonomisk standarden är trots detta begränsad.

3.4.4 Förutsättningar på kapitalförvaltningsmarknaden

Förvaltningsresultat

Omfattande akademisk forskning har sedan 1960-talet kretsat kring fonders förvaltningsresultat, se exempelvis några av de första studierna Treynor (1965), Sharpe (1966) och Jensen (1968). Bland

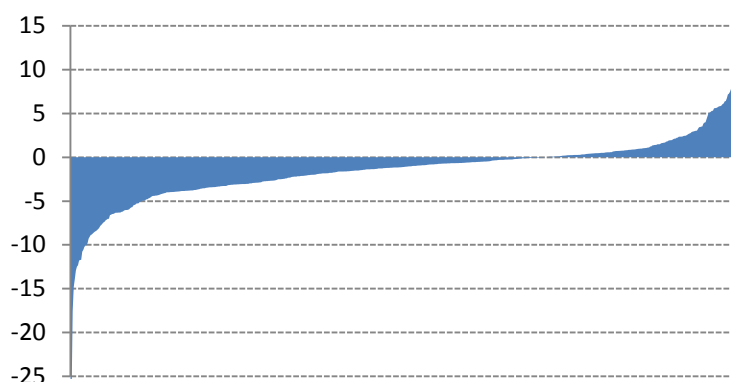
resultaten finns både betydande metodutveckling rörande hur resultat bör mätas och värderas. Grundläggande är att avkastningen värderas utifrån risktagandet. Särskilt omfattande är de empiriska resultat som studerat fonders förvaltningsresultat. Denna forskning täcker i dag de globala marknaderna. Resultaten i litteraturen visar huvudsakligen att aktiva förvaltare i genomsnitt presterar sämre än representativt jämförelseindex. Mot bakgrund av detta argumenteras det vanligtvis från akademiskt håll att passiv eller indexförvaltning är att föredra. Makiel (1995) visar i en omfattande studie avseende 20 års historik, att fondförvaltares förvaltningsresultat i genomsnitt varken före eller efter förvaltningsavgift når upp till sina jämförelseindex. Samtidigt dokumenteras det i studien en betydande överlevnadsbias, dvs. fonder som överlevt utvärderingsperioden presterar betydligt bättre än de fonder som lagts ner. Att fonder med sämre avkastning än andra läggs ner och många gånger utgår i undersökningar kan förklara varför en del andra undersökningar visar på ett bättre genomsnittligt förvaltningsresultat. I Gruber (1996) finns en analys av aktiv kontra passiv förvaltning. Utgångspunkten för studien är att det ter sig inte rationellt att investera i aktiva fonder baserat på slumpmässiga val då den erhållna avkastningen belastas med alltför höga kostnader. Även den studien ifrågasätter värdet med aktiv förvaltning utifrån ett konsumentperspektiv. Flam (2007) argumenterar för passiv förvaltning för AP-fonderna med hänvisning till internationella forskningsresultat. En av de mer omfattande studierna av den svenska fondmarknaden, Dahlquist m.fl. (2000), analyserade även förvaltningsresultatet hos fonderna relaterat till bakgrundskaraktäristika för fonderna. I den dokumenteras bl.a. ett negativt samband mellan förvaltningsresultat och fondavgift, dvs. ju högre avgift desto sämre förvaltningsresultat. Engström (2001) utvidgade analysen och inkluderade även utländska fonder som marknadsfördes i Sverige. I den dokumenteras även att fonder som valts ut av försäkringsbolagen till s.k. unit link program²⁸ inte presterar bättre än andra fonder. Under 2000-talet har forskningen tilltagit och det finns nu en mycket omfattande analys av fondförvaltares prestationer runt om i världen. En nyligen

²⁸ Fondförsäkring kallas ibland unit link program. Det är en livförsäkring av sparandekaraktär där försäkringstagaren eller den försäkrade själv bestämmer inriktning på sparandet genom att välja en eller flera fonder.

genomförd studie, Ferreira m.fl. (2011) utvärderar förvaltningsresultatet för över 16 000 aktiefonder i 27 olika länder. I likhet med litteraturen i stort dokumenteras att den genomsnittliga fondförvaltaren presterar sämre än relevant jämförelseindex. Mot bakgrund av att kapitalmarknaden är ett nollsummespel i riskjusterade termer är resultaten naturliga då fondindustrin är en stor och betydande del av kapitalförvaltningsmarknaden. Det blir därför per definition mycket svårt för den genomsnittliga förvaltaren att överträffa genomsnittet för marknaden. Forskningen visar i stället att den genomsnittliga fondförvaltaren presterar i nivå med jämförelseindex före omkostnader. I en nyligen publicerad studie, Fama och French (2010), utvärderas fonders förvaltningsresultat i ett försök att separera förmåga och tur. Faktisk avkastningshistorik för drygt 3 000 fonder jämförs med simulerad avkastningshistorik. Resultaten visar att en betydande del av avkastningsvariationen för fonder kommer från slumpen och de statistiska förutsättningar som kommer från den stora mängd investeringsbeslut som görs. Få fonder lyckas uppvisa ett statistisk säkerställd meravkastning efter omkostnader.

Diagrammet nedan visar en treårshistorik fram till februari 2013 för förvaltningsresultatet för fonderna på fondtorget inom premiepensionen. Resultatet är tydligt i bemärkelsen att de flesta fonderna presterat sämre än sitt jämförelseindex. Det är ett resultat som brukar framkomma i studier av fonders samlade resultat oavsett studerad tidsperiod. Fördelningen av fondernas förvaltningsresultat innebär att slumpmässiga placeringar på fondtorget medför en sämre avkastning än index vilket förklarar varför många väljer indexförvaltning som är förknippat med lägre kostnader och en mindre avvikelse mot index. Inom premiepensionssystemet finns dock ett ovanligt förmånligt rabattsystem för konsumenten där en betydande del av fondavgiften återbetalas till pensionsspararen. Det bidrar till att förbättra oddsen för en avkastning överstigande index även om de flesta fonderna fortfarande uppvisar negativ relativavkastning med beaktande av detta.

Diagram 3.15 Fonders förvaltningsresultat jämfört med index (%)

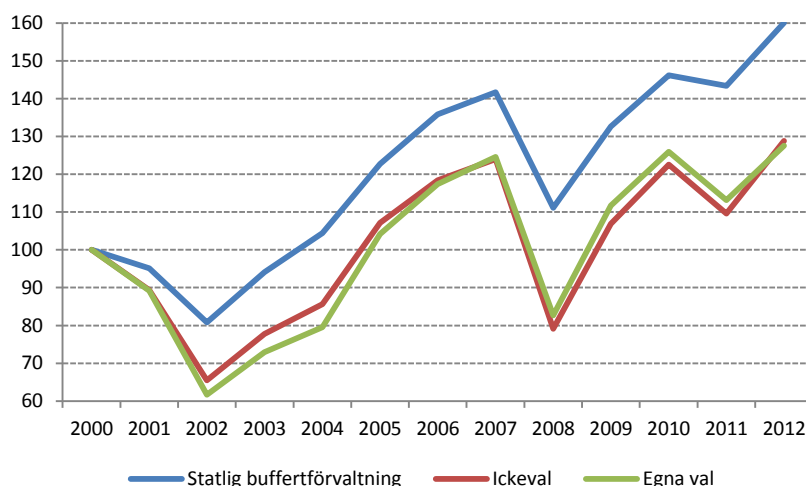


Diagrammet visar förvaltningsresultatet för drygt 600 fonder i premiepensions-systemet relativt jämförelseindex. Huvuddelen av fonderna ligger i intervallet -10 procent till 5 procent. Källa: Morningstar

