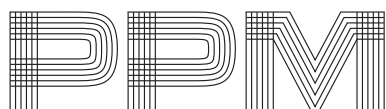


Analytiskt testamente

**11½ år med
premiepensionssystemet
och PPM**



Premiepensionsmyndigheten

Analytiskt testamente
Fond- och Finansavdelningen
Datum: 2009-12-17

Författare:

*Sara Bergström, Marcela Cohen-Birman, Bo Larsson, Christer Nordh,
Bengt Norrby, Isabel Odemark, Claes Sadenfors och Håkan Tobiasson*

Tack till Paul Söderlind för värdefulla synpunkter, till Mikula Boguslaw för programmeringshjälp, till Gudrun Ehnsson för synpunkter på typfallsmodellen i avsnitt 4, till Kristina Kamp och Patrick Thomsson för sammanfattning och finslipning, och till Berit Persdotter för korrekturläsning.

Förord

Syftet med denna rapport – som vi valt att kalla ”Analytiskt testamente” – är att samla och förmedla en del av de erfarenheter som vi fått, dels kring själva premiepensionssystemet, dels kring skötseln av systemet, under de 11½ år som PPM funnits. Rapporten har utarbetats på uppdrag av PPM:s styrelse.

Vi har valt att kalla rapporten för testamente eftersom PPM upphör vid årsskiftet och premiepensionsverksamheten förs över till den nya Pensionsmyndigheten tillsammans med pensionsverksamheterna vid Försäkringskassan. Testamentet gör inte anspråk på att vara heltäckande eller att ha entydiga svar på de frågeställningar som diskuteras.

I testamentet belyser vi bland annat:

1. premiepensionssystemets egenskaper och vilka konsekvenser dessa kan få på sikt,
2. ett antal områden där utvecklingen kanske inte kräver några omedelbara åtgärder men som behöver följas av beslutsfattarna för att i tid kunna fatta beslut om åtgärder – om man anser det önskvärt,
3. hur spararna har klarat att hantera sin förvaltning av premiepensionen,
4. hur finansiell teori kan vägleda för att ge spararna en så bra premiepension som möjligt, samt
5. vad PPM/Pensionsmyndigheten kan göra för att stödja spararna att få en så bra premiepension som möjligt med utgångspunkt från ovanstående.

Testamentet vänder sig främst till riksdagen och regeringen, samt till Pensionsmyndigheten, men också till en intresserad omgivning.

Johan Hellman

Generaldirektör

Innehåll

Förord	3
Sammanfattning	6
1 Inledning	9
1.1 Syften med premiepensionssystemet	9
1.2 Mål för PPM	10
1.3 Disposition och avgränsningar	10
2 Högre förväntad avkastning, möjlighet till riskutjämning och valfrihet	12
3 Hur har det gått för pensionsspararna?	15
3.1 Den allmänna börsutvecklingen	15
3.2 Värdeutvecklingen i premiepensionssystemet	16
3.3 Spridningen mellan pensionssparare	18
4 Hur stor förväntas premiepensionen bli i framtiden?	21
4.1 Typfallsmodellen och simuleringar av värdeutvecklingen	21
4.2 Portföljvalet påverkar premiepensionen	22
4.3 Arbetslivets längd, inkomster och tillväxten påverkar hela pensionen	24
4.4 Sammanfattning	26
5 Hur påverkas den framtida pensionen av en borskrasch?	27
5.1 Så påverkades pensionsspararna och pensionärerna av 2008 års borskrasch	27
5.2 Så påverkas pensionsspararna och pensionärerna i framtiden ...	28
6 Fondmarknadens utveckling och PPM:s påverkan	29
6.1 Från nationell till europeisk fondmarknad	29
6.2 Stora in- och utflöden	30
7 Mål och huvuduppgifter för PPM	32
7.1 Vad genererar avkastning?	32
7.1.1 Systematisk exponering mot riskpremier	33
7.1.2 Aktiv förvaltning	36
7.2 Effektiva portföljval	36
8 Väljer pensionsspararna effektiva portföljer?	37
8.1 PPM:s fondutbud	38
8.2 Pensionsspararnas val	39
8.2.1 Val av risknivå	40
8.2.2 Diversifiering	41
8.2.3 Omsättning och byten	43

9	Vad gör PPM och andra aktörer för att öka effektiviteten i pensionsspararnas portföljval?	45
9.1	Diversifieringens betydelse för ett långsiktigt pensionssparande	45
9.1.1	PPM-Lotsen – räcker det som beslutsstöd?	46
9.1.2	Återbalansering av portföljen till vald risknivå	46
9.1.3	Bra förvalsalternativ – en nödvändighet	47
9.1.4	Statliga placeringsalternativ med olika riskprofiler – en möjlighet	48
9.2	Kostnadernas betydelse för ett långsiktigt pensionssparande ...	49
9.3	Effektiv administration av premiepensionssystemet	49
9.4	Kommunikationsinsatser	50
9.4.1	Bristande kunskaper och engagemang	50
9.4.2	Informationen till pensionsspararna	53
10	Fondhandelsmodellen	56
10.1	Nuvarande fondhandelsmodell	56
10.2	Ändra fondhandelsmodellen?	57
10.3	Andra alternativ?	57
11	Framväxande marknad för tjänster med anknytning till premiepensionssparandet	58
11.1	Konsekvenser	59
11.1.1	Bidrar företagen till effektivare portföljval?	59
11.1.2	Konsekvenser för fondhandeln och fondbolagen	59
11.1.3	Sammanblandning med PPM	60
11.2	Arbetet med reglerad samverkan	60
12	Viktiga områden för Pensionsmyndigheten	62
	Bilaga 1: Typfallsberäkningar (avsnitt 4)	68
	Antaganden.....	69
	Inträde och utträde i arbetslivet.....	70
	Ingångslöner och tillväxt.....	70
	Portföljerna	71
	Spridning av möjliga pensionsutfall	72

Sammanfattning

Premiepensionsmyndigheten (PPM) har funnits i drygt 11 år. Den 1 januari 2010 kommer verksamheten att ingå som en del av Pensionsmyndighetens verksamhet. Inför överlämnandet av ansvaret har PPM gjort ett analytiskt testamente vars syfte är att sammanfatta de erfarenheter vi gjort.

Del 1 – Premiepensionssystemet

Stor spridning i premiepension

För de som gick i pension 2006 utgör premiepensionen endast 0,9 procent av den totala allmänna pensionen. Enligt våra beräkningar kommer premiepensionens andel dock att öka till omkring 10 till 40 procent när systemet är fullt infasat.

För en individ som har ett 40-årigt arbetsliv framför sig och som investerar sitt premiepensionskapital i en medelriskportfölj kan premiepensionen vid pensioneringstillfället förväntas bli cirka 3 500 kronor per månad. Det motsvarar cirka en femtedel av den allmänna ålderspensionen. Beroende på vilken avkastning som pensionsspararen faktiskt lyckas få i portföljen kan pensionsutfallet hamna någonsans mellan 1 700 och 6 000 kronor i månaden. Det är således uppenbart att osäkerheten om det framtida pensionsutfallet är stor.

En fråga för framtiden är om dessa skillnader kan komma att göra att premiepensionssystemet ifrågasätts. Det kan därför finnas anledning att noga följa frågan.

Framtida börskrascher och stora flöden

År 2025 beräknas marknadsvärdet på pensionsspararnas pensionskonton att uppgå till i genomsnitt 200 000 kronor. En nedgång på kapitalmarknaden av samma omfattning som vi hade under 2008, då PPM-fonderna föll med i genomsnitt 34,5 procent, skulle medföra att pensionskapitalet skulle minska med i genomsnitt 74 000 kronor. En sådan stor och i princip omedelbar effekt på premiepensionen skulle kunna bli mycket kännbar för många pensionärer. I slutändan kan en sådan situation komma att utlösa krav på kompensation. Det kan därför finnas anledning att särskilt fundera kring dessa frågor, t.ex. när det gäller informationsstrategi.

Allteftersom kapitalet växer i systemet ökar också kapitalströmmarna in och ut ur fonderna genom de fondbyten som beställs av fondspararna. Kraven på daglig likviditet i kombination med den ökade omsättningen kan på sikt bli problematiskt för vissa fonder att hantera.

Del 2 – PPM:s mål och vägar att nå målen

PPM:s mål för administrationen av premiepensionssystemet fastställs i regeringens årliga regleringsbrev. PPM har omsatt regeringens mål för verksamheten till en vision och en verksamhetsidé:

Vision: *”Pensionsspararna ska ha bästa möjliga premiepension”*

Verksamhetsidé: *”PPM ska ge pensionsspararna förutsättningar för en bättre premiepension. Det gör vi genom att ge dem stöd i sitt sparande och genom att driva premiepensionssystemet effektivt.”*

För att uppfylla denna vision och verksamhetsidé bör ambitionen vara att vägleda pensionsspararna mot en portfölj som på objektiva grunder kan förväntas generera bästa möjliga riskjusterad avkastning. Mer konkret innebär detta att myndigheten ska ge pensionsspararna allsidig och objektiv information som gör det möjligt för spararna att utforma sina portföljer i enlighet med finansiell teori. Myndighetens möjligheter att påverka pensionsspararna i denna riktning kan sägas bestå av tre områden:

- Tydliggöra diversifieringens betydelse för ett långsiktigt pensionssparande.
- Tydliggöra låga kostnaders betydelse för ett långsiktigt pensionssparande.
- Ha en effektiv administration av Premiepensionssystemet.

Diversifierat utbud

Det finns för närvarande omkring 770 fonder registrerade i premiepensionssystemet. Även om det finns vissa skevheter i utbudet är det inget som tyder på betydande ”luckor”, dvs. att delar av kapitalmarknaden helt saknar representation genom de fonder som ingår i systemet. Utbudet består dock till övervägande del av aktivt förvaltade fonder. Även andelen svenska fonder är hög i relation till Sveriges andel i ett globalt index.

Endast en mindre del utgörs av passivt förvaltade fonder, s.k. indexfonder. En möjlig orsak till detta är PPM:s rabattmodell. Eftersom konkurrensen bland indexfonder är stor har det lett till en betydande prispress bland indexfonderna, varför det är troligt att indexförvaltarna inte anser sig kunna eller behöva lämna ytterligare rabatter. Åtgärder som kan öka utbudet av billiga indexnära alternativ skulle sannolikt öka pensionsspararnas möjlighet att uppnå god riskspridning till låg kostnad.

Val och vägledning

De senaste åren har de pensionssparare som haft högst omsättning i sina portföljer också varit de som haft högst avkastning. Men det finns också exempel som visar på motsatsen om man tittar på andra tidsperioder. Vi behöver därför fördjupade studier för att kunna dra några säkra slutsatser om hur det förhåller sig i premiepensionssystemet och vad det innebär för såväl systemet som för enskilda pensionsparare.

För att underlätta beslutsprocessen för de pensionssparare som själva vill ansvara för förvaltningen av sin premiepension, men som känner behov av ytterligare stöd, har PPM utvecklat ett webbaserat interaktivt verktyg – PPM-Lotsen. PPM har även infört en tjänst för återbalansering av pensionsspararnas portföljer till vald fördelning. Båda dessa tjänster utnyttjas dock i mycket begränsad omfattning.

Den låga användningen av Lotsen och återbalanseringstjänsten, samt det faktum att allt fler informations-, rådgivnings- och förvaltningstjänster växer fram, tyder på att pensionsspararna söker hjälp som Lotsen eller återbalanseringstjänsten inte lyckas tillgodose. Det är troligt att fler kommer att behöva såväl beslutsstöd av olika slag som bra förvalsalternativ framöver.

Kostnader och effektiv förvaltning

PPM:s administrativa kostnad per pensionssparare är mycket låg i ett internationellt perspektiv, samtidigt som servicenivån är hög. PPM har även lyckats agera prispressare på fondmarknaden och kunnat ställa krav på branschen. Detta återspeglas bl.a. i de rabattvillkor som PPM tillämpar gentemot fondbolagen.

Under den period som premiepensionssystemet har varit i drift har 5,9 miljarder kronor återförts till pensionsspararna i form av rabatter. Under 2009 återfördes 1,3 miljarder kronor. Det motsvarar en genomsnittlig sänkning av förvaltningsavgiften från 0,79 procent till 0,3 procent, det vill säga en rabatt på 0,49 procentenheter. Beräknat på en genomsnittlig investeringsperiod på 33 år, innebär denna rabatt att pensionerna kommer att bli omkring 15 procent högre än de skulle ha blivit utan rabatt.

Viktiga områden för den nya myndigheten

Många pensionssparare upplever att premiepensionssystemet är svårt och komplext. Pensionsmyndigheten har därför ett viktigt informationsuppdrag. En viktig uppgift är att försöka avdramatisera premiepensionsvalet. I och med införandet av det nya förvalsalternativet med generationsfundsprofil är det t.ex. inte längre nödvändigt för alla pensionssparare att själva ta ställning till hur pensionsmedlen ska förvaltas. För många pensionssparare kommer förvalsalternativet att vara ett bra placeringsalternativ. För de pensionssparare som fattar sina egna investeringsbeslut är det viktigt att Pensionsmyndigheten kan bistå med handfast vägledning.

Det är också viktigt att fortsätta arbetet med att säkerställa hög effektivitet och kostnadskontroll. Kostnaderna för administrationen bärs ju av pensionsspararna själva, och ju lägre kostnaderna är, desto högre pension får spararna.

Pensionsmyndigheten bör även se över den nuvarande fondhandelsmodellen och de finansiella risker som den är förknippad med. Frågan man måste ställa sig är om värdet av snabba byten är större än de finansiella risker som handelsmodellen ger upphov till.

1 Inledning

Den 1 januari 2010 inrättas Pensionsmyndigheten som ska ansvara för administrationen av hela den allmänna ålderspensionen samt vissa angränsande pensionsförmåner. Samtidigt avvecklas Premiépensionsmyndigheten (PPM). PPM:s verksamhet och de delar av Försäkringskassans verksamhet som avser pensionshantering förs således över till den nya pensionsmyndigheten.

Inför detta har PPM upprättat vad vi kallat ett analytiskt testamente. I testamentet har vi samlat erfarenheter och frågeställningar från de 11½ åren som PPM varit verksamt. Testamentet gör inte anspråk på att vara heltäckande eller att ha svar på alla de frågeställningar som tas upp.

Testamentet vänder sig främst till riksdagen och regeringen samt till Pensionsmyndigheten men också till en intresserad omgivning.

För att renodla frågeställningarna i testamentet har det varit viktigt att skilja på premiépensionssystemet i sig och målen för PPM (eller för den nya pensionsmyndigheten). Vi har därför delat in testamentet i två delar, där den första delen behandlar premiépensionssystemet och den andra delen behandlar målen för PPM som administratör av systemet.

1.1 Syften med premiépensionssystemet

Det finns tre syften med premiépensionen. För det första ger ett fonderat system pensionsspararna möjlighet att investera på kapitalmarknaden och därigenom tillgodogöra sig den riskpremie som sådana investeringar är förknippade med. Premiépensionssystemet skapar därför möjlighet till en högre förväntad avkastning än vad som är möjligt med ett fördelningssystem¹, där avkastningen i princip är begränsad till tillväxten i produktionsvärdet per capita.

För det andra skapar premiépensionssystemet möjlighet till ökad riskspridning eftersom den enskilde individen genom sitt investeringsbeslut blir 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 kan premiépensionen till och med helt frikopplas från den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige.

För det tredje får pensionsspararna möjlighet att själva fatta beslut om hur pensionsmedlen ska investeras. En tydlig fördel med en sådan ordning är att det är pensionsspararen och ingen annan som kan fatta investeringsbeslut med hänsyn tagen till pensionsspararens riskvilja, ålder, inkomst och annat sparande. Pensionsspararen får därmed möjlighet att anpassa risken i premiépensionssparandet till just sin specifika livssituation. Valfrihet och eget ansvar är således grundläggande beståndsdelar i premiépensionssystemet.

¹ Inkomstpensionen är ett fördelningssystem.

1.2 Mål för PPM

PPM:s mål för administrationen av premiepensionssystemet fastställs i regeringens årliga regleringsbrev. PPM har omsatt regeringens mål för verksamheten till en vision och en verksamhetsidé:

Vision: *”Pensionsspararna ska ha bästa möjliga premiepension”*

Verksamhetsidé: *”PPM ska ge pensionsspararna förutsättningar för en bättre premiepension. Det gör vi genom att ge dem stöd i sitt sparande och genom att driva premiepensionssystemet effektivt.”*

1.3 Disposition och avgränsningar

Den grundläggande utformningen av premiepensionssystemet grundas på politiska beslut och kommer därför inte att närmare diskuteras i detta testamente. Vi kommer i stället att koncentrera oss på hur målen för administrationen av systemet kan uppnås.

Trots detta kan det ändå – i ett testamente – vara intressant att visa hur det har gått för pensionsspararna så här långt. Det är även vara intressant att undersöka vilken betydelse premiepensionen kan komma att få i framtiden när systemet är fullt infört. Vi har därför delat in testamentet i två delar, där den första delen behandlar premiepensionssystemet och den andra delen behandlar målen för PPM (eller den nya myndigheten) som administratör av premiepensionen.

I den första delen visar vi hur avkastningen – eller värdeutvecklingen – har utvecklats i genomsnitt för pensionsspararkollektivet och hur spridningen ser ut mellan olika pensionssparare. Vi undersöker också hur pensionsutfallen kan komma att se ut i framtiden när systemet är fullt infört.

I den andra delen av testamentet diskuterar vi målen för PPM som administratör av premiepensionen. Fokus kommer att ligga på frågan hur myndigheten bäst kan ge pensionsspararna förutsättningar för en bättre premiepension. Men vi kommer även att diskutera själva administrationen av premiepensionssystemet och myndighetens kommunikationsinsatser. Avslutningsvis pekar vi på viktiga områden för den nya pensionsmyndigheten.

Del 1

Premiepensionssystemet

2 Högre förväntad avkastning, möjlighet till riskutjämning och valfrihet

Ett av huvudskälen bakom införandet av ett fonderat system som en del av det reformerade pensionssystemet var att det skulle bidra till en viss riskutjämning. Tanken var att den riskutjämnande effekten skulle uppnås genom att individen får möjlighet att göra val inom två områden: arbetsliv och kapitalmarknad.

Inkomstpensionen kan individen påverka genom olika val i arbetslivet t.ex. genom val av yrke, tid för inträde och utträde på arbetsmarknaden, deltidsarbete, tjänstledighet etc. Värdeutvecklingen på de inbetalda pensionsavgifterna är dock lika för alla eftersom inkomstpensionen skrivs upp med inkomstindex. Detta följer i sin tur den genomsnittliga utvecklingen av de förvärvsarbetandes inkomster och påverkas således av den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige som helhet.

I premiepensionssystemet har individen möjlighet att själv välja hur pensionsmedlen ska investeras. Det är detta förhållande som kan verka riskutjämnande eftersom den enskilde individen genom sitt investeringsbeslut blir mindre beroende av den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige och av utvecklingen i den sektor av ekonomin där den enskilde själv verkar. Genom att investera i andra ekonomier än den svenska kan premiepensionen till och med helt frikopplas från den demografiska och ekonomiska utvecklingen i Sverige.

En enkel illustration

När en del av pensionsmedlen placeras på kapitalmarknaden ökar risken i pensionen. Samtidigt ökar också den förväntade pensionen genom möjligheten till bättre värdeutveckling på pensionsmedlen. För att illustrera detta, samt belysa effekten av riskutjämning, kan följande diagram användas:

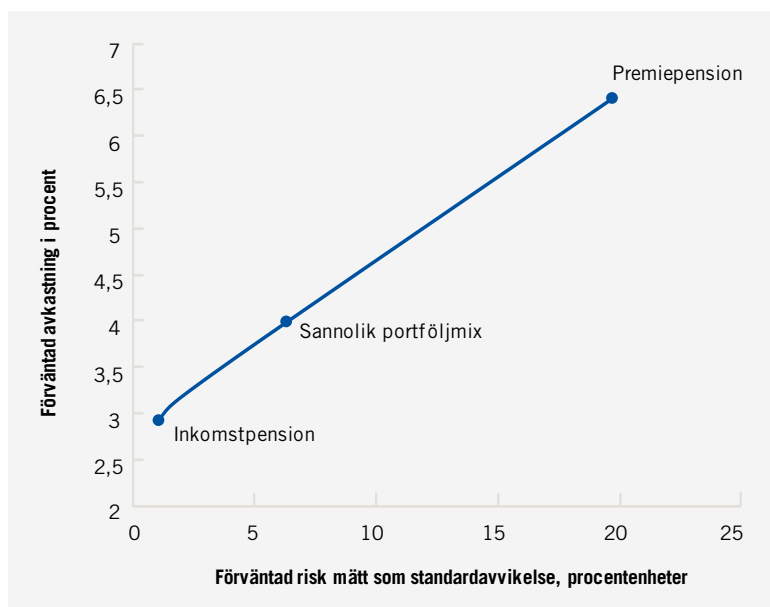


Diagram 1. Portföljfront för inkomst- och premiepensionen

Inkomstpensionen utvecklas i takt med den allmänna löneutvecklingen i det svenska samhället och kan därför jämföras med en obligationsplacering eftersom dess värdeutveckling är relativt låg men säker. I diagrammet antas inkomstpensionen ha en förväntad avkastning på 2,9 procent, medan risken mätt som standardavvikelsen uppgår till 1 procentenhet. Premiepensionen är å andra sidan förknippad med en riskpremie som gör att den förväntade avkastningen – men även risken – i premiepensionssystemet är högre än i inkomstpensionssystemet. I diagrammet antas premiepensionen ha en förväntad avkastning om 6,4 procent, medan risken antas vara 19,7 procentenheter.²

Genom att kombinera inkomstpensionen med premiepensionen är det möjligt att uppnå en högre förväntad avkastning än om pensionsavgifterna enbart hade ”investerats” i inkomstpensionssystemet (punkten ”sannolik portföljmix”).³ Priset man får betala är dock en högre risk. Men eftersom man även erhåller en viss riskutjämnning genom den kombinerade investeringen är det möjligt att uppnå en högre förväntad avkastning per enhet risk än om man hade investerat i endast ett av de två systemen.

Vad bestämmer den riskutjämnande effektens storlek?

