

Premiepensionen i det reformerade pensionssystemet – är det önskvärt att kunna välja mellan 663 fonder?

**MÅRTEN PALME
OCH ANNIKA
SUNDÉN**

Mårten Palme är docent vid nationalekonomiska institutionen vid Stockholms universitet och professor vid Växjö universitet.
palme@mbox.su.se

Annika Sundén är Ph D i nationalekonomi och verksam vid RFV:s forskningsenhet. Författarnas huvudsakliga forskningsområde är hur social- och avtalsförsäkringar påverkar individers ekonomiska beteende.
Annika.Sunden@rfv.se

Åsikterna i denna artikel är författarnas egna och överensstämmer inte nödvändigtvis med RFV:s. Författarna vill tacka Marcela Cohen-Birman och Ylva Johansson för hjälp med beräkningar samt Mats Persson för kommentarer.

Det har det blivit allt vanligare i reformer av offentliga pensionssystem att införa individuella finansiella konton där de försäkrade väljer hur pensionsmedlen ska investeras. Sverige var en tidig aktör i denna utveckling genom införandet av premiepensionen. Systemet ger stor valfrihet med ett utbud av mer än 660 fonder. Samtidigt är premiepensionen dyr – årligen slukar systemet 0,73 procent av de sparade medlen i administrationskostnader. En nyckelfråga är huruvida dessa kostnader kan motiveras av att individer utnyttjar möjligheten att påverka sammansättningen av sitt pensionskapital på ett rationellt sätt. Resultaten från empiriska studier tyder på att detta generellt inte är fallet.

Under det senaste decenniet har det blivit allt vanligare att offentliga pensionssystem omfattar individuella finansiella konton där de försäkrade själva bestämmer över hur pensionsmedlen ska investeras. Sverige var en tidig aktör i denna utveckling och i samband med den svenska pensionsreformen infördes ett obligatoriskt system av finansiella individuella konton, premiepensionen.

Premiepensionen utgör en relativt liten del av pensionssystemet – 2,5 procentenheter av den totala pensionsavgiften på 18,5 procent avsätts till denna del av systemet. De försäkrade väljer hur medlen ska investeras bland ett utbud av mer än 600 svenska och internationella fonder och kan välja att investera i upp till fem fonder. För den som inte väljer finns en icke-valsfond, Premiesparfonden, som förvaltas av staten i Sjunde AP-fonden.

Den svenska premiepensionen har ett betydligt större utbud av fonder än vad som erbjuds i andra länder som infört liknande system antingen i sina offentliga pensionssystem eller i sina avtalssystem och det stora utbudet är förenat med höga kostnader. Under 2003 var systemets totala administrationskostnader cirka 600 miljoner. Ungefär 40 procent utgör kostnaden för Premiepensionsmyndighetens (PPM) löpande verksamhet och uppbyggnaden av systemet medan de resterande kostnaderna består av avgifter för penningförvaltning. Penningförvaltning är en industri med stora skal fördelar och ett system med många alternativ är därför förenat med höga kostnader. Den genomsnittliga förvaltningskostnaden för fonderna i premiepensionen är 0,43 procent av förvaltat kapital.¹ PPM:s andel utgör 0,3 procent så den genomsnittlige spararen betalar 0,73 procent av sitt

¹ Det kan jämföras med avtalspensionssystemet för statsanställda i USA som har fem investeringsalternativ och där kostnaden för penningförvaltning är mindre än 0,1 procent.

kapital i administrationskostnader. Detta kan tyckas trivialt men faktum är att det har stor betydelse för den framtida pensionen: Antag att administrationskostnaderna är 1 procentenhet. I så fall kommer de *sammanlagda* administrationskostnaderna att motsvara 20 procent av *varje* pensionsutbetalning för en person som betalar in i 40 år till systemet. Är ett system med så höga kostnader motiverat eller är det möjligt att reducera kostnaderna för systemet men ändå behålla individers valfrihet?

Ett motiv skulle kunna vara att den stora valfriheten ger individer en möjlighet att skraddarsy sina portföljer och att detta har välfärdsvinster. Nästa fråga är således i vilken utsträckning de försäkrade gör rationella placeringsval. Med rationella placeringsval menas i det här sammanhanget att individer tar hänsyn till riskerna i sitt eget humankapital, t ex risken för låga inkomster och risken att den svenska ekonomin ska utvecklas sämre än omvärlden, genom att balansera dem mot riskerna i finansiellt kapital. Mycket av forskningen av individuella kontosystem i avtalsförsäkringar i USA tyder på att individer långt ifrån gör rationella val.² Investeringar är ett svårt ämne och många har ringa erfarenhet av att investera och saknar kunskaper om finansiella frågor.

