



Socialdepartementet
s.remissvar@regeringskansliet.se
stefan.oscarson@regeringskansliet.se

Yttrande över betänkandet Ett bättre premiepensionssystem (SOU 2019:44)

Den samhällsvetenskapliga fakulteten vid Umeå universitet har fått möjlighet att bereda Umeå universitets yttrande över betänkandet Ett bättre premiepensionssystem. I detta remissvar lämnar vi synpunkter på delar av betänkandet. Yttrandet har utarbetats av professor Tomas Sjögren, Handelshögskolan - nationalekonomi.

Sammanfattning

Umeå universitet tillstyrker de förslag som utredningen lägger fram.

Utöver de mål för premiepensionssystemet som föreslås i utredningen (ett avkastningsmål och ett lågvolatilitetsmål), föreslår Umeå universitet att man överväger ett **mål** relaterat till **spridningen av de realiserade avkastningarna** inom ramen för premiepensionssystemet. Ett sådant mål skulle kunna formuleras som att en viss andel av de realiserade avkastningarna inom ramen för premiepensionssystemet inte bör understiga en viss avkastningsnivå (exempelvis avkastningen på ett brett börsindex minus X procentenheter). Motivet är att en avvikelse från ett sådant mål skulle kunna vara en indikation på att valmiljön i premiepensionssystemet inte på ett fullgott sätt lyckas uppfylla den uttalade målsättningen att enbart sparare som vill och kan sätta samman egna fondportföljer på fondtorget gör det.

Utgångspunkter för remissvaret

När det gäller att beskriva hur en individ bör sätta samman en portfölj av riskfyllda tillgångar är utgångspunkten i det som inom finansiell ekonomi kallas för portföljvalsteori att individen agerar rationellt. I en sådan situation samlar en individ in all tillgänglig information om olika investeringsalternativ för att därefter göra ett väl överlagt portföljval i termer av hur stor andel av sitt sparkapital denne ska placera i respektive tillgång. Eftersom olika individer har olika preferenser för risk (en del är beredda att ta stora risker i sina investeringar medan andra vill satsa på mer säkra kort) så kommer individernas investeringsportföljer att se olika ut. En konsekvens av detta är att den realiserade avkastningen kommer att skilja sig åt mellan olika individer och det finns således ingenting som hindrar att vi i en ekonomi med fullt rationella individer får se ett brett spektrum av realiserade vinster/förluster.

Dock visar forskning inom beteendekonomi att många av oss (kanske det stora flertalet) i verkligheten inte agerar fullt så rationellt som beskrivits ovan. En potentiellt viktig orsak till detta är att det är kostsamt (framförallt i termer av tid) att samla in och bearbeta all den information som



krävs för att göra ett väl avvägt (dvs rationellt) portföljvalsbeslut.¹ Som en konsekvens av detta riskerar vissa individer att göra (icke-rationella) portföljvalsbeslut baserade på (bland annat) ofullständig information. Om individer agerar icke-rationellt när de gör sina portföljval så tenderar dessa individer att (i genomsnitt) få en lägre avkastning för ett givet risktagande än individer som agerar rationellt.

En annan observation är att genomsnittsavkastningen på börsen i ett historiskt perspektiv har varit hög, både i jämförelse med andra investeringsalternativ (räntebärande instrument) och i jämförelse med hur arbetsinkomsterna har ökat över tid. Detta innebär att de som har haft ett långsiktigt sparande i en portfölj som speglar börsindex över tid har fått en mycket god avkastning på sitt kapital. Detta utgör ett viktigt motiv till varför åtminstone en del av pensionskapitalet bör investeras på aktiemarknaden. Dessutom indikerar forskning att individer som (istället för att investera i en portfölj som speglar börsindex) investerar i portföljer av aktier med högre marknadsrisk än börsindex, på lång sikt tenderar att ha få en ännu högre avkastning.² Detta indikerar att en initierad investerare har goda möjligheter att få en avkastning utöver börsens genomsnittliga avkastning. Utöver detta indikerar forskningen också att individer som investerar i portföljer med hög risk, men där en del av risken skulle kunna reduceras genom ökad diversifiering, inte med nödvändighet får en högre avkastning trots ett högre risktagande.³ Snarare riskerar de att få en lägre avkastning på sitt sparande. Detta pekar på att det finns en ökad risk för individer att investera i aktier ifall individerna har en tendens att agera icke-rationellt.