Riskutjämnningens betydelse för pensionen beror på hur stora de ingående delarna – inkomstpensionen och premiepensionen – är i förhållande till varandra och hur de samvarierar. Av de medel som betalas in till pensionssystemet går 14 procent till premiepensionen och 86 procent till inkomstpensionen. Genom att värdeutvecklingen för de medel som placeras i premiepension förväntas vara högre än för inkomstpensionen, kommer premiepensionens andel av den totala pensionen att öka med tiden. Att premiepensionens andel ökar medför även att den riskutjämnande effekten ökar.

Det vara intressant att notera att för dem som gick i pension 2006 utgör premiepensionen endast 0,9 procent av den totala allmänna pensionen. Enligt våra beräkningar i avsnitt 4 kommer dock premiepensionens andel att öka till omkring 10 till 40 procent när systemet är fullt infasat.

Som nämnts ovan beror riskutjämnningen också på hur de ingående delarna i pensionen samvarierar. Ju högre samvariation, desto mindre utrymme för riskutjämnning. Det innebär att om värdeutvecklingen i premiepensionen och inkomstindex utvecklas på samma sätt så minskar den riskutjämnande effekten.

² Det är samma antaganden som används i avsnitt 4 för att representera högriskportföljen (100 procent aktier).

³ I diagrammet antas 70 procent av portföljen bestå av inkomstpension och 30 procent av premiepension. Det kan jämföras med våra beräkningar i kapitel 4 som visar att premiepensionen beräknas utgöra mellan 10 och 40 procent av den totala allmänna pensionen. Korrelationen mellan premiepensionen och inkomstpensionen antas vara 0,25.

Valfrihet och individens inställning till risk

När pensionsmedlen placeras på kapitalmarknaden ökar såväl möjligheten till en högre pension som risken i pensionen. Det kan alltså få stor betydelse för pensionen hur individen ställer sig till risk i förhållande till värdeutveckling. En person som inte vill ta mycket risk har möjlighet att välja ungefär samma risknivå i premiepensionen som inkomstpensionen genom att välja en svensk räntefond. Ett sådant val innebär dock att den förväntade pensionen blir lägre än vad den skulle ha blivit om individen hade gjort ett val där aktiefonder hade ingått i portföljen. En individ som däremot är beredd att ta hög risk och väljer en stor andel aktiefonder i sin portfölj kan också förväntas få en högre pension.

I premiepensionssystemet har individen möjlighet att diversifiera sin pensionsportfölj utifrån individuella preferenser och därmed välja en risknivå som känns bekväm. PPM:s fondtorget erbjuder såväl rena aktie- och räntefonder som olika typer av blandfonder eller generationsfonder. Fondtorget erbjuder även möjlighet till internationell diversifiering genom de drygt 500 aktiefonder med internationell placeringsinriktning.

3 Hur har det gått för pensionsspararna?

Kapitalet i premiepensionssystemet är till största delen placerade på kapitalmarknaden genom fonder. När priserna på kapitalmarknaderna varierar kommer såväl behållningen på pensionskontona som pensionsutbetalningarna att variera.

3.1 Den allmänna börsutvecklingen

Under de år som premiepensionssystemet har varit igång har det varit två mycket kraftiga börsnedgångar i Sverige och globalt (se diagram 2). Den första nedgången sammanföll med starten av premiepensionssystemet i slutet av år 2000. Nedgången bottnade i mars 2003. I februari 2006, dvs. drygt fem år efter starten, hade börsen återhämtat hela nedgången och var åter på samma nivå som vid starten år 2000. Börsuppgången fortsatte under 2006 och toppade i maj 2007. Fem månader senare – i oktober 2007 – inleddes det senaste börsfallet. Börsfallet pågick fram till mars 2009. Börsen har därefter vänt uppåt igen och hade i september 2009 återhämtat ungefär 40 procent av det senaste fallet. Utvecklingen på de globala börsmarknaderna har varit likartad.

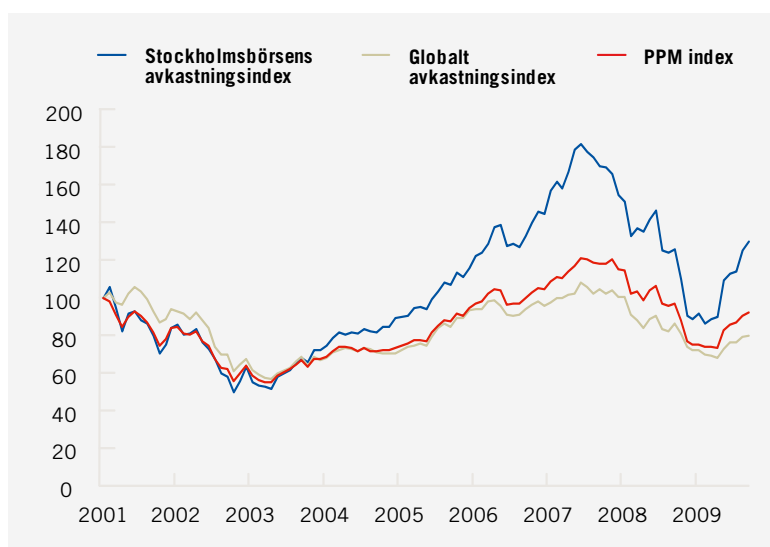


Diagram 2. Värdeutveckling för Stockholmsbörsen, de globala aktie- och PPM-index, december 2000–september 2009

Anmärkning: Avkastningsindex för Stockholmsbörsen enligt Affärsvärlden, globalt aktieavkastningsindex enl. Morgan Stanley Capital International Inc. (omräknat till SEK), samt PPM-index.

3.2 Värdeutvecklingen i premiepensionssystemet

Stor variation i värdeutvecklingen så här långt

I diagram 3 jämför vi internräntan sedan starten 1995 för premiepensionssystemet med den hypotetiska internränta som pensionsmedlen skulle ha haft om de hade investerats i inkomstpensionssystemet i stället.⁴ Som framgår av diagrammet har internräntan för premiepensionssystemet varierat kraftigt över tiden. Lägst (ca minus 8 procent) var den efter den första börsnedgången i slutet av 2001 och högst (ca plus 7 procent) i mitten av 2006 efter en mycket kraftig börsuppgång. För inkomstpensionssystemet har värdeutvecklingen varit betydligt mer jämn och stabil under den aktuella perioden.

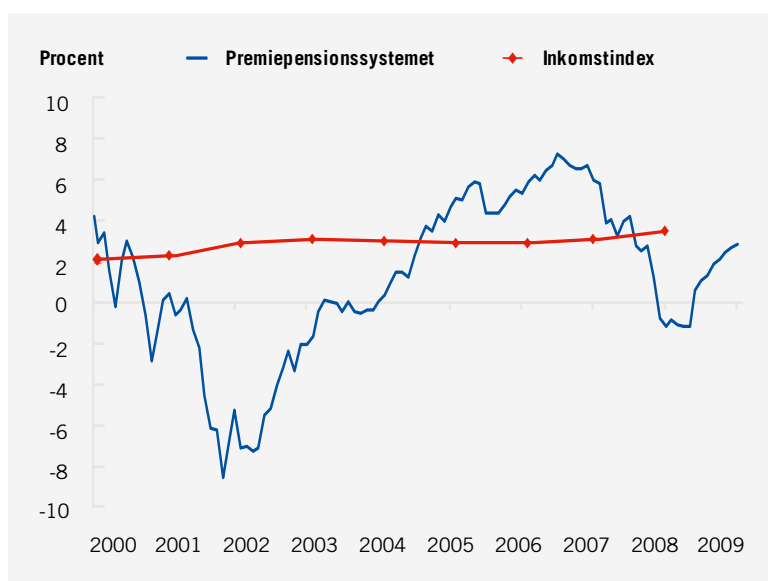


Diagram 3. Internräntan (IR) sedan 1995–nov 2009 för pensionsspararna i premiepensionssystemet jämfört med motsvarande investering i inkomstpensionssystemet

Anmärkning: Kurvorna visar internräntan mätt sedan starten 1995 och fram till mättidpunkten på kurvan. För varje år läggs således ytterligare ett år till beräkningen. Det är alltså den ackumulerade genomsnittliga avkastningen som visas.

Att avkastningen varierar för premiepensionssystemet är dock en naturlig följd av att investeringarna i systemet görs i riskfyllda tillgångar. En annan förklaring är att utvärderingsperioden fortfarande är relativt kort. Som vi kommer att visa i nästa avsnitt krävs det betydligt längre tidsperioder för att den genomsnittliga avkastningen ska stabiliseras och för att man ska kunna dra några säkra slutsatser om premiepensionens värdeutveckling i förhållande till inkomstpensionen.

⁴ Avsättningar till premiepensionssystemet började göras redan 1995. Fram till det första premiepensionsvalet hösten 2000 förvaltades dock pensionsmedlen på räntekonto hos Riksgälden. När man räknar avkastningen sedan start brukar man avse 1995.

Betydelsen av långsiktighet

Det kan vara vanskligt att utvärdera premiepensionssystemet efter bara 14 år (1995–2009). Pensionen tjänas normalt in under lång tid, 40–50 år eller ännu längre. Pensionssystemet måste därför utvärderas över en längre period för att man ska kunna göra en relevant bedömning. Att den årliga avkastningen varierar är bara en följd av att investeringarna görs i riskfyllda tillgångar.

Betydelsen av långsiktighet underskattas lätt, både under upp- och nedgångstider. Till exempel uppgick den genomsnittliga reala avkastningen på Stockholmsbörsen under 90-årsperioden 1918–2008 till 6,3 procent. Det betyder dock inte att vi kan förvänta oss motsvarande avkastning under de kommande 10 åren, eller ens under de kommande 20 åren. Som framgår av diagram 4 kan avkastningen mellan olika 10-årsperioder variera kraftigt. Under vissa 10-årsperioder har avkastningen uppgått till hela 23 procent per år (1980–89), medan andra 10-årsperioder haft en avkastning på *minus* 2 procent per år (1970–79).

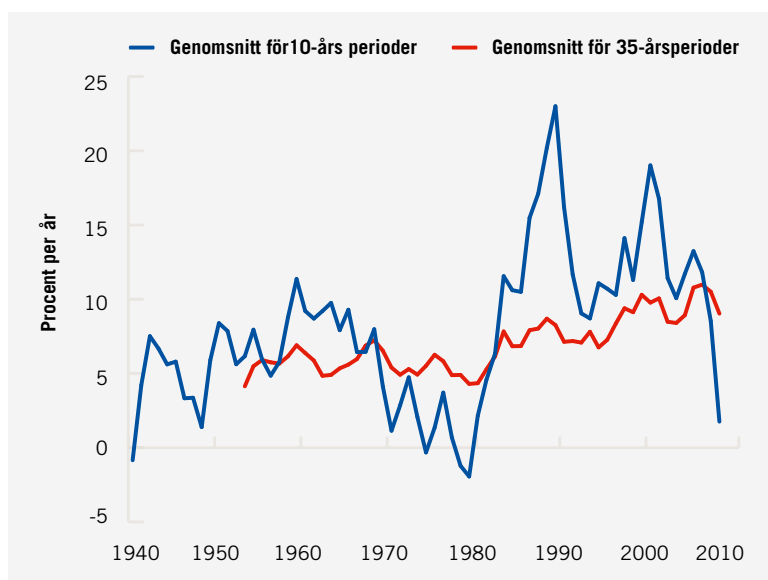


Diagram 4. Real avkastning på Stockholmsbörsen under successiva 10- och 35-årsperioder

Anmärkning: Kurvorna visar för varje år den reala avkastningen i genomsnitt sedan 10 respektive 35 år tillbaka i tiden. I punkten som representerar exempelvis 2008 redovisas 1,2 procent per år för 10-årsperioden 1999–2008, och 8,9 procent per år för 35-årsperioden 1974–2008.

Källa: Pensionssystemets årsredovisning 2008.

Förändringen mellan de olika tioårsgenomsnitten kan gå fort. Till exempel uppgick den reala aktieavkastningen under tioårsperioden 1999–2008 till 1,2 procent per år, medan avkastningen under tioårsperioden före (1998–2007) var 8,5 procent. Detta är inte unikt. Liknande stora och snabba förskjutningar mellan tioårsgenomsnitt har skett förr.

Slutsatsen är att ”lång sikt” inte är 5–7 år som ibland sägs, utan att man bör ha ett betydligt längre perspektiv både när man ska fatta sitt investeringsbeslut och när man ska utvärdera hur det har gått. I pensions-sammanhang kan det för yngre personer vara rimligt att ha ett 30–40-årigt perspektiv. Man bör ha motsvarande tidsperspektiv när man ska utvärdera premiepensionssystemet. Historiskt sett har värdeutvecklingen under olika 35-årsperioder varit mer stabil och endast varierat mellan 5 och 10 procentenheter per år (se diagram 4). Det kommer därför att dröja ytterligare cirka 20 år innan man kan ge en mer relevant bild av värdeutvecklingen i premiepensionssystemet.

3.3 Spridningen mellan pensionssparare

Vid en utvärdering är det också intressant att undersöka spridningen i värdeutveckling mellan olika pensionssparare. En konsekvens av att pensionsspararna fattar egna beslut om hur premiepensionsmedlen ska placeras är att de kommer lyckas olika väl med sina placeringar. I det här avsnittet ska vi visa dels hur internräntan skiljer sig åt mellan olika pensionssparare, dels hur internräntan ser ut för pensionssparare med olika inträdesår.

Stor spridning mellan olika pensionssparare

I diagram 5 visas hur spridningen i värdeutveckling, mätt som internränta sedan start, ser ut för enskilda pensionssparare. Vi kan då konstatera att 4,1 procent av pensionsspararna har haft en årlig avkastning – sedan starten och fram till den 30 november 2009 – som varit plus 10 procent eller högre, medan 0,3 procent har haft en avkastning som varit minus 4 procent eller lägre. Spridningen mellan pensionsspararna är alltså förhållandevis stor. Omkring 95 procent av pensionsspararna har dock haft en positiv värdeutveckling.

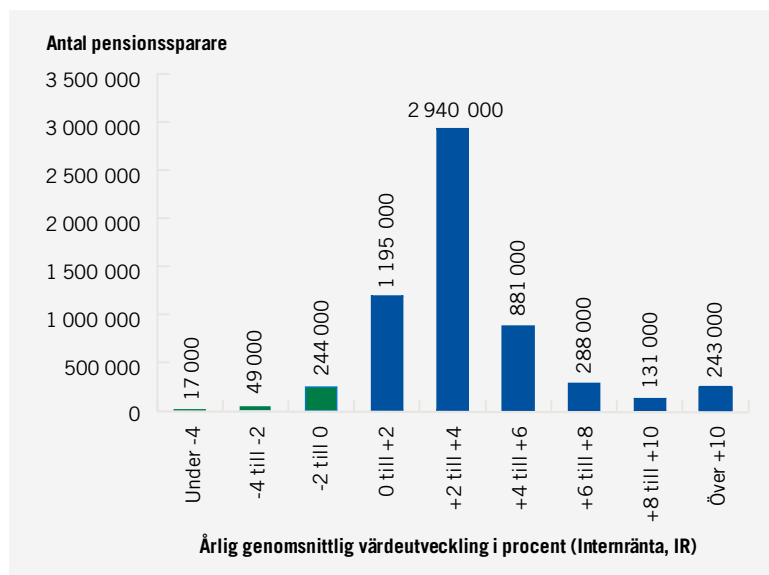


Diagram 5. Spridning i IR mellan pensionsspararna, IR sedan 1995–nov 2009

Anmärkning: Uppgifterna baseras på ett stickprov innehållande ca 16 000 personer.

När utvärderingsperioden är kort har inträdesåret stor betydelse

Det är också intressant att undersöka hur interräntan ser ut för pensions sparare med olika inträdesår, eftersom det ger en bild av hur värdeutvecklingen ser ut för pensions sparare som varit i systemet lika länge. Detta visas i diagram 6. I diagrammet beräknas interräntan för varje inträdesår från och med inträdesåret fram till oktober 2009.

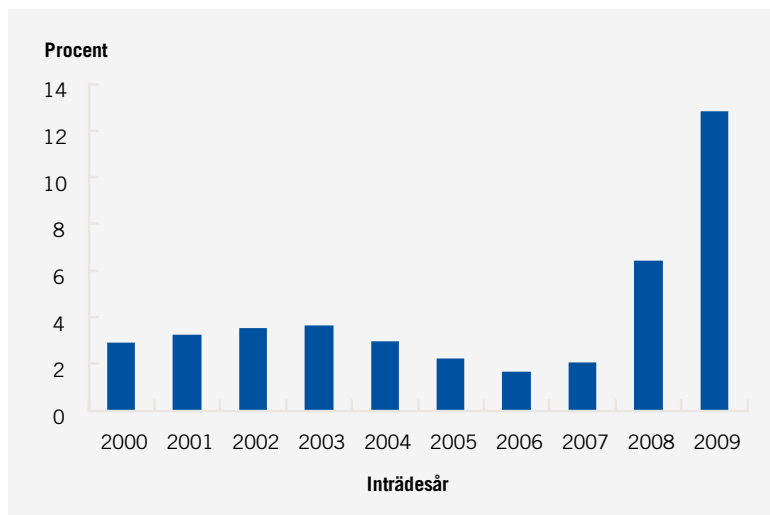


Diagram 6. Genomsnittlig internränta från inträdesåret t.o.m. oktober 2009, per inträdesår, 2000–2009

Av diagrammet framgår att värdeökningen har varit lägst för de som kom in i premiepensionssystemet under åren 2005 till 2007. Anledningen är att dessa årskullar kom in i systemet i slutet av den långa uppgången som startade i februari 2003 och som toppade i maj 2007. Därefter har börsutvecklingen varit negativ fram till mars i år.

De som kom in i premiepensionssystemet under 2008 och 2009 har däremot haft en god värdeutveckling, tack vare den senaste tidens börsuppgång. Detta förklaras av att de under större delen av den tid som de gjort inbetalningar till premiepensionen – sedan år 2006 – har haft sina medel i den s.k. tillfälliga förvaltningen, där medlen placeras på räntebärande konto hos Riksgälden och i obligationer. Särskilt lyckosamt har det varit för dem som kom in i systemet 2009. De fick sina pensionsmedel placera i april, en månad efter att börserna vände uppåt i mars och har på så vis helt undgått att drabbas av den senaste börsnedgången.

På sikt kan vi förvänta oss att skillnaderna i avkastning mellan olika inträdesår kommer att minska. Som vi såg i avsnitt 3.2 kommer den genomsnittliga periodavkastningen att bli alltmer stabil i takt med att utvärderingshorisonten förlängs. Vissa skillnader kommer dock att bestå även på lång sikt, även om de stora skillnaderna i avkastning kommer att finnas inom varje grupp av inträdesår.

Kan den stora spridningen göra att systemet ifrågasätts?

Ett av syftena med premiepensionssystemet var att pensionsspararna skulle få möjlighet att själva fatta beslut om hur deras pensionsmedel ska förvaltas. En fördel med detta är att det endast är pensionsspararen själv som känner till sin specifika livssituation vad gäller ålder, inkomst, riskaptit och annat sparande, och att det därför är pensionsspararen som är mest lämpad att fatta investeringsbeslutet. Som vi såg i de två föregående avsnitten kommer pensionsspararna dock att lyckas olika väl i sin förvaltning, vilket innebär att avkastningen och därmed premiepensionen kommer att skilja sig åt mellan pensionsspararna även om de i övrigt skulle ha identiska förutsättningar.

Även om skillnaderna i premiepensionen är förhållandevis stora redan idag procentuellt sett, så är pensionsutbetalningarna fortfarande på så låga nivåer att skillnaderna mätt i kronor är mindre framträdande. Under 2008 uppgick pensionsutbetalningarna till mellan 70 och 240 kronor i månaden (vid en uttagsnivå 100 procent)⁵. Det är en skillnad på drygt 240 procent, men i kronor är skillnaden 170 kronor.

I takt med att premiepensionssystemet fasas in kommer dock skillnaderna i premiepension att öka även i kronor räknat. En fråga för framtiden är om dessa skillnader kan komma att göra att premiepensionssystemet ifrågasätts. Det kan därför finnas anledning att noga följa frågan.

⁵ Uppgifterna avser gruppen 65-åriga pensionärer som valt att stanna kvar i fondförsäkringen. I gruppen fanns 78 000 individer. De rapporterade värdena för pensionsutbetalningarna är den 5:e respektive 95:e percentilen.

4 Hur stor förväntas premiepensionen bli i framtiden?

I föregående avsnitt presenterades värdeutvecklingen för pensionsspararna. De flesta har haft en positiv värdeutveckling sedan start, även om det finns en spridning mellan pensionsspararna. Skillnaderna i värdeutveckling mätt i kronor kommer att bli större i takt med att det sparade kapitalet ökar.

Mot denna bakgrund är det intressant att studera unga individer som har hela sitt intjänande framför sig. Hur stor blir premiepensionen för dem? Vilken spridning kan man förvänta sig i premiepensionsutfallet och hur stor kommer premiepensionen att bli i förhållande till den totala allmänna pensionen?

Det är inte möjligt att entydigt svara på dessa frågor, eftersom det finns flera osäkra faktorer. Viktiga faktorer är till exempel tidpunkterna för inträde i och utträde ur arbetslivet, storleken på intjänade pensionsrätter, den ekonomiska tillväxten och inkomstutvecklingen. När det gäller premiepensionen tillkommer effekterna av det egna valet av fonder och utvecklingen på de finansiella marknaderna. Även om det alltså finns flera osäkra faktorer kan man illustrera ett antal tänkta scenarier genom att göra enkla antaganden om de nämnda faktorerna.

I de nästkommande avsnitten försöker vi illustrera hur stor premiepensionen kan komma att bli för en enskild pensionssparare, och hur stor andel den kan komma att utgöra av den totala allmänna pensionen, när systemet är fullt infasat. Vi gör också ett försök att belysa spridningen av möjliga utfall vid olika portföljval. För att göra detta använder vi oss av en typfallsmodell i kombination med stokastiska simuleringar av den framtida värdeutvecklingen för individens premiepensionsportfölj. Beräkningarna bygger på förenklade antaganden och måste därför tolkas med viss försiktighet. Beräkningarna ger dock en bild av hur premiepensionen kommer att se ut när systemet är fullt infasat.

