

Passar förvalen alla?

En beskrivning av förvalsalternativen inom tjänste- och premiepensionen



PENSIONS
MYNDIGHETEN

Innehåll

1.	Inledning	1
1.1.	Syfte.....	2
1.2.	Avgränsningar	2
1.3.	Disposition.....	3
2.	Skillnaden mellan fond- och traditionell försäkring	4
2.1.	Fondförsäkring	4
2.1.1.	Aktiefond.....	4
2.1.2.	Räntefond.....	5
2.1.3.	Blandfond.....	5
2.1.4.	Generationsfond	5
2.2.	Traditionell försäkring.....	5
3.	Att bedöma förväntad avkastning	7
3.1.	Förväntad avkastning	7
3.2.	Risk	8
3.3.	Sharpekvot	9
3.4.	Solvensgrad.....	10
4.	Förvalsalternativen som erbjuds.....	11
4.1.	Förvalsalternativens påverkan	11
4.2.	En generationsfond inom premiepensionen.....	12
4.3.	Traditionella försäkringar inom tjänstepensionen	13
4.3.1.	Avtalspension SAF-LO	14
4.3.2.	ITP 1 och ITP 2	15
4.3.3.	KAP-KL och AKAP-KL.....	16
4.3.4.	PA16 avdelning I och II.....	17
4.4.	Entréfonder vid val av fondförsäkring.....	18
4.5.	Sammanfattande jämförelse av förvalens avkastning och risk	20
5.	Kritik av förvalen.....	23
5.1.	Kritik om förvald utbetalning vid 65 års ålder.....	23
5.2.	Kritik om för mycket risk inom premiepensionens förval.....	24
5.3.	Kritik om för lite risk med traditionella försäkringar	25
6.	Sparare är inte neutrala till risk	27
7.	Hur hög andel aktier bör man ha i ett pensionssparande?	30
8.	Många stannar i förvalsalternativet	32
9.	Tjänstepensionens andel av den totala pensionen har ökat.....	36
10.	Iakttagelser och analys.....	38
10.1.	De traditionella försäkringarna i förvalen har varit bättre än sitt rykte.....	39
10.2.	Omotiverade skillnader i den förvalda åldern för utbetalning.	40
10.3.	Många tycks föredra låg risk framför hög avkastning	41
10.4.	Yngre sparare bör i högre utsträckning välja fondförsäkring...	42
10.5.	Det är svårt att jämföra de olika försäkringarna	44

Bilaga 1. Karta över förvalsalternativen.....	46
Bilaga 2. Errata	47
Referenser	48

Sammanfattning

Inom både premiepensionen och tjänstepensionen finns valmöjligheten för spararna att själva välja fonder och förvaltningsform av sitt premiebestämda pensionssparande.

För de pensionssparare som inte har intresse, kunskap eller engagemang att göra ett val finns så kallade förvalsalternativ, icke-väljar alternativ, inom såväl premiepensionen som tjänstepensionsavtalen. Det finns såklart även de sparare som har intresse, kunskap och engagemang som gör ett noga genomtänkt val att stanna kvar i förvalsalternativen.

Förvalsalternativen har dock ifrågasatts till och från. Den huvudsakliga kritiken mot premiepensionens förvalsalternativ, AP7 Såfa, har varit att fonden tar för hög risk. Den huvudsakliga kritiken mot tjänstepensionernas förvalsalternativ har varit att de är traditionella försäkringar med allt för låg risk.

Den här rapporten går igenom hur förvalen ser ut inom premiepensionen och de fyra största avtalsområdena och hur deras risk och avkastning sett ut de senaste 10 åren. Som prognos för framtida avkastning anses prognosstandardens antaganden vara mer lämpliga än den historiska 10 årsperioden. Vidare diskuteras huruvida pensionssparares riskpreferenser generellt är rationella eller om många borde ta högre risk än vad de faktiskt tar.

Rapporten visar att ingen behöver vara orolig över att de inte gjort något aktivt val. Samtliga förval har låga avgifter och flera av de traditionella försäkringarna har under perioden 2009 till 2018 endast gett en något sämre avkastning till en betydligt lägre risk än MSCIs världsindex, som i jämförelsen illustrerar ett snitt av de globala aktieindexfonder som erbjuds. Generellt har dessutom aktieindexfonderna högre avgifter än de traditionella försäkringarna. Tar man dessutom hänsyn till det dåliga börsåret 2008, och inte bara det bra året 2009, har de traditionella försäkringarna till och med haft en högre avkastning innan avgifter än världsindexet MSCI World med fortsatt lägre risk. Premiepensionens förval har gett betydligt högre avkastning till något högre risk än världsindexet, men betydligt högre risk än de traditionella försäkringarna, oavsett vilken period som används.

Beroende på vilken motvilja spararen har att ta förluster, bör dock den yngre pensionsspararen generellt ha en högre exponering mot aktiemarknaden än vad den traditionella försäkringen erbjuder.

Utifrån empirin och iakttagelserna i rapporten landar Pensionsmyndigheten i fem sammanfattande iakttagelser.

De traditionella försäkringarna har varit bättre än sitt rykte. Det rykte som traditionella försäkringar ibland har är att de visserligen har låg risk men att de ger alldeles för lite avkastning för att vara lämpligt i ett pensionssparande. Rapporten visar att MSCIs världsindex under perioden 2009 till 2018 visserligen gett något högre avkastning än de traditionella försäkringarna men till en betydligt högre risk. Om även det dåliga börsåret

2008 tas med i beaktan, och inte endast det bra året 2009, har dock de traditionella försäkringarna både haft högre avkastning och lägre risk än världsindexet. Om detta resultat kommer gälla även för framtida avkastning är dock såklart osäkert och i förväntan har en traditionell försäkring lägre förväntad avkastning än en aktieindexfond, dock till en lägre risk. Slutsatsen är ändå att den som inte vill välja själv inom tjänstepensionen kan stanna kvar i förvalsalternativet, och få en bra riskjusterad avkastning, utan att vara orolig över sitt ickeval. Det finns helt enkelt en fara i att endast ta hänsyn till den förväntade avkastningen utan att ta hänsyn till den förväntade risken.