Implikationer

Vilka implikationer har ovan förda resonemang för utredningsförslagen rörande ett bättre premiepensionssystem?

Låt oss börja med målen för premiepensionssystemet. Det ena målet är att *premiepensionssystemet under sparandetiden ska ge en avkastning som är tydligt högre än förändringen av inkomstindex men utan garantier för avkastningen*. Eftersom genomsnittsavkastningen på ett brett börsindex i ett historiskt perspektiv har överstigit förändringen i inkomstindex så är detta avkastningskrav fullt rimligt. **Umeå universitet tillstyrker därför detta avkastningsmål för premiepensionssystemet.**

Dock innebär det fria valet inom premiepensionssystemet att även om genomsnittsavkastningen inom ramen för premiepensionssystemet ligger över förändringen i inkomstindex så kommer det att finnas en variation bland de realiserade avkastningarna mellan individer. Diskussionen som fördes ovan implicerar att om ett flertal av de individer som gör ett aktivt portföljval agerar icke-rationellt så finns risken att några (många?) av dessa (allt annat lika) får en relativt låg avkastning. Implikationen av detta är att icke-rationella individer, inom ramen för ett väl fungerande premiepensionssystem, bör förmås att undvika att göra aktiva portföljval. Istället bör de förmås att välja förvalsalternativet AP7 Såfa. Om icke-rationella individer ändå går vidare och gör aktiva portföljval inom ramen för premiepensionssystemet så torde detta (i genomsnitt) ha en negativ effekt på deras välfärd. Eftersom detta, givet resonemanget ovan, skulle kunna vara korrelerat med en ökad förekomst av lägre realiserade avkastningar så kan man fundera över ifall avkastningsmålet borde

¹ Det kan även finnas andra orsaker till varför individer agerar på ett sätt som uppfattas som icke-rationellt. Ett exempel är att vi tenderar att sortera bort viss typ av relevant information. Exempelvis kanske vi tenderar att i första hand leta efter information som bekräftar en initial hypotes och att vi därför tenderar att ignorera relevant information som inte bekräftar den initiala hypotesen ("confirmation bias"). Ett annat exempel är flockbetende där vi i vissa situationer i första hand tenderar att påverkas av andras beteende ("om andra köper aktie A borde även jag göra det") istället för att vägledas av ett rationellt övervägande givet den information som för tillfället finns tillgänglig.

² Forskningen har även identifierat andra faktorer som har potential att påverka den långsiktiga avkastningen i en portfölj med riskfyllda tillgångar.

³ Den totala risken i en portfölj med riskfyllda tillgångar kan i princip delas upp i två delar; den risk som skulle kunna elimineras genom att ha en mer väldiversifierad portfölj (företagsspecifik risk) samt den risk som kvarstår oavsett hur väldiversifierad portföljen än blir (marknadsrisk).



kompletteras med ett **mål relaterat till ett spridningsmått** för de realiserade avkastningarna. Ett sådant mål skulle kunna formuleras som att en viss andel av de realiserade avkastningarna inom ramen för premiepensionssystemet inte bör understiga en viss avkastningsnivå (exempelvis avkastningen på ett brett börsindex minus X procentenheter). Om ett sådant mål inte skulle vara uppfyllt så skulle det kunna vara en indikation på att premiepensionssystemet inte fungerar tillfredsställande ur den aspekt som beskrivits ovan och att justeringar behöver göras.