4.1 Typfallsmodellen och simuleringar av värdeutvecklingen

För att illustrera hur stor den förväntade premiepensionen kan bli för en viss individ använder vi oss av en typfallsmodell som utvecklats av Försäkringskassan (Riksförsäkringsverket) för prognos av pensionsutfall. Typfallsmodellen genererar fasta utfall av den framtida inkomstpensionen, och eventuell garantipension, för den tänkta individen. Genom stokastiska simuleringar av premiepensionsportföljen genererar den också möjliga utfall för premiepensionen givet den valda portföljens förväntade avkastning och risk. Vid varje beräkning genereras 10 000 möjliga banor för värdeutvecklingen. Syftet är att illustrera risken – eller osäkerheten – i premiepensionsutfallet.

Beräkningarna i typfallsmodellen bygger på enkla antaganden om individens inträdes- och utträdesålder, ingångslön, löneutveckling, ekonomisk tillväxt, samt förväntad värdeutveckling och risk i premiepensionsportföljen. Ambitionen är att beskriva en någorlunda representativ individ, givet vissa nödvändiga förenklingar.

I basberäkningarna antar vi att individen är 25 år vid inträdet (år 2012) och 65 år vid pensioneringen, har en ingångslön på ca 17 800 kronor per månad, en löneutveckling som är något snabbare än den ekonomiska tillväxten på 2 procent i

början av arbetslivet, men som planar ut i slutet. Vi antar vidare att individen investerar i en premiepensionsportfölj med medelrisk. Portföljen består till 70 procent av aktier och 30 procent av räntebärande tillgångar. Avkastningen antas vara normalfördelad med en förväntad real avkastning på 3,5 procent och en standardavvikelse (risk) på 13,45 procentenheter. För en mer detaljerad beskrivning av modellen och antagandena, se bilaga 1.

4.2 Portföljvalet påverkar premiepensionen

Som nämnts i tidigare avsnitt, ökar risken i pensionen när pensionsmedlen placeras på kapitalmarknaderna, men samtidigt ger placeringarna möjlighet till bättre värdeutveckling. De som investerar i en premiepensionsportfölj med en större andel aktiefonder tar högre risk, men kan också förvänta sig högre premiepension. Av detta följer att portföljer med högre risk har potential att generera en större spridning i utfallet av premiepensionen än portföljer med lägre risk.

Stor spridning i den förväntade premiepensionen

För en individ med ett 40-årigt arbetsliv framför sig som investerar sitt premiepensionskapital i en medelriskportfölj (i det här fallet sammansatt av 70 procent aktier och 30 procent räntor) kan premiepensionen vid pensioneringstillfället förväntas bli cirka 3 500 kronor per månad.⁶ Det utgör cirka en femtedel av den allmänna ålderspensionen. Beroende på vilken avkastning som pensionsspararen faktiskt lyckas få i portföljen kan det pensionsutfallet hamna någonstans mellan 1 700 och 6 000 kronor i månaden (10:e och 90:e percentilen). I extremfallet kan pensionen till och med bli så låg som ett par hundra kronor i månaden eller så hög som 32 000 kronor, se diagram 7. Det är således uppenbart att osäkerheten om det framtida pensionsutfallet är mycket stor.

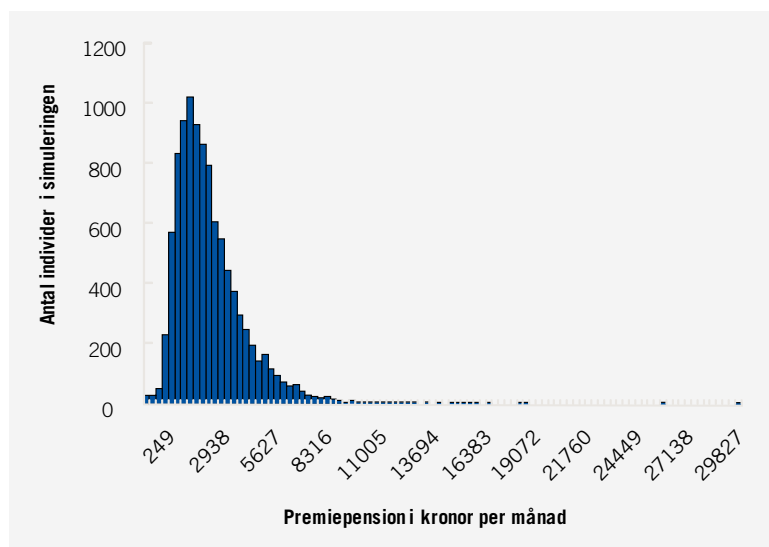


Diagram 7. Spridning i premiepensionsutfallet för medelriskportföljen (70 procent aktier och 30 procent räntor)

⁶ Individen antas gå i pension vid 65 års ålder i basfallet. Alla belopp anges i 2009 års priser.

Större osäkerhet med hög risk

Om individen i stället investerar i en portfölj med hög respektive låg risk kommer den förväntade premiepensionen att bli 4 300 kronor respektive 2 600 kronor (vilket kan jämföras med 3 500 kronor för medelriskportföljen). Dessutom kommer spridningen att bli större för högriskportföljen, medan den kommer att bli mindre för lågriskportföljen.

I diagram 8 nedan illustreras spridningen i premiepensionsutfallet för medelriskportföljen i jämförelse med portföljen med hög risk respektive låg risk, givet att individens övriga förutsättningar är desamma.⁷ Omkring var tionde simulering av högriskportföljen kan förväntas ge en premiepension över 8 500 kronor per månad eller under 1 300 kronor per månad. Den som i stället väljer en portfölj med låg risk får en mindre spridning av möjliga utfall, men samtidigt reduceras möjligheten till högre premiepension avsevärt.

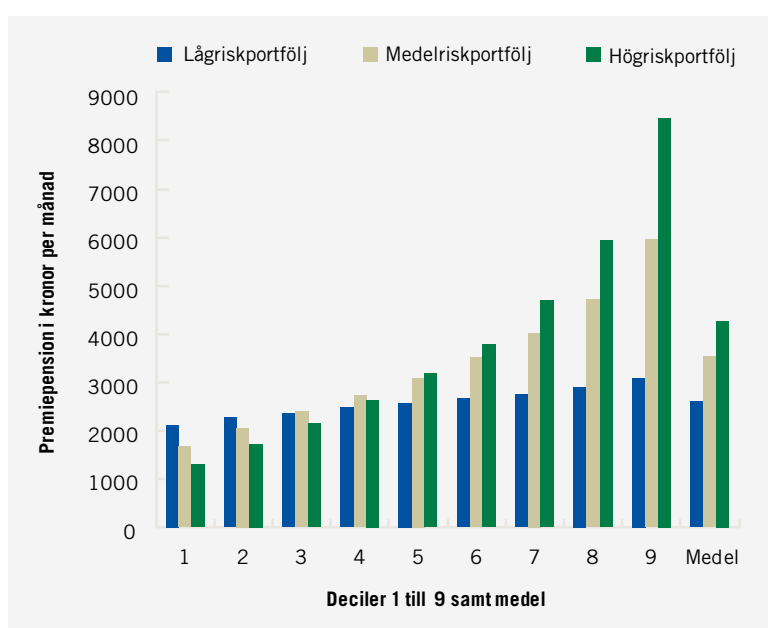


Diagram 8. Spridning i premiepensionsutfallet för portföljer med låg, medel och hög risk

Premiepensionen väntas utgöra 10–40 procent av den allmänna pensionen

Om vår typindivid väljer en medelriskportfölj förväntas premiepensionen utgöra runt en femtedel av den allmänna pensionen. Andelen kommer dock att variera med risknivån i portföljen och därmed med den förväntade värdeutvecklingen. Diagram 9 visar att premiepensionen kan komma att utgöra mellan 10 och 40 procent av den allmänna pensionen, beroende på vilken risknivå pensionsspararen väljer.

⁷ Medelriskportföljen är sammansatt av 70 procent aktier och 30 procent räntor (förväntad real avkastning: 3,5 procent; risk: 13,45 procentenheter), medan högriskportföljen består av 100 procent aktier (förväntad real avkastning: 4,5 procent; risk: 19,69 procentenheter) och lågriskportföljen av 10 procent aktier och 90 procent räntor (förväntad real avkastning: 1,9 procent; risk: 4,08 procentenheter).

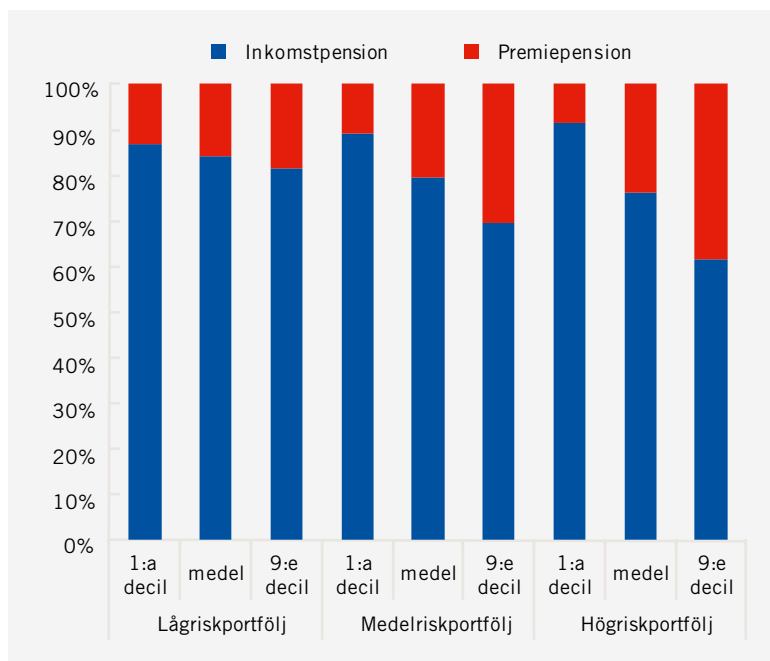


Diagram 9. Spridning av den förväntade premiepensionens andel av den allmänna pensionen för portföljer med låg, medel och hög risk

4.3 Arbetslivets längd, inkomster och tillväxten påverkar hela pensionen

Högre pension om man arbetar längre

Ett långt arbetsliv ger högre pension eftersom hela livsinkomsten räknas i pensionsystemet. Det innebär att ålderspensionen blir högre ju tidigare inträde i arbetslivet och ju senare utträde. Premiepensionen och inkomstpensionen kan höjas med cirka 7 procent om inträdet i arbetslivet sker ett år tidigare, se tabell 1. På motsvarande sätt kan ett senare utträde höja pensionen med drygt 8 procent. Om arbetslivet i stället förkortas med ett år, sjunker pensionen med mellan 5 och 8 procent.

Tabell 1. Procentuell förändring av pensionsutfallet vid annan inträdesålder än 25 år eller utträdesålder än 65 år (basfallet)

	Basfallet	Inträde 24	Inträde 26	Utträde 64	Utträde 66
Premiepension	3 500 kr	+ 7,4 %	- 5,2 %	- 7,7 %	+ 8,4 %
Inkomstpension	13 500 kr	+ 6,6 %	- 4,5 %	- 7,8 %	+ 8,5 %
Totalt	17 000 kr	+ 6,7 %	- 4,6 %	- 7,7 %	+ 8,5 %

Det som främst orsakar ökningen av pensionen i fallet med ett tidigare inträdesår är dels effekten av ytterligare ett års intjänade inkomster, dels effekten av ränta på ränta på kapitalet. I fallet med senare utträdesålder är det, förutom de extra intjänade inkomsterna, främst effekten av att kapitalet delas med ett lägre delningstal som påverkar pensionsutfallet.⁸

⁸ Delningstalet i premiepensionssystemet är 0,35 enheter lägre/högre för beräkningen av pension vid 64/66 år jämfört med 65 år. Motsvarande förändring av delningstalet inom inkomstpensionssystemet är 0,6 enheter.

Vi kan också notera i tabell 1 att ökningen respektive minskningen av pensionsutfallet till följd av ett tidigare eller senare inträdesår inte är på samma nivå (plus 6,7 procent jämfört med minus 4,6 procent för hela den allmänna pensionen). Detta beror på att löneökningstakten antas vara snabbare i början av arbetslivet, jämfört med i slutet. Det innebär att den som träder in i arbetslivet vid 24 års ålder får tillgodogöra sig den högre löneökningstakten under en längre period genom ränta på räntaeffekten. Med en konstant löneökningstakt skulle ökningen respektive minskningen bli lika stor.

Inkomstutvecklingen har störst påverkan på inkomstpensionen

Pensionens storlek beror på arbetslivets längd, men pensionen påverkas också i hög grad av de inkomster som tjänas under förvärvslivet. En individ med låga inkomster genom livet kan i vårt räkneexempel förväntas få runt 28 procent lägre pension jämfört med den som har medelinkomster. En individ med höga inkomster kan förväntas få cirka 40 procent högre pension än medelinkomsttagaren.⁹

Tabell 2. Procentuell förändring av pensionsutfallet vid låg respektive hög inkomst samt vid 1 respektive 3 procents real inkomstutveckling jämfört med basfallet (medelinkomsttagare med 2 procents real inkomstutveckling)

	Basfallet	Låg inkomst	Hög inkomst	1 procent	3 procent
Premiepension	3 500 kr	- 28,5 %	+ 40,3 %	- 15,2 %	+ 19,0 %
Inkomstpension	13 500 kr	- 28,5 %	+ 40,3 %	- 31,0 %	+ 46,3 %
Totalt	17 000 kr	- 28,5 %	+ 40,3 %	- 27,7 %	+ 40,6 %

Inkomstutvecklingen i samhället påverkar givetvis också pensionen. Pensionen kan förväntas bli cirka 28 procent lägre om inkomstutvecklingen sänks från 2 till 1 procent under hela perioden, se tabell 2. En motsvarande ökning skulle höja pensionen med nästan 40 procent. Det kan även vara intressant att notera att det är inkomstpensionen som är mest känslig för förändringar i inkomstutvecklingen, eftersom behållningen indexeras med ett tal baserat på inkomstutvecklingen.

⁹ Ingångslönen år 2012 har satts till 12 750 för låginkomsttagaren, 17 800 för medelinkomsttagaren och 25 000 för höginkomsttagaren. Övriga antaganden är desamma.

4.4 Sammanfattning

Sammanfattningsvis kan vi konstatera att premiepensionen kan komma att utgöra en betydande del av den totala allmänna pensionen. Val av risk i portföljen har enbart betydelse för hur stor premiepensionen kan förväntas bli, dels i kronor, dels som andel av den totala pensionen. Inkomstnivån och arbetslivets längd har lika stor betydelse för premiepensionen som för inkomstpensionen, medan inkomstutvecklingen påverkar inkomstpensionen mest. I diagram 10 sammanfattas vikten av premiepensionen vid respektive scenario.

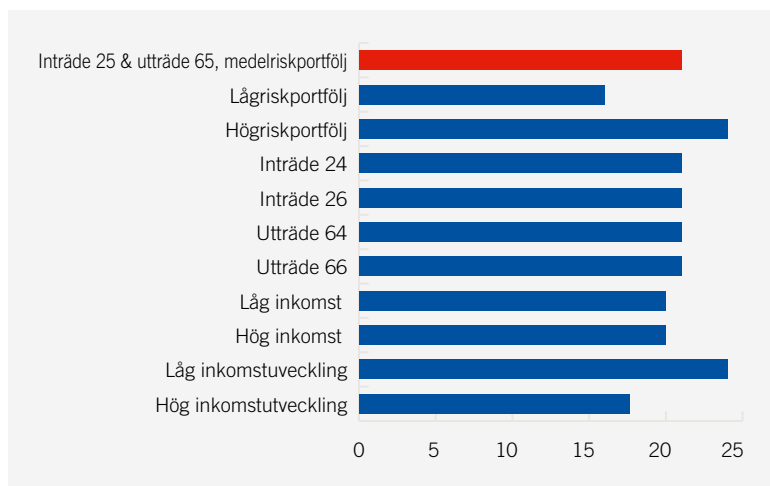


Diagram 10. Premiepensionens andel av den allmänna pensionen för samtliga typfall

5 Hur påverkas den framtida pensionen av en borskrasch?

Den djupa nedgången på kapitalmarknaderna under 2008 har haft stor påverkan på pensionskapitalets marknadsvärde och på de pensioner som betalas ut från premiepensionssystemet. Under 2008 minskade värdet på fonderna i premiepensionssystemet med 34,5 procent eller motsvarande 106 miljarder kronor (exklusive nya pensionsrätter). I detta avsnitt ska vi analysera hur den genomsnittliga pensionsspararen drabbades av nedgången och vilken effekt nedgången fick på de genomsnittliga pensionsutbetalningarna. Vi ska också undersöka vilken effekt en motsvarande nedgång skulle få på de framtida kontobehållningarna och pensionsutbetalningarna.

5.1 Så påverkades pensionsspararna och pensionärerna av 2008 års borskrasch

Kontobehållningen minskade kraftigt

För den genomsnittliga pensionsspararen minskade behållningen på pensionskontot med 28 procent från 58 600 kronor till 42 100 kronor. Drar vi bort insättningen av nya pensionsrätter blir minskningen 37,2 procent. I diagram 11 visas den genomsnittliga behållningen på pensionsspararnas konton för perioden 2000–2008. Effekten av nedgången på kapitalmarknaderna under 2008 framgår tydligt.

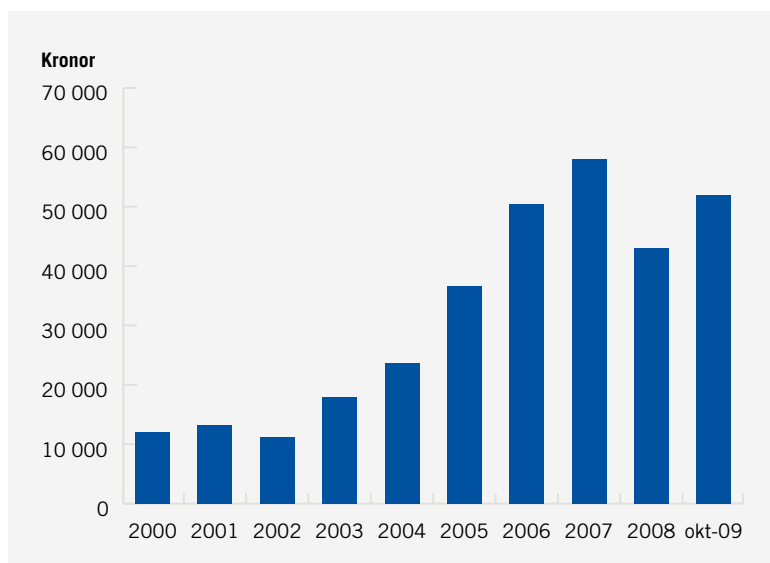


Diagram 11. Genomsnittlig behållning på pensionsspararnas premiepensionskonto i slutet av varje år, perioden 2000–2008 samt oktober 2009

Pensionsutbetalningarna minskade med 30 procent

Även pensionärerna har drabbats av den senaste nedgången på kapitalmarknaderna. Under 2008 var den genomsnittliga premiepensionsutbetalningen för pensionärer med fondförsäkring 145 kr i månaden. Efter pensionsomräkningen i december 2008 minskade utbetalningarna med i genomsnitt 30 procent (rensat för nytillkomna pensionärer) eller motsvarande 44 kronor. För var tjugonde pensionär uppgick minskningen till 45 procent eller mer.

5.2 Så påverkas pensionsspararna och pensionärerna i framtiden

Effekterna blir mer kännbara i framtiden

Det är uppenbart att premiepensionssystemet och därmed individerna i systemet i hög grad påverkas av förändringar på kapitalmarkanden. Premiepensionen som betalas ut till pensionärerna är än så länge ganska låg i förhållande till inkomst- och garantipensionen. När systemet är fullt infasat förväntas dock en betydande del av den allmänna pensionen utgöras av premiepension (mellan 10 och 40 procent enligt våra beräkningar i avsnitt 4). En borskrasch kommer då att få ännu större betydelse. År 2025 beräknas marknadsvärdet på pensionsmedlen i premiepensionssystemet uppgå till 1 500 miljarder kronor och antalet personer i systemet till runt sju miljoner. Marknadsvärdet på pensionsspararnas pensionskonton kommer i genomsnitt att uppgå till drygt 200 000 kronor.

En nedgång på kapitalmarknaderna av samma omfattning som vi hade under 2008, dvs. minus 34,5 procent, skulle medföra att pensionskapitalet minskade med över 500 miljarder kronor. Det kan jämföras med det totala marknadsvärdet i premiepensionssystemet som i slutet av september 2009 uppgick till 290 miljarder kronor.

Vid det senaste årsskiftet hade det genomsnittliga pensionskontots värde minskat med 37 procent (exklusive nya p-rätter). År 2025 skulle motsvarande nedgång motsvara ungefär 74 000 kronors minskning på pensionskontot.

Kan stora börsfall leda till kompensationskrav?

En borskrasch skulle förmodligen drabba äldre personer särskilt hårt, om de har en stor andel av sina pensionsmedel placerade i aktiefonder. För en pensionär med en premiepension på 4 000 kronor i månaden kommer pensionen i genomsnitt att minska med 1 200 kronor vid en nedgång motsvarande den som inträffade år 2008. För de 5 procent värst drabbade skulle motsvarande minskning kunna uppgå till 1 800 kronor eller mer.

En sådan stor och i princip omedelbar effekt på premiepensionen kommer att bli mycket kännbar för många pensionärer. I slutändan kan en sådan situation komma att utlösa krav på kompensation. Det kan därför finnas anledning att särskilt fundera kring dessa frågor, t.ex. när det gäller kommunikationsstrategi.

Vid börsnedgången som startade i början av 2000-talet tog det fem år innan börsen hade återhämtat sig. När man väljer risknivå i sin premiepension är det därför viktigt att man väger in tidsperspektivet. För en äldre person kan det t.ex. vara klokt att minska risken i pensionsportföljen genom att välja en större andel räntefonder. För yngre personer är chanserna större för att en nedgång på kapitalmarknaden ska kunna återhämtas vid en kommande börsuppgång.