Ett icke rationellt val kan ha negativa konsekvenser för den framtida pensionen genom att individen antingen tar för stora eller för små risker. En för försiktig strategi kan ge en låg pension pga låg avkastning, å andra sidan kan en riskfylld placeringsstrategi också ha negativa effekter på grund av hög volatilitet i avkastningen. I de flesta fall bär den enskilde försäkrade själv hela risken av investeringsvalet. Undantaget är de personer som kvalificerar för garantipension. Garantipensionens storlek är oberoende av utfallet i premiepensionen och konstruktionen uppmuntrar därför denna grupp av individer att ta stora risker i sina placeringar – individen behåller eventuella vinster men behöver inte betala kostnaden för en förlust eftersom dessa kompenseras av garantipensionen.

1. Utbudet av fonder

Utbudet av fonder är mycket stort. Alla fondförvaltare som är registrerade hos Finansinspektionen har rätt att delta om de tecknar ett avtal med PPM. Vid tidpunkten för de första placeringsvalen år 2000 deltog drygt 450 fonder i systemet, idag finns mer än 600. Majoriteten av fonderna är aktiefonder (71 procent) och ungefär hälften investerar huvudsakligen i utlandet (Tabell 1). Dessutom finns ett stort antal nischfonder, dvs fonder som förvaltar en typ av tillgångsklass. Exempel på sådana fonder är Sverigefonder, internetfonder och Östeuropafonder. Få fonder som är särskilt utformade

² Munnell och Sundén (2004). Under de senast 20 åren har individuella kontosystem inom avtalsförsäkringarna ökat dramatiskt i USA. Den vanligaste typen är sk 401(k) planer och ungefär hälften av alla anställda omfattas sådana planer. Planerna är frivilliga och ungefär 75 procent deltar. Vanligtvis bidrar både den anställde och arbetsgivaren till kontot och den anställde väljer sedan hur pengarna ska investeras.

Tabell 1
Utbud av fonder
efter typ

	Fördelning i procent	Antal
Aktiefonder	71	471
varav Sverige och Norden	10,4	69
Utland	49,2	326
Bransch	11,4	76
Blandfonder	7,8	52
Räntefonder	17,2	114
Generationsfonder	4	26
Totalt	100	663

Källa: PPM.

för att lämpa sig för pensionssparande deltar i systemet. Ett exempel på en sådan typ av fond är generationsfonder där allokeringen mellan olika tillgångslag är anpassad till investerarens ålder och automatiskt förändras över tiden. Endast 4 procent av fonderna är generationsfonder. De försäkrade förväntas istället på egen hand sätta ihop en diversifierad portfölj lämpad för pensionssparande.

Staten har etablerat två fonder som förvaltas av Sjunde AP-fonden. Den ena fonden är icke-vals-fonden, Premiesparfonden, och i denna fond placeras medel för de försäkrade som inte gör ett sk aktivt val. Den andra är Premievals-fonden för de försäkrade som vill göra ett aktivt val men som vill ha staten som förvaltare. Premiesparfondens investeringsstrategi är att avkastningen under en löpande femårsperiod ska motsvara åtminstone den genomsnittliga avkastningen för samtliga fonder i systemet. Premiesparfondens portfölj består till största delen av aktier (82 procent) med den största delen i utländska aktier. Avgiften för icke-vals-fonden är 0,16 procent, betydligt lägre än för majoriteten av fonder i systemet.

Samtliga fonderna presenteras i en fondkatalog. För varje fond finns en beskrivning av dess investeringsinriktning, värdeutveckling, risk (standardavvikelsen av värdet förändringen under de senaste tre åren), och avgift. Premiepensionen administreras enligt en sk clearing-house-modell och PPM handhar all administration av de försäkrades konton, genomför alla köp- och säljtransaktioner och är ansvarig för informationen om systemet. Clearing-house-modellen valdes för att utnyttja skalfördelar i administrationen.

2. Är fler valmöjligheter bättre?