Det finns omotiverade skillnader i åldern för utbetalning. Att det finns en förvald utbetalningsmånad vid en bestämd ålder kritiserar för att det kan uppfattas som en uppmaning och rekommendation till den enskilde pensionsspararen att gå i pension vid just denna ålder. Den förvalda åldern för utbetalning innebär också en risk för att de som fortsatt arbetar och inte hör av sig till sitt tjänstepensionsbolag kommer betala en högre skatt på pensionen än vad de gjort om de väntat med uttaget till den tidpunkt då de egentligen önskade att ta ut den. Även skillnaderna i den förvalda utbetalningstiden mellan olika tjänstepensionsförsäkringar bör ifrågasättas.

Många sparare tycks föredra låg risk framför hög avkastning. Rapporten konstaterar att pensionssparare inte är neutrala till risk utan snarare visar en motvilja att ta risker. Det betyder att sparare är beredda att gå miste om möjligheten till en högre avkastning förutsatt att risken att förlora stora delar av pensionskapitalet också minskar. Det finns dock också en fara i att vi som pensionssparare är alltför motvilliga till risk för vårt eget bästa.

Yngre sparare bör i högre uträkning välja fondförsäkring. Sparare bör alltid välja risk i sitt sparande efter sina egna preferenser och sin egen livssituation. Allt annat lika bör dock en yngre sparare i högre utsträckning ta mer risk och därför lämpligen spara i en bred aktieindexfond (global aktieindexfond) med låga avgifter.

Det är svårt att värdera och jämföra de olika försäkringarna. En ytterligare slutsats i denna rapport är att det är svårt att jämföra de olika försäkringarna på en enkelt och bra sätt. Dels handlar svårigheten om att jämföra de traditionella försäkringarna med till exempel en global indexfond på ett rättvisande sätt. En annan svårighet avser kritiken att de traditionella försäkringsbolagen inte är tillräckligt transparenta och de därför kan ha en ineffektiv förvaltning som är svår att upptäcka. Vidare gör skillnaderna i förskottsrentan och livslängdantagandena mellan olika fondförsäkringar såväl som traditionella försäkringar, att det är svårt för spararen att göra medvetna val vid pensioneringstillfället

1. Inledning

Inom både premiepensionen och tjänstepensionen finns valmöjligheter för spararna att själva välja fonder och förvaltningsform av sitt premiebestämda pensionssparande.

För de pensionssparare som inte har intresse, kunskap eller engagemang för göra ett val finns så kallade förvalsalternativ, icke-väljar alternativ, inom såväl premiepensionen som tjänstepensionsavtalen. Det finns såklart även de sparare som har intresse, kunskap och engagemang som gör ett noga genomtänkt val att stanna kvar i förvalsalternativen.

Den här rapporten gör ett försök att bedöma om förvalsalternativen passar de allra flesta och vilka sparare som har störst anledning att aktivt se över hur pengarna placeras. Inom premiepensionen är förvalsalternativet fondförsäkringen AP7 Såfa. Inom de fyra största tjänstepensionsavtalen är förvalsalternativen traditionella försäkringar. Skillnaden mellan fond- och traditionella försäkringar är huvudsakligen att det de traditionella försäkringarna ger vissa garantier för utvecklingen av pensionsbeloppet och att de alltid har en viss andel räntebärande värdepapper. I fondförsäkringen tar spararen ett större eget ansvar för placeringarna medan försäkringsföretaget sköter förvaltningen i traditionell försäkring.

När premiepensionen infördes, som en del av det reformerade pensionssystemet, var ett av syftena att öka riskspridningen i den allmänna pensionen. Riskspridningen består av att inkomstpensionen påverkas av inkomsternas utveckling i Sverige, medan premiepensionen påverkas av utvecklingen på kapitalmarknaden med möjlighet till en internationell riskspridning. Vidare fanns en önskan att, genom premiepensionen, ge bättre möjlighet till individer att anpassa sparandet efter sin egen vilja att ta risk och sin egen livssituation.¹

Från att tidigare i huvudsak varit förmånsbestämda pensioner har även tjänstepensionen övergått till mer premiebestämda pensioner med möjlighet att helt eller delvis välja förvaltningsform och fonder själv. En förmånsbestämd pension innebär att den anställde lovas ett visst pensionsbelopp i förväg, ofta som en procentandel av lönen de sista åren innan pensionen. Med en premiebestämd pension är det istället premien/avgiften som ska betalas in till pensionssparandet varje år, eller månad, som är fastställt. Övergången från förmånsbestämda till premiebestämda pensioner har inneburit en ökad finansiell risk för den enskilde spararen jämfört med tidigare men med det också ökad möjlighet till högre avkastning. Samtidigt har tjänstepensionen som andel av den totala pensionen ökat.² Ungefär 96 procent³ av alla anställda uppskattas idag

¹ SOU 2005:87 Svårnavigerat? Premiepension på rätt kurs, Ds 2013:35 Vägval för premiepensionen.

² Se bl.a. SOU 2016:61 och Pensionsmyndigheten (2018).

³ Inspektionen för socialförsäkringen (2018).

ha en tjänstepension (i någon omfattning) och på den svenska tjänstepensionsmarknaden förvaltas cirka 3 000 miljarder kronor⁴.

Den risknivå som spararen väljer i tjänstepensionen och premiepensionen har betydelse för den totala risknivån och för den totala pensionen. Genom att tjänstepensionen och premiepensionen växer både i absoluta belopp och som andel av den totala pensionen ökar också beslutets betydelse. Eftersom förvalsalternativ har visat sig ha stor betydelse för hur pensionärer och pensionssparare väljer ökar därmed också förvalsalternativens betydelse.

I bakvattnet av finanskrisen 2008 kritiserades förvalet inom premiepensionen för att dess risknivå var för hög.⁵ Efter att aktiemarknaderna har återhämtat sig från finanskrisen 2008 har kritiken ofta varit den omvända, att risknivån i speciellt förvalen inom de största tjänstepensionsavtalen är för låg. Kritiken har främst kommit från fondbranschen och bland annat har det framförts att de traditionella försäkringarna visserligen ger en stabil avkastning men att de ger för mycket skydd och för lite tillväxt.⁶

1.1. Syfte

Rapportens syfte är att presentera hur förvalen ser ut inom premie- och tjänstepensionen och vilken risk och avkastning de har haft de senaste tio åren.