6 Fondmarknadens utveckling och PPM:s påverkan

PPM:s andel av den svenska fondmarknaden (svenska fonder som placerar i Sverige) uppgår i dag till knappt 9 procent. Fram till år 2035 när premiepensionssystemet kan anses vara fullt infasat kommer premiepensionens andel sannolikt att ha ökat ytterligare. Det ger ökade möjligheter för PPM och den nya pensionsmyndigheten att agera för goda villkor för pensionsspararna. Sett till det totala fondkapitalet på den europeiska marknaden utgör dock pengarna i premiepensionssystemet en mycket liten andel.

6.1 Från nationell till europeisk fondmarknad

För trettio år sedan var sparande i fonder en tämligen marginell företeelse på den svenska kapitalmarknaden. 1979 fanns det 17 fonder i Sverige och sammanlagt förvaltades 1 miljard kronor. Utbudet av fonder har därefter ökat rejält. Möjligheten att även med förhållandevis små medel uppnå en god riskdiversifiering till en rimlig kostnad har drivit utvecklingen.

Mycket talar för att tillkomsten av premiepensionssystemet har haft en positiv effekt på fondmarknaden. I Statskontorets rapport, *Statens ansvar och åtagande inom premiepensionssystemet (2007:5)*, konstateras bland annat att ”utvecklingen i premiepensionssystemet sannolikt kan ha haft och även fortsättningsvis kan komma att ha en vitaliserande inverkan på resten av fondmarknaden” och att ”den förändrade och något mer utjämnade styrkebalansen mellan företagen i premiepensionssystemet jämfört med den övriga fondmarknaden signalerar också om att konkurrensen hittills har fungerat bättre här än på den ordinarie fondmarknaden”. PPM:s tillkomst förefaller alltså ha haft positiva effekter på fondmarknadens funktionssätt även utanför PPM-systemet.

En annan fördel med att samla administrationen av premiepensionssystemet har varit att PPM, i egenskap av ”stor och viktig kund”, kunnat agera prispressare och ställa krav på branschen. Detta har bl.a. återspeglats i de rabattvillkor som PPM tillämpar gentemot fondbolagen.

Under senare år har utvecklingen drivits av att EU vidtagit åtgärder för att skapa en gemensam fondmarknad i Europa bl.a. genom det s.k. UCITS-direktivet. Värdepappersfonder som följer UCITS-kraven får fritt säljas i EU och EES. Målet med direktivet är att på lika villkor öka konkurrensen mellan fondbolag på den europeiska fondmarknaden, effektivisera fondutbudet och ge lägre kostnader. Den europeiska fondmarknaden uppgår till ca 50 000 miljarder kronor,¹⁰ vilket innebär att PPM:s andel av denna marknad uppgår till mindre än 0,6 procent.

Utvecklingen mot en alltmer gemensam europeisk fondmarknad kan förväntas öka konkurrensen både inom och utanför premiepensionssystemet. På en väl fungerande marknad kan fondmarknadens stordriftsfördelar förväntas leda till en ökad koncentration till ett fåtal riktigt stora fonder. Den nya pensionsmyndigheten har en viktig uppgift när det gäller att anpassa utformningen av villkoren för företagens deltagande i premiepensionssystemet så att kostnadsbesparingar och diversifieringsvinster kommer pensionsspararna till godo.

¹⁰ UCITS Market, EMFA International Statistical Release (2009:Q2)

6.2 Stora in- och utflöden

Tillväxten i premiepensionssystemet kommer att vara betydande under kommande år. Enligt PPM:s prognoser kommer fondernas marknadsvärde i premiepensionssystemet år 2025 att uppgå till 1 500 miljarder kronor. När systemet kan sägas vara fullt infasat år 2035, beräknas marknadsvärdet att uppgå till 2 800 miljarder kronor.

Allteftersom kapitalet växer och antalet fondbyten ökar, ökar storleken på kapitalströmmarna in och ut ur fonderna. Kravet på daglig likviditet i kombination med ökad omsättning i premiepensionssystemet kan på sikt bli problematisk för fonderna.

Förutom direkta transaktionskostnader för fonderna och kostnader för att hantera flödena finns risken för indirekta kostnader i form av t.ex. kurspåverkan. Om ett stort antal fondbyten beställs samtidigt i en fond som investerar på marknader eller segment där omsättningen och likviditeten är begränsad kan andelskurserna komma att påverkas och det finns t.o.m. risk för att handel i fonderna inte kan genomföras.

För att möta denna utveckling har PPM under senhösten 2009 påbörjat ett strategiarbete. Utgångspunkten för detta arbete är att det ska finnas ett brett utbud av fonder och att PPM:s affärsmodell inte ska ändras. Eftersom det inte finns någon enskild åtgärd som kan lösa alla problem kommer resultatet av strategiarbetet att bli en sammanställning av olika åtgärder som kan vidtas på kort och lång sikt för att hantera situationen. Ett viktigt inslag i strategiarbetet är att en dialog har inletts med fondbranschen. Både PPM och branschen har intresse av ett effektivt och väl fungerande premiepensionssystem och har därmed ett gemensamt ansvar.

Om PPM:s strategi att hantera de ökande kapitalflödena inte lyckas kan det inte uteslutas att fonder som placerar på mindre utvecklade och mindre likvida marknader kan komma att slås ut från premiepensionssystemet. En sådan utveckling vore olycklig bl.a. eftersom pensionskapitalet är långsiktigt i sin karaktär och därför väl lämpat att tillgodogöra sig likviditetspremier (se diskussionen i avsnitt 8). En annan möjlig utveckling är att det inrättas särskilda fonder som enbart finnas inom premiepensionssystemet. Detta skulle dock innebära en begränsning av den nuvarande mångfalden och valfriheten.

Del 2

**PPM:s mål
och vägar att nå målen**

7 Mål och huvuduppgifter för PPM

Premiepensionsmyndighetens mål fastställs av regeringen i det årliga regleringsbrevet. De övergripande målen har i stort sett varit desamma från år till år. Dessa mål har PPM omsatt till en vision och en verksamhetsidé.

Vision: *”Pensionsspararna ska ha bästa möjliga premiepension.”*

Verksamhetsidé: *”PPM ska ge pensionsspararna förutsättningar för en bättre premiepension. Det gör vi genom att ge dem stöd i sitt sparande och genom att driva premiepensionssystemet effektivt.”*

En förutsättning för att premiepensionssystemet ska bli framgångsrikt på lång sikt är att den enskilda individen har förmåga att själv göra rationella val och välja en effektiv portföljsammansättning utifrån hans eller hennes inställning till risk. PPM:s ambition bör därför vara att vägleda pensionsspararna mot en portfölj som på objektiva grunder kan väntas generera bästa möjliga riskjusterad avkastning. Mer konkret innebär detta att PPM ska ge pensionsspararna allsidig och objektiv information som gör det möjligt för spararna att utforma sina portföljer i enlighet med finansiell teori.

I det här avsnittet försöker vi sammanfatta grunderna i finansiell teori och omsätta dessa i konkreta råd för premiepensionsadministrationen.

7.1 Vad genererar avkastning?

Enligt finansiell teori finns det två grundkällor till avkastning i finansiella portföljer:

- Systematisk exponering mot riskpremier
- Värdeskapande aktiv förvaltning

Alla former av kapitalförvaltning syftar till att på ett effektivt sätt exploatera dessa båda grundkällor. Vi ska nu undersöka var och en av dessa källor närmare.

7.1.1 Systematisk exponering mot riskpremier

Enligt finansiell teori minskar risken i en portfölj i takt med att fler tillgångar läggs till portföljen. En väldiversifierad portfölj kommer därför att ha lägre risk i förhållande till den förväntade avkastningen jämfört med en sämre diversifierad portfölj.¹¹

Risken minskar med antalet tillgångar

Den riskminskande effekten av diversifiering kan illustreras med hjälp av följande diagram:

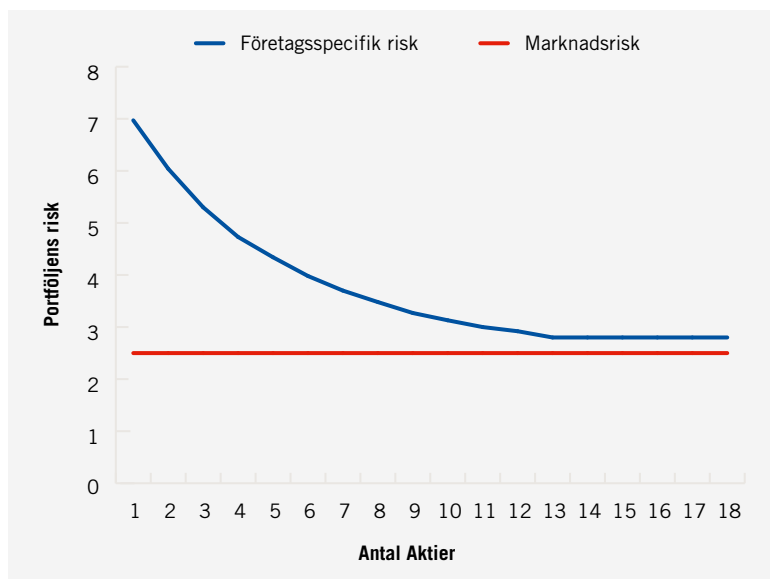


Diagram 12. Portföljrisken minskar i takt med att fler tillgångar inkluderas i portföljen

I takt med att fler tillgångar inkluderas i portföljen minskar risken i portföljen. Så småningom kommer portföljrisken att närma sig marknadsrisken, dvs. den risk som påverkar hela marknaden och inte bara enskilda tillgångar. Genom att inkludera tillräckligt många tillgångar är det alltså möjligt att helt diversifiera bort den tillgångsspecifika risken i portföljen.

¹¹ Denna teoribildning fick sitt genomslag i och med Harry Markowitz banbrytande forskning på 1950-talet, se Markowitz (1952). I den ursprungliga artikeln tittade Markowitz på investeringar på aktiemarknaden. Argumenten kring riskdiversifiering går dock att generalisera även till andra tillgångar.

En effektiv portfölj ger högsta möjliga förväntad avkastning givet risknivån

En investerare kan konstruera en mängd olika portföljer utifrån ett givet antal tillgångar. Men bara vissa av dessa portföljer är *effektiva*. En effektiv portfölj är den portfölj som ger högst förväntad avkastning av alla portföljer med samma risk. Diagram 13 visar mängden av möjliga portföljer som en investerare kan konstruera utifrån en kombination av två tillgångar.

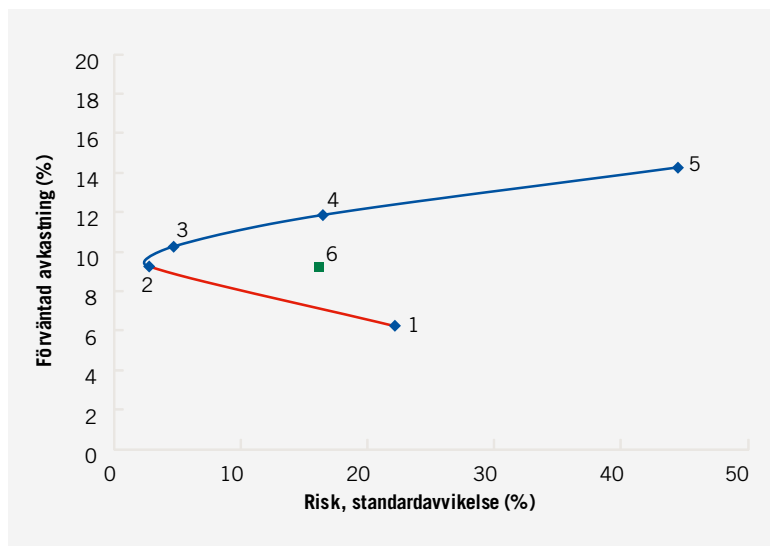


Diagram 13. Den effektiva fronten

Samtliga portföljer som ligger längs den blå linjen är effektiva portföljer. Portföljerna längs den röda linjen är däremot inte effektiva eftersom de ger lägre riskjusterad avkastning än portföljerna på den blå linjen. Till exempel erbjuder portföljerna 2-4 både högre förväntad avkastning och lägre risk än portfölj 1.

På motsvarande sätt är portföljer som ligger under den blå linjen inte effektiva. T.ex. har portfölj 6 samma risk som portfölj 4, men portfölj 6 ger lägre förväntad avkastning. Jämfört med portfölj 2 ger portfölj 6 samma förväntade avkastning men har högre risk.

Den blå linjen brukar kallas den *effektiva fronten* eftersom samtliga portföljkombinationer längs denna linje är effektiva och erbjuder den högsta möjliga förväntade avkastningen per enhet risk.

I praktiken har en investerare fler än två tillgångar i sin portfölj. Genom att sätta samman en portfölj med flera olika tillgångar kan, som vi visar ovan, den tillgångsspecifika delen av risken helt diversifieras bort. Vilken portfölj är då den bästa portföljen? Enligt teorin är den bästa portföljen den portfölj som inkluderar alla riskfyllda tillgångar på marknaden i proportion till deras marknadsvärde. Denna portfölj brukar kallas *marknadspportföljen* och är den portfölj som har lägsta möjliga risk.

Önskad risknivå uppnås genom att kombinera marknadsportföljen med in- eller utlåning

Om marknadsportföljen inte stämmer överens med investerarens riskpreferenser kan investeraren öka eller minska sin risk genom att kombinera marknadsportföljen med lån eller sparande till riskfri ränta. Detta illustreras i diagrammet nedan.

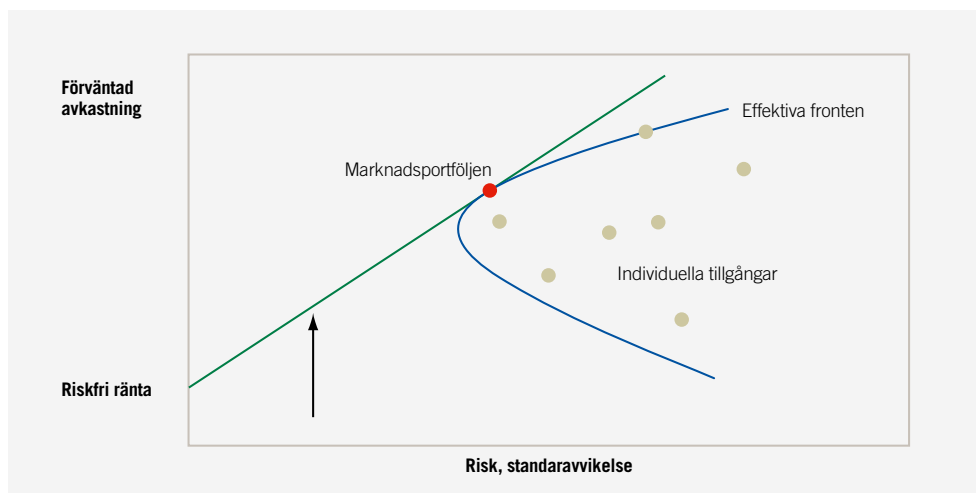


Diagram 14. Risken kan anpassas genom att kombinera marknadsportföljen med lån eller sparande till riskfri ränta

Investeraren kan välja att minska sin risk, och följaktligen sin förväntade avkastning, genom att spara en del av sitt kapital till den riskfria räntan (vi rör oss då till vänster längs den räta linjen i diagrammet). På motsvarande sätt kan investeraren välja att öka sin förväntade avkastning, och följaktligen även sin risk, genom att låna pengar till den riskfria räntan och placera dem i marknadsportföljen (vi rör oss då till höger längs den räta linjen).

Lärdomar för pensionsspararen

Vi har i föregående avsnitt försökt sammanfatta de viktigaste budskapen i modern portföljteori. En av de viktigaste lärdomarna är betydelsen av diversifiering. Enligt teorin kommer marknaden, i jämvikt, att belöna investerare som utsätter sig för risk. Marknaden kommer dock inte att belöna investerare som håller ineffektiva portföljer, dvs. utsätter sig för risk som kan elimineras bort med hjälp av diversifiering.

En pensionssparare bör därför välja en tillgångssammansättning som drar nytta av de långsiktiga diversifieringsmöjligheter som de globala kapitalmarknaderna erbjuder. Om en sådan global och bred portfölj inte stämmer överens med spararens riskpreferenser uppnås fortfarande den bästa riskjusterade avkastningen genom att kombinera denna portfölj med placeringar i en riskfri tillgång eller genom att belåna portföljen. Detta är grunden i den moderna portföljteorin och utgör såväl praktisk som teoretisk referensram för pensionsförvaltare världen över.

7.1.2 Aktiv förvaltning

Aktiv förvaltning innebär att en placerare försöker öka portföljens avkastning genom att utnyttja tillfälliga felprissättningar i marknaden. Aktiv förvaltning är därför mer transaktionsintensiv och förutsätter att byten kan ske snabbt och utan betydande kostnader. För att aktiv förvaltning ska vara värdeskapande för den enskilde pensionsspararen krävs att bidraget från den aktiva förvaltningen över tid överstiger de merkostnader som förvaltningen är förknippad med.

För kollektivet är utnyttjandet av tillfälliga felprissättningar – till skillnad från exponering mot systematiska riskpremier – ett nollsummespel (före avgifter). Det innebär att bland de pensionssparare som valt inslag av aktiv förvaltning kommer det att finnas både vinnare och förlorare.

Eftersom aktivt förvaltade fonder vanligen har högre avgifter än passivt förvaltade fonder kommer dock avkastningen från varje aktivt förvaltat krona att i genomsnitt vara lägre än för motsvarande passivt förvaltat, om vi betraktar systemet som helhet. Konsekvensen av detta är att den aktiva förvaltningens bidrag till pensionssystemet som helhet kommer att vara negativt. Det negativa bidragets storlek kan förväntas uppgå till skillnaden i avgift mellan aktivt och passivt förvaltade fonder, eftersom den aktiva förvaltningen inte skapar något värde för systemet som helhet.

Att fler än hälften av de aktivt förvaltade fonderna på PPM:s fondtorg inte lyckats slå sina jämförelseindex över tid speglar förhållandet ovan och understryker avgifternas betydelse för ett långsiktigt pensionssparande. Sett över 5-årsperioden maj 2004 – maj 2009 lyckades bara 28 procent av fonderna på fondtorget slå sina index. Motsvarande siffra för 3-årsperioden maj 2006 – maj 2009 är 20 procent.¹²

Sammanfattningsvis kan inslaget av aktiv förvaltning i premiepensionssystemet förväntas leda till en större spridning i den framtida pensionen mellan pensionsspararna och till en lägre genomsnittlig pension för pensionsspararkollektivet som helhet.

7.2 Effektiva portföljval

Vilka lärdomar kan man som premiepensionssparare dra av det här? Hur ska lärdomarna omsättas i praktiken? Vad bör PPM:s huvudsakliga budskap till pensionsspararna vara?

För att uppfylla PPM:s vision att spararna ska få så hög avkastning som möjligt för en given risknivå är önskvärda portföljkaraktäristika en bred portfölj till så låg kostnad som möjligt. PPM:s möjligheter att påverka pensionsspararna i riktning mot effektivare portföljval kan därför sägas bestå av tre huvudområden:

- Tydliggöra diversifieringens betydelse för ett långsiktigt pensionssparande
- Tydliggöra kostnadernas betydelse för ett långsiktigt pensionssparande
- Ha en effektiv administration av premiepensionssystemet

Det kan också finnas skäl att diskutera vilken kommunikationsstrategi som är mest lämplig när det gäller aktiv förvaltning, givet systemets nuvarande eller framtida utformning.

¹² Dessa jämförelser är gjorda före PPM:s avgiftsrabatt. Skulle rabatterna inkluderas i jämförelserna är det troligt att resultatet skulle se lite bättre ut.

8 Väljer pensionsspararna effektiva portföljer?

Enligt finansiell teori bör pensionssparare välja breda portföljer för att minimera risken. De flesta studier på området visar dock att många pensionssparare i olika grad misslyckas med att konstruera effektiva portföljer beroende på en allt för låg grad av diversifiering (se t.ex. Karlsson och Nordén (2007)). Följden blir att de tar på sig onödigt mycket risk, dvs. sådan risk de inte får betalt för, vilket i sin tur sänker deras förväntade riskjusterade avkastning.

Det kan naturligtvis finnas rationella förklaringar till att enskilda pensionssparare väljer att allokera sina tillgångar på ett sätt som inte är förenligt med finansiell teori. I premiepensionssystemet finns till exempel ingen möjlighet att belåna aktieportföljen. För en investerare som är villig att ta större risker med sitt pensionskapital än vad en global aktieportfölj erbjuder kan det därför vara rationellt att kombinera den globala aktieportföljen med en viss andel högriskfonder. Ytterligare en förklaring skulle kunna vara att rabattnivån på PPM:s fondtorg gör att vissa sparare väljer att koncentrera högriskdelen av sitt totala sparande till PPM-systemet.

Pensionskapital är dessutom långsiktigt till sin karaktär. Den långa investeringshorisonten innebär ett särdrag i förhållande till många andra placeringar på kapitalmarknaderna. Detta gör pensionskapital mer lämpat att tillgodogöra sig vissa typer av riskpremier än andra typer av investerarkapital. Tillgångar på mindre utvecklade marknader handlas ofta med en likviditetspremie till följd av att det är svårt att med kort varsel avyttra tillgången utan betydande prispåverkan vilket kan verka avskräckande för vissa investerare. Genom att utnyttja andra kapitalplaceringars ovilja att investera i vissa typer av tillgångar kan en långsiktig pensionssparare utnyttja hans eller hennes komparativa fördelar, vilket kan vara ett rationellt avsteg från marknadsportföljen.

Även om det kan finnas rationella förklaringar till att enskilda pensionssparare väljer att allokera sina tillgångar på ett sätt som inte är förenligt med finansiell teori finns det tecken som tyder på att många pensionssparare helt enkelt misslyckas med att konstruera effektiva portföljer. Detta kan ha två huvudorsaker:

- Brister i fondutbudet
- Brist på kunskap eller ointresse från pensionsspararna

I följande avsnitt ska vi titta närmare på dessa båda orsaker och undersöka hur det ser ut i premiepensionssystemet.

