

YTTRANDE

Dnr Fi2016/03397/FPM  
2017-01-27

Finansdepartementet  
103 33 Stockholm

Swedish House of Finance har beretts tillfälle att yttra sig över betänkande *Fokus Premiépension* (SOU 2016:61). Utredningen ger huvudsakligen två förslag som grundar sig i bedömningen att lågt engagemang och kunskap minskar sannolikheten för ett bra pensionsutfall:

- (i) **För nya pensionssparare:** Pensionsrätterna placeras direkt i förvaltningsmodellen *Förvalsalternativet* som förvaltas av AP 7, och spararen i samband med detta får information om möjligheten att flytta till fondmedlen till någon av de andra förvaltningsmodellerna, dvs. till *Färdiga riskportföljer* som förvaltas av AP 7, eller till en *Egen Portfölj* som pensionsspararen själv sätter samman genom att använda utbudet på Fondtorget.
- (ii) **För befintliga pensionssparare:** Införa regelbundna utvärderingsval vart sjunde år, där spararen uppmanas att bekräfta eller att göra ett nytt fondval. Den som inte bekräftar förvaltningsmodellen får hela sitt premiépensionskapital överfört till *Förvalsalternativet*. Utredningen föreslår att detta införs succesivt.

Vi ställer oss principiellt positiva till utredningens förslag med bifogade kommentarer. Svaret är organiserat i fyra övergripande analyser och ställningstaganden indelade under rubrikerna (1) För vem är förändringen viktig, (2) Finansiell kunskap, (3) Beslutsarkitektur och (4) Avslutande diskussion. Förslaget diskuteras främst ur ett perspektiv om individers beteenden och finansiell psykologi och vad som i utredningen benämns "puffar" eller "nudges" som är ett koncept som populariserats av Thaler och Sunstein (2009): att skapa system som minimerar risken för oinformerade val, med minsta möjliga inskränkning av valfrihet.

## 1. För vem är förändringen viktig

Som påpekas i utredningen har andelen som väljer alternativet Egen Portfölj succesivt minskat sedan år 2000. Av de nya pensionssparare som tillkom 2016 gjorde endast 0.4% ett s.k. aktivt val bort från Förvalsalternativet vid inträdesåret. Aktiviteten ökar förvisso

över tiden spararen finns i systemet, men numera till betydligt lägre nivåer än tidigare.<sup>1</sup> Direkta jämförelser med toppnivån 2000 - med 67% aktiva val - är komplicerade av två anledningar. För det första är den demografiska profilen för förstagångsväljare (hela den arbetsföra befolkningen) annorlunda mot nytillkomna (unga eller nya i arbetsmarknaden); för det andra var, som utredningen beskriver, beslutsarkitekturen år 2000 mer utformad till att puffa sparare att göra aktiva val snarare än att vara passiva (se även Cronqvist och Thaler, 2004).

Som visats i flera tidigare underökningar är det i genomsnitt yngre pensionssparare med lägre utbildning, inkomst och förmögenhet som visat mindre intresse och engagemang för privatekonomiska frågor - därför särskilt debutanter i pensionssystemet.<sup>2</sup> Forskning av Calvet, Campbell och Sodini (2007, 2009) visar att individer med lägre inkomst och utbildning är mindre sofistikerade i sitt totala deltagande i finansmarknaden, och ger till följd att denna grupp med större sannolikhet står utanför finansiella marknader, och i den mån de deltar, i genomsnitt gör sämre val i termer av uppnådd diversifiering, för höga transaktionskostnader eller riskjusterad avkastning.

Ett av huvudargumenten för premiepensionssystemet är att öka möjligheten för en högre pension genom en ökad aktieexponering. Detta torde vara speciellt viktigt för de individer som normalt sett står utanför finansmarknaden av främst två anledningar: antingen för att de inte har möjlighet att spara, eller för att de saknar kunskaper om hur. För de med högre inkomster utgör tjänstepensionen en större del av den totala pensionen. Dessa har därför bättre möjligheter att parera dåliga utfall i premiepensionen. En naturlig slutsats är därför att systemet bör utformas på ett sätt som sätter de minst sofistikerade spararnas intressen i första rummet.<sup>3</sup>

## 2. Finansiell kunskap

Tidigare forskning om finansiell kunskap ("financial literacy") visar att de flesta konsumenterna saknar de mest fundamentala kunskaper om finansiella förhållanden som man kan argumentera är nödvändiga för att göra informerade finansiella beslut.<sup>4</sup> Denna forskning visar också att kunskapsnivån i hög grad relaterar till finansiellt beslutsfattande, som t ex benägenheten att spara och planera sin pension. Det har därför argumenterats för att öka utbildningsinsatser som syftar till höjd kunskapsnivå i finansiell ekonomi med motivet att öka sannolikheten för att individer gör bättre val.

En annan del av forskningen visar att utbildningsinterventioner inte är så effektiva som man skulle önska. Fernandes, Lynch och Netemeyer (2014) gör en metastudie över 201 tidigare studier, där man finner svaga effekter av riktad, finansiell utbildning. Detta kan

---

<sup>1</sup> Tabell 3.6, Fokus premiepension (SOU 2016:61).