Rapportens syfte är också att svara på frågan om förvalen passar alla eller om de är mindre lämpliga för vissa sparare. För att kunna ge ett svar på den frågan belyser rapporten vad forskningen kring pensionssparande och annat långsiktigt sparande har kommit fram till och hur den enskilde spararen bör förhålla sig till förväntad avkastning och risk.

1.2. Avgränsningar

Rapporten är avgränsad till förvalen inom premiepensionen och de fyra stora avtalsområdena för privatanställda arbetare (avtalspension SAF-LO), privatanställda tjänstemän (ITP), kommun- och landstingsanställda (KAP-KL/AKAP-KL) samt statligt anställda (PA16). Vad gäller beskrivningen av hur förvalen har presterat historiskt är analysen avgränsad till de senaste 10 åren. Beräkningarna är baserade på årsdata eftersom månadsdata för de traditionella försäkringarna inte har funnits tillgängligt.

⁴ <https://www.svenskforsakring.se/globalassets/omvarld/2018/omvarlds2018.pdf> sidan 55

⁵ Se t.ex. <https://www.svd.se/nya-fallor-i-premiepensionen>,
<https://www.privataaffarer.se/articles/2011/03/17/havstang-faller-pensionssparare/>,
<https://www.svd.se/falsk-trygghet-hos-sjunde-ap-fonden>, PRO rapport (2009) *Det räcker nu!* - se över pensionssystemet

⁶ Se t.ex. <http://www.smaspararguiden.se/jour/ar-traditionell-forsakring-bra/>,
<https://blogg.avanza.se/hemberg/2017/09/19/tradspare-tappar-farten/>,
<https://blogg.nordnet.se/traditionell-pensionsforsakring-stanna-eller-ga/> och https://www.swedbank-aktiellt.se/2018/januari/den_trygga_tjanstepensionen_kan_ge_en_otrygg_pension.csp

Rapporten behandlar de delar av pensionen som förvalda och därmed också valbara. Obligatoriska delar av tjänstepensionen och den allmänna pensionen, vars förvaltning pensionsspararen och pensionären inte kan påverka, ingår inte i rapportens syfte. Huvudfokus i rapporten är vidare på sparandetiden även om även utbetalningstiden beaktas i viss mån.

1.3. Disposition

Rapporten är disponerad så att avsnitt två och tre förklarar grundläggande begrepp som berör frågeställningen; såsom traditionell försäkring, fondförsäkring, förväntad avkastning och risk. I avsnitt fyra presenteras vilka förvalsalternativen är och hur deras avkastning och risk sett ut de senaste tio åren. I avsnitt fem, sex och sju presenteras tidigare kritik mot förvalen och vad forskning kommit fram till kring sparares attityder till risktagande. Avsnitt åtta och nio presenterar hur pensionsspararna faktiskt har valt och premie- och tjänstepensionens betydelse i förhållande till den totala pensionen. Rapportens sammanfattande analys presenteras i avsnitt tio.

2. Skillnaden mellan fond- och traditionell försäkring

Skillnaden mellan de olika förvaltningsformerna som erbjuds är inte uppenbar. I detta avsnitt presenteras därför en översiktlig beskrivning av vad en fondförsäkring och traditionell försäkring är.

För spararen med en premiebestämd⁷ tjänstepension handlar det första valet inom tjänstepensionen att välja mellan fondförsäkring och traditionell försäkring. Inom avtalsområdet ITP 1 för privatanställda tjänstemän och PA 16 avdelning II för statsanställda är dock en del av den premiebestämda pensionen alltid placerad i en traditionell försäkring.

Inom premiepensionen är endast fondförsäkring valbar under sparandetiden. Det är först när premiepensionen tas ut som spararen kan välja en traditionell försäkring.

2.1. Fondförsäkring

Fondförsäkring innebär att spararen har en möjlighet att välja hur pengarna förvaltas genom att välja mellan olika fonder. Försäkringsbolaget lämnar inga garantier och spararen får själv styra över hur pengarna placeras. Spararen kan själv påverka risknivån genom valet av fonder och därmed den förväntade avkastningen.

Fondförsäkringar kan delas upp bland annat i aktiefonder, blandfonder och räntefonder. Till detta finns även till exempel generationsfonder som viktar om andelen aktier och räntebärande papper i fonden beroende på fondspararens ålder.

Det försäkringsinslag som kan finnas i fondförsäkringen är att pensionsbeloppet betalas ut livsvarigt oavsett hur länge den försäkrade lever. Det går också att teckna ett återbetalningsskydd till tjänstepensionen som innebär att spararen avstår från andras arvsvinster och att tjänstepensionen utbetalas till spararens förmånstagare vid dödsfall. Inom premiepensionen finns endast möjlighet till att teckna återbetalningsskydd i samband med uttaget av pensionen.

2.1.1. Aktiefond

En aktiefond placerar minst 85 procent av sparkapitalet i aktier. Aktiefonden kan vara branschspecifik: till exempel läkemedelsbolag, fastighetsbolag eller ny teknologi; geografisk specifik, till exempel Asien, Europa eller Sverige eller en global aktiefond som innehåller en spridning av aktier från flera olika länder. Är fonden en indexfond är målet att ge samma genomsnitt

⁷ Premiebestämd tjänstepension innebär att arbetsgivaren betalar en premie bestämd till en viss procentsats av lönen.

som den marknad den efterliknar, till exempel Stockholmsbörsen eller hela den globala aktiemarknaden.

2.1.2. Räntefond

En räntefond placerar i räntebärande värdepapper. Räntebärande värdepapper ges ut av staten, kommuner eller företag i form av exempelvis statsobligationer, statsskuldväxlar och företagscertifikat.

2.1.3. Blandfond

En blandfond placerar både i aktier och räntebärande värdepapper. Fördelningen mellan aktier och räntor bestäms av förvaltaren och kan variera över tid.

2.1.4. Generationsfond

En generationsfond är en åldersanpassad blandfond. Risken, det vill säga andelen aktier och räntor, anpassas av fondförvaltaren efter spararens ålder. Generationsfonder är konstruerade att de innehåller mest aktier när det är lång tid kvar till pensionen (ofta 100 procent aktier) för att sedan gradvis minska andelen aktier och öka andelen räntebärande värdepapper i takt att spararen närmar sig pensionsåldern.