Att oinformerade konsumenter i huvudsak och dessutom kontinuerligt skulle placera sitt kapital i fonder som lyckas skapa en meravkastning är osannolikt. I stället visar forskningen att det, om något, är institutionella och professionella kapitalägare som lyckas förhållandevis väl. Bauer m.fl. (2010) utvärderar förvaltningsresultaten för drygt 700 pensionsfonder där den största fonden har ett förvaltad kapital på drygt 80 miljarder USD. Utvärderingen omfattar både s.k. buffertfonder till förmånsbaserade pensionssystem och pensionsfonder till fonderade pensionssystem. Resultaten visar att buffert- och pensionsfonderna i genomsnitt presterar bättre än fondförvaltare, vilket delvis förklaras av lägre kostnader. Diagrammet nedan visar utvecklingen för fonderade medel inom den allmänna pensionen. Buffertfonderna har sedan år 2000 skapat en högre avkastning, motsvarande 2 procent per år (med beaktande av erhållna rabatter för de egna valen), än den genomsnittlige pensionsspararen som placerat sitt pensionskapital på fondtorget eller i icke-valsalternativet. Avkastningsskillnaderna uppstår i huvudsak genom att buffertfonderna lyckats begränsa förlusterna under svaga år och samtidigt nästan skapat lika hög avkastning som de egna valen under goda år. Notera att icke-valsalternativet fram till 2010 hade i uppdrag att följa de egna valen men därefter blivit frikopplat från övriga sparare med en generationsprofil. Både de egna valen och icke-valsalternativet har en högre aktieandel än buffertfonderna,

vilket medför att de har haft högre avkastning än buffertfonderna under goda år och sämre avkastning under svaga år.

Diagram 3.16 Förvaltningsresultat för fonderade pensionsmedel (%)



Källa: Finansdepartementets beräkningar

Riskspridning

Syftet med pensionsreformen var bl.a. att skapa en riskspridning genom att kapitalet placerades på andra marknader än den svenska. Det skulle reducera beroendet av den svenska ekonomiska utvecklingen som redan är en viktig komponent för individens pensionssparande genom dess betydelse för utvecklingen av inkomstpensionen. Dessutom skulle individen anpassa sitt risktagande efter de egna ekonomiska förutsättningarna och preferenserna. Mot bakgrund därav skulle individen ges en valfrihet för att möjliggöra detta.

Syftet med riskspridning i pensionsreformen är en god tanke som också får stöd av akademisk forskning som visar på värdet av exempelvis internationell diversifiering²⁹. Emellertid finns i dag en omfattande akademisk forskning som behandlar individers investeringsbeteende. Den visar att individer inte placerar på det

²⁹ Se exempelvis Grubel (1968); Solnik (1974); Eldor, Pines och Schwartz (1988); och DeSantis och Gerard (1997).

sätt som förväntas vara rationellt eller utifrån finansiell teori. Forskningen har således dokumenterat både beteendemönster som klassificeras som investeraranomalier men också systematiska skillnader mellan olika grupper av individer.

Finansiell teori kan ge vägledning till hur individen på ett rationellt sätt kan placera sitt pensionskapital. Utgångspunkten är att riskspridning är viktigt. På ett övergripande plan bör individen beakta sina övriga tillgångar vid beslut avseende hur pensionskapitalet ska placeras. Bland övriga tillgångar inryms förutom finansiella och reala tillgångar även humankapitalet. Humankapitalet är kopplat till framtida arbetsinkomster. En del individer har en stor risk i humankapitalet då exempelvis risken för arbetslöshet är stor eller då inkomsten till stor del består av rörlig ersättning. Vidare bör individen beakta de specifika riskerna i humankapitalet/arbetsinkomsten och säkerställa att dessa riskfaktorer inte även blir dominerande för övriga tillgångar inklusive pensionsplaceringar.

Många studier har visat att pensionssparare har stora svårigheter att analysera helheten i sin ekonomiska situation. Det beror både på bristande analytiska kunskaper och kunskaper om faktiska tillgångar och skulder. Resultaten visar exempelvis att pensionssparare inte känner till sina pensionsbesparingar. I Chile, som redan 1981 lanserade sitt fonderade pensionssystem, är medvetenheten låg. En undersökning från 2006³⁰ visar att en sjättedel av pensionsspararna i Chile hade en uppfattning om hur mycket kapital de hade på sitt individuella pensionskonto och lika få kände till hur stora de löpande avsättningarna var. Exempel på katastrofal riskhantering finns från den amerikanska marknaden där vissa pensionssystem tillåtit placeringar i aktier. En del individer har då valt att placera sitt pensionskapital i aktier i det bolag där man arbetar. Då företaget som individen arbetar på gått i konkurs förloras inte bara arbetet utan även pensionsbesparingarna. En sådan hantering ligger mycket långt ifrån den önskvärda riskspridningen.

En av de mer uppmärksammade avvikande investeringsanomalierna är individers betydande placeringar på sin hemmamarknad, s.k. home bias. Det innebär att individer inte tenderar att utnyttja internationell diversifiering för att effektivt

³⁰ EPS 2006 www.proteccionsocial.cl.

sprida på riskerna. Så är även fallet inom premiepensionen där ca 40 procent av kapitalet hänförligt till fondtorget är placerat i Sverige vilket kan jämföras med Sveriges världsmarknadsandel på ca 1 procent. Flertalet studier har på senare år argumenterat för att investerarbeteendet inte hänför sig till geografi utan till informationskostnader/kunskap. Individer tenderar ha bättre kunskap om investeringar som befinner sig i dess närhet. Coval och Moskowitz (1999) visar dessutom att det i USA finns home bias på hemmamarknaden, dvs. individen investerar i tillgångar som finns i närheten av bostadsorten. I linje med Huberman (2001) finns sannolikt en naturlig förklaring till individernas investeringar på hemmamarknaden, nämligen att individen relativt sett har bättre kunskap om dessa placeringsmöjligheter än internationella/mer avlägsna placeringsalternativ. Kunskapsövertaget om näraliggande placeringar ger en känsla av trygghet vilket är en viktig parameter i individens beslutsprocess. Det förklarar den gjorda tillgångsallokeringen. Grinblatt och Keloharju (2001) stödjer dessa resultat och visar att språkbarriärer kan förklara investeringsbeteende som avviker från vad som anses rationellt.

Under premiepensionssystemets existens har den svenska marknaden utvecklats relativt väl jämfört med övriga marknader. Detta har inneburit att svenskarnas fokusering på svenska aktier inte skadat avkastningen på portföljnivå. Emellertid är svenska aktier kända för att vara förknippade med högre risk än andra marknader, vilket kan skapa betydande negativa omallokeringseffekter, exempelvis om övergången från fondförsäkring till traditionell försäkring sker efter en negativ marknadsutveckling.