8.1 PPM:s fondutbud

Premiepensionssystemet är ett öppet system. Utgångspunkten är att alla fonder som uppfyller kraven i det senast uppdaterade UCITS-direktivet (85/611/EEG) får delta. De fondbolag som vill anmäla fonder till premiepensionssystemet tecknar ett avtal med PPM som närmare reglerar villkoren för samarbetet mellan PPM och bolaget. Förutom olika typer av administrativa krav är bolaget genom samarbetsavtalet med PPM förpliktat att ge prisreduktion på förvaltningsavgiften i enlighet med den rabattrappa som PPM har fastställt.

Enligt lagstiftningen får PPM bestämma ett högsta antal fonder som samtidigt får registreras för en fondförvaltare. För närvarande gäller en begränsning om maximalt 25 fonder för en fondförvaltare eller grupp av fondförvaltare.

Inga betydande luckor i fondutbudet

I PPM-systemet fanns vid halvårsskiftet 784 fonder registrerade. Även om det finns vissa skevheter i utbudet är det inget som tyder på betydande ”luckor”, dvs. att delar av kapitalmarknaden helt saknar representation genom de fonder som ingår i systemet. Det mesta tyder i stället på att det är fullt möjligt att skapa ”rimligt effektiva” portföljer utifrån dagens fondutbud.

Det kan dock vara intressant att notera att det inte är antalet fonder i sig som är viktigt för pensionsspararnas möjligheter att skapa effektiva portföljer. I en nygjord studie av effektiviteten i meny- och pensionsspararvalet i det amerikanska 401(k)-systemet drar man slutsatsen att ett fondutbud bestående av ca 10 klokt utvalda fonder är tillräckligt för att skapa en effektiv portfölj (se Tang, Mitchell, Mottola och Utkus (2009)). Ett utökat fondutbud utöver de 10 selektivt valda fonderna leder endast till marginella förbättringar i portföljens effektivitet.

Stor andel aktivt förvaltade fonder

Utbudet på PPM:s fondtorg består till övervägande del av aktivt förvaltade fonder. Endast en mindre del utgörs av passivt förvaltade fonder, s.k. indexfonder. Aktivt förvaltade fonder är oftast dyrare än passivt förvaltade fonder, dels p.g.a. att förvaltningen är dyrare i sig, dels för att konkurrensen är hårdare bland indexfonder. Eftersom en indexfond endast förväntas leverera indexavkastning är priset det främsta konkurrensmedlet för denna kategori av fonder. Då kapitalförvaltning är en verksamhet med betydande stordriftsfördelar har detta lett till en stor koncentration till ett fåtal globala indexfonder med mycket låga avgifter. Ingen av världens största globala indexfonder finns dock representerade på PPM:s fondtorg.

En möjlig orsak till detta är PPM:s rabattmodell som tvingar fondbolagen att ge rabatt på fondavgifter högre än 15 baspunkter (för aktiefonder). Eftersom konkurrensen bland indexfonder är stor har det lett till en betydande prispress bland fonderna, varför det är troligt att indexförvaltarna inte anser sig kunna eller behöva lämna ytterligare rabatter.

Utförningen av PPM:s rabattvillkor är därför en viktig faktor för PPM:s möjligheter att påverka fondutbudet. Ambitionen bör vara att utforma villkoren så att såväl stordriftsfördelarna inom systemet som stordriftsfördelarna för enskilda fonder kommer pensionsspararna till godo. Åtgärder som kan öka utbudet av billiga indexnära alternativ skulle sannolikt öka pensionsspararnas möjligheter att uppnå god riskspridning till en låg kostnad. Indexfonder erbjuds ofta i form av s.k. ETF:s (Exchange Traded Funds) och denna marknad har växt kraftigt under senare år. Börshandlade fonder har dock hittills inte kunnat registreras på PPM:s handelsplattform.

Stor andel svenska fonder

Förutom övervikten av aktivt förvaltade fonder är även andelen svenska fonder på fondtorget hög i relation till Sveriges andel i ett globalt index. Se diagrammen nedan.

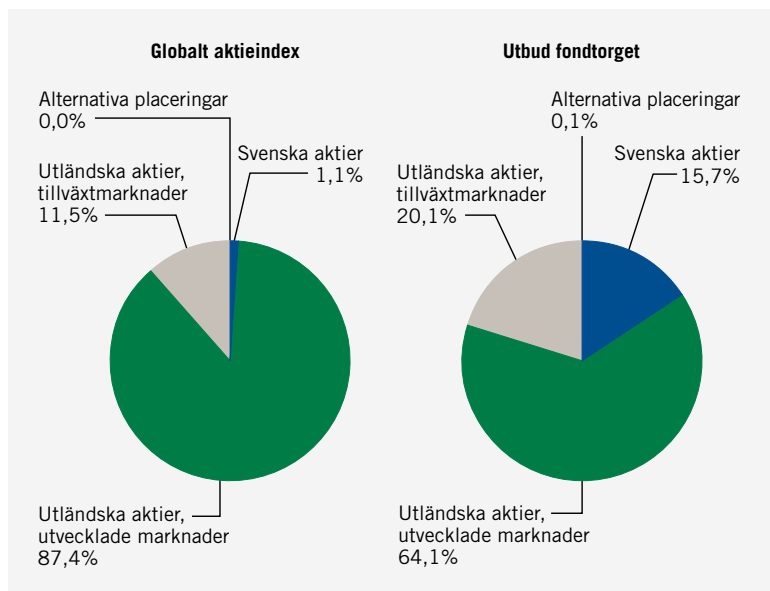


Diagram 15. Tillgångsallokering globalt aktieindex vs utbudet på PPM:s fondtorg, juni 2009

Fondutbudet påverkar fondspararnas fondval

Karlsson, Massa och Simonov (2007) har genom studier av fondspararnas val i PPM-systemet visat att fondkategorier som är överrepresenterade i fondutbudet också attraherar mer kapital. Fondspararna tenderar alltså att allokera mer kapital till fondkategorier som har många valbara fonder. Att aktivt förvaltade fonder och Sverigefonder är överrepresenterade på fondtorget kan därför förväntas ha direkta effekter på pensionsspararnas val.

8.2 Pensionsspararnas val

Det har framkommit i olika kvalitativa undersökningar som PPM har låtit genomföra tillsammans med Försäkringskassan att pensionsspararna upplever att de inte känner till premiepensionssystemet särskilt väl (se avsnitt 9.4 för en mer ingående diskussion). I den senaste mätningen från 2009 uppger mer än hälften av de tillfrågade att de inte har tillräckliga kunskaper för att hantera sitt premiepensionssparande på det sätt de vill. Trots detta visar andra undersökningar att svenska hushåll ändå tycks ha förstått en av de viktigaste grundprinciperna inom kapitalförvaltning – nämligen att inte lägga alla ägg i en korg – eftersom de i allmänhet har ganska väldiversifierade portföljer, i synnerhet i jämförelse med andra länder (se Calvet, Campbell och Sodini (2007)).

En förklaring till att så pass många pensionssparare upplever att de saknar tillräckliga kunskaper om sin premiepension är sannolikt att man har en föreställning om att premiepension är mycket svårt och därför kräver omfattande finansiella kunskaper. Det är även troligt att det stora utbudet av fonder gör det svårt för många att välja portfölj och att det därigenom kan vara en bidragande orsak till ineffektiva val bland pensionsspararna.

Inom området ekonomisk psykologi finns flera teorier som försöker beskriva varför individers beslutsfattande ofta avviker från det som följer av finansiell teori. Vi ska nu undersöka några av de vanligaste orsakssambanden.

8.2.1 Val av risknivå

Inom kapitalförvaltning fattas beslut vanligtvis på tre olika nivåer: strategiska beslut i form av tillgångsallokering, taktiska beslut i form av kortsiktiga avvikelser från beslutad strategi och beslut kring enskilda värdepapper. Att bestämma det långsiktiga strategiska tillgångsfördelningen för förvaltningen är normalt det beslut som bidrar mest till portföljens risk och avkastning. Det mest avgörande beslutet för risknivån i en portfölj är uppdelningen i aktier och obligationer – ju högre andel aktier, desto högre risk.

Premiepensionen är en del av en helhet

Ett vanligt misstag vid beslut om risknivå är att se de olika delarna av sitt sparande som isolerade från varandra, dvs. att se premiepensionssparande för sig, tjänstpensionssparande för sig, buffertsparande för sig, etc. Dessutom är det lätt att glömma att man även bör ta inkomstpensionen (och garantipensionen) samt sitt humankapital i beaktande vid sådana här beslut.

Inkomstpensionen utvecklas i takt med den allmänna löneutvecklingen i den svenska ekonomin. Risken i en sådan ”placering” är därför låg och kan jämföras med en obligationsplacering. Även humankapitalet, som brukar mätas som det diskonterade nuvärdet av all framtida inkomst från förvärvsarbete, är förknippad med låg risk och kan betraktas som en obligationsplacering.

Man bör även ta hänsyn till att både humankapitalet och det finansiella kapitalet förändras över livscykeln. I början av livscykeln är humankapitalet stort, medan det sparade kapitalet ofta är litet. I slutet av livscykeln gäller däremot det omvända. Se diagrammet nedan för en illustration av hur humankapitalet och det finansiella kapitalet kan tänkas utvecklas över livscykeln.

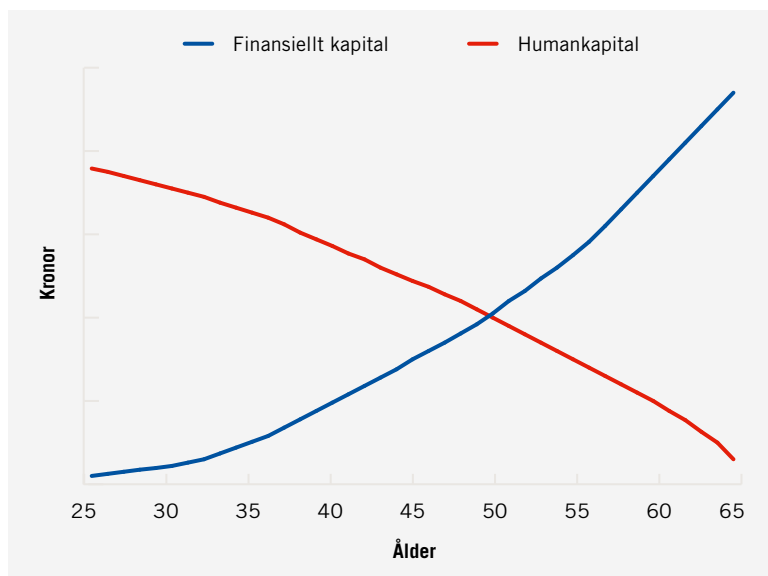


Diagram 16. En individs humankapital och finansiella kapital sett över livscykeln

Källa: Chen, Ibbotson, Milevsky och Zhu (2006)

Stort humankapital möjliggör hög risk i de finansiella placeringarna

För att fatta rationella beslut om risknivån i premiepensionssparandet bör man alltså ta hänsyn till flera faktorer såsom ålder, humankapital, den allmänna inkomstpensionen, övriga tillgångar och riskpreferens. Givet att man kan betrakta humankapitalet och inkomstpensionen som obligationsplaceringar kan vi konstatera att de flesta pensionssparare redan i utgångsläget har en hög allokering till obligationsplaceringar. För många pensionssparare kan det därför vara rationellt att placera en stor del av sin premiepension i en aktieportfölj. Detta gäller i synnerhet i början av livscykeln då humankapitalet utgör en långt större del av det totala kapitalet än det finansiella kapitalet. Det är då möjligt att ha hög risk i sitt finansiella sparande utan att risken i den samlade portföljen blir för hög.

8.2.2 Diversifiering

Internationella studier tyder på att pensionssparare ofta misslyckas med att konstruera effektiva portföljer beroende på en alltför låg grad av diversifiering. Det kan finnas flera förklaringar till detta.

Naiv diversifiering genom enkla tumregler

En vanlig förklaring till en alltför låg grad av diversifiering är att individer som trots allt försöker diversifiera sina portföljer ofta följer enkla tumregler (se t.ex. Benarzi och Thaler (2001)). Detta gäller i synnerhet om utbudet av fonder är stort. En sådan tumregel skulle i premiepensionssystemet kunna vara att man fördelar kapitalet i lika stora delar mellan sina valda fonder. Har man t.ex. fem fonder, fördelar man 20 procent av kapitalet till varje fond.

Familjaritet och home bias

Ett annat välkänt fenomen är att investerare tenderar att allokeras en högre andel till sin hemmamarknad eller till sitt närområde (s.k. home bias) än vad som kan anses vara optimalt. Konsekvensen av detta blir en högre risk och ett ineffektivt riskutnyttjande. Orsaken till att människor tenderar att överexponera sig för ”hemmarisk” tillskrivs ofta *familjaritet*, dvs. vi människor har lättare att förhålla oss till något som vi känner till. Känslan blir då att vi övervärderar värdet av närhet. Även professionella förvaltare tenderar att välja tillgångar som ligger dem nära geografiskt. Bland pensionsspararna i premiepensionssystemet ser vi en klar övervikt av svenska aktier. Vid en jämförelse av pensionsspararnas innehav av svenska aktier med svenska aktiers andel av ett globalt aktieindex ser vi att pensionsspararnas andel utgör 29,5 procent, medan Sverigeandelen i ett globalt aktieindex bara utgör ca 1,1 procent. Se cirkeldiagrammen nedan.

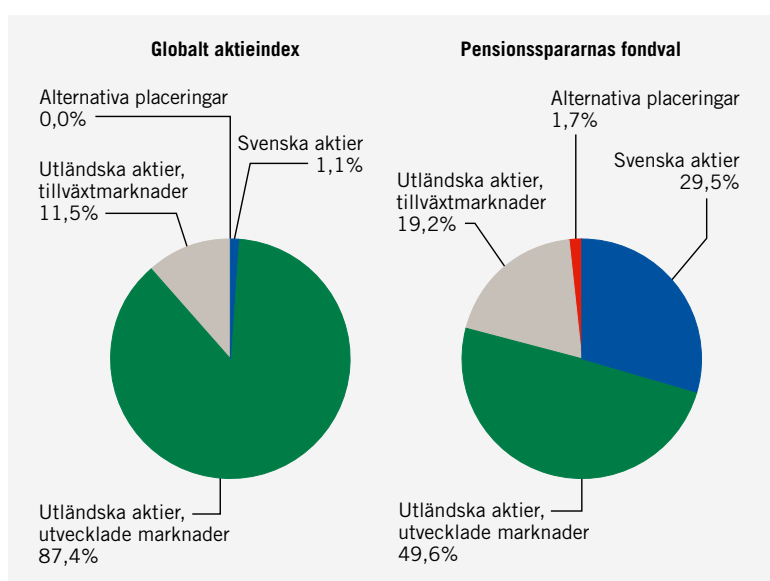


Diagram 17. Tillgångsallokering globalt aktieindex vs premiepensionsspararnas innehav, juni 2009

I en studie av premiepensionssystemet har Karlsson och Nordén (2007) tittat på möjliga orsakerna till denna bias mot inhemska tillgångar. De finner att statsanställda uppvisar mer home bias än andra och det skulle kunna bero på att de anser att deras anställning är trygg, vilket minskar behovet av riskspridning på internationella marknader. Även män har en tendens att vara mer home biased än kvinnor, vilket kan bero på att män har en större övertro på sin förmåga att välja högavkastande fonder jämfört med kvinnor (se mer om övertro i nästa avsnitt). Viktiga faktorer som minskar home bias är högre utbildningsnivå, tidigare erfarenhet av aktiemarknader och stort innehav i premiepensionssystemet.

Home bias i premiepensionssystemet gör främst att portföljerna får för låg *riskjusterad* avkastning på grund av att möjligheten till internationell diversifiering inte utnyttjas. Det är alltså inte avkastningen som blir ”för låg” utan risken som blir ”för hög” (se Nordén (2008)).

Övertro på den egna förmågan

Ett annat väldokumenterat fenomen är att många investerare, till följd av en övertro på sin egen eller andras förmåga att identifiera bra investeringar (s.k. *overconfidence*), väljer en alltför koncentrerad portfölj.

8.2.3 Omsättning och byten

Premiepensionssystemet har emellanåt kritiserats för att bytesaktiviteten är låg. En ökad pensionssparaktivitet, i form av fler byten, skulle kunna tyda på att fler intresserar sig för sin premiepension, vilket naturligtvis är positivt. Det är dock viktigt att påpeka att bytesfrekvensen i sig inte säger något om huruvida bytena leder till effektivare portföljsammansättningar.

Litet behov av byten med en bred portfölj

För en pensionssparare med en väldiversifierad portfölj uppstår behovet av byten i första hand genom att riskprofilen ibland kan behöva justeras eller genom att pensionsspararen blir äldre och därigenom kan behöva anpassa riskprofilen. För en pensionssparare med en bred portfölj är behovet av frekventa byten därför inte så stort.

Hög omsättning påverkar risk och kostnad

En hög omsättning i portföljen tillskrivs ofta fenomenet *overconfidence*. Det kan röra sig om att investerare överskattar sin förmåga att välja ut ”vinnarna”, men det kan också vara förknippat med en övertro på sin förmåga att köpa och sälja i rätt tid, *market timing*.

I premiepensionssystemet är kostnaden för frekventa byten relativt lågt för den enskilde spararen i och med att kostnaden sprids ut på kollektivet. Det förekommer inga köp- och säljavgifter vare sig hos PPM eller hos fonderna. Dessutom bärs transaktionskostnaderna i form av ”spreaden” mellan köp och säljkurs av kollektivet i fonden. Genom en fondbytesavgift som tas ut av PPM (eller den nya Pensionsmyndigheten) skulle en rättvisare fördelning kunna ske av i vart fall vissa av de kostnader som uppkommer vid fondbyten.

Det finns ytterligare en kostnad för frekventa byten, nämligen den som är associerad med *market timing*, dvs. att ha fel tillgång vid fel tillfälle. Det senare kan illustreras med följande exempel. Anta att en investerare försöker pricka upp- och nedgångarna i tillgångspriserna genom att byta mellan 100 procent aktier respektive 100 procent obligationer. Detta kan jämföras med en helt passiv strategi där halva portföljen investeras i aktier och den andra halvan i obligationer. Vi kan då konstatera att den första strategin kommer att leda till en mer riskfylld portfölj eftersom diversifieringseffekten minskar, samt att man tar risken att köpa och sälja vid fel tillfälle. Det räcker alltså inte bara med att täcka de merkostnader som uppstår i samband med förvaltningen, den aktiva strategin måste även täcka kostnaden för den ökade risken. Se Kritzman (2000).

Hur mycket överavkastning måste den aktiva strategin generera för att uppnå samma riskjusterade avkastning som den passiva strategin? För att illustrera detta använder vi data från Sverige mellan 1987 och februari 2009 för att beräkna förväntad avkastning och risk i de båda portföljerna. Vi finner då att den aktiva strategin där Sverigeindex hålls halva tiden och korta statsskuldväxlar halva tiden måste generera en överavkastning på 1,25 procent per år för att uppnå samma riskjusterade avkastning som den passiva strategin, där portföljen innehåller hälften Sverigeindex och hälften korta statsskuldväxlar under hela investeringsperioden. Det kan tyckas att det är en litet krav på överavkastning, men relativt den förväntade avkastningen på 6,58 procent är det nästan 16 procent högre.

Oklart kunskapsläge när det gäller samband hög omsättning och avkastning

Inom premiepensionssystemet är kunskapsläget kring omsättning och prestation ännu oklart. De senaste åren har de pensionssparare som haft högst omsättning i sina portföljer också varit de som haft högst avkastning (se t.ex. PPM (2008)). Å andra sidan finner Nordén (2008) i en studie av premiepensionssystemet mellan 2000 och 2004 belägg för motsatsen. Vi behöver alltså fördjupade studier för att kunna dra några säkra slutsatser om hur det förhåller sig i premiepensionssystemet.

Skulle man finna stöd för att pensionssparare som byter ofta har högre avkastning än de som byter sällan, måste man dessutom fråga sig varför det är så. Vad skiljer premiepensionssystemet från andra system där motsatsen gäller? Man måste även fråga sig hur frekventa byten påverkar administrationen av premiepensionssystemet och kollektivet.

I dagsläget pågår ett internationellt forskningsprojekt som försöker besvara dessa frågor. Preliminära resultat visar att även när man tittar på den riskjusterade avkastningen så tycks pensionssparare med hög omsättning i sina portföljer vara de som har högst avkastning. Annars skulle en enkel förklaring kunna vara att pensionssparare med hög omsättning också tar hög risk, vilket i enlighet med teorin skulle vara den egentliga förklaringen till deras höga avkastning.

9 Vad gör PPM och andra aktörer för att öka effektiviteten i pensionsspararnas portföljval?

Kärnan i PPM:s verksamhet bör, såsom konstateras i tidigare avsnitt, vara att på olika sätt verka för att pensionsspararna kan göra effektivare portföljval. Nedan förs en mer ingående diskussion om på vilket sätt och inom vilka områden PPM verkar, och har verkat, för att vägleda pensionsspararna i denna riktning.

9.1 Diversifieringens betydelse för ett långsiktigt pensionssparande

Moderna finansiella marknader har ett brett utbud av investeringsmöjligheter. Enligt finansiell teori är det rationellt att investera i en kombination av finansiella instrument och andra sorters tillgångar, även mindre likvida. Teoretiskt förväntas hushållen åtminstone ta en viss måttlig risk i sina finansiella investeringar för att på så sätt bidra till en bättre diversifiering av sin totala portfölj av tillgångar. I investeringssituationen gör man dock ofta felet att titta på en del i taget av den privata ekonomin, i stället för att värdera helheten och därmed göra en sammanhållen riskbedömning.

Pensionssparandet är ett långsiktigt sparande som utgör en del av sparandet för de flesta hushåll. För många upplevs dock pensionen vara väldigt avlägsen och därför blir intresset för att spara till pensionen mindre än för att spara till andra ändamål. Introduktionen av premiepensionssystemet som ett fonderat system i början av 2000-talet aktualiserade individens behov av stöd i valsituationen. Som vi konstaterar i avsnitt 8 är det många pensionssparare som misslyckas i att konstruera effektiva portföljer, ofta på grund av en allt för låg grad av riskspridning.