2.2. Traditionell försäkring

I en traditionell försäkring är det försäkringsbolaget som tar hand om kapitalförvaltningen och väljer hur placeringarna ska ske. Placeringarna kan till exempel ske i aktier, räntor, råvaror, fastigheter och andra onoterade placeringar. Generellt har traditionella försäkringar en andel riskfyllda placeringar; aktier, fastigheter, vissa onoterade placeringar, på högst 60 till 70 procent av kapitalet. Andelen riskfyllda placeringar kan dock skilja sig mellan olika individer i samma traditionella försäkring eftersom den kan vara generationsanpassad efter ålder. Till viss del kan en traditionell försäkring liknas vid en blandfond men med skillnaden att alla sparares pengar förvaltas kollektivt av bolaget utan att spararen äger en specifik andel av försäkringens kapital.

En traditionell försäkring förvaltas av antingen ett ömsesidigt bolag eller ett vinstutdelande bolag. I ett ömsesidigt bolag är det spararna som är ägarna och vinst i bolaget fördelas därför ut till spararna. Ett vinstutdelande bolag ägs istället av externa ägare som får viss del av avkastningen i bolaget. Det innebär att ett vinstdrivande bolag måste vara mer effektivt i sin förvaltning än ett ömsesidigt bolag för att nå samma avkastning till spararna.

En traditionell försäkring innehåller en garanti som till exempel garanterar att spararen får tillbaka det insatta beloppet. Garantin är dock i nominella termer, det vill säga utan hänsyn till inflationen. Med rådande ränteläge är många garantiräntor under noll och ger en garanti på 80 till 85 procent av det insatta pensionskapitalet. Trots att garantin nu är negativ har garantin och andelen räntebärande papper i den traditionella försäkringen ändå en kapitalbevarande funktion som inte finns i en aktiefond.

Utöver garantin får spararna i ett ömsesidigt bolag en årlig återbäringsränta om avkastningen på sparandet blir högre än beloppet som garanteras. Återbäringsräntan är utjämnad vilket innebär att bolaget fördelar en preliminär återbäringsränta utifrån försäkringstagarnas respektive bidrag samtidigt som man undviker kortsiktiga variationer i överskottet. Viktigt att vara medveten om är dock att tidigare fördelad återbäringsränta kan tas tillbaka i ett ömsesidigt försäkringsbolag. Ett återtag, eller reallokering som det också kallas, innebär att försäkringsbolaget inte kan garantera tidigare utlovad pension och därför skriver ner pensionsbeloppet de garanterar.

I ett vinstutdelande bolag används en individualiserad avkastningsränta istället för en återbäringsränta. Räntan sätts då istället i efterhand utifrån den faktiska avkastningen som varit i den egna försäkringen under föregående period. Eftersom avkastningsräntan i princip motsvarar den uppnådda avkastningen har ett livförsäkringsbolag som tillämpar en avkastningsränta en konsolideringsgrad runt 100 procent. Vid en avkastning över den garanterade nivån fördelas överskottet mellan försäkringstagaren och bolaget. Vid en avkastning under den garanterade nivån är det bolaget och dess ägare som står för risken, ett vinstutdelande bolag kan inte återta någon pension.

Vilka möjligheter tjänstepensionsbolaget har att placera i de olika tillgångsslagen beror till stor del på bolagens solvens, det vill säga hur stora tillgångar försäkringsbolaget har i förhållande till de pensionsutfästelser man lovat sina sparare. Ett bolag med god solvens har större marginaler att klara av en börsnedgång och på så sätt större möjligheter att placera i mer riskfyllda värdepapper, och vice versa.

En annan skillnad med traditionella försäkringar jämfört med fondförsäkringar är att de inte behöver vara likvida i samma utsträckning som värdepappersfonder (UCITS-fonder)⁸ och de kan därför köpa mindre likvida tillgångar, tillgångar som kan förväntas ge god avkastning på lång sikt men som inte är tillåtna för värdepappersfonder.

⁸ Värdepappersfonder inom EU, *eng.* Undertakings for Collective Investments in Transferable Securities, måste följa UCITS-direktivet som reglerar allt från investerarskydd till fondens placeringsinriktning och agerandet i fondbolagets styrelse och ledning.

3. Att bedöma förväntad avkastning

Vid jämförelser och utvärderingar mellan olika fonder och traditionella försäkringar är det utöver avgifterna ofta två uppgifter som brukar användas: historisk avkastning (efter avgifter) och risk.

Inom investeringsmodeller baserade på modern portföljteori utnyttjas historiskt uppmätta samband mellan risk och avkastning i syfte att hitta den optimala portföljen.⁹ Antingen handlar optimeringen om att hitta den högsta förväntade avkastningen givet en bestämd risknivå spararen är beredd att ta, eller så handlar optimeringen om att hitta lägsta möjliga risk givet en viss förväntad avkastning spararen önskar. Vad den önskade risken eller den förväntade avkastningen ska vara är dock individuellt och upp till spararen att bestämma enligt portföljteorin.

En låg finansiell risk innebär låg förväntad avkastning och därmed lägre pension. Samtidigt kan en hög risk och hög förväntad avkastning också få negativa konsekvenser på grund av stora svängningar i värdet på sparandet från ett år till ett annat.

3.1. Förväntad avkastning

I den här rapporten presenteras förvalsalternativens historiska avkastning¹⁰ de senaste 10 åren. Historisk avkastning används ofta som ett mått för att utvärdera och jämföra olika fonders prestationer, men hur bra det är som en prognos för framtiden är samtidigt ifrågasatt. Historisk avkastning för en enskild fond har nämligen visat sig ha liten, eller ingen vägledning, för vad fonden kommer ge i avkastning framöver.

I en rapport från 2017 bekräftade Pensionsmyndigheten resultat från akademisk forskning i en studie om hur premiepensionsfonder utvecklats. Rapporten visade att en historik med hög avkastning inte kan användas för att förutspå en fonds kommande avkastning inom premiepensionen.

⁹ Modellen skapades av Harry Markowitz och vidareutvecklades senare av William Sharpe, Merton Miller och Eugene Fama.