Utöver att individen tenderar att investera i tillgångar som ligger geografiskt nära finns ett antal andra viktiga beslutskriterier vid investering i fonder. Forskningen har exempelvis dokumenterat att avgifter kan påverka placeringsbeslut, vilket även var fallet vid lanseringen av premiepensionssystemet, se exempelvis Engström och Westerberg (2004). Emellertid är individens analys ofta inte särskild djup varmed endast tydliga avgifter beaktas till skillnad från indirekta kostnader, se rapporten "Out of sight out of mind" Barber mfl (2005).

En annan vanlig förenkling som individer gör är att de jagar historisk avkastning och tror att fonder och placeringar som haft en hög avkastning även kommer att ha det i framtiden. Exempelvis visar Sirri och Tufano (1998) att historisk avkastning är en viktig

parameter för flöden till fonder på den amerikanska marknaden. Resultatet är i linje med Chevalier och Ellison (1997) som till och med visar att sambandet är konvext, dvs. de fonder med högst historisk avkastning får lejonparten av inflödet av kapital till fondmarknaden.

Forskningen i psykologi förklarar detta beteende genom att individer har svårigheter att bedöma sannolikheten för utfall. Exempelvis förklarar Gilovich m.fl. (1985) att individer underskattar sannolikheten för extrema scenarier varmed en förvaltare med hög historisk avkastning bedöms som skicklig i stället för att ha haft tur.

En annan viktig del av litteraturen visar att individer tenderar att överskatta sin egen förmåga. Allt för många anser sig som bättre än genomsnittet, vilket är ett problem då alla inte kan vara bättre än genomsnittet. Barber och Odean (2001) visar att män tenderar att ha störst övertro på sin egen förmåga, vilket ofta blir kostsamt. Engström (2007) finner att män tenderar att i större utsträckning jaga historiskt hög avkastning än kvinnor vid investeringsbeslut inom premiepensionssystemet.

4 Förslag och överväganden

4.1 Övergripande om alternativen

I avsnitt 3 redovisas tre huvudsakliga problemområden; 1) bristande kunskap och intresse hos pensionsspararna, 2) höga och ibland onödiga kostnader för egen förvaltning och 3) stor spridning i pension bland individer som betalat in lika mycket pensionspremier till premiepensionssystemet. Till viss del är de identifierade problemen ett pris för den valfrihet och flexibilitet som finns i det nuvarande systemet. Med detta menas möjligheten att själv kunna välja fond eller fondbolag. I beskrivningen av syftet med valfrihet i pensionsreformen finns emellertid inte valfrihet avseende fond och fondbolag preciserat. I stället utgår beskrivningen av valfriheten från att individen själv ska kunna styra och anpassa risknivån i sitt sparande efter den egna livssituationen. Två viktiga frågor inför beslut om hur de identifierade problem ska hanteras är:

- Vad innebär valfrihet? Är det valfrihet i allmän bemärkelse eller möjligheten att kunna anpassa risknivån?
- Vad får valfriheten kosta i termer av direkta kostnader och i termer av omfördelning mellan individer (några vinner och några förlorar)?

Med utgångspunkt i de identifierade problemen presenteras två alternativ som i olika omfattning hanterar eller minskar problemen och i olika grad minskar valfriheten. Det är här fråga om vägval och vilken väg man väljer är primärt inte en fråga om rätt eller fel utan just ett val av vilka egenskaper man kan acceptera och värdet av olika grad av valfrihet. Alternativerna presenteras med en bedömning av de olika alternativens effekter för det fria valet samt hur de påverkar de identifierade problemen. Eftersom det här är fråga om att beskriva ett vägval så görs det här inte anspråk på att beskrivningen är fullständig i dess detaljer och än mindre hur en lagreglering eller ett genomförande kan utformas. Närmare utformning får i stället ske när ett vägval om en framtida utformning gjorts. I promemorian har individers bristande kunskaper och engagemang för förvaltning av pensionsmedel dokumenterats. I likhet med Pensionsåldersutredningen förordas en samordnad rapportering avseende allmän pension och tjänstepension till individen som förenklar beslutsfattandet. Avslutningsvis presenteras ett generellt förslag på förbättring inom premiepensionssystemet.

4.2 Alternativ 1 – fortsatt stor valfrihet

Alternativ 1 utgår från det befintliga systemet och befintligt fondtorg i syfte att behålla så stor valfrihet som möjligt för individen. Därmed behålls en omfattande meny av olika placeringsalternativ.

Alternativet förutsätter att individen själv bäst kan överblicka sina tillgångar och skulder, känner sina mål och prioriteringar samt riskpreferenser. Staten förutsätts också bidra till att förbättra individens kunskaper. Individen förutsätts kunna omsätta sin analys av den egna situationen till konkreta och rationella investeringsbeslut. För att ge bästa möjliga förutsättningar och stöd för individen föreslås därför inom ramen för detta alternativ åtgärder som avser att förbättra det

befintliga systemet, i syfte att så långt som möjligt motverka de problem som beskrivits i avsnitt 3.

4.2.1 Icke-valsalternativet – ett bra alternativ för passiva sparare

Promemorians förslag: Pensionsmyndigheten ges i uppdrag att i sin kommunikation med premiepensionsspararna framhålla icke-valsalternativet som ett bra alternativ för den som inte har kunskaper eller inte vill göra ett aktivt val.

Skälen för promemorians förslag

Bakgrund

När premiepensionssystemet lanserades låg allt fokus på det fria valet och att alla skulle göra ett aktivt val för sin premiepension. Den mediala bevakningen ledde till ett betydande tryck på individen att själv välja fonder på fondtorget vilket resulterade i en mycket hög andel egna val som också i ett internationellt perspektiv är anmärkningsvärd. Aktivitet har varit ett viktigt kriterium vid utvärdering, eftersom detta likställts med medvetna placeringsbeslut. Så sent som i premiepensionsöversynen 2005 – Svårnavigerat? (SOU 2005:87) utvärderades huruvida systemet varit framgångsrikt i termer av antal aktiva val. Tyvärr visar resultaten i likhet med akademisk och marknadsorienterad forskning att individer alltför sällan fattar välgrundade investeringsbeslut. Exempelvis hade vid utgången av 2012 omkring 20 procent av de sparare som gjorde ett aktivt val i samband med att systemet lanserades sedan dess inte gjort någon justering i den egna fondportföljen. Det kan visserligen vara fullt medvetna ställningstaganden att behålla sitt val men erfarenheten visar att passivitet oftast har sin grund i

oförmåga eller svårigheter att välja och att individen då inte gör något alls, s.k. status quo bias.

Motiv

Resultaten visar att det finns ett begränsat intresse för att göra egna val och att stora grupper saknar tillräckliga kunskaper för att genomföra ett eget val på det sätt som systemet syftade till. Dessutom anlitar över 10 procent av pensionspararna premiepensionsrådgivare för att hantera de individuella placeringsbesluten. Denna grupp belastas med extra kostnader som i många fall inte leder till bättre avkastning. För att skydda och hjälpa de som inte kan eller vill välja bör staten tillhandahålla ett bra och ändamålsenligt alternativ. Samtidigt bör staten också vara tydlig i sin kommunikation att det finns ett bra icke-valsalternativ och snarast uppmuntra personer som uppenbart inte kan eller vill välja att förlita sig till premiepensionssystemets icke-valsalternativ. Det ska naturligtvis inte innebära att Pensionsmyndigheten avråder från att välja egna placeringar däremot bör myndigheten lämna information som innebär att den som känner sig osäker eller inte vill välja placeringar kan känna sig trygg med icke-valsalternativet och att man inte nödvändigtvis behöver anlita en premiepensionsrådgivare som tar hand om fondvalet för att få en rimlig pension.