<sup>2</sup> Vägvalspromemorian, Ds 2013:35.

<sup>3</sup> Se även Dahlquist, Setty och Vestman (2016).

<sup>4</sup> Lusardi och Mitchell (2007, 2009, 2011).

huvudsakligen förklaras av tre anledningar: i) utbildningens effekt urvattnas snabbt över tid; ii) utbildningen är inte ändamålsenligt utformad eller når inte rätt målgrupp; iii) finansiellt beslutsfattande styrs också av andra faktorer som inte plockas upp av socioekonomiska mått eller kunskapstestet.<sup>5</sup>

Det är inte bara faktiska kunskaper som driver engagemang i finansiellt beslutsfattande. Överskattning av sin egen förmåga ("overconfidence") ses som en förklaring till varför vissa gör sämre finansiella val än andra, t ex genom att ta högre risker, handla aktier för ofta eller hålla en underdiversifierad portfölj.<sup>6</sup> Detta gäller också även kunskap i sig självt. Kruger och Dunning (1999) pekar på problemet med avsaknaden av metakognition, eller att "veta vad man inte vet". Det finns goda belegg för att konfidens och kompetens står i ett motsatsförhållande.<sup>7</sup> De med lägre kunskaper i en viss domän är samtidigt de som är mest benägna att överskatta sin egen kompetens.

Anderson, Baker och Robinson (2016) visar att de med lägst finansiell lägst poäng i ett standardtest av finansiell kunskap tenderar att överskatta utfallet. De visar också att denna övertro på sina egna kunskaper driver finansiellt beslutsfattande, vilket riskerar att öka benägenheten till att ta felaktiga beslut. Undersökningen visar också att fler (41%) tror att historisk avkastning är viktigare än avgifter (34%) för en fonds framtida avkastning – 22% säger att de inte vet vilket.<sup>8</sup> Övertro minskar sannolikheten för att uppge att man inte vet vad som är viktiga karaktäristika hos en bra fond. Övertro ökar sannolikheten för att man uppger att historisk avkastning är viktigare än avgifter, och är relaterat till en mindre benägenhet att vilja ta emot finansiell rådgivning. Dessa tendenser tolkas som problematiska då statsmakter världen över har lagt stor vikt vid att informera sina medborgare om betydelsen av en fonds avgifter för dess framtida avkastning.

Intresset för privatekonomiska frågor bland befolkningen är begränsat, vilket också försvårar genomförandet av utbildningsinsatser och beslutsstöd riktade mot bredare lager av befolkningen.<sup>9</sup> Den nuvarande kunskapsnivån och intresset ser därför ut att bestå även under lång tid framöver.

Forskningen visar därför inte bara att individer med sämre kunskaper om finansiell ekonomi är svårare att nå med relevant finansiell information och utbildning. Gruppen med lägre kunskap är i högre grad benägen att basera sina beslut på felaktiga grunder.

<sup>5</sup> Se även Hastings, Madrian och Skimmyhorn (2013).

<sup>6</sup> Barber and Odean (2000), Anderson (2013).

<sup>7</sup> Lichtenstein, Fischhoff och Phillips (1982), Moore och Healy (2008).

<sup>8</sup> Anderson och Robinson finner i ett preliminärt arbete liknande resultat för ett slumpmässigt val av svenskar i en undersökning gjord av SCB under våren 2016.

<sup>9</sup> En majoritet av ett slumpmässigt val av svenskar uppger att de finner privatekonomiska frågor tråkiga enligt en studie av Almenberg, Vestman och Säve-Söderberg (2015).

### 3. Beslutsarkitektur

Dahlquist och Martinez (2015) finner att det aggregerade PPM-kapitalet responderar sämre på performance än sparkapitalet i andra sparformer och tenderar att få en lägre avkastning. De argumenterar för att ouppmärksamhet ("inattention") kan vara en viktig förklaring till varför dåliga val av pensionsfonder tenderar att bli permanenta. En betydande del av stocken av pensionssparare, nästan 30%, har bara gjort ett val. Det är därmed en nästan lika stor som grupp som de som aldrig gjort något val och befinner sig i Förvalsalternativet.

Sådana trögheter i systemet kan ge oönskade konsekvenser för sparare som inte är uppmärksamma på sina val. I Förvalsalternativet fasas aktierisk ut till förmån för obligationer vid närmandet av pensionsåldern, så att man åren innan pension kan räkna och planera en relativt stabil pension. Ett motsvarande system finns inte om man väljer Egen Portfölj och fonder på Fondtorget, med undantag av generationsfonder. Detta har till följd att uppmärksamma sparare riskerar att få en långt större variation i den slutliga utfallet än vad man från början tänkt sig, men att denna insikt kommer för sent i sparandet.

En god beslutsarkitektur bör därför minimera risken för mindre sofistikerade pensionssparare att välja alternativet Egen Portfölj. Att införa en regelbunden bekräftelse av ett tidigare gjort val kan inte sägas att någon i nämnvärd omfattning öka bördan för en redan aktiv och sofistikerad pensionssparare. För den som är omedveten om sitt tidigare val, eller för den som inte vill eller kan välja sin egen pensionsplan, är bekräftelsen en påminnelse om vikten av att fundera igenom sitt beslut.