Markowitz, Harry. "Portfolio Selection," *Journal of Finance*, Mars, 1952, sidan 77-91.

Sharpe, William F. "Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions of risk", *Journal of Finance* 19 (1964), utgåva 3, sidan 425-442.

Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", *The Journal of Finance*, maj, 1970, sidan 383-417.

Fama, Eugene, och Kenneth French. "The Cross-Section of Expected Stock Returns." *Journal of Finance*, 47 (1992), sidan 427-465.

¹⁰ Geometrisk avkastning

Däremot visade rapporten att en historik med låg avkastning kan användas som en indikator på att fonden fortsatt kommer ha låg avkastning.¹¹

I stället för att leta fonder som lyckas gå bättre än genomsnittet på lång sikt (minst 20 års sikt) bedömer Pensionsmyndigheten att huvudbudskapet från forskningen inom finansiell teori är att vi bör sprida riskerna i vårt fondsparande och att globala aktieindexfonder därför är lämpliga sparformer.¹² Svårigheten, eller omöjligheten, att välja ”rätt fond” är en bidragande orsak till att avgifterna anses ha en överordnad betydelse.¹³ Om spararen dessutom bestämt sig för att spara i breda indexfonder inom samma kategori är det ännu mer motiverat att välja indexfonden med den lägsta avgiften eftersom de motsvarande fonderna kan antas ha samma förväntade avkastning och samma risk.

Även om historisk data riskerar att ge lite, om någon, vägledning för vad en enskild fond kommer att ge i avkastning i framtiden kan vi dock utifrån historisk data konstatera att aktiemarknader över tid gett en betydligt högre avkastning än räntemarknader. I den branschgemensamma prognosstandarden, som baseras på antaganden om långsiktig avkastning, antas den förväntade realavkastningen (efter inflation) vara 4,5 procent per år för globala aktier och 2 procent per år för långa obligationer.¹⁴ Utifrån det antagandet kan man ifrågasätta varför man ska placera i långa obligationer (räntor) över huvud taget när det gäller ett långsiktigt pensionssparande. Det finns dock en fara att bara se till den förväntade avkastningen utan att ta hänsyn till risken, det vill säga hur mycket avkastningen kan gå upp ner och den potentiella förlusten.

3.2. Risk

Risken i en finansiell tillgång, till exempel en fond, ses ofta utifrån hur kraftigt fondens värde har svängt över tiden. Det vanligaste måttet på finansiell risk är standardavvikelsen som mäter hur mycket fondens avkastning i snitt avviker från medelavkastningen. Avkastningen under ett enskilt år beräknas med 68 procents sannolikhet hamna inom ett intervall motsvarande plus/minus en standardavvikelse från den förväntade avkastningen. Måttet förutsätter att spridningen från den genomsnittliga avkastningen är normalfördelad. Med 5 procents sannolikhet kommer avkastningen hamna utanför ett intervall motsvarande plus/minus två standardavvikelser från den förväntade avkastningen.

En standardavvikelse på 10 procent och en förväntad avkastning på 5 procent per år innebär att ett enskilt års avkastning kommer hamna mellan

¹¹ Pensionsmyndigheten (2017a). Bör fondsparare utgå från tidigare års avkastning när de väljer fonder?

¹² Bland annat har Eugena Fama visat att väldigt få aktivt förvaltade aktiefonder och portföljer slår aktiemarknadens genomsnittliga utveckling på lång sikt.

Fama, Eugene. "Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work", The Journal of Finance, maj, 1970, sidan 383-417.

¹³ Se till exempel Flam och Vestman (2014)

¹⁴ Pensionsmyndigheten (2012). Bilaga 1 till Underlag för Standard för pensionsprognoser.

+15 och -5 procent med 68 procent sannolikhet. Under 5 procent av åren pensionssparandet pågår kommer dock årsavkastningen att avvika från den förväntade årsavkastningen med minst två standardavvikelse, vilket i exemplet ovan kommer ge en avkastning högre än +25 procent eller lägre än -15 procent.

Även om det bästa sättet vi har för att prognostisera framtida finansiell risk och avkastning är baserat på historiska observationer är det också bra att påminnas om risken för att vi tror allt för mycket på de riskmått vi använder. Till exempel visar Nassim T. Taleb (2010) på betydelsen av sällsynta och extrema händelser utifrån ett exempel med en kalkon som lever ett till synes tryggt liv på en bondgård. Utifrån erfarenheten av de dagar kalkonen levit utgår kalkonen från att nästa dag kommer bli precis som den föregående. Risken att något annat ska ske verkar utifrån historisk data som mycket låg. Den ettusen först dagen inträffar dock Thanksgiving och kalkonens upplevda trygghet får ett plötsligt slut.¹⁵

Den finns med andra ord en finansiell risk som beror på informationsbegränsningar, varav den aktiespecifika risken går att diversifiera bort, och en annan risk som beror på en felaktig övertro på riskberäkningarna, även med all tillgänglig information framför sig, eftersom det alltid finns ett inslag av osäker framtid. Gigerenzer (2007) argumenterar till och med att i princip endast slumpspel på kasinon innebär en kalkylerad risk. Allt annat från aktiekurser till jordbävningar innebär istället en osäkerhet vilket innebär att deras risker ofta inte kan minimeras, eller väljas till annan nivå, utifrån den rationella nyttomaximerande modell nationalekonomin gärna använder. Gigerenzer (2007) menar därför att risk per definition kräver att sannolikheterna för alla möjliga utfall är kända. Om sannolikheterna är okända finns det snarare en osäkerhet än en risk.¹⁶

En väldifferentierad ökad finansiell risk kommer ge en högre pension på lång sikt jämfört med ett sparande i räntebärande papper. Men även med det i åtanke bör pensionsspararen, och den som utformar förvalen, i någon grad vara medveten om det också finns en okänd risk, det vill säga all osäkerhet, som kan påverka pensionskapitalet även om kapitalet är väldifferentierat. Osäkerheten är dock inte nödvändigtvis sammankopplad till hög finansiell risk och även en statsobligation innehåller en osäkerhet om vad den kommer vara värd i framtiden.