Förslagetts konsekvenser

Om Pensionsmyndigheten börjar informera om att staten tillhandahåller ett bra alternativ för de som inte vill eller kan ta ansvar för placeringarna inom premiepensionen själv kommer marknaden sannolikt att förändras. Sjunde AP-fonden kommer sannolikt på sikt få en något ökad andel av det totala premiepensionskapitalet. Det innebär i sin tur att individernas kostnader för premiepensionsförvaltningen kommer att

reduceras genom lägre förvaltningsarvoden, att mer kapital undgår utländsk skatt och att transaktionskostnaderna blir lägre. Om fler väljer icke-valsalternativet kommer spridningen i pension mellan individer att reduceras, men spridningen i pension kommer sannolikt fortsatt att vara förhållandevis stor. Informationen från Pensionsmyndigheten kan dock antas motverkas av information och försäljningsargument från fond- och förvaltarmarknadens aktörer varför omflyttningarna torde bli begränsade. Dock bör det leda till att fler känner ökad trygghet med att inte behöva välja.

4.2.2 Bekräftelseval

Promemorians förslag: Inför bekräftelseval för nya pensionsrätter.

Skälen för promemorians förslag

Bakgrund

Av de som gjorde ett aktivt val på fondtorget efter den stora informationssatsningen vid lanseringen av premiepensionen har 20 procent därefter varit passiva. Valen var mycket styrda av den mediala rapporteringen i slutet av 1990-talet, dvs. ett betydande fokus på it-investeringar. Många val har därför sannolikt fallit i glömska även om en del individer gjort ett långsiktigt placeringsbeslut i exempelvis generationsfonder och därför är passiva.

Motiv

Många individer känner inte till hur deras premiepensionskapital placeras. Pensionsreformens syfte var att individen skulle anpassa sitt sparande efter den egna ekonomiska situationen och

riskpreferenser. Passiviteten hos en stor grupp av befolkningen är en indikation på att så inte sker, även om det finns individer som medvetet gjort långsiktiga placeringsval. För att säkerställa måluppfyllelse avseende individens placeringsval bör årliga bekräftelseval införas för *nya* pensionsrätter. Man kan även överväga att ha bekräftelseval mer sällan så som vartannat eller var tredje år om årliga bekräftelseval kan anses betungande.

Det bör vidare övervägas om ett bekräftelseval avseende även tidigare placerat kapital inom premiepensionen kan göras som en engångsåtgärd mot bakgrund av att många individer upplevde alltför stor press att göra ett eget val år 2000.

Förslagets konsekvenser

Mot bakgrund av det begränsade intresset för att göra egna placeringsval kommer sannolikt en betydande del av nytillkommande kapital hamna hos Sjunde AP-fonden vid ett införande av bekräftelseval för nya pensionsrätter. Införs bekräftelseval torde dessutom genomförda placeringsbeslut i högre grad bli medvetna och sannolikt ökar kunskapsintensiteten hos de som gör egna val. Detta bör i sin tur reducera de investeringsmisstag som individer gör och som dokumenterats i den akademiska litteraturen (exempelvis bristande riskspridning och benägenhet att behålla dåliga innehav, se Goetzmann och Kumar (2008), Calvet mfl (2007), Calvet mfl 2009, Dahr och Zhu (2006)). Förslaget ligger på så sätt i linje med syftet om valfrihet, som förutsätter medvetna placeringsbeslut. Eftersom förslaget innebär att en ökad andel av premiepensionsspararna hamnar hos Sjunde AP-fonden, kommer spridningen i pension mellan individer att reduceras men kommer sannolikt fortsatt att vara förhållandevis stor. Den ökade andelen kapital till icke-valsalternativet medför även lägre förvaltningsarvoden, att mer kapital undgår utländsk skatt och att transaktionskostnaderna blir lägre. Sannolikt förbättras även det genomsnittliga förvaltningsresultatet då pensionsspararna i

lägre utsträckning torde göra olika typer av investeringsmisstag. Bekräftelseval för nya pensionsrätter kan också medföra att individer i större utsträckning ser över tidigare placeringsbeslut och att därmed andelen medvetna val ökar.

4.2.3 Avgiftstak för premiepensionsfonder

Promemorians förslag: Inför ett avgiftstak för premiepensionsfonderna.

Skälen för promemorians förslag

Bakgrund

Pensionsmyndigheten har i sitt avtal med fondförvaltarna en rabattrappa som innebär att ju större kapital som förvaltas av respektive fondbolag desto större krav har Pensionsmyndigheten på återbetalning av förvaltningsarvode. Rabattrappans konstruktion baseras på hur förvaltningsavgifter på fondmarknaden traditionellt sett ut. I samband med beslut om stopp för massfondbyten har nya fonder med högre avgifter lanserats på Pensionsmyndighetens fondtorg. Syftet med rabattrappan har satts ur spel genom en marknadsföring och försäljning av dyrare fonder.

Motiv

Kapitalförvaltningen inom premiepensionssystemet bör syfta till att uppnå bästa möjliga nettoavkastning för individen. Det innebär inte att det finns ett egenvärde i att i alla lägen minimera alla kostnader, eftersom en del kostnader är nödvändiga för att uppnå ett bra förvaltningsresultat. Allt annat lika så är lägre kostnader dock att föredra framför högre kostnader. En

betydande del av fondavgiften är att se som en distributionsavgift, dvs. kostnadsersättning för de distributionskostnader som fondbolag normalt har. Eftersom staten tillhandahåller hela marknaden och kapitalet och Pensionsmyndigheten utgör den enda kunden hos fondbolagen blir förvaltningen billigare än på den öppna fondmarknaden. En rabattrappa, som tar hänsyn till de skalfördelar som finns inom fondförvaltning har därför skapats. Rabattrappan medför att fondavgiften får en marginalprissättning och att en betydande del av fondavgiften återbetalas till spararna. Den rådgivarmarknad som utvecklats innebär att individer ger företag fullmakt att utöva individens valfrihet. Med hjälp av fullmakten kan Pensionsmyndighetens intentioner med rabattrappan sättas ur spel, vilket görs genom att rådgivarna skapar egna fonder där de anpassar bruttoavgiften efter rabattrappan. Det innebär att rådgivarna de facto kan påverka avgiftsuttaget och inte Pensionsmyndigheten som avsetts. Ett sätt att motverka denna utveckling är att införa ett tak för avgiftsuttaget, exempelvis 1,5 procent i bruttoavgift men variation mellan olika fondkategorier kan förekomma.

Förslagets konsekvenser

Marginalintäkten minskar kraftigt för aktörer med höga avgifter. Det blir heller inte lika lönsamt eller intressant att ringa runt till individer för att få dem att välja den egna fonden då marginalintäkten blir lägre. En viktig fördel med ett avgiftstak blir att Pensionsmyndigheten återtar kontrollen över avgiftsnivåerna i systemet. Nackdelen är att konkurrensen försämras då inträdesbarriärerna blir större i kombination med att informationskostnaderna för individen är betydande. Det innebär således en ökad trögrörlighet bland pensionsspararna då marknadsföringsinsatserna sannolikt blir mindre omfattande.