Det kan tyckas vara en självklarhet att fler valmöjligheter är bättre. Det är t ex bättre att kunna välja mellan mer än 600 olika skjortor eller vinsorter än mellan fyra, fem; eller tvingas till ett speciellt val som någon annan fattat – om än i demokratisk ordning. Psykologer argumenterar att fler valmöjligheter ökar individens motivation, ger en känsla av kontroll och välbefin-

nande. Nationalekonomer menar också att större valmöjligheter är bättre eftersom det ger individer en möjlighet att väga marginalkostnad mot marginalnytta och på så sätt hitta ett optimalt utfall.

I princip gäller detta även för pensionssparande. Men kan individen verkligen absorbera information om mer än 600 alternativ för att sedan fatta ett rationellt beslut? Resultaten från ett flertal psykologiska experiment visar att så inte alltid är fallet. Individer som befinner sig i situationer där de tvingas välja mellan ett stort antal alternativ anger att de tycker om själva processen men att det är svårt att faktiskt välja. Individer blir mer osäkra på ”det rätta valet” ju större antalet alternativ är. Detta resultat har kommit fram då man t ex expanderat valmängden av ett litet till ett stort antal choklad- eller syltsorter.³

Inom nationalekonomin har en kvalificerad forskning kallad ”behavioral finance” utvecklats och en av de mesta kända forskarna inom detta område är Richard Thaler vid The University of Chicago. Hans och andras studier av investeringsval i pensionskonton tyder också på att individer inte nödvändigtvis tycker att det är bättre att ha stor valfrihet. I ett experiment ombads universitetsanställda i Kalifornien som omfattades av en avtalspension med individuella konton att rangordna utfallet från tre portföljer utan att veta vilken som var vilken.⁴ Utfallet mättes som den förväntade pensionsinkomsten från placeringsvalet och de tre portföljerna bestod av den försäkrades egen, den genomsnittliga portföljen bland alla försäkrade och medianportföljen bland alla försäkrade. De anställda rankade medianportföljen som den absoluta bästa medan den egna portföljen kom på sista plats. I ett annat experiment fick anställda vid ett företag med ett premiepensions-system möjligheten att låta företaget utforma deras portfölj. De som inte ville ha företagets portfölj tilläts att göra sitt eget val bland ett stort utbud av fonder. De anställda fick sedan ranka sin egen portfölj, den som valts av företaget och en genomsnittsportfölj efter avkastning och risk. En majoritet av de anställda (även de som valt sin egen portfölj) ansåg att den placeringsmix som valts av företaget var den bästa.

Slutsaten är således att ett större antal alternativ snarare är passiverande än motiverande och att individer inte nödvändigtvis föredrar att få välja sin egen placeringsstrategi. En förklaring är att individer inte är så framgångsrika när det gäller att matcha sina investeringar till sin risktolerans.

Ett annat problem avser diversifiering. Det anses allmänt att diversifiering är en god strategi när det gäller investeringar. När individer gör sina placeringsval bör de utgå från sin tolerans för risk och sedan välja en portfölj som ger den bästa avkastningen givet riskprofil. Riskerna i pensionsplaceringarna bör också vägas mot risknivån i annat sparande inklusive övriga pensioner och risken i humankapital.

Vilka är de vanliga misstagen i denna process? Resultat från amerikanska studier visar att individer sällan diversifierar sina pensionskonton utan

³ Iyengar och Lepper (2000) och Lowenstein (1999).

⁴ Benartzi och Thaler (2002).

antingen investerar uteslutande i aktier eller uteslutande i räntepapper.⁵ Om de diversifierar tenderar de att följa enkla tumregler, särskilt om utbudet av fonder är stort, utan att nödvändigtvis förstå vilka alternativ som är lämpliga att kombinera. En sådan tumregel är den sk 1/n-strategin vilken innebär att pensionsmedlen fördelas lika mellan antalet möjliga val.⁶ Detta skulle kunna leda till en väl diversifierad portfölj men om utbudet av fonder är stort och domineras av aktier tenderar en sådan strategi att leda till en för stor aktieandel i portföljen.

Ett annat vanligt misstag är att investera en för stor andel i tillgångar i sitt eget land – ”home bias” – eller i det företag eller sektor man arbetar i. Home bias har under de senaste åren blivit ett etablerat begrepp och har dokumenterats i ett flertal studier inom olika discipliner.⁷ En sådan strategi innebär att risken i de finansiella tillgångarna koncentreras till samma land eller samma sektor som humankapitalet. En förklaring till varför individer väljer en sådan strategi är att de känner större förtroende för den egna ekonomin eller sektorn och tycker sig ha bättre kunskaper om dess framtida utveckling. Resultatet av ”home bias” är att en nedgång i den svenska ekonomin, eller i den sektor som den försäkrade arbetar, inte bara påverkar den nuvarande inkomsten utan också den framtida pensionen. För att sprida riskerna bör därför åtminstone en del av pensionskapitalet placeras i utländska tillgångar.