3.3. Sharpekvot

Sharpekvoten är ett sätt att mäta fonders avkastning i förhållande till deras risk, så kallad riskjusterad avkastning. Måttet beräknas genom att dividera

¹⁵ Taleb, N. N. (2010). The Black Swan: The Impact of the Highly Improbable. London: Penguin Books

¹⁶ Gigerenzer, G. (2007). Risk savvy: How to make good decisions. New York: Viking.

fondens riskpremie (avkastning minus riskfri ränta) med fondens risk (standardavvikelsen). Ju högre sharpekvoten är desto bättre har värdeutvecklingen varit i förhållande till risken.

För att sharpekvoten ska kunna användas för att utvärdera en förvaltares skicklighet behöver fondernas placeringsinriktning och uppdrag vara liknande. Förutom att kvoten ska jämföras med liknande fonder bör tidsperioden vara den samma för att kunna värdera och rangordna olika fonder.

En kritik gällande sharpekvoten är att den bygger på att fondernas förväntade avkastning är normalfördelad och att man inte tar hänsyn till avvikelser och extremvärden. Ett annat problem med sharpekvoten är att den fungerar dåligt under perioder med negativ avkastning då fonder med högre standardavvikelse kan få högre sharpekvot än fonder med lägre standardavvikelse som trots det gett samma avkastning.

För traditionella försäkringar presenteras normalt sett ingen sharpekvot eftersom traditionella försäkringar inte redovisar värdet på försäkringen på dags- eller månadsbasis utan endast per år. I denna rapport har vi dock beräknat sharpekvoter för de traditionella försäkringarna i förvalen, baserat på årsdata. Det gör att den riskjusterade avkastningen kan jämföras mellan de traditionella försäkringarna i rapporten, men sharpekvoten ska som sagt inte jämföras med andra fondförsäkringar i syfte att jämföra deras skicklighet i förvaltningen.

3.4. Solvensgrad

Solvensgrad är ett viktigt mått på ett försäkringsbolags ekonomiska ställning. Vid valet av en traditionell försäkring bör försäkringsbolagets solvensgrad tas med i beaktan eftersom det är bolaget som står för garantin som lovas till pensionsspararna inom försäkringen.

Solvensgraden för en traditionell försäkring visar förhållandet mellan bolagets tillgångar och värdet på pensionsspararnas garanterade belopp. Om solvensgraden är 100 procent innebär det att bolaget precis kan betala ut de garanterade beloppen till spararna men inget mer. En solvensgrad högre än 120 procent brukar anses som bra.

Ett begrepp nära kopplat till solvensgrad är konsolidering.

Konsolideringsgraden visar bolagets förmåga att betala tillbaka garantin samt återbäringsräntan till spararna.

4. Förvalsalternativen som erbjuds

För de pensionssparare som inte har intresse, kunskap eller engagemang för att göra ett val finns så kallade förvalsalternativ inom såväl premiepensionen som tjänstepensionsavtalen. Det finns såklart även de sparare som har intresse, kunskap och engagemang men ändå ”väljer” förvalsalternativet. Nedan visas en tabell över hur stor andel av respektive pension som är valbar för spararen. I bilaga 1 presenteras en mer utförlig bild över förvalsalternativen, hur de förvaltas och hur utbetalningen under åren som pensionär ser ut.

Tabell 1 Andel av inbetald premie till pensionen som är valbar

	Premie- pensionen	SAF-LO	ITP 1	ITP 2	KAP-KL	AKAP-KL	PA 16 avd II	PA 16 avd I
Andel av pensionen som är valbar	100 %*	100 %	50 %	Individuella förhållanden upp till 100 %	Individuella förhållanden upp till 100 %	100 %	Individuella förhållanden upp till 55 %	42 % upp till ungefär 67 %

* 100 % av premiepensionen vilket är 13,5 % av den allmänna pensionen.

4.1. Förvalsalternativens påverkan

Att förvalsalternativ har en stor påverkan på individers val har konstaterats i flera olika studier. Hur förvalen påverkar olika val inom pensionen togs bland annat upp i Pensionsmyndighetens rapport *Skydden till efterlevande inom tjänstepensionen* (2018) och har tidigare visats av Hagen (2017 och 2015)¹⁷, Inspektionen för socialförsäkringen (2015)¹⁸ och Riksrevisionen (2014)¹⁹.

Att förvalen får stor betydelse beror dels på att individer uppfattar förvalet som en rekommendation.²⁰ Det handlar också om att ett val ofta påverkas av hur olika alternativ presenteras och utifrån vilket utgångsläge individen befinner sig i.²¹ Ett förval får ofta funktionen som en referenspunkt eller

¹⁷ Hagen, Johannes (2017). Utbetalningstider i tjänstepensionssystemet, Stockholm: SNS Förlag. Hagen, Johannes (2015) The determinants of annuitization: evidence from Sweden. Springer: International Institute of Public Finance, vol. 22(4), sidan 549-578.

¹⁸ Inspektionen för socialförsäkringen (2015) Att välja uttagstid av tjänstepension.

¹⁹ Riksrevisionen (2014). Att gå i pension. Varför så krångligt?

²⁰ Madrian och Shea (2001). The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior. Quarterly Journal of Economics no. 116, sid. 1149-1187. McKenzie m.fl. (2006) Recommendations implicit in policy defaults. Psychological Science no. 17(5), sid. 414-420.

²¹ Sunstein och Thaler (2003). Libertarian paternalism is not an oxymoron. The University of Chicago Public Law and Legal Theory, working paper no. 43.

startpunkt utifrån vilken beslutet fattas. Det medför att individer ofta värderar sitt förval högre än vad det egentligen hade varit värt vid en helt neutral valsituation. Det innebär därför att det krävs mer nytta eller vinst för att välja bort ett val än att välja till exakt samma sak.²²

4.2. En generationsfond inom premiepensionen

Inom premiepensionen får hela pensionskapitalet placeras valfritt i en till fem fonder. I början av januari 2019 var antalet valbara fonder i premiepensionssystemet 808 stycken²³. Staten erbjuder fyra placeringsalternativ som endast kan väljas till 100 procent och följaktligen inte går att kombinera med varandra eller andra fonder.