Pensionssparare som har tillräcklig kunskap och intresse av att skraddarsy sin pension har fortfarande möjlighet att ändra sin allokering i framtiden – i takt med ökad kunskap och erfarenhet.

### 4. Avslutande kommentarer

Som diskuteras i utredningens kapitel 8 kan så mycket som 1/3 av det totala pensionskapitalet som idag uppgår till cirka 850 miljarder kronor komma att omfördelas till Förvalsalternativet som förvaltas av AP 7 till följd av reformen. I Vägvalspromemorian anges att bortåt 4 000 miljarder kronor kommer att vara placerade när premiepensionssystemet är fullt utbyggt. Detta gör AP 7 till en mycket stor fondförvaltare även i internationell jämförelse. Som diskuteras i utredningen så kan en större fond möjliggöra en viss ytterligare sänkning av förvaltningsavgifterna. Men samtidigt kan behoven av struktur och genomlysning att komma ändras vid skapandet av en så pass stor enskild och viktig finansiell aktör. Detta är något som man skulle behöva utreda närmare.

Stockholm i januari 2017

Anders Anderson\*

Föreståndare

Swedish House of Finance

\*) Anderson har tecknat en försäkran om full transparens i sina aktiviteter vid sidan om sin anställning vid Swedish House of Finance (se [www.houseoffinance.se/disclosure-policy](http://www.houseoffinance.se/disclosure-policy)). Han har ett styrelseuppdrag för Cicero Fonder och har erhållit forskningsfinansiering och bidrag från Vinnova, Nasdaq insamlingsstiftelse och Blackrock.

## Referenser

- Almenberg, J., Vestman R., Säve-Söderbergh J., 2015, Räknefärdighet och finansiell förmåga, Promemoria, Finansinspektionen, FI Dnr 15-1579.
- Anderson A., 2013, Trading and under-diversification, *Review of Finance* 17, 1699-1741.
- Anderson A., Baker F., Robinson D. T., 2016, Precautionary savings, retirement planning and misperceptions of financial literacy, Forthcoming in *Journal of Financial Economics*.
- Barber, B.M., Odean, T., 2000. Trading is hazardous to your wealth: The common stock investment performance of individual investors. *Journal of Finance* 60, 773-806.
- Calvet L. E. and Campbell J., Sodini P., 2007, Down or out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes, *Journal of Political Economy* 115, pp. 707-47.
- , 2009, Measuring the financial sophistication of households, *American Economic Review P&P* 99, pp. 393-98.
- Cronqvist H., Thaler R. H., 2004, Design choices in privatized social security systems: Learning from the Swedish experience, *American Economic Review, Papers and Proceedings* 94, 424-8.
- Dahlquist M., Martinez J., 2015, Investor inattention: A hidden cost of choice in pension plans? *European Financial Management* 21, 1-19.
- Dahlquist M., Setty O., Vestman R., 2016, On the asset allocation of a default pension fund, *Swedish House of Finance working paper no. 16-02*.
- Fernandes, D., Lynch, J.G., Netemeyer, R.G., 2014. Financial literacy, financial education, and downstream financial behaviors. *Management Science* 60, 1861-83.
- Hastings, J.S., Madrian, B.C., Skimmyhorn, W.L., 2013. Financial literacy, financial education, and economic outcomes. *Annual Review of Economics* 5, 347-73.
- Kruger, J., Dunning, D., 1999. Unskilled and unaware of it: How difficulties in recognizing one's own incompetence lead to inflated self-assessments. *Journal of Personality and Social Psychology* 77, 1121-34.
- Lichtenstein, S., Fischhoff, B., Phillips, L.D., 1982. Calibration of probabilities: The state of the art to 1980, in: Kahneman, D., Slovic, P., Tversky, A. (Eds.), *Judgement under Uncertainty: Heuristics and Biases*. Cambridge University Press, Cambridge, M.A., pp. 306-34.
- Lusardi, A., Mitchell, O.S., 2007. Baby boomer retirement security: The roles of planning, financial literacy, and housing wealth. *Journal of Monetary Economics* 54, 205-24.

Lusardi, A., Mitchell, O.S., 2009. How ordinary consumers make complex economic decisions: Financial literacy and retirement readiness. National Bureau of Economic Research Working Paper 15350.

Lusardi, A., Mitchell, O.S., 2011. Financial literacy around the world: An overview. *Journal of Pension Economics and Finance* 10, 497–508.

Moore, D., Healy, P.J., 2008. The trouble with overconfidence. *Psychological Review* 115, 502–17.

Thaler R., Sunstein C., 2009, *Nudge: Improving decisions about health, wealth and happiness*, Yale University Press, New Haven, CT.

Vägval för premiepension, 2013, Dsd 2013:35,  
<http://www.regeringen.se/rattsdokument/departementsserien-och-promemorior/2013/05/ds-201335/>