Problemet med ”home bias” understryker betydelsen av att ta hänsyn till risken i sitt humankapital vid placeringsvalet. Detta betyder att individer som har hög risk i sitt humankapital, t ex arbetar i en bransch med stor risk för arbetslöshet eller riskerar att bli förtidspensionärer, bör motverka detta genom att investera sitt finansiella kapital mer försiktigt. Generellt uppmuntrar det svenska systemet till ett högre risktagande än motiverat (för de som enbart har garantipension) eftersom garantipensionen (den garanterade miniminivån i systemet) bestäms oberoende av utfallet i premiepensionen. Detta betyder att de försäkrade som tar mycket hög risk i sina placeringar får behålla eventuella vinster men behöver inte ta konsekvenserna av en förlust.

Hittills har diskussionen gällt investeringar vid en tidpunkt. En annan viktig aspekt är hur placeringarna bör förändras över tiden. Justeringar av portföljen behövs dels för att aktier och räntebärande papper har olika förväntad avkastning, dels för att individers riskprofil förändras när de närmar sig pensionsåldern. Den placeringsprofil som ursprungligen valdes kommer att förändras över tiden eftersom aktier ger en riskpremie. Detta innebär, såvida inte portföljen balanseras, att andelen aktier successivt kommer att öka.

⁵ Munnell och Sundén (2004).

⁶ Benartzi och Thaler (2001).

⁷ Se till exempel Lewis (1999). French och Poterba (1991) visar att bland aktiesparare i USA investerar 94 procent i det egna landet, i Japan är motsvarande andel 98 procent och i Storbritannien 82 procent.

Andelen aktier bör dessutom minska när en individ närmar sig pensionsåldern. Återigen handlar det om en riskfördelning mellan finansiellt kapital och humankapital. När en individ närmar sig pensionsåldern minskar antalet återstående år på arbetsmarknaden och värdet på humankapitalet minskar. Samtidigt ökar det finansiella kapitalet. För att balansera risken i det totala kapitalet bör individer därför minska sitt innehav av aktier.⁸ Liksom tidigare är detta ett område där försäkrade ofta gör fel – studier på amerikanska data visar att individer sällan balanserar sina portföljer eller ändrar allokering när de närmare sig pensionsåldern. Å andra sidan finns det inte heller något som tyder på att pensionssparare försöker ”slå marknaden” genom att handla mycket i sina pensionsportföljer. Sammantaget finns det en stor tröghet i finansiella beslut när det gäller pensioner – investeringsvalet görs en gång och ändras sedan inte.⁹

3. Hur har de försäkrade i premiepensionen valt?

Den första valomgången i premiepensionen ägde rum under hösten 2000. Valet föregicks av en omfattande informations- och annonseringskampanj från PPM. Kampanjen uppmuntrade de försäkrade att göra ett aktivt val – budskapet var att det gällde att ta sin chans att påverka den framtida pensionen. Fondbolagen lade också ner stora resurser på annonsering i syfte att locka väljare.

I den första valomgången gjorde ungefär två tredjedelar ett s k aktivt val. För övriga försäkrade placerades pengarna i icke-vals-fonden. I de senare valomgångarna har andelen aktiva väljare sjunkit dramatiskt och i valet som genomfördes under våren 2003 valde endast 8 procent fonder. De som valde var huvudsakligen unga vilket skulle kunna förklara det svaga intresset. Men om man jämför med samma åldersgrupp i det första valet blir det tydligt att andra faktorer troligen också har påverkat utfallet – i första omgången gjorde nästan 60 procent av de unga ett aktivt val.¹⁰ Det är sannolikt snarare så att avsaknaden av annonsering och rapportering i media har gjort att individer förlorat intresse. Den kraftiga nedgången på aktiemarknaden just efter de första valen kan även ha påverkat intresset så att det betraktas som mindre ”hippt” att intressera sig för investeringar eller placera i aktier.