PPM och Försäkringskassan har i gemensamma undersökningar fått bekräftat att många pensionssparare upplever att de saknar tillräckliga kunskaper för att göra välgrundade val i premiepensionssystemet. Det breda och föränderliga fondutbudet gör det svårt för många att hantera förvaltarrollen och, framför allt, sitt val av risknivå i placeringen (se RiR 2004:16 *Premiepensionens första år*). Utbudet av aktörer som specialiserar sig på att ge råd kring premiepensionssparandet har också ökat över tid, vilket indikerar ett behov hos spararna. Mot bakgrund av detta utvecklade PPM redan år 2003 ett webbaserat interaktivt verktyg, PPM-Lotsen, som skulle underlätta beslutsprocessen för pensionssparare som önskar vara aktiva.

9.1.1 PPM-Lotsen – räcker det som beslutsstöd?

PPM-Lotsen riktar sig till de pensionssparare som själva vill ansvara för sin förvaltning av premiepensionen, men som känner behov av ytterligare stöd. Grundidén med PPM-Lotsen är att hjälpa pensionsspararna att ta ställning till vilken risknivå som passar dem bäst. Risken i premiepensionssparandet illustreras genom att spridningen i framtida möjliga premiepensionsutfall presenteras för sju olika standardiserade portföljer. Har man då valt att placera i en högriskportfölj kommer spridningen i de framtida möjliga premiepensionsutfallen att vara stor, medan om man har valt en lågriskportfölj så kommer spridningen att vara liten. Premiepensionen sätts sedan i relation till övrig allmän pension för att ge en sammanhållen bild av utfallet.

Givet individens ålder, inkomst och val av risk föreslår Lotsen alltså en av sju möjliga portföljer, där varje portfölj har en egen sammansättning av svenska och globala aktiefonder, samt svenska nominella och reala räntefonder. Utifrån denna portföljsammansättning får pensionsspararen sedan själv ansvara för valet av enskilda fonder. Detta val kan dock göras i direkt anslutning till verktyget.

Vi kan konstatera att det är relativt få som använder sig av stödet. En uppföljning visar att under 2008 har cirka 150 000 unika pensionssparare gått in på PPM-Lotsens första sida, och av dessa har cirka 12 000 följt Lotsen fram till slutsteget där byte av fonder kan göras. Det finns dock inga uppgifter om hur många som har genomfört ett fondval eller fondbyte med hjälp av verktyget.

Den låga användningen av Lotsen och det faktum att allt fler rådgivnings- och förvaltningstjänster växer fram tyder på att pensionsspararna söker hjälp som Lotsen inte lyckas tillgodose. Om det beror på att Lotsen är för krånglig eller inte tillräckligt bra presenterad är svårt att säga. Det är dock troligt att fler kommer att behöva såväl beslutsstöd av olika slag som bra förvalsalternativ framöver. I nästa avsnitt diskuteras också vikten av att kunna återställa portföljens risk till önskad nivå.

9.1.2 Återbalansering av portföljen till vald risknivå

Den långsiktiga strategiska tillgångsfördelningen för pensionsspararnas förvaltning är normalt det beslut som bidrar mest till portföljens risk och avkastning. Det mest avgörande beslutet för risknivån i en portfölj är uppdelningen i aktier och räntor. Som konstaterats ovan har pensionsspararna behov av stöd i valsituationer, men stöd behövs även för att utvärdera redan gjorda val.

Premiepensionsutredningen (SOU 2005:87) förordade att PPM skulle införa en frivillig tjänst för återbalansering av pensionsspararnas portföljer till vald fördelningen. Syftet skulle vara att med regelbundna intervall automatiskt återställa portföljens risknivå, såsom den avspeglas av fondfördelningen, till den som pensionsspararen beslutat vara långsiktigt önskvärd. PPM har sedan dess till viss del infört en sådan återbalanseringstjänst. Pensionsspararna har sedan mars 2007 möjlighet att vid inloggning på sitt personliga konto återställa portföljen till den ursprungligt valda fondfördelningen genom en särskild tjänst.

Liksom PPM-Lotsen utnyttjas denna möjlighet dock i mycket begränsad omfattning. En uppföljning av flödet på personligt konto visar att under en period av 18 månader har bara 127 250 individer klickat på knappen för återbalansering av portföljen och tagit sig vidare till sidan där fondbytet kan genomföras. Endast 23 361 individer av dessa genomförde ett fondbyte i detta flöde, vilket troligen är ett byte som återbalanseringen skapat. I relation till de övriga 6,3 miljoner fondbyten som genomfördes under samma period kan antalet som återbalanserar portföljen med hjälp av tjänsten betraktas som försumbar.

Återbalansering till vald risknivå eller justering av den ursprungligt valda risknivån är av central betydelse för ett långsiktigt pensionssparande. Många pensions-sparare som har gjort ett aktivt val, i synnerhet vid det första valet år 2000, har inte bytt eller återbalanserat sitt sparande sedan dess. Det är möjligt att flertalet av dessa sparare under andra omständigheter än de som rådde vid tidpunkten för det första valet, hellre hade velat investera i ett förvalsalternativ som inte ställer krav på eget engagemang. Denna tanke för oss vidare till nästa avsnitt där vi diskuterar vikten av bra förvalsalternativ i premiepensionssystemet.

9.1.3 Bra förvalsalternativ – en nödvändighet

Erfarenheterna från såväl premiepensionssystemet som andra system visar att när ett förvalsalternativ ges inom ramen för valfrihet tenderar en stor andel av pensions-spararnas medel hamna i dessa alternativ. Det kan i sin tur innebära att individen inte får den lösning som passar dess specifika behov bäst. Av den anledningen är utformningen av förvalsalternativet mycket viktig.

För de pensionssparare som inte gör ett aktivt val av fondförvaltare vid inträdet i systemet placeras medlen för närvarande i Premiesparfonden som förvaltas av Sjunde AP-fonden. Där placeras även pensionssparare vars fonder har avslutats och där det inte har funnits ett likvärdigt alternativ till den avslutade fonden. Närmare 42 procent av pensionsspararna och 38 procent av pensionärerna i PPM systemet hade sina medel placerade i Premiesparfonden i slutet av 2008 (se PPM (2009)).

Med nuvarande lagstiftning kan Sjunde AP-fonden inte anpassa risken i Premiesparfonden till pensionsspararnas individuella ålder. I stället bestäms den strategiska tillgångsallokeringen utifrån snittväljarnas portföljer.¹³ Detta gör att aktieexponeringen, och därmed risken för Premiesparfonden, kommer att bli för hög för vissa sparare och för låg för andra.

Premiepensionsutredningen (SOU 2005:87) föreslog att premiepensionssyste-mets basalternativ borde få en generationsfundsprofil, och regeringen har nyligen föreslagit att Premiesparfonden ska läggas ned och ersättas med ett förvalsalternativ med generationsfundsprofil (prop. 2009/10:44). I samma proposition föreslår regeringen att förvalsalternativet ska vara öppet för aktivt val.

¹³ Sjunde AP-fondens styrelse har preciserat placeringsinriktningen i fondbestämmelserna till att totalavkastningen ska under löpande femårsperioder minst motsvara det kapitalvägda genomsnittet av övriga fonder som deltar i premiepensionssystemet, men med lägre risk.

Förslaget innebär att placeringarna i förvalsalternativet kommer att beakta pensionsspararnas ålder genom att risknivån i placeringarna trappas ned i takt med att pensionsspararen blir äldre. Regeringens förslag är i linje med vad som i forskarvärlden anses vara ett lämpligt ickevalsalternativ, dvs. ett alternativ som allokerar om tillgångarna så att aktieexponeringen minskar och ränteexponeringen ökar allteftersom pensionsspararen närmar sig pensionering (se t.ex. Tang, Mitchell, Mottola och Utkus (2009)). En sådan strategi ger visst skydd mot sådana snabba och kraftiga försämringar av premiepensionen som t.ex. ett börsfall skulle kunna leda till (se diskussionen i avsnitt 5).

I samband med premiepensionsutredningen diskuterades också möjligheten att erbjuda pensionsspararna färdiga fondpaket med tydligt åtskilda risknivåer. Regeringen gav därför PPM i uppdrag att redovisa hur premiepensionssystemet skulle kunna kompletteras med sådana kostnadseffektiva placeringsalternativ (KEPA), se Fi 2006/397. Bland fördelarna nämndes lägre fondförvaltningskostnader och en tydlig och överblickbar valsituation för den enskilde. Ett utbud av färdigpaketerade alternativ skulle lämpa sig bäst för individer som varken ville vara särskilt aktiva eller passiva i sitt val. I propositionen som nämnts ovan lämnade regeringen förslag om att införa statliga placeringsalternativ med olika riskprofiler i premiepensionssystemet.

9.1.4 Statliga placeringsalternativ med olika riskprofiler – en möjlighet

För att underlätta för sparare som väljer det statliga alternativet att vara aktiva föreslår regeringen att det ska ges möjlighet att själv välja riskprofil för de sparare som har andra preferenser än de som erbjuds i förvalsalternativet. Regeringen föreslår därför att Sjunde AP-fonden ska tillhandahålla placeringsalternativ med skilda riskprofiler och god kostnadseffektivitet. Enligt regeringens förslag bör det finnas minst tre, men högst tio sådana placeringsalternativ, för att ge spararen tillräckligt valfrihet utan att riskera att försvåra valet.¹⁴

Ansvaret för allokeringen och förvaltningen av portföljerna ska vila på staten. Pensionsspararen behöver bara ta ställning till vilken risknivå han eller hon föredrar och inte till hur man ska sätta samman en sådan portfölj utifrån enskilda fonder. Därigenom förenklas valsituationen. Dessutom reduceras risken för systematiskt dåliga utfall av placeringarna på grund av okunskap. Genom att utnyttja stordriftsfördelarna i kapitalförvaltningen kan dessutom kostnaderna hållas nere.

Regeringen konstaterar att utvecklingen de senaste åren är att alltfler sparare anlitar förvaltnings- eller rådgivningsföretag för att få hjälp med placeringen av premiepensionsmedel. Enligt regeringen behöver en förvaltningstjänst generera en meravkastning på 1,2 % per år för att spararen med genomsnittlig behållning ska få tillbaka kostnaderna för tjänsten. Regeringen konstaterar vidare att marknaden för förvaltningstjänster växer snabbt och att det kan ses som ett tecken på att premiepensionssystemet inte är anpassat till pensionsspararnas förutsättningar att själva hantera premiepensionsportföljen. Regeringens förslag syftar till att anpassa premiepensionssystemet till spararnas kunskap och engagemang, och utgör på så sätt ett komplement till förvaltnings- och rådgivningsföretagen.

¹⁴ Enligt det senaste förslaget från Sjunde AP-fonden, som har fått i uppdrag av regeringen att sköta förvaltningen av de statliga fondportföljerna, ska pensionsspararna kunna välja mellan riskprofilerna försiktig, balanserad och offensiv.

9.2 Kostnadernas betydelse för ett långsiktigt pensionssparande

För att tillförsäkra pensionsspararna låga kostnader är förvaltarna genom avtalet med PPM skyldiga att lämna rabatt på fondernas ordinarie avgifter. Rabatterna beräknas individuellt, men generellt gäller att bolag som förvaltar mycket kapital betalar en högre rabatt än bolag med ett mindre förvaltningskapital. Till grund för beräkningen ligger det totala kapitalet som ett fondbolag har i premiepensionssystemet och inte PPM:s innehav i respektive fond.

Pengarna som PPM får in från fondbolagen återförs till de fondsparare som har eller har haft innehav i fonden, under den tid som rabatten avser. Rabatten är progressiv och beräknas för olika intervall. Inom varje intervall finns ett fritt kostnadsuttag som uppgår till 0,10 procent för räntefonder och 0,15 procent för övriga fonder. Tanken bakom PPM:s rabattmodell är att det finns stordriftsfördelar vid kapitalförvaltning som bör komma pensionsspararna till godo.

Under den period som premiepensionssystemet har varit i drift har 5,9 miljarder kronor återförts till pensionsspararna i form av rabatter. I maj 2009 fördelade PPM 1,3 miljarder kronor i återförda förvaltningsavgifter (rabatter) till pensionsspararna avseende året innan. Det motsvarar en genomsnittlig sänkning av förvaltningsavgiften från 0,79 procent till 0,3 procent, det vill säga en rabatt på 0,49 procentenheter. Beräknat på en genomsnittlig investeringsperiod på 33 år, innebär denna rabatt att pensionerna kommer att bli omkring 15 procent högre än de skulle ha blivit utan rabatt.

9.3 Effektiv administration av premiepensionssystemet

PPM tar varje år ut en avgift för att täcka myndighetens administrationskostnader och amorteringar. Under den period premiepensionssystemet har varit i drift har drygt 3 miljarder kronor belastat pensionsspararnas konton.

I en internationell jämförelse, genomförd av ett internationellt konsultföretag under 2005 och 2006, jämfördes kostnaderna och servicenivån (uppbörd, utbetalning, kundservice, webb etc.) för PPM:s pensionsadministration avseende åren 2004 och 2005 med kostnaderna och servicenivån hos andra pensionsinstitut, främst från Kanada, USA, Nederländerna och Australien.¹⁵ Jämförelsen avsåg såväl avgiftsbaserade som förmånsbaserade pensionssystem.

Resultatet visade att PPM:s kostnad per pensionssparare är mycket låg, även om man tar hänsyn till PPM:s stordriftsfördelar i förhållande till jämförda institut, samtidigt som servicenivån är hög. År 2005 uppgick administrationskostnaden per konto till 47 kronor. Det ska jämföras med medianvärdet för PPM:s jämförelsegrupp i den internationella jämförelsen som uppgick till 253 kronor per konto.

I betänkandet *Svårnavigerat? Pensionssparande på rätt kurs* (SOU 2005:87) görs en liknande kostnadsjämförelse. Även där konstaterar man att avgiftsuttaget från pensionsspararna i premiepensionssystemet totalt sett är lågt i ett internationellt perspektiv. Bedömningen grundas på en jämförelse av dels systemets avgiftsuttag av framtida pension, dels systemets avgifter i förhållande till förvaltad kapital. Det finns emellertid system som placerar sig ännu något bättre.

¹⁵ Se PPM:s rapport Redovisning av Premiepensionsmyndighetens arbete med kostnadseffektivitet (dnr. 2006-285 och dnr. 2005-274).

En förklaring till PPM:s låga kostnader är den höga graden av automatisering som genomsyrar verksamheten och de förhållandevis enkla produkterna. Vid uppbyggnaden av PPM investerades det i välutvecklade IT-baserade system med betoning på självbetjäning via webb eller talsvar. Det ledde i sin tur till en relativt låg personaltäthet inom kundtjänstfunktionen. Som exempel kan nämnas att år 2003 genomfördes 93 procent av alla fondbyten via webb eller talsvar, medan resterande 7 procent gjorde det med hjälp av blanketter. Användningen av webben har därefter successivt ökat genom åren och är numera i stort sett den enda kanal som pensions-spararna använder vid fondbyte. Under 2009 har cirka 3,3 miljoner fondbyten genomförts på det sättet (fram till oktober).¹⁶

9.4 Kommunikationsinsatser

PPM:s kommunikationsinsatser består huvudsakligen av information och kommunikationskampanjer riktade till alla pensionssparare eller till vissa grupper av pensionssparare. Tillsammans med Försäkringskassan skickar PPM även årligen ut ett årsbesked (orange kuvertet) med kontoinformation till pensionssparare och pensionärer.

För att följa upp effekterna av de samlade kommunikationsinsatserna genomför PPM undersökningar av allmänhetens kunskaper om det allmänna pensionssystemet i allmänhet och premiepensionssystemet i synnerhet. Vi gör även eftermätningar av genomförda informationsinsatser, till exempel det orange kuvertet. Flera av dessa undersökningar genomförs tillsammans med Försäkringskassan.

9.4.1 Bristande kunskaper och engagemang

Den allmänna pensionen

Generellt kan vi konstatera att pensionsspararen i gemen inte upplever att han eller hon känner till det allmänna pensionssystemet, och därmed premiepensionen, särskilt väl. Som en följd av detta är också förtroendet för systemet och engagemanget för frågor kring den egna pensionen förhållandevis lågt. Det finns en utbredd uppfattning om att pensioner, inklusive premiepensionen, är ett svårt område. I premiepensionens fall tillkommer dessutom ett självupplevt krav på att man bör sätta sig in i i premiepensionen samt sätta sig in i hur man gör ett klokt fondval.

I olika kvalitativa undersökningar som PPM låtit genomföra tillsammans med Försäkringskassan tonar följande bild fram av hur man ser på att engagera sig för sin pension i olika livsstadier:

- 18–30 år: Det är för tidigt!
- 31–49 år Hinner inte!
- 50–64 år För sent!
- 65–75 år Uppmuntra de yngre!

Även om många tycker att detta är ett svårt område visar PPM:s och Försäkringskassans undersökningar ändå att den självupplevda kännedomen om det allmänna pensionssystemet uppvisar en positiv trend. Diagram 19 nedan visar att andelen som tycker att de känner till systemet har ökat genom åren.

¹⁶ LISO rapporter (intern ledningsinformation) för åren 2003-2009.

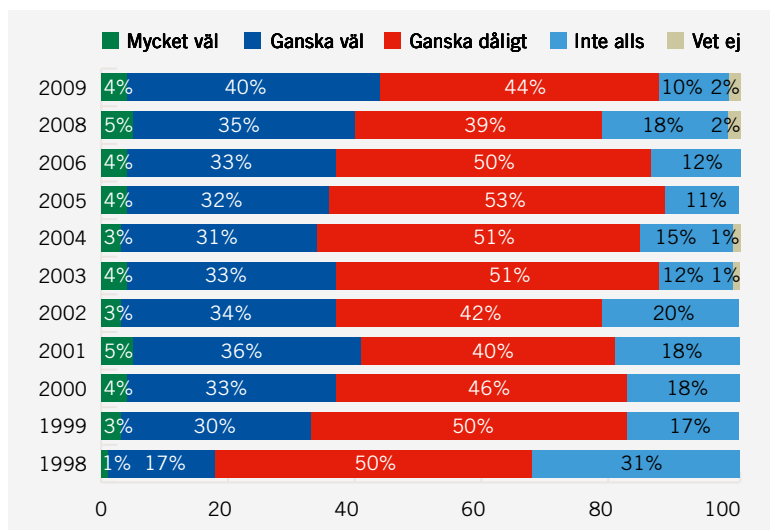


Diagram 18. Upplevd kännedom om den allmänna pensionen.
"Hur väl anser Du att Du känner till vad den allmänna pensionen innebär?"
1999–2009

Källa: PPM:s och Försäkringskassans årliga eftermätningar av det orange kuvertet

Det finns en mycket tydlig koppling mellan stigande ålder och högre upplevd kunskap. Äldre tycker att de känner till den allmänna pensionen i klart högre grad än yngre. På samma sätt finns det ett tydligt positivt samband mellan utbildnings- och inkomstnivå och upplevd kunskap om den allmänna pensionen.

I takt med att pensionsspararna upplever att de känner till systemet bättre ökar också förtroendet för den allmänna pensionen. Enligt eftermätningen av det orange kuvertet som genomfördes våren 2009 uppger 2 procent att de har *mycket stort* förtroende för den allmänna pensionen och 43 procent att de har *ganska stort* förtroende. 44 procent har litet eller inget förtroende alls. Yngre tenderar att ha ett något större förtroende än äldre.

Premiepensionen

Kunskapsmönstret för den allmänna pensionen känns igen när det gäller synen på kunskapen man har om premiepensionen. Vid PPM:s och Försäkringskassans gemensamma Kunskapsundersökning¹⁷ från november 2009 instämmer endast 6 procent av de intervjuade i *mycket hög grad* med påståendet att de har tillräckligt med kunskaper för att ta hand om sitt premiepensionssparande på det sätt de vill. Omkring 43 procent instämmer åtminstone till viss del i påståendet, samtidigt som en lika stor andel anser att inte har tillräckliga kunskaper för att hantera sin premiepension. Omkring 30 procent tar direkt avstånd från påståendet.

¹⁷ 1000 telefonintervjuer med allmänheten 18–62 år.

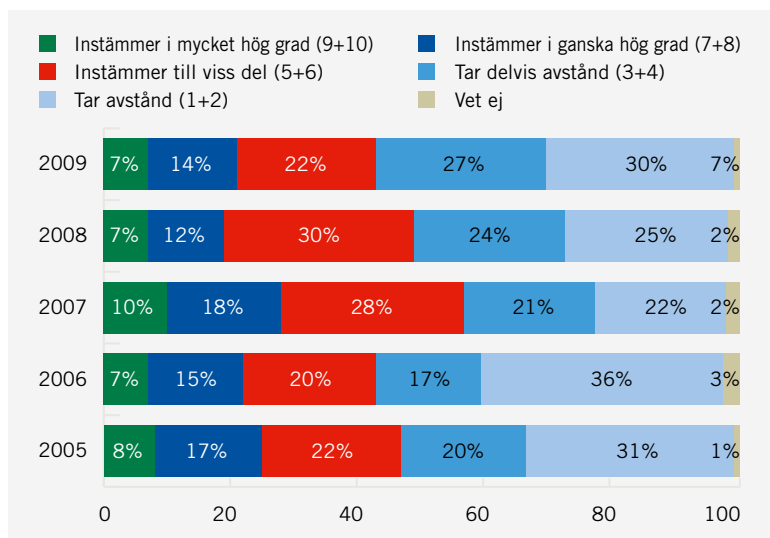


Diagram 19. Andelen pensionssparare som instämmer respektive tar avstånd från påståendet "Jag har tillräcklig kunskap för att ta hand om mitt premiepensionssparande på det sätt jag vill" för åren 2005–2009

Källa: PPM:s och Försäkringskassans årliga Kunskapsmätning 2005–2009

Undersökningen visar att de som tycker att de har tillräckliga kunskaper för att ta hand om sin premiepension på det sätt de vill är överrepresenterade bland män, högskoleutbildade och personer med de högsta inkomsterna. Sämst är kunskaperna bland kvinnor, lågutbildade och personer med lägre inkomster. Vi ser dock en sjunkande trend över de senaste tre åren av andelen som tycker sig ha tillräckliga kunskaper för att ta hand om sitt premiepensionssparande på det sätt de vill.