4.2.4 Riskbegränsning för premiepensionsfonder

Promemorians förslag: Begränsa risktagandet och gör fondtorget mer överblickbart.

Bakgrund

Fondtorget och antalet möjliga placeringsalternativ har utökats kontinuerligt sedan premiepensionssystemet infördes. Vid lanseringen år 2000 fanns ca 460 fonder för individen att välja bland. Tolv år senare hade antalet nästan fördubblats. Forskning visar att ett alltför stort utbud leder till att individen ”drunknar” i information och får svårigheter att göra ett aktivt val. Ett omfattande fondtorg innebär också betydande informationskostnader för individen, dvs. kostnaden för individen att sätta sig in i alla möjligheter och att fatta ett välgrundat investeringsbeslut. Utvecklingen på fondtorget har också inneburit att mer nischade fonder, som innebär ett högre risktagande, lanserats.

Motiv

På fondtorget finns nischade fonder med hög risk. Sådana fonder ger möjlighet till hög avkastning men också en risk för låg avkastning. De bedöms därmed bidra till att öka spridningen av premiepensionen för individer med samma inkomst. I syfte att ta ett större ansvar för utfallet och begränsa spridningen något bör fondutbudet begränsas till en meny motsvarande den som används av professionella investerare. Det innebär ett fåtal breda tillgångsklasser där fonderna ska uppvisa god riskspridning, exempelvis genom inriktningar som globala aktier, tillväxtmarknader, räntor m.m. kan tillåtas på fondtorget. Det innebär däremot ingen inskränkning av antalet fonder som kan

finnas på fondtorget – enbart att det ställs upp kvalitetskrav som i sig syftar till en rimlig riskspridning. Exempelvis skulle aktier på udda marknader samt branschfonder kunna exkluderas alternativt införas begränsningar genom historiska riskmått.

Det finns flera svårigheter med detta förslag. Det är en stor utmaning att definiera maximalt tillåtet risktagande exempelvis varför vissa investeringsinriktningar får finnas på fondtorget medan andra förbjuds. Dessutom tenderar risknivåerna variera över tid varmed situationer då fonder kan pendla fram och tillbaka på fondtorget genom att de först har acceptabel risknivå för att senare då de uppvisar alltför hög risk tvingas lämna fondtorget. Detta skapar en osäkerhet och olägenhet för de sparare som väljer dessa fonder. Till följd av svårigheterna med detta principiella förslag lämnas här inget mer konkret förslag om kriterier, det är i stället något som behöver utredas särskilt.

Förslagets konsekvenser

En framgångsrikt implementerad riskbegränsning kan få följande effekter:

- Färre antal fonder och ett mer överskådligt fondtorg. Fondtorget reduceras dock inte tillräckligt mycket för att informationskostnaderna för individen ska minska i någon större omfattning.
- Lägre kostnader då kapitalet koncentreras till färre fonder.
- Mindre spridning mellan individer på grund av att ”högrisk- alternativen” begränsas. Därmed minskar möjligheten till extremt hög avkastning respektive minskar risken för mycket låg avkastning.

4.2.5 Individuell kostnadsdebitering

Promemorians förslag: Debitera individen för Pensionsmyndighetens kostnader för fondtorget baserat på utnyttjande.

Bakgrund

Uppbyggnaden av fondtorget innebar en stor investeringskostnad för dåvarande Premiepensionsmyndigheten. Denna kostnad debiteras spararen genom årliga avskrivningar till och med 2018. Kostnaden belastar alla individer oavsett om fondtorget utnyttjas eller om individens kapital läggs i icke-valsalternativet. Pensionsmyndigheten har dessutom mindre kostnader kopplat till fondtransaktioner då de väsentliga kostnaderna för fondtransaktioner belastar fonderna och de sparare som finns där. Det är dock viktigt att notera att fondspararna inte bara utgörs av premiepensionssparare eftersom de flesta fonderna även är öppna på den fria fondmarknaden med både svenska och internationella sparare.

Motiv

Fondtorget kännetecknas i ett internationellt perspektiv av låga förvaltningsarvodena genom att fondbolagen tvingas acceptera en rabattrappa. Det är således fördelaktigt för spararen att placera kapital i fonder på fondtorget jämfört med motsvarande fonder på fria marknaden. De individer som åtnjuter denna fördel bör också belastas med kostnaderna som Pensionsmyndigheten har för att upprätthålla fondtorget. Kostnaden kan vara dels relaterad till huruvida kapital placeras på fondtorget överhuvudtaget, dels till antal transaktioner. Även om Pensionsmyndighetens löpande kostnader är förhållandevis begränsade kan införandet av en

kostnadsdebitering medföra att man prövar en gång extra om man vill utnyttja fondtorget.

Förslagets konsekvenser

De löpande kostnaderna för Pensionsmyndighetens fondtorg är begränsade och de initiala investeringskostnaderna blir avskrivna år 2018. Det innebär att kostnaden för individer som utnyttjar fondtorgets fördelar blir begränsad i omfattning och kan komma att utgöra endast några baspunkter per år. Eftersom kostnaden blir så låg får det sannolikt begränsad effekt på sparbeteendet vilket leder till att förslagets effektivitet blir förhållandevis låg.

4.2.6 Måluppfyllelse

De förslag som beskrivits inom ramen för alternativ 1 bidrar till att reducera kostnader för förvaltningen av premiepensionen, huvudsakligen genom lägre fondförvaltningsavgifter och lägre informationskostnader. Förslagen avseende att framhålla icke-valsalternativet och att införa bekräftelseval leder sannolikt till att fler personer har sitt kapital förvaltats hos Sjunde AP-fonden. Effekten av en sådan utveckling är att spridningen i pension mellan individer reduceras men kommer sammantaget att vara fortsatt stor. Kostnadsminskningen är dock relativt liten. I gengäld bevaras en stor valfrihet i termer av många placeringsalternativ som tillhandahålls av olika aktörer. Genom att införa en riskbegränsning reduceras spridningen i avkastning och slutlig pension individer emellan men denna effekt bedöms bli begränsad. En individuell kostnadsdebitering medför rimligare relation mellan åtnjutande av fördelar med fondtorget och relaterade kostnader. Emellertid påverkas sannolikt sparbeteendet marginellt.

4.3 Alternativ 2 – begränsad valfrihet

För alternativ 2 ligger fokus på en kostnadseffektiv förvaltning till priset av en mer begränsad valfrihet. Det övergripande syftet är här att staten ska tillhandahålla ett placeringsalternativ anpassat för långsiktigt sparande och breda grupper i samhället. Icke-valsalternativet är här utgångspunkten för alla individer i systemet. För de individer som vill ha en annan placeringsinriktning för sin premiepension ska det finnas kostnadseffektiva fonder med ett kontrollerat risktagande. Det samlade premiepensionskapitalet hanteras i detta alternativ på ett statligt fondtorg för att komma åt de kostnadsbesparingar som då kan göras. De fonder som kan väljas förvaltas helt eller delvis av externa, upphandlade förvaltare.