Kvinnor gjorde i något större utsträckning än män ett aktivt val liksom höginkomsttagare i högre utsträckning än låginkomsttagare.¹¹ Det är emellertid viktigt att komma ihåg att det utifrån detta är svårt att dra några slutsatser om andelen som aktivt tänkte på sitt val. Eftersom individer inte behöver vidta några åtgärder för att investera i Premiesparfonden (icke-valsalternativet) är det inte möjligt att separera denna grupp i de som aktivt

⁸ En tumregel som ofta används av finansiella rådgivare är att aktieandelen ska vara 100 procent minus åldern, dvs en 40-åring bör ha 60 procent aktier och 40 procent i räntebärande papper.

⁹ Munnell och Sundén (2004).

¹⁰ Cronqvist och Thaler (2003).

¹¹ Engström och Westerberg (2003).

Tabell 2
Investeringsval

	Män	Kvinnor
Andel av portföljen investerad i (procent)		
Aktiefonder	74	69
Blandfonder	7	9
Räntefonder	2	3
Generationsfonder	17	19

Källa: Säve-Söderbergh (2003).

bestämde sig för att investera i icke-valet och de som ignorerade processen.

Det genomsnittliga antalet fonder bland dem som gjorde ett aktivt val är 3,4 – ungefär 30 procent valde fem fonder och 15 procent en fond. Bland de som endast investerade i en fond valde drygt 50 procent att investera i en generationsfond.¹² Tabell 2 visar sammansättningen av investeringsvalet för män och kvinnor i den första valomgången.

Både kvinnor och män har huvudsakligen investerat i aktiefonder. Eftersom blandfonder och generationsfonder också till en del är investerade i aktier är den faktiska aktieexponering högre än vad som redovisas i tabellen. Om andelen aktier i dessa typer av fonder läggs till stiger andelen aktier i den genomsnittliga portföljen till över 90 procent.¹³ Så trots att de flesta valt mer än 2 fonder är den sammantagna portföljen odiversifierad vad gäller tillgångsslag.

Nästa fråga är i vilken utsträckning premiepensionsväljarna har investerat en för stor andel i svenska tillgångar eller i den sektor de arbetar i. Resultaten visar en tydlig geografisk "home bias" - nästan 50 procent av tillgångarna är investerade i Sverige.¹⁴ När det gäller sektorfonder visar preliminära beräkningar att ungefär en tredjedel av investeringarna är i sektorfonder men att en mycket liten andel av de försäkrade tycks ha investerat i samma sektor som de arbetar i.

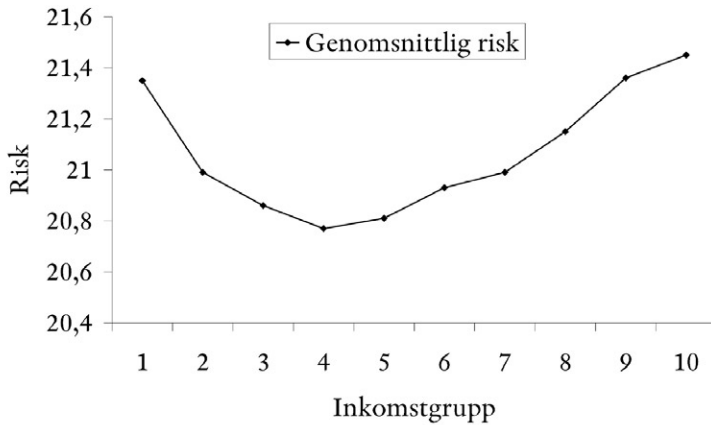
Vad det gäller sambandet mellan placeringsval och risk i humankapital tyder resultaten på att individer i yrken med hög arbetslöshetsrisk är mindre benägna att investera i fonder med hög risk. Detta skulle således tyda på ett rationellt val men ytterligare studier behövs för att undersöka detta närmare.¹⁵ Å andra sidan tyder resultaten på att individer som har låga inkomster och därmed kvalificerar för garantipension tar högre risker än vad som är motiverat. Figur 1 visar den genomsnittliga risken i den valda portföljen för deciler av arbetsinkomst för årskullarna 1954–1964. Om individer tog hänsyn till risken i sitt humankapital borde sambandet mellan inkomst och risk vara positivt, dvs ju högre inkomsten är, desto mindre är risken i humankapitalet vilket gör det möjligt att ta större risk i det finansiella kapitalet. Istället visar figuren ett u-format samband, dvs de med lägst inkomster tar

¹² Hedesström m fl (2003).