En förklaring till att så pass många pensionssparare upplever att de saknar tillräckliga kunskaper om sin premiepension är sannolikt att man har en föreställning om att pension i allmänhet, och premiepension i synnerhet, är svårt och komplicerat och därför kräver omfattande kunskaper. I takt med att de egna kunskaperna och insikten om vilka möjligheter som systemet medger ökar, ökar också kravet på ytterligare kunskaper. Kunskapsmålet blir ett rörligt mål.

Även om det är tydligt att många inte tycker att de har tillräckliga kunskaper på området känner de flesta till att premiepensionen är en del av den allmänna pensionen. Av de tillfrågade i den tidigare nämnda Kunskapsmätningen 2009 nämner 14 procent spontant premiepensionen som en pension man kan få i Sverige. Totalt säger 87 procent att de hört talas om premiepensionen tidigare.

Drygt hälften (54 procent) av pensionsspararna har funderat över vilka risker och möjligheter som är förknippade med deras premiepensionssparande. Två tredjedelar (67 procent) säger att de har gjort ett medvetet val när det gäller hur deras premiepension ska placeras.

Efter att ha informerats om att premiepensionen är en del av den allmänna pensionen vet:

- 96 procent av pensionsspararna att man själv kan välja fonder för sin premiepension
- 34 procent av pensionsspararna att man kan föra över sin premiepensionsrätt till sin maka/make eller registrerade partner
- 29 procent av premiepensionsspararna spontant att deras pengar placeras i Premiesparfonden/Sjunde AP-fonden om de inte själva gör ett eget fondval

Allt färre förstagångsväljare gör idag ett eget fondval. Vi har tidigare påpekat att det aktiva valet i sig inte är det viktiga för PPM. Målet är att pensionssparare ska göra ett *medvetet* val – detta kan mycket väl innebära att man medvetet väljer att *inte* göra något fondval om man gör bedömningen att man är tillfreds med t.ex. en placering i premiesparfonden. Men som tidigare nämnts, mycket pekar på att förstagångsväljarnas intresse för, och kunskaper om, pensionsfrågor är lågt.

På en direkt fråga om hur intresserad man är av pensionsfrågor svarar 8 procent av 18–29 åringarna att man är mycket/ganska intresserad (4 och 5 på en femgradig skala). Högst är intresset bland de äldsta (60–65 år) där motsvarande andel är 36 procent.

Utifrån grad av kunskap och engagemang kan pensionsspararna delas in i tre olika grupper. På PPM:s webbsida finns den s.k. trevägskorsningen som vägledning för dessa:

1. De pensionssparare som anser sig ha varken kunskaper eller engagemang att utforma och förvalta en egen fondportfölj tillhör den primära målgruppen för Premiesparfonden.
2. De pensionssparare som vill engagera sig och ta hand om sitt PPM-sparande, men som behöver hjälp, får vägledning i fondvalsverktyget PPM-Lotsen som utifrån pensionsspararens ålder, inkomst och vald risknivå ger förslag på en väl sammansatt fondportfölj med så bra värdeutveckling som möjligt givet risknivån.
3. De pensionssparare som anser sig ha såväl tillräckliga kunskaper som engagemang för att utforma och förvalta en egen fondportfölj tillhör den primära målgruppen för val och byten på fondtorget med eller utan beslutsstöd.

9.4.2 Informationen till pensionsspararna

När PPM startades och pensionsspararna skulle göra sitt första val år 2000 bedrev PPM ett massivt kommunikations- och informationsarbete. Ett av huvudmålen var att få så många aktiva väljare som möjligt. Arbetet blev också framgångsrikt i den bemärkelsen att omkring två tredjedelar av spararna gjorde ett eget val, vilket är en förhållandevis hög siffra i pensionsspararsammanhang.

I efterhand kan vi dock konstatera att kampanjen var något enkelspårig i sitt budskap att uppmuntra till val och att den fungerade mindre väl som beslutsstöd till pensionsspararna. Vi kan också konstatera att många pensionssparare fortfarande inte riktigt förstått vad ålderspensionssystemet innebär eller på vilket sätt de kan sköta sitt premiepensionssparande, trots relativt omfattande informationsinsatser under åren sedan det första valet (se avsnittet innan).

Även om det är svårt att utvärdera informationsverksamhet kan resultatet ändå tolkas som att det är en annan typ av information och vägledning som efterfrågas än den som PPM i dag tillhandahåller. Inte minst framväxten av förvaltnings- och rådgivningsföretag visar att pensionsspararna har behov av betydligt mer handfast vägledning än den som PPM tillhandahåller i dag.

En förhoppning är att det nya förvaltsalternativet och de nya statliga placeringsalternativen med olika riskprofil ska fungera som goda alternativ för de pensions-sparare som inte vill engagera sig i någon större utsträckning. Dessa fonder kommer också att utgöra mycket konkurrenskraftiga alternativ även för sofistikerade investerare som söker breda globala aktiefonder till låga priser. En annan förhoppning är att inrättandet av den nya Pensionsmyndigheten den första januari 2010 kommer att förbättra förutsättningarna för att bättre nå ut med en samlad pensionsinformation till pensions-sparare och pensionärer.

Bland PPM:s återkommande informationsaktiviteter under senare år kan nämnas:

Information till nya premiepensionssparare

På våren 2008 och 2009 gjorde PPM ett separat utskick till ett urval av de personer som första gången hade premiepensionspengar att placera. Utskicket – *Sparpaketet* – innehöll ett brev med personlig kontoinformation och en folder med information om olika sätt att ta hand om premiepensionen.

Syftet var att uppmana nya sparare att engagera sig i sin premiepension och ge dem hjälp och stöd för att kunna ta ställning till hur de vill att deras pengar ska vara placerade.

Huvudbudskapet var att tala om att valet är viktigt och att det är den enskildes eget ansvar. Premiepensionsspararna ska veta vad som händer med pengarna om de inte väljer fonder och att de kan välja själva eller använda det stöd (PPM-Lotsen) som finns på PPM:s webbplats.

PPM:s uppföljningar av Sparpaketet indikerar att omkring var tionde nysparare som fått detta utskick har påverkats av informationen i sitt beslut kring placeringen av premiepensionspengarna.¹⁸

Sju av tio nysparare upplevde att utskicket gav ett positivt helhetsintryck och omkring hälften bedömde informationen som värdefull och användbar.

¹⁸ Telefonundersökningar 2008 (Stelacon) och 2009 (CMA Research).

Information till icke-väljare 2008

PPM genomförde under åren 2006–2008 årliga utskick med syfte att göra premiepensionssparare uppmärksamma på risker och möjligheter i det egna sparandet och att förmå fler pensionssparare att se över sitt premiepensionssparande.

Under hösten 2008 genomförde PPM ett riktat utskick till en ca 1 miljon premiepensionssparare som inte gjort ett eget fondval och därför har sina premiepensionsmedel placerade i Premiesparfonden. I utskicket beskrevs Premiesparfonden och dess egenskaper och vilka möjligheter som finns för den som skulle vilja byta till andra fonder.

Syftet med utskicket var att fler pensionssparare skulle fundera igenom sitt premiepensionssparande och ta ställning till om de hade ett sparande som passar dem. Med utskicket ville PPM förmedla budskapet att det på PPM:s webbplats finns beslutsstöd som gör det enkelt att sätta samman och välja en balanserad fondportfölj.

Motsvarande utskick gjordes även 2006 och 2007 med skillnaden att informationen då riktades till pensionssparare som gjort ett aktivt val av premiepensionsfonder vid inträdet i premiepensionssystemet men som därefter inte ändrat sitt fondinnehav.

PPM:s utvärdering av utskicket 2008 visar att detta fick ett något lägre genomslag än motsvarande utskick 2006 och 2007.¹⁹ Förklaringen till detta står att finna i målgruppen. Personer som aldrig gjort ett val (2008) är mindre intresserade och mottagliga för denna typ av information jämfört med dem som gjort ett sådant val.

Var tredje person som mindes att de fått utskicket har läst informationen vilket, uppräknat till hela målgruppen, innebär att PPM:s information nådde ut till omkring 220 000 icke-väljare.

Hälften av dem som läste PPM:s information gav utskicket ett positivt helhetsbetyg. Drygt var tionde säger att de fick veta något om sin premiepension som de inte tidigare kände till.

¹⁹ Telefonundersökning 2008 (Stelacon).

10 Fondhandelsmodellen

10.1 Nuvarande fondhandelsmodell

Syftet med PPM:s nuvarande fondhandelsmodell är att det ska vara enkelt och gå snabbt för pensionsspararen att genomföra ett fondbyte. Modellen innebär att PPM köper fondandelar för pensionsspararens räkning innan betalning för försäljningen har kommit in. Det betyder att PPM lånefinansierar bytet under en viss interimspenod och därigenom lyfter bort risk från pensionsspararen. Lånet är kostnadsfritt för den enskilde pensionsspararen och finansieras genom den s.k. särskilda krediten som PPM har hos Riksgälden.

Det kan konstateras att den valda fondhandelsmodellen ger upphov till både valuta- och kursrisk för PPM och, i förlängningen, för pensionsspararna eftersom PPM:s verksamhet i sin helhet finansieras genom avgiftsuttag. Riskerna är en direkt konsekvens av den valda handelsmodellen och kan givetvis leda till både stora vinster och stora förluster. Storleken på dessa risker är linjärt beroende av omsättningen i kronor (antalet byten och storleken på dessa byten). Då både den totala fondförmögenheten och antalet fondbyten kan förväntas öka under kommande år, inte minst till följd av den snabba tillväxten av s.k. rådgivnings- och förvaltnings-tjänster, kan även riskerna på grund av handelsmodellen förväntas öka.

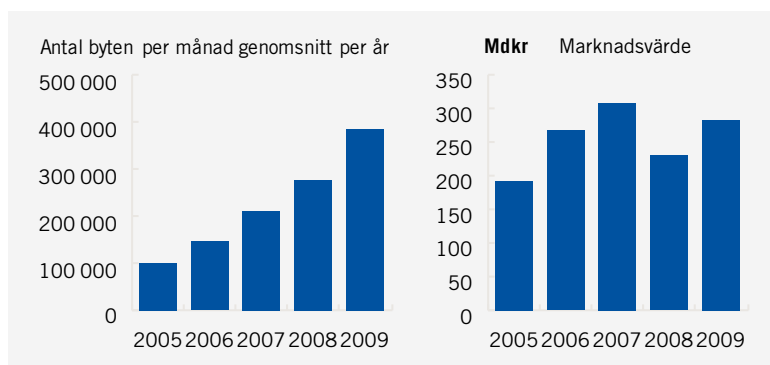


Diagram 20. Genomsnittligt antal byten per månad samt marknadsvärde för fondförmögenheten, 2005–september 2009

Motivet till den valda fondhandelsmodellen är att det ska gå snabbt och upplevas som enkelt för fondspararen att genomföra ett byte. Tidigare konstaterades att behovet av frekventa byten för en pensionssparare som valt en bred portfölj inte är så stort. Att ett fondbyte tar några dagar kan naturligtvis upplevas som krångligt för den enskilde pensionsspararen, men har liten betydelse för hans eller hennes möjligheter konstruera långsiktigt effektiva portföljer.

Det kan ifrågasättas om nyttan av snabba byten uppväger de risker som uppstår till följd av den nuvarande fondhandelsmodellen. Man bör beakta att risken bärs av pensionsspararkollektivet, medan nyttan tillfaller den enskilde pensionsspararen.

10.2 Ändra fondhandelsmodellen?

Riskerna som är förknippade med den valda fondhandelsmodellen är inte försumbara och de kan förväntas växa under kommande år. En sätt att eliminera riskerna är att ändra handelsmodellen så att myndigheten inväntar likvid från försäljning innan köp genomförs. Detta skulle innebära att handelscykeln förlängs några dagar och att pensionsspararnas konton därför blir låsta under en längre period. Det bör dock poängteras att detta är det normala förfaringssättet vid handel i fonder på andra fondhandelsplatser.

En förändring av fondhandelsmodellen i denna riktning skulle vara i linje med principen att varje pensionssparare ska bära sina egna risker och kostnader. Det skulle även ta bort PPM:s kreditbehov avseende fondhandeln, eftersom pengarna från säljorden skulle vara PPM tillhanda innan betalningen för köpet skulle göras. Förändringen skulle heller inte medföra några långtgående konsekvenser för pensionsspararnas möjligheter att konstruera effektiva portföljer.

10.3 Andra alternativ?

Man kan överväga om det finns några bra alternativa sätt att hantera de risker som fondhandelsmodellen är förknippad med. En möjlighet skulle t.ex. kunna vara att utveckla metoder och systemstöd för att mäta och hantera de risker som uppstår. Detta är viktigt inte minst för att säkerställa god intern kontroll.

Att på ett heltäckande sätt mäta och hantera riskerna i fondhandeln kan dock vara förknippat med en rad praktiska problem, inte minst på grund av att det är svårt att veta när fondbolagens likvider kommer in. Även om fonderna anger antalet likviddagar i sina fondbestämmelser är villkoren ofta angivna som ”upp till ett visst antal dagar”. Det kan även förekomma att betalningen kommer in senare än vad som anges i fondbestämmelserna. Det finns således en uppenbar risk att man ökar risken i stället för att eliminera den om man t.ex. försöker terminssäkra större valutaflöden till en viss dag.

En annan lösning är att helt enkelt kräva att alla fonder ska vara noterade i svenska kronor. På så vis skulle man helt kunna eliminera valutarisken – vilken är den största risken – i fondhandeln. Problemet med denna lösning är dock att det blir lätt för fondbolagen att skära emellan via valutakursen, något som ansågs vara så problematiskt när premiepensionssystemet infördes att man föredrog att handla i den valuta som fonden är noterad i. För närvarande tillåts handel i sex valutor förutom svenska kronor: brittiska pund, euro, japanska yen, norska kronor, schweizerfranc och US-dollar.

11 Framväxande marknad för tjänster med anknytning till premiepensionssparandet

Sedan fondhandeln i premiepensionssystemet startade hösten 2000 har en rad företag lanserat olika typer av informations-, rådgivnings- och/eller förvaltningstjänster för premiepensionssparandet. I dag finns omkring 20–30 bolag på marknaden med en sammantagen kundstock på uppskattningsvis 600 000 kunder. En grov uppskattning är att förvaltningsbolagen tillsammans förvaltar omkring 30 miljarder kronor. Som en konsekvens av denna utveckling har antalet byten som utförs av förvaltningsbolagen stadigt ökat. Se diagrammet nedan.

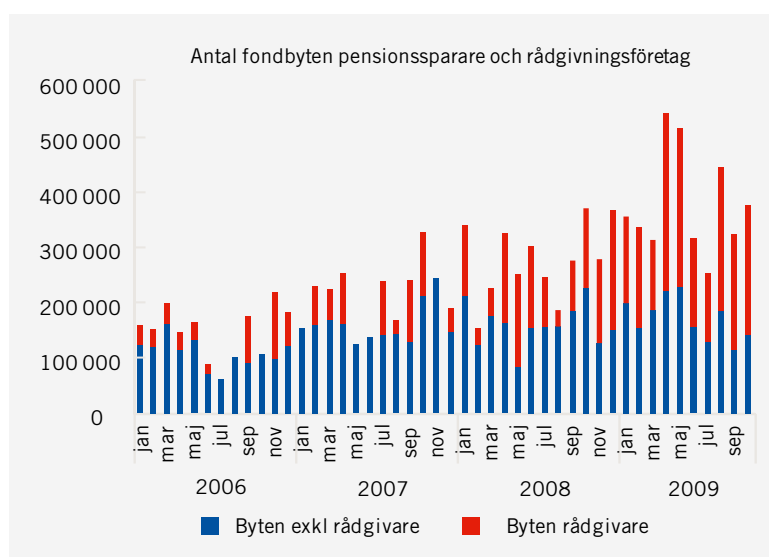


Diagram 21. Antal fondbyten, pensionssparare och förvaltningsföretag 2006–2009

Anmärkning: PPM har i dagsläget ingen statistik som visar vem som har genomfört ett byte. Uppgifterna i grafen bygger därför på en uppskattning, där vi antar att om en mängd identiska byten genomförs under en och samma dag, så är de initierade av ett förvaltningsföretag.

Under våren 2007 tog ett antal företag ytterligare ett steg i denna utveckling då de introducerade interaktiva tjänster för hantering av premiepensionskontot utanför PPM:s egna webbplats, www.ppm.nu. Företagens kunder erbjöds att se sitt premiepensionskonto i en depå och att beställa fondbyten på företagets webbplats utan att vara inloggad på ppm.nu. Vissa av dessa tjänster erbjöds i kombination med en förvaltningstjänst. Denna utveckling ägde rum utan PPM:s inblandning.

11.1 Konsekvenser

11.1.1 Bidrar företagen till effektivare portföljval?

Antalet informations- rådgivnings- och/eller förvaltningsföretag, och dessa företags totala förvaltade kapital, har ökat dramatiskt under senare tid även om helt tillförlitlig statistik saknas. Flertalet av dessa bolag har bara bedrivit sin verksamhet under en kortare tid, vilket gör det svårt att dra några generella slutsatser om huruvida bolagens inträde på marknaden har lett till bättre eller sämre diversifierade portföljer.

Kostnaden för de tjänster som erbjuds är dock i det flesta fall mycket höga i relation till den genomsnittliga pensionsspararens kontobehållning. Den genomsnittliga avgiften för en förvaltartjänst ligger kring 600 kronor per år, vilket motsvarar 1,3 procent av den genomsnittliga pensionsspararens kontobehållning (45 000 kronor per den 30 juni 2009). Det krävs således en betydande meravkastning från förvaltningsbolagens sida bara för att pensionsspararen ska få tillbaka kostnaderna för tjänsterna. För att spararen ska tjäna på att anlita bolagen måste meravkastningen vara ännu högre.

11.1.2 Konsekvenser för fondhandeln och fondbolagen

Till följd av informations- rådgivnings- och/eller förvaltningsföretagens tillväxt har antalet massbyten ökat. Massbyten uppstår då ett förvaltningsbolag byter ut sina kunders innehav eller då informations- eller rådgivningsbolag gör förändringar i sina portföljrekommendationer.

För de flesta fonderna i systemet är de in- och utflöden som uppstår små, både i relation till fonden och den underliggande marknads storlek och omsättning. Men för fonder som huvudsakligen placerar på mindre utvecklade och mindre likvida marknader kan dessa kapitalflöden ställa till problem. Den låga likviditeten innebär att det kan vara svårt att omsätta stora belopp på kort tid utan betydande prispåverkan. Se även diskussionerna i avsnitt 6.2.

I några fall har det funnits fonder som inte har klarat av att hantera de stora inflödena till följd av massbyten, med följd att fonden har stängts för insättning. Förekomsten av massbyten, i kombination med att PPM kräver daglig likviditet hos fonderna i systemet, riskerar att på sikt leda till att fonder som investerar på mindre marknader slås ut. En sådan utveckling vore olycklig bl.a. eftersom pensionskapital, som tidigare nämnts (se avsnitt 8), är väl lämpat att tillgodogöra sig likviditetspremier.

11.1.3 Sammanblandning med PPM

Under senare tid har PPM:s kundtjänst tagit emot ett ökat antal frågor kopplade till företag som erbjuder tjänster med anknytning till premiepensionssystemet. I flera fall har pensionsspararna fått uppfattningen att företagen som kontaktar dem för att marknadsföra sina tjänster *är* PPM, eller att företaget i vart fall har ett mer eller mindre organiserat samarbete med PPM. Enligt uppgift förekommer det också att de företag som erbjuder tjänster med anknytning till premiepensionssystemet marknadsför sina tjänster genom ganska aggressiv telefonförsäljning. Ett antal fall har även uppmärksammats i media. Konsumentverket och Finansinspektionen har mottagit en rad anmälningar mot företagen och påbörjat granskningen av dessa.

PPM har vidtagit åtgärder för att minska risken för denna typ av missförstånd och sammanblandningar, bl.a. genom information på PPM:s hemsida samt direktkontakt med berörda företag och tillsynsmyndigheter.

11.2 Arbetet med reglerad samverkan

Vid en analys av utvecklingen på marknaden kunde PPM konstatera att en positiv effekt av andra aktörers erbjudande av olika webbaserade tjänster var att premiepensionssparandet kan bli mer lättillgängligt för den individuella spararen. Samtidigt fanns farhågor om att en fortsatt utveckling utan tydlig styrning och reglering skulle kunna försvåra möjligheten att nå fram med helhetsbilden till pensionsspararen. En fortsatt utveckling utan reglerad samverkan med de aktuella aktörerna skulle kunna skapa förvirring hos pensionsspararen, bl.a. eftersom det finns en risk för att olika aktörer lämnar olika information. Till detta kom farhågor kring konsekvenserna för fondhandeln och för utbudet på fondtorget som beskrivits ovan.

Utgångspunkten för PPM:s arbete var att myndigheten inte aktivt borde försvåra för en enskild pensionssparare som vill kunna se sitt PPM-konto eller byta fonder på någon annan aktörs webbplats, under förutsättning att tillräcklig säkerhet och god konsumentinformation kunde säkerställas genom reglerad samverkan. Ställningstagandet har sin grund i att premiepensionssystemet bygger på valfrihet och eget ansvar.

Efter en samlad bedömning valde PPM att påbörja ett arbete kring reglerad samverkan, med syfte att:

- sprida information effektivare till pensionsspararna och kvalitetssäkra informationen från PPM på externa aktörers webbplatser,
- bättre kunna hantera den stora ökningen av fondbyten som görs av externa aktörer, och
- förbättra förutsättningarna för pensionsspararna att på ett säkert och smidigt sätt logga in på *ppm.nu* via externa aktörers webbplatser.

Ett uttalat krav var att relationen mellan PPM och externa aktörer skulle regleras genom avtal. Syftet var alltså att ta kontroll över hanteringen av information och fondbyten. Genom regleringsbrev fick PPM möjlighet att ta ut avgifter från externa aktörer, och PPM har för år 2009 haft i uppdrag att till regeringen återrapportera hur införandet av webbaserade PPM-tjänster genomförts. Utkast till avtalsreglering och en färdig IT-systemlösning har tagits fram.

Under senhösten 2009 beslutade regeringen att tills vidare skjuta på införandet av webbaserade tjänster, eftersom det visat sig finnas behov av ytterligare analyser. PPM har fått i uppdrag att bistå regeringskansliet i analysarbetet.