Det andra målet för premiepensionssystemet är att *detta under utbetalningsperioden ska leverera en premiepension med låg volatilitet med beaktande av den återstående sparandetiden*. För att uppnå detta mål föreslår utredningen att det behöver utredas ifall premiepensionssystemet skulle kunna kompletteras med en särskild produkt som tar sikte på utbetalningsfasen. **Umeå universitet tillstyrker lågvolatilitetsmålet samt förslaget om att en särskild utbetalningsprodukt behöver utredas.**

När det gäller fondtorgets roll samt premiepensionssystemets valarkitektur **tillstyrker Umeå universitet utredningens förslag på dessa områden**. Strukturen med att i första hand välja risknivå, och därefter (om individen går vidare) välja fondkategori samt slutligen (ifall individen går vidare) välja individuella fonder är bra; särskilt som det inför varje steg ska finnas stöd och vägledning för individen så att denne kan överväga om det är relevant att gå vidare till nästa steg i valarkitekturen.

Dock är det värt att betona vikten av att individer inför varje beslutssteg informeras om vilka risker som är förknippade med att ta icke-välinformerade investeringsbeslut. I det första steget (val av risknivå) bör det klart framgå att även om det i ett historiskt perspektiv finns ett positivt samband mellan förväntad avkastning och (marknads-) risk så är en högre avkastning långt ifrån garanterad vid val av portfölj med högre risknivå. Här bör det också betonas att det kan vara svårt för den enskilde individen att faktiskt ha en uppfattning om vilken risktolerans denne faktiskt har. Hur stora förluster är den enskilde beredd att acceptera ifall investeringen inte går som planerat? Dessutom bör det framhållas att ju närmare en individ kommer pensionsåldern, desto mer rationellt är det att växla ned risken i sin portfölj.

Inför de kommande stegen (val av fondkategori/fondkategorier samt val av fonder) bör det betonas att god kunskap krävs för att kunna göra ett välinformerat val. Här kan det vara värt att poängtera (gärna med sifferexempel) fondavgiftens betydelse för den långsiktiga avkastningen. Dessutom är det värt att kommentera hur man ska utvärdera ifall en given fond har presterat bra eller mindre bra de senaste åren. Hur bra en fond har presterat historiskt måste dels relateras till vilken risk fonden har tagit samt även relateras till hur väl fonden har presterat i jämförelse med andra fonder i samma riskkategori. Här är det av vikt att betona att det finns olika sätt att mäta risk och att dessa mått ibland kan ge motstridiga resultat. Därutöver bör det inom valarkitekturen framgå att även om en given fond har presterat bra i ett historiskt perspektiv så behöver det inte innebära att fonden kan förväntas prestera bra i framtiden. Slutligen bör betydelsen av riskspridning ("lägg inte alla ägg i samma korg") framhållas i informationen. Sammantaget bör informationen inför dessa avslutande beslutssteg betona vikten av hur svårt det kan vara att göra ett bra fondval ifall man inte har den kunskap och information som krävs för att fullt ut göra ett rationellt investeringsbeslut. Känner individen minsta osäkerhet inför dessa steg bör denne (starkt) rekommenderas att inte gå vidare utan antingen stanna i förvalet eller stanna efter beslutssteg 1 (val av risknivå).



En avslutande kommentar när det gäller steg 3 (val av fonder) är att det kan vara värt att reflektera över ifall ett stort urval av fonder (hög valfrihet) främjar individens möjlighet att göra ett rationellt investeringsbeslut? Som nämnts tidigare så baseras ett rationellt investeringsbeslut på att individen samlar in relevant information om de fonder som finns tillgängliga. Om antalet tillgängliga fonder är väldigt stort så kan den arbetsinsats som krävs för att samla in och bearbeta denna information avskräcka individen från att genomföra detta arbete. Om så är fallet så hämmar en stor valfrihet de facto individens möjlighet att göra ett rationellt val. Detta argument talar för att det kanske vore rimligt att ha ett ganska litet antal fonder att välja bland i steg 3.

Beslut i ärendet har fattats av professor Ruth Mannelqvist, den Samhällsvetenskapliga fakultetens dekan, efter föredragning av fakultetssamordnare Åsa P Isaksson.

För den Samhällsvetenskapliga fakulteten

Ruth Mannelqvist
Dekan

Åsa P Isaksson