¹³ Cronqvist och Thaler (2003).

¹⁴ Cronqvist och Thaler (2003).

¹⁵ Säve-Söderbergh (2003).



Figur 1
Genomsnittlig risk
i placeringsvalet
för åldersgrupper
1954-1964

Källa: Författarnas bearbetning av PPM och LINDA data.

lika stora risker i sina placeringar som höginkomsttagare. Eftersom nyttoförlusten av ett lågt utfall i premiepensionen är större för låginkomsttagare förefaller ett sådant mönster inte rationellt. Å andra sidan kan man tolka det som att låginkomsttagare ändrat sitt risktagande till följd av att de upplever sig ha stor sannolikhet för att kvalificera för garantipension och således inte behöva bära den potentiella förlusten av att välja ett högriskalternativ.

Sammanfattningsvis visar de empiriska resultaten av geografisk "home bias" att de som gjorde ett aktivt val i genomsnitt ökade sitt risktagande, utan att öka den förväntade avkastningen, jämfört med de som valde (eller inte valde) Premiesparfonden i Sjunde AP-fonden. Det faktum att beräkningen av garantipensionen inte tar hänsyn till utfallet i premiepensionen har troligen också lett till att de med låg förväntad pension tagit högre risker än de skulle ha gjort om garantin saknades. Försäkringen har således lett till en beteendeförändring – det som inom nationalekonomin brukar kallas "moral hazard".

Slutligen är det intressant att jämföra utfallet för den genomsnittliga portföljen och för icke-vals-fonden. Samtidigt ska man komma ihåg att det bara gått tre år sedan de första valen och pensionssparande är ett långsiktigt sparande. Eftersom den första valomgången ägde rum på toppen av en oöverträffad börsuppgång har utvecklingen varit negativ för såväl den genomsnittliga portföljen som för icke-vals-fonden. Den genomsnittliga portföljen för de som gjorde aktiva val har minskat med nästan 40 procent medan Premiesparfonden, förlorat 30 procent. Premiesparfonden är dessutom väsentligt billigare med en förvaltningsavgift på 0,16 procent jämfört med 0,43 procent för genomsnittsportföljen. Slutsatsen är således att det hittills har varit bättre att placera sina pensionspengar i icke-vals-fonden än att göra ett aktivt val.

4. Hur ska systemet se ut i framtiden?

Det reformerade pensionssystemet har många goda egenskaper – det följer den samhällsekonomiska utvecklingen, ger incitament till arbete och premiepensionen gör att de försäkrade kan ta del av den långsiktiga utvecklingen på kapitalmarknaden. Den svenska reformen har även väckt stor uppmärksamhet internationellt bland såväl akademiker som politiker. Diskussionen i denna artikel tyder emellertid på att premiepensionens konstruktion skulle kunna förbättras.

Inför det första valet år 2000 satsade PPM stora resurser på att uppmuntra de försäkrade att göra aktiva val och målet var att så många som möjligt skulle välja. Budskapet var att ett aktivt val innebar en möjlighet att påverka sin pensionsinkomst i positiv riktning. Media ägnade också stor uppmärksamhet åt placeringsvalet och förstärkte bilden av att icke-valsfonden bara var till för dem som absolut inte kunde eller ville välja. Trots detta placerade en tredjedel av de försäkrade sina pengar i Premiesparfonden och i senare val har andelen stigit till över 90 procent.

PPM har nu bytt strategi och istället för att uppmuntra till aktiva val, är myndighetens uppgift att öka kunskapen kring finansiella frågor bland de försäkrade så att de kan göra bättre val. Detta är ett steg i rätt riktning från den i många stycken bisarra kampanj som bedrevs inför det första valet hösten 2000. Frågan är dock om en sådan informationsatsning kommer att lyckas. Erfarenheter från USA av liknande utbildningsprogram visar att dessa har vissa positiva resultat men att det sammantaget är mycket svårt att öka kunskaperna.¹⁶ En orsak till att det är så svårt att höja kunskapsnivån är att pensioner och investeringar är komplicerade. Komplexiteten gör att kostnaderna av att tillägna sig materialet ter sig större än vinsterna även om informationen är tillgänglig. I en undersökning om pensionssystemet som RFV årligen genomför svarade mer än 80 procent att de saknade tillräckligt med kunskap för att fatta beslut om premiepensionssparandet samtidigt som ytterst få sökt ytterligare information.