De olika placeringsalternativen bör utformas utifrån ett institutionellt perspektiv där dagens tre olika risknivåer som Sjunde AP-fonden tillhandahåller är ett alternativ. Förvaltningen kan också vara mer tematisk i linje med dagens öppna fondtorg, dock med en tydlig institutionell inriktning mot breda tillgångsklasser, som exempelvis globala aktier, svenska aktier, tillväxtmarknader och räntor. Valfriheten begränsas således i termer av fonder och fondbolag med detta alternativ. I stället handlar valfriheten om att välja och anpassa risknivån på sitt pensionssparande.

AP7 Såfa, som i dag förvaltas av Sjunde AP-fonden utgör i detta alternativ basen och icke-valsalternativet. Den är utformad för att utgöra ett bra placeringsalternativ för alla individer i systemet och har en anpassad riskprofil och god kostnadseffektivitet.

För både icke-valsalternativet och de olika placeringsalternativen gäller att den strategiska inriktningen för dessa måste utvärderas löpande. Detta är nödvändigt då kapitalmarknaden och förutsättningarna på denna kontinuerligt förändras. Detta gör att de valbara alternativen inte bör regleras i lag utan t.ex. fastställas av regeringen efter förslag från Pensionsmyndigheten.

Hanteringen av de olika fonderna, icke-valsalternativet och placeringsalternativen, kan helt eller delvis läggas ut på externförvaltare med ett s.k. diskretionärt förvaltningsuppdrag. Emellertid är det viktigt att alla de ingående fonderna behåller en statlig status för att undvika betydande kostnader i form av utländsk skatt.

4.3.1 Antalet fonder begränsas på fondtorget

Promemorians förslag: Antalet fonder på fondtorget begränsas till ett fåtal statliga fonder. Inriktningen på fonderna ska prövas löpande och utgångspunkten är att det ska vara möjligt att åstadkomma en professionell investerares tillgångsmix i sitt sparande.

Skälen för promemorians förslag

Bakgrund

Som redogjorts för under avsnitt 3 har många pensions sparare bristande finansiella kunskaper och begränsat intresse för att göra aktiva placeringsbeslut. Resultaten visar också att individen gör irrationella val som ett led i att marknaden är distributionsstyrd. Individen väljer många gånger fonder efter bl.a. varumärke och marknadsföringsinsatsernas kvalitet snarare än förvaltningens kvalitet eller risk.

Motiv

Eftersom individen inte väljer fonder på sådant sätt och i sådan omfattning som förutsattes i samband med pensionsreformen syftar alternativ 2 till att anpassa fondtorget efter människors kunskap och intresse. Man skapar därför ett tydligt och bra

basalternativ och ett betydligt mer överblickbart fondtorg så att informationskostnaderna för individen blir lägre och det blir lättare för individen att bedöma riskerna. Förvaltningskostnaderna för de valbara alternativen blir också lägre, genom lägre förvaltningsarvoden, lägre transaktionskostnader och särskilt för de fonder som placerar i utländska aktier på grund av att fonderna slipper betala utländsk skatt.

Antalet valbara fonder är i detta alternativ starkt begränsat. Hur många fonder som ett sådant fondtorg ska innehålla lämnas det inget förslag på här och ett exakt antal bör heller inte regleras i lag, eftersom det av marknadsskäl kan finnas skäl att variera något över tid. Antalet bör dock inte överstiga tio, i linje med många andra pensionssystem vilket är en omfattning individen enkelt kan överblicka.

Alternativ 2 begränsar starkt möjligheten att välja fond men behåller samtidigt en stor möjlighet att välja risk och typ av placering.

En långtgående variant av alternativ 2 skulle kunna utformas helt utan valalternativ, där allt kapital placeras i en gemensam fond med exempelvis en generationsprofil. Det reducerar i så fall kostnaderna ytterligare men innebär också att ett av de ursprungliga syftena med premiepensionen, valmöjligheten, helt tas bort.

Förslagets konsekvenser

Med detta förslag reduceras kostnaderna för förvaltningen av premiepensionen betydligt, både vad gäller förvaltningsavgifter och transaktionskostnader. Uppskattningsvis reduceras kostnaden totalt med drygt 1 miljard kronor per år utifrån den aktuella omfattningen av premiepensionssystemet. Förslaget innebär dessutom att den växande skattekostnaden, för närvarande ca 1 miljard kronor per år reduceras kraftigt. Spridningen i avkastning och förväntad premiepension mellan

individer reduceras jämfört med nuvarande system eftersom nischade investeringsinriktningar inte finns kvar. Eftersom det alltjämt kvarstår valmöjligheter, kommer det också finnas en spridning mellan två individer med i övrigt lika förutsättningar. Mot bakgrund av att menyn av placeringsalternativ reduceras till maximalt 10 placeringar reduceras även informationskostnaderna, vilket bör medföra att såväl efterfrågan som utbud på premiepensionsrådgivning märkbart reduceras. De reducerade kostnaderna i förvaltningen bör innebära högre genomsnittlig pension för individerna. För de som idag lyckats särskilt bra med sina val och har en avkastning som är tydligt över genomsnittet minskar möjligheterna för en sådan överavkastning samtidigt som antalet som långsiktigt lyckats mycket dåligt reduceras betydligt. Kostnadsbesparingarna som härrör till förvaltningen och den reducerade efterfrågan på rådgivning innebär dock intäktsbortfall för finansbranschen. Om valalternativ utesluts helt och en gemensam fond införs förväntas spridningen minska ytterligare. Då kommer spridningen endast uppkomma mellan generationer. Dessutom kommer premiepensionsrådgivningen helt slås ut.

4.3.2 Måluppfyllelse

Vilket vägval som är bäst är en fråga om värderingar och ytterst en fråga om vad valfriheten är värd. Valet mellan alternativ 1 och 2 är förenklat ett val där man i alternativ 1 prioriterar valfrihet i allmän bemärkelse och i alternativ 2 prioriterar låga kostnader och mindre spridning i utfall. Alternativ 2 kan omfatta möjligheten för individen att anpassa risknivån men kan också innebära att valfriheten elimineras med en för alla individer gemensam placering.

Jämfört med alternativ 1 förväntas spridningen i premiepension mellan individer med alternativ 2 bli mindre, dels genom att betydligt fler får samma avkastning eftersom en större andel av individerna hamnar i icke-valet, dels genom att riskerna i

placeringsalternativen bör vara lägre varför spridningen i avkastning mellan individer blir mindre. Individerna har liksom i alternativ 1 möjligheter att styra sitt risktagande efter de egna ekonomiska förutsättningarna. På så sätt uppfyller alternativ 1 och 2 pensionsreformens ursprungliga syfte om valfrihet men i förhållande till dagens valfrihet med över 800 fonder begränsas valfriheten kraftigt. Kostnaderna inom alternativ 2 blir väsentligt lägre än alternativ 1, till priset av förlorade valmöjligheter avseende fondförvaltare. I den mån spridning i avkastning och pension bedöms alltför kontroversiell inom den allmänna pensionen kan valalternativen reduceras till en gemensam fond med exempelvis en generationsprofil för att i stället fokusera på syftet med att åtnjuta en riskpremie och riskspridning i förhållande till inkomstpensionen.

4.4 Ett generellt förslag – den traditionella livförsäkringen

Promemorians förslag: Om den traditionella försäkringen för premiepensionssparare som gått i pension behålls, bör övergången till den anpassas så att individens aktieportfölj avvecklas successivt. Förvaltningen av den traditionella försäkringen bör i sådana fall flyttas från Pensionsmyndigheten och samordnas med övrig premiepensionsförvaltning hos Sjunde AP-fonden.