PPM:s nuvarande bedömning är att det finns tre alternativ:

1. Den typ av webbaserade tjänster som erbjuds på marknaden försvåras eller stoppas (helt eller delvis),
2. någon form av reglerad samverkan införs, eller
3. ingenting görs.

PPM:s nuvarande bedömning är att alternativ 3 inte är någon framkomlig väg. På marknaden används redan billiga och enkla alternativa lösningar till reglerad samverkan, bl.a. s.k. scraping. Flera av storbankerna har hittills avstått från att använda denna typ av lösningar i avvaktan på färdigställandet av PPM:s lösning. Om PPM:s lösning inte införs får det antas att bankerna istället börjar använda dessa alternativa lösningar för att kunna tillhandahålla de aktuella tjänsterna till sina kunder. Användningen av sådana lösningar skapar redan i dag problem i PPM:s datasystem. Om användningen skulle öka dramatiskt på grund av att även storbankerna börjar använda scraping eller dylikt kan det mycket snabbt uppstå allvarliga störningar i PPM:s datasystem, vilket naturligtvis ytterst påverkar pensionsspararna. I en sådan situation kan man snabbt bli tvungen att införa åtgärder för att försvåra eller stoppa de aktuella tjänsterna, dvs. man tvingas använda alternativ 1 för att skydda systemet.

12 Viktiga områden för Pensionsmyndigheten

Många pensionssparare upplever premiepensionssystemet som komplext och svårt. Pensionsmyndigheten har därför ett viktigt informationsuppdrag. Vi tror att pensionsspararna är i behov av handfast vägledning i de här frågorna. Som regeringen konstaterar i sin proposition *Pensionsmyndigheten och dess administration* (prop 2008/09:202):

”En pensionssparare har att förhålla sig till information om pension från en mängd olika källor och till att det finns starka affärsintressen hos marknadsaktörerna. Den enskilde upplever ofta ett kunskapsunderläge när det gäller företeelser som placeringsformer, avgifter och avkastning. Pensionsmyndigheten bör kunna stå för en neutral och objektiv information även kring sådana frågor.”

Avdramatisera premiepensionsvalet

Vi tror att en viktig uppgift för Pensionsmyndigheten är att försöka avdramatisera premiepensionsvalet. För många pensionssparare kommer det nya förvalsalternativet med generationsfundsprofil att vara ett bra placeringsalternativ. Det är inte nödvändigt för alla pensionssparare att själva ta ställning till hur fondportföljen ska förvaltas när det erbjuds bra förvalsalternativ. I genomsnitt är det troligt att den framtida pensionen blir lägre när individen fattar sina egna investeringsbeslut, än när han eller hon förlitar sig till de alternativ som tagits fram av experter med beaktande av både inkomstpension och humankapital.

Steg 1 – Val av risknivå

För de pensionssparare som ändå vill fatta sina egna investeringsbeslut är det viktigt att Pensionsmyndigheten kan bistå med handfast vägledning. Ett vanligt sätt att se på problemet är att dela upp beslutsprocessen i två steg. I det första steget ska pensionsspararen ta ställning till vilken risk han eller hon vill ha i premiepensionsportföljen. Då är det bra att veta att risknivån i huvudsak bestäms av vilken fördelning man väljer mellan aktiefonder och räntefonder. Ju högre andel aktiefonder, desto högre risk, och tvärtom. Pensionsspararnas val av risknivå handlar alltså ytterst om valet mellan aktiefonder och räntefonder.

Hur stor andel aktiefonder en pensionssparare bör ha beror i sin tur på en rad faktorer såsom pensionsspararens ålder, inkomst, övrigt sparande och attityd till risk. För de allra flesta är dock åldern den viktigaste faktorn, eftersom den inte bara anger placeringshorisonten utan även kan tjäna som en indikator på pensionsspararens ekonomiska ställning. Som vi såg i avsnitt 8.2.1, så består pensionsspararens totala kapital främst av humankapital²⁰ när pensionsspararen är ung, medan andelen finansiellt kapital är litet. När pensionsspararen börjar närma sig pensionsdagen gäller dock oftast det omvända.

Eftersom humankapitalet och intjänade pensionsrätter för inkomstpensionen kan betraktas som en obligationsplacering kommer pensionsspararens totala förmögenhetsportfölj att domineras av obligationer i början av livsryckeln. Det finns därför utrymme att investera hela eller stora delar av premiepensionsbehållning i aktiefonder utan att den totala risknivån blir för hög.

²⁰ Humankapitalet består av det diskonterade nuvärdet av alla framtida inkomster från förvärvsarbete.

I takt med att pensionsspararen närmar sig pensionsåldern är det dock dags att överväga att dra ned på aktieexponeringen i premiepensionsportföljen. Anledningen är dels att premiepensionen då utgör en mer betydande andel av den totala förmögenhetsportföljen, dels att tidpunkten för pensionsutbetalningarna har närmat sig. Som vi såg i avsnitt 5 påverkas premiepensionen nästan direkt av värdeutvecklingen på kontot. I år minskade t.ex. pensionsutbetalningarna med i genomsnitt 30 procent till följd av förra årets kraftiga börsnedgång. På motsvarande sätt beräknas pensionsutbetalningarna för nästa år räknas upp med nära 20 procent. För den som inte är beredd att ta så stora svängningar i sin premiepension kan det vara välbetänkt att minska risken genom att välja en större andel räntefonder.

Steg 2 – Val av enskilda fonder

När individen har beslutat sig för hur stor andel aktiefonder som han eller hon är beredd att investera i är nästa steg att besluta i *vilka* fonder som investeringen ska göras. Som vi diskuterade i avsnitt 7.1 finns det två källor till avkastning i finansiella portföljer: systematisk exponering mot riskpremier och värdeskapande aktiv förvaltning. För det stora flertalet torde den första källan, dvs. att ta tillvara på den avkastning som aktiemarknaden som helhet ger, vara fullt tillräcklig, och bara de verkligt intresserade och initierade borde uppmuntras till aktiv förvaltning. Aktiv förvaltning innebär ju att placeraren försöker öka portföljens avkastning genom att utnyttja tillfälliga felprissättningar på marknaden. Aktiv förvaltning är därför – för kollektivet – ett nollsummespel (före avgifter) där vissa vinner och vissa förlorar.

Den huvudsakliga informationsuppgiften för Pensionsmyndigheten bör därför vara att tydliggöra diversifieringens och kostnadernas betydelse för ett långsiktigt pensionssparande. Ett exempel på en väldiversifierad portfölj är en global aktiefond.

Öka utbudet av billiga indexnära fonder

Ett annat område som ligger väl i linje med det vi hittills har diskuterat är utbudet på fondtorget. Som vi konstaterat i tidigare avsnitt dominerar utbudet av fonder av aktivt förvaltade fonder. Vi tror att åtgärder som kan öka utbudet av billiga indexnära alternativ även kan förväntas öka pensionsspararnas möjligheter att uppnå god riskspridning till en låg kostnad. En sådan åtgärd skulle t.ex. kunna vara att se över den nuvarande prisreduktionsmodellen för att se om den kan göras mer förmånlig för denna typ av fonder.

Fortsatt arbete för att säkerställa hög effektivitet och kostnadskontroll

Det är också viktigt att fortsätta arbetet med att säkerställa hög effektivitet och kostnadskontroll. Kostnaderna för administrationen bärs ju av pensionsspararna själva, och ju lägre kostnaderna är, desto högre pension får spararna. Pensionsmyndigheten bör även se över den nuvarande fondhandelsmodellen och de finansiella risker som den är förknippad med. Frågan man måste ställa sig är om värdet av snabba byten är större än de risker som handelsmodellen ger upphov till.

Referenser

Offentligt tryck

Statens offentliga utredningar (SOU)

SOU 1994:20 *Reformerat pensionssystem*

SOU 1996:83 *Allmänt pensionssparande (Premiepensionsutredningen)*

SOU 2005:87 *Svårnavigerat? Premiepensionssparandet på rätt kurs*

Propositioner och skrivelser

Prop. 1993/94:250 *Reformering av det allmänna pensionssystemet*

Prop. 2009/10:44 *Ändringar i premiepensionssystemet*

Prop 2008/09:202 *Pensionsmyndigheten och dess administration*

Dir 2004:77 *Premiepensionssystemets funktion*

Fi 2006:397 (Uppdrag till PPM att redovisa förslag till vissa ändringar i premiepensionssystemet)

Övrig litteratur

Benarzi, S och Thaler, R. (2001): "Naïve diversifications strategies in defined contribution plans", *American Economic Review*, vol. 9, s. 79–99

Calvet, Laurent E.; Campbell, John Y.; och Sodini, Paolo (2007): "Down or Out: Assessing the welfare costs of household investment mistakes", *Journal of Political Economy*, University of Chicago Press, vol. 115 (5), s. 707–747

Chen, R.; Ibbotson, R.; Milevsky, M. och Zhu, K. (2006); "Human Capital, Asset Allocation and Life Insurance", *Financial Analysts Journal*, January/February 2006, vol. 62(1), s. 97–109

Diamond, Peter (2009): "Economic Globalisation and Swedish Pensions", Expertrapport nr 28 till Globaliseringsrådet

Karlsson, Anders; Massa, Massimo; och Simonov, Andrei (2007): "Portfolio choice and menu exposure," in *Redefining retirement: How will boomers fare?*, Madrian, B., Mitchell, O., och Soldo, B., *Oxford University Press*, Oxford

Karlsson, Anders och Nordén, Lars (2007): "Home sweet home: Home bias and international diversification among individual investors", *Journal of Banking and Finance*, vol. 31 (2), s. 317–333

Kritzman, Mark P. (2000): "Puzzles of finance: Six practical problems and their remarkable solutions", *John Wiley & Sons*

Markowitz, Harry (1952): "Portfolio Selection", *Journal of Finance*, vol. 7 (1), s. 77–91

- Nordén, Lars (2008): "Individual home bias, portfolio churning and performance". Tillgänglig på: <http://ssrn.com/abstract=1089746>
- PPM (2005): *Redovisning av Premi pensionsmyndighetens arbete med kostnadseffektivitet*, PM, dnr 2005-274
- PPM (2006) *Redovisning av Premi pensionsmyndighetens arbete med kostnadseffektivitet*, PM, dnr 2006-285
- PPM (2009): *Pensionsspararna och pensionärerna 2008*
- RiR 2004:16 *Premiepensionens första år*; Riksrevisionen
- Statskontoret (2007:5): *Statens ansvar och åtagande inom premiepensionssystemet*
- Tang, Ning; Mitchell, Olivia S.; Mottola, Gary R.; och Utkus, Stephen P. (2009): "The efficiency of sponsor and participant portfolio choices in 401 (k) plans", PRC WP 2009-08, Pension research council working paper, The Wharton School, University of Pennsylvania
- UCITS Market (2009): EMFA International Statistical Release (2009:Q2)

Bilagor

Bilaga 1: Typfallsberäkningar (avsnitt 4)

I avsnitt 4 presenteras spridningen av möjliga framtida premiepensionsutfall och dess andel av den totala allmänna pensionen när pensionssystemet är fullt infasat. Eftersom denna tidpunkt ligger långt fram i tiden, används konstruerade typfall som metod för beräkningarna. Typfallen bygger i sin tur på förenklade antaganden som så långt som möjligt närmar sig verkligheten. Det är därför viktigt att resultaten tolkas med försiktighet.

Beräkningarna görs i en typfallsmodell för prognos av pensionsutfall utvecklat av Försäkringskassan (Riksförsäkringsverket). För att illustrera risken förknippat med olika portföljval i premiepensionssystemet simulerar vi värdeutvecklingen på premiepensionskontot. Vid varje beräkning genereras 10 000 möjliga banor för värdeutvecklingen. Därefter beräknas premiepensionens storlek. På så vis försöker vi belysa hur risken i premiepensionsvalet påverkar spridningen av möjliga pensionsutfall.

Antaganden

Beräkningarna baseras på 11 typfall där individen är född 1987 och har sitt inträde på arbetsmarknaden efter år 2010. På så sätt kan vi försäkra oss att beräkningarna avser unga individer som kommer att finnas i systemet när det är fullt infasat.

Dessutom, genom att anta inträdesåret ligger några år framåt i tiden, undviker vi att i beräkningarna blanda fastställda och prognostiserade parametrar, exempelvis inkomstindex och KPI.

Bastypfallet antas vara en medelinkomsttagare som träder in i arbetslivet vid 25 års ålder och går i pension vid fyllda 65 år (se nästa avsnitt för mer detaljer). Dennes inkomstutveckling följer den allmänna tillväxten som antas vara 2 procent men utöver det har denna individ en egen karriärprofil som är något snabbare i början av arbetslivet men som planar ut mot slutet. Därutöver antas individen ha valt placera premiepensionsmedlen i en portfölj med medelrisk under hela intjänandetiden.

I tabell 1 sammanfattas antagandena som står till grund för beräkningarna. Medelriskportföljtypfallet utgör bastypfallet som övriga jämför sig med. För varje typfall är det bara en parameter som varierar, medan övriga parametrar är desamma som för bastypfallet.

Tabell 1. Typfallen

Typfall	Inträdes- ålder	Utträdes- ålder	Tillväxt (%)	Ingångslön (år)	Avkastning portfölj (%)	Risk portfölj (%)
Medelriskportfölj (bastypfallet)	25	65	2	214 000	3,50	13,45
Lågriskportfölj					1,94	4,08
Högriskportfölj					4,40	19,69
Tidigt inträde	24					
Sent inträde	26					
Tidigt utträde		64				
Sent utträde		66				
Låg inkomst				153 000		
Hög inkomst				300 300		
Låg tillväxt			1			
Hög tillväxt			3			

Anmärkning: Till beräkningarna läggs en individuell karriärprofil som innebär att inkomsterna växer något snabbare än den antagna tillväxten de första åren i arbetslivet och planar ut mot slutet.

I de följande avsnitten redogör vi för de beräkningsgrunder som vi bygger våra antaganden på.

Inträde och utträde i arbetslivet

Som nämns ovan utgör en individ som träder in i arbetslivet vid 25 års ålder och går i pension vid 65 års ålder bastypfallet i våra beräkningar. Enligt empiriska undersökningar är inträdesåldern tidigare än 25 år, men det är inte ovanligt att man arbetar deltid då, exempelvis vid sidan av studierna. I våra beräkningar gör vi antagandet att den fasen är avklarad vid 25 års ålder och att individen därmed arbetar heltid. Empirin visar också att utträdesåldern är tidigare än 65 år men att arbetslivets längd är runt 40 år (se Försäkringskassans rapport *"Hur länge arbetar vi i Sverige? Om arbetslivets längd med regional uppdelning"*, Analyserar 2007:6). Vi anser därför att vi har gjort rimliga antaganden om inträdes- och utträdesåldern.

Ingångslöner och tillväxt

För att ta fram rimliga ingångslöner har vi analyserat hela populationens intjänade pensionsrätter 2005.²¹ Inkomsterna härleddes med hjälp av de intjänade pensionsrätterna. Det innebär att samtliga inkomster är takade men analysen visade att det var väldigt få 25-åringar som hade inkomster över den gränsen.

Medianinkomsten för 25-åringar användes som bas för beräkningen av ingångslönen för bastypfallet. Denna ingångslön antas gälla år 2005 och räknas därför upp till vad den skulle bli år 2012 (inträdesåret för bastypfallet). Uppräkningen bygger på antagandet att inkomsten ökar i samma takt som inkomstindex gjort under samma period.

För att bestämma ingångslönen för typfallet med hög inkomst gjordes en likadan uppräknings, fastän i stället för medianen användes 80:e percentilen från analysen av intjänade pensionsrätterna år 2005. Låginkomsttagarens ingångslön baserar sig inte på någon särskild statistik, utan bestämdes till en godtycklig nivå som skulle kunna jämföras med de övriga antagna ingångslönerna.

Den reala tillväxten i ekonomin för bastypfallet bestämdes till 2 procent för att det antas vara en rimlig nivå som dessutom stämmer överens med prognosen i orange kuvertet. För låg tillväxt sänktes den till 1 procent och hög tillväxt till 3 procent.

²¹ Denna statistik fanns tillgänglig vid tiden för analysen, färskare uppgifter skulle troligen inte ändra fördelningen av inkomsterna nämnvärt.

Portföljerna

För att simulera premiepensionsutfallen utgick vi från 3 portföljer som används i PPM:s beslutsstödsverktyg PPM Lotsen. Portföljerna valdes för att representera låg, mellan och hög risk. Fondportföljerna togs fram när Lotsen utvecklades år 2007 och sammansättningen av svenska och globala aktier samt nominella och reala obligationer bestämdes i en optimeringsrutin med målet att generera en så hög avkastning som möjligt i förhållande till risken (mean variance optimering). I tabell 2 sammanfattas antagandena för dessa tre portföljer.

Tabell 2. PPM Lotsens portföljer

Portföljer	Svenska aktier (%)	Globala aktier (%)	Svenska nominella obligationer (%)	Svenska reala obligationer (%)	Real avkastning (%)	Real risk (procentenhet)
1 – låg risk	0	10	85	5	1,94	4,98
4 – medel risk	20	50	30	0	3,50	13,45
7 – hög risk	50	50	0	0	4,40	19,69

För var och ett av de 11 typfallen görs 10 000 simuleringar av premiepensionen, givet portföljens antagande om förväntad avkastning och risk samt övriga antaganden för respektive typfall (se tabell 1 och 2 ovan). På så sätt genereras spridningen av möjliga utfall i premiepensionen. Det innebär att premiepensionen som fås fram är ett resultat av en stokastisk beräkning. Inkomstpensionen och eventuell garanti-pension genereras däremot från en statisk beräkning baserad på en fast inkomstutveckling.

Spridning av möjliga pensionsutfall

Diagram 1–3 illustrerar resultatet av simuleringarna för var och en av de tre portföljerna. Diagrammen visar tydligt att ju högre risk i portföljen desto högre spridning kan man förvänta sig i premiepensionsutfallet.

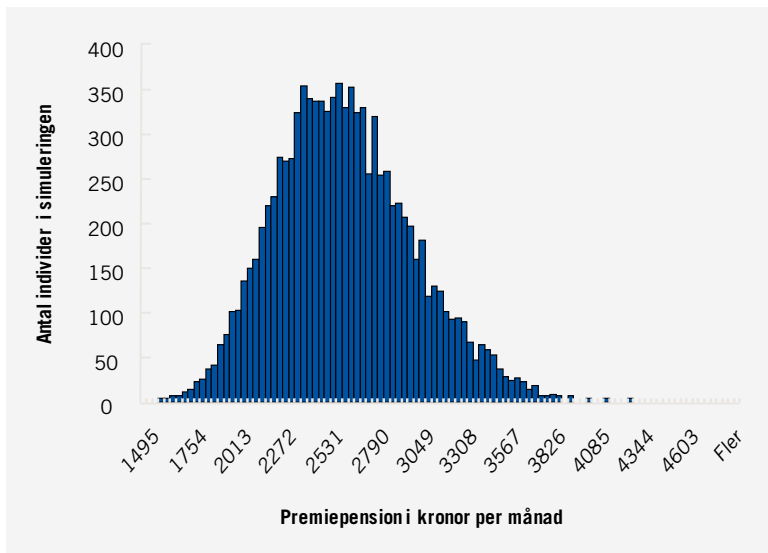


Diagram 1. Spridning i premiepensionsutfallet för lågriskportföljen (10 procent aktier och 90 procent räntor)

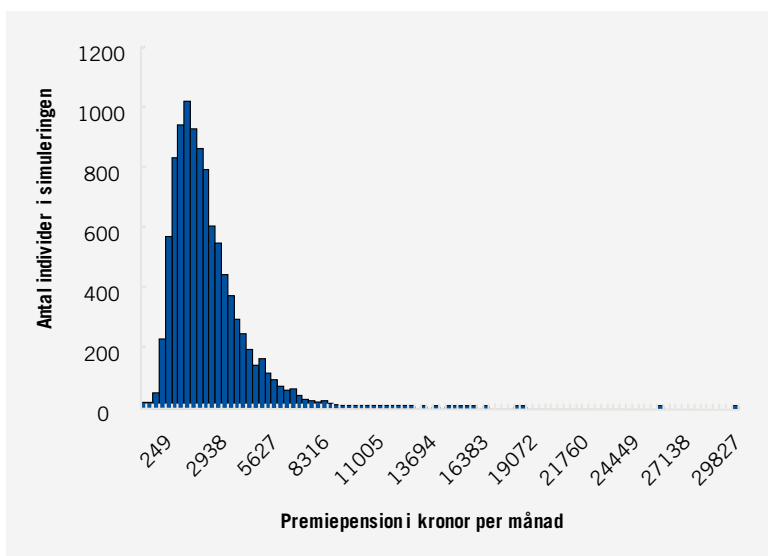


Diagram 2. Spridning i premiepensionsutfallet för medelriskportföljen (70 procent aktier och 30 procent räntor)

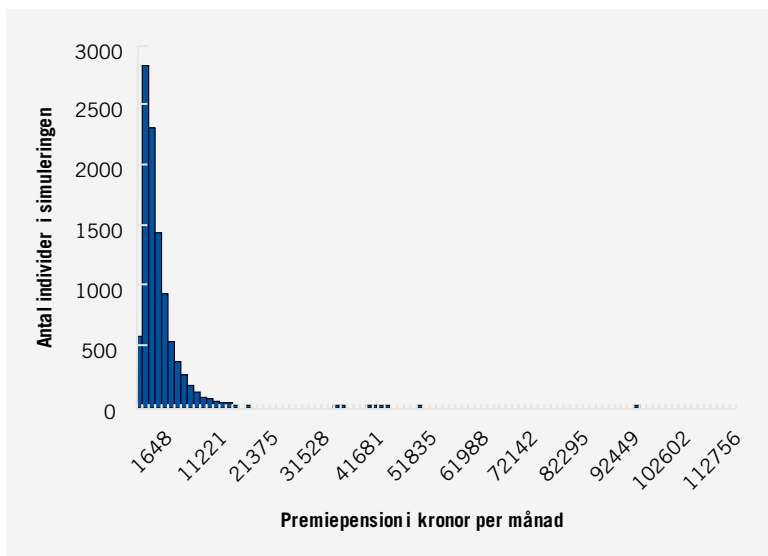


Diagram 3. Spridning i premiepensionsutfallet för högriskportföljen (100 procent aktier)