Självklart är information och utbildning viktiga komponenter av pensionssystemet och ett mål bör vara att fler ska få ökad förståelse för hur systemet fungerar. Men det är inte rimligt att anta att vi alla ska bli investeringsexperter på kuppen. Istället är det viktigt att fundera på hur premiepensionssystemet skulle kunna se ut i framtiden för att göra det lättare för de försäkrade att välja, minska risken för extrema utfall och samtidigt göra systemet billigare.

Ett sådant system skulle kunna utformas enligt följande:

1. *Ett väl utformat icke-valsalternativ för den som inte vill välja.* Premiesparfonden är en mycket bra fond och fungerar med sin höga aktieandel väl som icke-val i dagens system där den genomsnittlige försäkrade är 42 år. För att fonden ska fortsätta att vara ett bra alternativ måste emellertid investeringsstrategin förändras allt eftersom de försäkrade åldras. En möjlig-

¹⁶ Munnell och Sundén (2004).

het är att ändra strategin till något som liknar en generationsfond, dvs att fördelningen mellan aktier och räntebärande papper anpassas till de försäkrades ålder. Ytterligare ett problem är att dagens regler inte tillåter att en individ investerar i icke-vals-fonden sedan ett aktivt val en gång gjorts.

2. *Lättförståeliga alternativ för individer som vill välja men som inte vill bli investeringsexperter.* Detta skulle innebära att systemet definierade 3–5 riskkategorier (försiktig, moderat, aggressiv) vilka sin tur motsvarar 3–5 olika portföljer. Systemet upphandlar sedan förvaltningstjänsten i varje kategori. Fonderna ska vara väl diversifierade och fondbolagen ska väljas på grundval av avgifter och förvaltningsstrategi.¹⁷ Den försäkrade väljer sedan den riskkategori som passar bäst för den egna situationen.
3. *Ett utbud av fonder liknande dagens system för den som är intresserad av investeringar och tycker sig ha tillräckliga kunskaper för att kombinera en portfölj på egen hand.* Det är dock frågan om det behövs ett så stort antal fonder som i dagens system. Problemet är emellertid hur antalet fonder skulle begränsas givet att man börjat med ett brett utbud.

Ett system utformat på detta sätt skulle behålla valfriheten men samtidigt göra det enklare. Dessutom skulle det sända en tydlig signal att man inte behöver bli expert för att göra ett bra val och att icke-vals-fonden är ett utmärkt alternativ.

Barr, D, K-O Feldt, T Franzén, M Henrekson, M Palme och E Thedéen (2003), "Hög avgift slukar stor del av pensionen", *Dagens Nyheter*, 18 maj 2003.

Benartzi, S och R Thaler (2002), "How Much Is Investor Autonomy Worth?", *Journal of Finance*, vol 57, s 1593-616.

Benartzi, S och R Thaler (2001), "Naïve Diversification Strategies in Defined Contribution Plans", *American Economic Review*, vol 91, s 79-99.

Cronqvist, H och R Thaler (2003), "Design Choices in Privatized Social Security Systems: Learning from the Swedish Experience", *American Economic Review Papers and Proceedings*, under publicering.

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

French, K och J Poterba (1991), "Investor Diversification and International Equity Markets", *American Economic Review Papers and Proceedings*, vol 81, s 222-226.

Hedesström, T, H Svedsäter och T Gärling (2003), "Identifying Heuristic Choice Rules in the Swedish Premium Pension", *Journal of Behavioral Finance*, under publicering.

Igengar, SS och MR Lepper (2000), "When Choice Is Demotivating: Can One Desire Too Much of A Good Thing?", *Journal of Personality and Social Psychology*, vol 79, s 995-1006.

Lewis, K (1999), "Trying to Explain Home Bias in Equity and Consumption", *Journal of Economic Literature*, vol 37, s 571-608.

Lowenstein, G (1999), "Is More Choice Always Better?", *Social Security Brief*, National Academy of Social Insurance, Washington, DC.

Munnell, AH och A Sundén (2004), *Coming Up Short: The Challenge of 401(k) Plans*, The Brookings Institution Press, Washington, DC.

Säve-Söderbergh, J (2003), "Pension Wealth: Gender, Risk and Portfolio Choices," i *Essays on Gender Differences in Economic Decision-Making*, doktorsavhandling, Institutet för social forskning, Stockholms universitet.

REFERENSER

¹⁷ Barr m fl (2003).