Skälen för promemorians förslag

Bakgrund

Pensionsmyndigheten har sedan premiepensionssystemet lanserades tillhandahållit en traditionell försäkring som ett alternativ till fondplaceringar för individer som gått i pension. Motivet för ett sådant alternativ är att pensionären ska kunna

växla sitt pensionskapital till en form med låg risk så att den månatliga pensionen blir stabil. När väl traditionell försäkring har valts är det sedan inte möjligt att välja tillbaka till fondförsäkring. Det kan därför vara ett mycket betydelsefullt val och framför allt kan tidpunkten och den värdering av kapitalet som då gäller ha stor betydelse för den framtida pensionen. I beskrivningen av sparandet i den traditionella försäkringen i avsnitt 2 framkom dock att många individer inte förstår vad försäkringen innebär. Placeringsbeslutet mellan fondförsäkring och traditionell försäkring styrs i stället i stor utsträckning av utformningen av valblanketten.

Vid ett val av traditionell försäkring säljer Pensionsmyndigheten individens fondandelar och tar över ansvaret för förvaltningen. Pensionsspararen blir garanterad ett livsvarigt månatligt belopp som baseras på ett avkastningsantagande på 0 procent. Om förvaltningen går bra, ges även ett tilläggsbelopp som räknas om årligen och kan både öka och minska i värde beroende på hur förvaltningen har gått. Den traditionella försäkringen innebär att Pensionsmyndigheten tar över den finansiella risken genom att utfästa en garanti. Staten bär då en risk för förvaltningsresultatet i det fall avkastningen blir lägre än garantin. Mot bakgrund av att Pensionsmyndigheten tydligt vill begränsa sitt eget risktagande samtidigt som man anser att pensionärerna bör utsätta sitt kapital för risk för att åstadkomma högre pensioner än vid ett lågt risktagande är den garanterade avkastningen låg, 0 procent före avgifter. Pensionsmyndigheten har en förvaltningsstrategi, där allokeringen mellan räntebärande tillgångar och aktier utgår från den traditionella livförsäkringens skuldsida. Av tillgångarna i den traditionella försäkringen placeras medel motsvarande garanterade utfästelser i en skuldmatchningsportfölj. Detta säkerställer att Pensionsmyndigheten vid varje tidpunkt har räntebärande tillgångar som motsvarar de garanterade utfästelserna. Överskjutande medel placeras i en tillväxtportfölj bestående av globala aktier med syfte att skapa en långsiktigt god avkastning.

Kombinationen av garantin och risktagandet innebär ett mycket lågt risktagande för staten. Vid utgången av 2012 uppgick kapitalet i den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet till 10 miljarder kronor. Detta kapital kommer att växa snabbt i samband med att systemet blir fullt infasat och framför allt när antalet pensionärer som har premiepension ökar. Det är inte osannolikt att kapitalet kan komma att uppgå till 200 miljarder kronor år 2040.

Pensionsmyndighetens styrelse beslutar om hur tillgångarna inom den traditionella försäkringen ska förvaltas och placeras med stöd av interna resurser. Parallellt med denna förvaltning hanterar Sjunde AP-fonden AP7 Såfa, där aktier och räntedelar kan väljas på så sätt att konstruktionen blir likvärdig med den traditionella försäkringen hos Pensionsmyndigheten (i form av låg risk).

Bör den traditionella försäkringen behållas?

Den traditionella försäkringen ska i grunden inte ses som en produkt utan som den kapitalförvaltningsstrategi den utgör. I likhet med tankegångarna för omläggningen av icke-valsalternativet till en generationsfundsprofil reduceras risktagandet för pensionärer jämfört med pensionssparare. Den traditionella försäkringens tillgångsportfölj utgörs till ca två tredjedelar av räntor vilket resulterar i ett förhållandevis lågt risktagande. Mot bakgrund av att förvaltningsstrategin och risktagandet i allt väsentligt har blivit tillgänglig genom Sjunde AP-fondens förvaltningserbjudande saknas rationella skäl för att ha en sådan likvärdig förvaltning hos Pensionsmyndigheten. Det bör därför utredas huruvida den traditionella försäkringen kan avvecklas. I stället kan Sjunde AP-fonden utforma ett likartat lågriskalternativ utifrån de s.k. byggstensfonderna. En sådan utformning innebär att den statliga garantin på 0 procent i årlig avkastning inte längre blir aktuell.

Samordning av förvaltning

Kapitalförvaltning är förknippad med betydande stordriftsfördelar. Mot bakgrund av detta kan staten uppnå kostnadsbesparingar och effektivitetsvinster genom en samordning av förvaltningen av pensionsmedel. Detta beskrivs t.ex. i Buffertkapitalsutredningen (SOU 2012:53). Mot bakgrund av promemorians förslag att reducera antalet AP-fonder i syfte att tillgodogöra sig stordriftsfördelar ter det sig ologiskt att staten bygger upp en ny kapitalförvaltningsorganisation inom Pensionsmyndigheten för att hantera pensionsspararnas medel inom den traditionella försäkringen när en sådan funktion i stor utsträckning redan finns inom Sjunde AP-fonden. Förvaltningen av den traditionella försäkringen bör, i den mån den ska finnas kvar, föras över från Pensionsmyndigheten till Sjunde AP-fonden. En eventuell statlig garanti beträffande avkastning behöver inte vara kopplad till Sjunde AP-fonden.

Successiv omallokering

Det har i denna promemoria och akademisk forskning dokumenterats att individer tenderar att fatta placeringsbeslut som de inte förstår konsekvenserna av. Särskilt tydligt har det varit för den traditionella försäkringen där utformningen av blanketten spelat stor roll för hur pensionärerna placerat sitt kapital. Mot bakgrund av detta är omedvetna val som kraftigt förändrar individens risktagande särskilt allvarligt. En sådan händelse kan lätt uppstå i nuvarande system då fondförsäkringen i huvudsak består av en aktieportfölj och individen övergår till den traditionella försäkringen. Vid den tidpunkten säljs en stor del av aktieinnehavet för att i stället placeras i räntepapper. Om denna mekaniska och betydande riskomläggning sker efter ett stort börsfall permanentas en låg pension. För att undvika detta är det därför bättre att ha en successivt reducerad risknivå i likhet med förvaltningen av AP7 Såfa. Mot bakgrund av detta

föreslås att en successiv övergång till den traditionella försäkringen bör införas om den traditionella livförsäkringen ska behållas.

Förslagets konsekvenser

En successiv övergång till traditionell försäkring innebär att spridningen i utfall minskar. Med gällande modell kommer en del individer ha tur som avvecklar sin aktieportfölj när aktiemarknaden står högt, medan andra till följd av otur eller brist på tid och kunskap avvecklar sin aktieportfölj när aktiemarknaden står lågt (exempelvis år 2008). Förslaget om samordnad förvaltning medför inga ökade kostnader för staten eller för spararna. På sikt bör tvärtom stordriftsfördelarna generera lägre kostnader och en bättre avkastning för spararna. I stället bör man kunna uppnå samordningsvinster då Sjunde AP-fonden har kapacitet för att hantera ett större kapital. Placeringsinriktningen på det kapital som hanteras inom den traditionella försäkringen ryms inom ramen för Sjunde AP-fondens nuvarande kapacitet. Utöver kvantitativa förbättringar bör förslaget även innebära en förbättrad styrning då Sjunde AP-fondens mandat är fokuserat på kapitalförvaltning, medan Pensionsmyndigheten har ett mycket bredare mandat.