Förvalsalternativet är AP7 Såfa. AP7 Såfa är en kombination av AP7 Räntefond och AP7 Aktiefond (global aktiefond) som anpassas för varje årskull. Förvaltningen har karaktären av en generationsfond. Fram till 55 års ålder är hela innehavet placerat i aktiefonden. Aktiefonden har även en hävstång vilket innebär att mer än 100 procent av innehavet är exponerat mot aktiemarknader.²⁴ För att spararen i mindre grad ska påverkas av eventuella börssvängningar som sker åren nära pensioneringen, och under tiden som pensionär, ökar andelen räntefond med 3 till 4 procent per år mellan 55 och 75 års ålder.²⁵

Möjligheten att välja en traditionell försäkring uppstår först vid pensionstillfället, och fortsatt efter att pensionsutbetalningarna påbörjats. Den traditionella försäkringen kan endast väljas till 100 procent och går inte kombinera med fonder. Vid val av en traditionell försäkring inom premiepensionen går det inte heller att återgå och välja fondförsäkring vid ett senare tillfälle.

²² Thaler, Richard (1994). *Quasi-rational Economics*. New York: Russel Sage Foundation.

²³ Antalet fonder förväntas minska efter att förslagen i propositionen 2017/18:247 *Ett tryggt och mer hållbart premiepensionssystem* har trätt i kraft

²⁴ Aktuell hävstångsgrad 30 juni 2018 var 15,10 %

²⁵ <https://www.ap7.se/vart-utbud/ap7-safa/>

Tabell 2 Översikt AP7 Såfa innan 55 års ålder

Fondens avgift	0,10 % av kapitalet per år
Pensionsmyndighetens avgift	0,12 % av kapitalet per år. Avgiften har ett tak på 160 kronor
Genomsnittlig avkastning 10 år	15,1 % per år
Genomsnittlig avkastning 5 år	13,2 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år)	14,6 %
Sharpekvot	0,8
Garanti	Ingen
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	22,9
Prognos-/förskottsrenta	1,75 %
Återbetalningsskydd	Valbart först vid uttagstillfället, inte förvalt
Flyttavgift	Ingen
Förvald utbetalningstid	Livslång (tidsbestämd utbetalning finns inte)
Förvald ålder för utbetalning	Ingen, utbetalning sker efter ansökan

4.3. Traditionella försäkringar inom tjänstepensionen

Bland de fyra kollektivavtalade tjänstepensionerna denna rapport går igenom är samtliga förvalsalternativ traditionella försäkringar. De är vidare alla ömsesidiga bolag, eller drivs enligt ömsesidiga principer²⁶, vilket innebär att de ägs av försäkringstagarna/spararna som kollektivt delar på överskottet eller underskottet i bolaget varje år och att det sker en utjämnad återbäring utifrån spararnas respektive bidrag i den traditionella försäkringen.

De kollektivavtalade tjänstepensionerna har gått från tidigare helt förmånsbestämda pensioner till idag helt eller delvis premiebestämda pensioner, där arbetstagaren bär den finansiella risken i större utsträckning.

²⁶ AMF är ett aktiebolag, och ägs således inte av kunderna, men överskottet hanteras enligt samma modell som för ett ömsesidigt bolag.

4.3.1. Avtalspension SAF-LO

Inom avtalspension SAF-LO får hela tjänstepensionen placeras valfritt i ett av de upphandlade bolagen.

Förvalsalternativet inom avtalspension SAF-LO är en traditionell försäkring hos AMF Pension. Förvaltningen och risken anpassas efter ålder och spartid. Målbilden för förvaltningen är 45 procent aktier, 30 procent räntebärande tillgångar, 20 procent fastigheter och 5 procent alternativa tillgångar. Den faktiska fördelningen kan dock avvika från målbilden beroende på hur marknadsförutsättningarna är.

Tabell 3 Översikt AMF traditionell försäkring

Fondens avgift	Fast avgift 40 kr per år och rörlig 0,15 % av kapitalet per år. Avgiften har ett tak och uppgår högst till 300 kronor per år
Valcentralens avgift	1,5 % av inbetalda premier under året
Genomsnittlig avkastning 10 år	10,1 % per år (9,4 % inklusive 2008)
Genomsnittlig avkastning 5 år	8,8 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år)	8,0 %
Sharpekvot	0,9
Solvensgrad	189 % (2019-04-30)
Garanti	85 % av inbetalda premier
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	21 år
Prognos-/förskottsränta	1,3 %
Återbetalningsskydd	Valbart, inte förvalt
Flyttavgift	Ingen
Förvald utbetalningstid	Livsvarig (5-20 år erbjuds som tidsbestämd utbetalningstid)
Förvald ålder för utbetalning	Ja, vid 65 års ålder

4.3.2. ITP 1 och ITP 2

Inom ITP 1 måste hälften av tjänstepensionspremien placeras i en traditionell försäkring. Det finns idag fem upphandlade bolag med traditionell försäkring inom ITP. Den andra halvan kan placeras i ett eller två av de upphandlade bolagen, där både traditionella och fondförsäkringar erbjuds.

Inom ITP 2 är den största delen av tjänstepensionen förmånsbestämd och har därför inga val. Den andra delen, som utgör 2 procent av lönen, får placeras valfritt i ett av de upphandlade bolagen.

Förvalsalternativet inom ITP 1 och ITPK-delen inom ITP 2 är Alecta Optimal, en traditionell försäkring hos Alecta. Placeringsinriktningen är fram till 63 års ålder 60 procent aktier, 10 procent fastigheter och 30 procent räntor som riktmärke. Mellan 63 och 65 års ålder är förvalet 50 procent aktier, 10 procent fastigheter och 40 procent räntor. Under utbetalning är förvalet 40 procent aktier, 10 procent fastigheter och 50 procent räntor.

Tabell 4 Översikt Alecta traditionell försäkring

Fondens avgift	Rörlig avgift på 0,09 % av kapitalet per år. Avgiften har ett tak och uppgår högst till 600 kronor per år
Valcentralens avgift	1 % av inbetalda premier under året, högst 450 kronor per år inom ITP 1
Genomsnittlig avkastning 10 år	9,3 % per år (6,7 % inklusive 2008)
Genomsnittlig avkastning 5 år	6,7 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år)	9,3 %
Sharpekvot	0,7
Solvensgrad	162 % (Q1 2019)
Garanti	100 % av inbetalda premier
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	22 år
Prognos-/förskottsränta	2,51 %
Återbetalningsskydd	Valbart, inte förvalt
Flyttavgift	Ingen
Förvald utbetalningstid	Livsvarig (5-20 år erbjuds som tidsbestämd utbetalningstid)
Förvald ålder för utbetalning	Ja, vid 65 års ålder

4.3.3. KAP-KL och AKAP-KL

Inom KAP-KL är tjänstepensionen valbar för den del som avser 4,5 % av lönen. Inom AKAP-KL är hela tjänstepensionen valbar oavsett lön. Tjänstepensionen placeras valfritt i ett av de upphandlade bolagen.