Referenser

Almenberg, J. och Widmark, O. (2011) "Räknefärdighet och finansiell förmåga" s. 1-28

Andersson, A. (2013) "Trading and Under-Diversification", *Review of Finance*, s. 1-43

Barber, B. och Odean, T. (2000) "Trading is hazardous to your wealth: The common stock performance of individual investors", *Journal of Finance* 55, 773-806

Barber, B., Odean, T. och Zheng, L. (2005) Out of Sight, Out of Mind: The Effects of Expenses on Mutual Fund Flows, *Journal of Business*, vol. 78, no. 6

Barr, D. (2012) "Den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet", Finansmarknadskommitténs Rapport nr 11

Bauer, R., Cremers M. och Frehen R. (2010) "Pension Fund Performance and Costs: Small is Beautiful"

Bernatzi, S. och Thaler, R. H. (2001) "Naive Diversification Strategies in Defined Contribution Savings Plans" *American Economic Review* Vol 91 No 1

Benartzi, S. och Thaler R. H. (2002) How Much Is Investor Autonomy Worth? *Journal of Finance*, vol. 57, issue 4, s. 1593-1616

Calvet, L. E., Campbell, J. Y. och Sodini, P. (2007), "Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes". *Journal of Political Economy* 115, s. 707-747

Calvet, L. E., Campbell, J. Y. och Sodini, P. (2009), "Fight or flight? Portfolio rebalancing by individual investors" *Quarterly Journal of Economics*

Chen, J., Hong, H., Huang, M. och Kubik, J. (2004), "does fund Size erode performance? Liquidity, organizational diseconomies, and active money management" *American Economic Review* 94, s. 1276-1302

Chevalier, J. och Ellison, G. (1997), Risk taking by Mutual Funds as Response to Incentives, *Journal of Political Economy* 105, 1167-1200.

Dahlquist, M., Engström, S. och Söderlind, P. (2000) "Performance and Characteristics of Swedish Mutual Funds" *Journal of Financial and Quantitative Analysis* 35, s 343-368

Dahlquist, M., Martinez, J. M., och Söderlind, P. (2011) "Individual Investor Activity and Performance", working paper.

Dahlquist, M. och Martinez, J. M. (2012) Investor Inattention: A Hidden Cost of Choice in Pension Plans? för publicering i *European Financial Management*.

De Santis, G. och Gerard, B. (1997) International asset pricing and portfolio diversification with time-varying risk. *Journal of Finance* 52: 1881-1912.

Elton, E. J., Gruber M. J. och Blake, C. R. (2004) "The Adequacy of Investment Choices Offered By 401K Plans" *EFA Meetings Paper* No. 1176

Engström, S. (2001) "Success Factors in Asset Management", EFI, Stockholm School of Economics

Engström, S. och Westerberg, A. (2003) "Which Individuals Make Active Decisions in the New Swedish Pension System?" *Journal of Pension Economics and Finance*, Vol. 2, pp. 225-245

Engström, S. och Westerberg, A. (2004) "Information Costs and Mutual Fund Flows", Working paper, Stockholm School of Economics.

Engström, S. (2007) "Preferences and Characteristics of Mutual Fund Investors", Working paper, Stockholm School of Economics.

Fama, E. F. och French, K. R. (2010) Luck versus Skill in the Cross Section of Mutual Fund Returns" *Journal of Finance* Vol. LXV, No. 5 s 915-947

Ferreira, M. A., Keswani, A., Miguel, A. F. och Ramos, S. B. (2011) "Determinants of Mutual Fund Performance: A Cross Country Study" Swiss Finance Institute, Research Paper no 31

Fisch, J. T. Wilkonson-Ryan, "An Experiment on Mutual Fund Fees in Retirement Investing" (2012) Research paper no 12-24, Insitute for Law and Economics, University of Pennsylvania

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

Goetzmann, W.N. och Kumar A. (2008) "Equity portfolio diversification" *Review of Finance* 12, s. 433-463

Grubel, H. G. (1968) "Internationally diversified portfolios" *American Economic Review* 58: 1299–1314.

Gruber, M. J. (1996) "Another puzzle: The growth of actively managed mutual funds" *Journal of Finance* 51, s. 783-810

Khorana, A. och Servaes, H. (2001) "An Examination of Competition and Investor Behavior in the Mutual Fund Industry", (London, UK).

Kritzer, B. E., Kay, S. J. och Sinha, T., (2011), „Next Generation of Individual Account Pension Reforms in Latin America", *Social Security Bulletin*, vol 71, no 1, s. 35-76

Lazard och Mercer Oliver Wyman (2004) "Global asset management: Who wants performance?"

Lusardi, A. och Mitchell O. (2006) "Financial Literacy and Planning: Implications for Retirement Wellbeing", Working Paper, Pension Research Council, Wharton School, University of Pennsylvania

Lusardi, A. och Mitchell, O. (2007a) "Baby Boomer Retirement Security: The Role of Planning, Financial Literacy, and Housing Wealth", *Journal of Monetary Economics* 54, s. 205-224

Lusardi, A. och Mitchell, O. (2007b) "Financial Literacy and Retirement Planning: Evidence from the Rand American Life Panel" Working Paper 2007-157, Michigan Retirement Research Center

Lusardi, A. och Mitchell, O. (2008) "Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?" *American Economic Review* 98, s. 413-417

Länsförsäkringar och Finansmonitorn (2007) ”4 av 10 löntagare väljer inte tjänstepension”

Makiel, B. G. (1995) ”Returns from Investing in Equity Mutual Funds 1971-1991”, *Journal of Finance*, Vol 50 No 2

Massa, M., Karlsson, A. och Simonov, A. (2006) ”Portfolio Choice and Menu Exposure” Working Paper, EFA 2006 Zurich Meetings

Odean, T. (1998) “Are investors reluctant to realize their losses?” *Journal of Finance* 53, s. 1775-1798

Odean, T. (1999) “Do investors trade too much?”, *American Economic Review* 89, s. 1279-1298

Orange Rapport, Pensionssystemets årsredovisning, 2011

Pensionsmyndigheten (2012) ”Kartläggning av hur förvaltningstjänsterna ser ut efter stoppet av massfondbyten den 1 december 2011” VER 2012-47, sid 8-18

Rafael, E., Pines, D. och Schwartz, A. (1988) “Home asset preference and productivity shocks”, *Journal of International Economics* 25: 165-76.

Sifo (2013), “Kunskapsmätning 2012: Kartläggning av pensionsspararnas kunskaper om det allmänna pensionssystemet”

Sjögren Lindquist, G. och Wadensjö, E. (2009) Rapport till det politiska rådet, 2009/7 ”Arbetsmarknaden för de äldre” s. 34

SOU 2005:87 ”Svårnavigerat” Premiépensionssparande på rätt kurs

Tversky, A. och Shafir, E. (1992) "Choice under conflict: The dynamics of deferred decisions" *Psychological Science*, 3: s. 358-361