Förvalsalternativet inom KAP-KL och AKAP-KL är en traditionell försäkring hos KPA Pension. I försäkringen placeras 36 procent i aktier, 54 procent i räntor, 7 procent i fastigheter och 3 procent i andra tillgångsslag.²⁷

Tabell 5 Översikt KPA Pension

Fondens avgift	Fast avgift 48 kr per år och rörlig 0,11 % av kapitalet per år
Valcentralens avgift	Ingen
Genomsnittlig avkastning 10 år	6,9 % per år (6,9 % inklusive 2008)
Genomsnittlig avkastning 5 år	5,6 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år)	3,9 %
Sharpekvot	1,0
Solvensgrad	167 % (2019-03)
Garanti	85 % av inbetalda premier
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	23 år
Prognos-/förskottsränta	2,8 %
Återbetalningsskydd	Förvalt, går välja bort
Flyttavgift	500 kr
Förvald utbetalningstid	Livsvarig (5-20 år erbjuds som tidsbestämd utbetalningstid)
Förvald ålder för utbetalning	Ja, vid 67 års ålder

²⁷ <https://www.kpa.se/globalassets/trycksaker/arsredovisningar/arsredovisning-kpa-pensionsforsakring-ab-2017.pdf>

4.3.4. PA16 avdelning I och II

Inom PA16 är en del av tjänstepensionen valbar. Inom PA16 avdelning II är 2,5 procent av lönen som sätts in till tjänstepensionen valbar. Inom PA16 avdelning I är 2,5 procent av lönen som sätts in till tjänstepensionen valbar för lön upp till 39 063 kronor/månad (2018) och 20 procent av lön därutöver.

Den valbara delen placeras valfritt i ett av de upphandlade bolagen.

Förvalsalternativet inom PA16 avdelning I och II är en traditionell försäkring hos Kåpan Pensioner. Fördelningen av tillgångarna skiljer sig beroende på hur gammal man är. Innan 40 års ålder placeras 55 procent av kapitalet i aktier, 31 procent i räntor och 14 procent i fastigheter. Från 40 till 49 års ålder ökar andelen räntor till 39 procent medan andelen aktier minskar till 47 procent. Från 50 till 59 års ålder ökar andelen räntor ytterligare till 47 procent medan andelen räntor minskar till 39 procent. Från 60 års ålder placeras 60 procent i räntor och 26 procent i aktier.²⁸

Något som ligger utanför förvalen av förvaltningen, men som ändå är ett förval som särskiljer PA 16 avdelning II från avdelning I och de andra tjänstepensionsavtalen, är den förvalda utbetalningstiden för Kåpan Tjänste. Kåpan Tjänste är inte valbar utan en obligatorisk traditionell livförsäkring inom det statliga avtalsområdet. Den förvalda utbetalningstiden för Kåpan Tjänste inom PA 16 avdelning II är 5 år med automatisk utbetalning från 65 års ålder. För att ändra utbetalningstid och tidpunkten för första utbetalning måste pensionsspararen höra av sig till Kåpan Pensioner innan 65 års ålder. Inom PA 16 avdelning I har dock denna obligatoriska del livslång utbetalning i förvalet. Pensionen utbetalas dessutom inte automatiskt från 65 års ålder utan kräver en ansökan.

²⁸ <https://www.kapan.se/globalassets/om-kapan/arsredovisning/arsredovisning-2017-webbversion.pdf>

Tabell 6 Översikt Kåpan Pensioner

Fondens avgift	Fast avgift 6 kr per år och rörlig 0,06 % av kapitalet per år.
Valcentralens avgift	Ingen
Genomsnittlig avkastning 10 år	7,2 % per år (5,8 % inklusive 2008)
Genomsnittlig avkastning 5 år	6,3 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år)	3,8%
Sharpekvot	1,1
Solvensgrad	166 % (2018-12-31)
Garanti	80 % av inbetalda premier
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	21,9 år
Prognos-/förskottsrenta	2 %
Återbetalningsskydd	Valbart, inte förvalt
Flyttavgift	Ingen
Förvald utbetalningstid	Livsvarig (10-20 år erbjuds inom avd I, inom avd II finns endast tidsbestämd utbetalning om allt uttag sker innan 65 års ålder) För den icke valbara delen inom avd II, Kåpan Tjänste, är den förvalda utbetalningstiden 5 år
Förvald ålder för utbetalning	Ja, inom avdelning II vid 65 års ålder och inom avdelning I vid 70 års ålder

4.4. Entréfonder vid val av fondförsäkring

Även ett aktivt val medför ett förval bland de valbara fonderna i form av en entréfond. Av de entréfonder som erbjuds är alla utom en inom SAF-LO, en inom KAP-KL/AKAP-KL och en inom PA16 generationsfonder som anpassar risken efter spararens ålder. Sammantaget handlar det om 22 av 25 entréfonder inom de fyra avtalsområdena som är generationsfonder. Drygt hälften av entréfonderna har 100 procent aktier fram till 55 års ålder för att därefter fördela tjänstepensionskapitalet i en blandning av aktie- och räntefonder. Nästan lika många entréfonder börjar istället minska risken vid 60 års ålder medan en entréfond redan börjar minska risken vid 45 års ålder.

Några av entréfonderna har funnits i kortare tid än fem år och det är därför svårt att dra några slutsatser utifrån deras historiska avkastning. Den fond

som haft högst avkastning under de senaste tre åren har dock i genomsnitt gett drygt 14 procent per år och den som haft lägst avkastning 8,6 procent.

Entréfondernas genomsnittliga avkastning har rört sig nära avkastningen på världsindexet MSCI World, även om fonderna har en högre exponering mot svenska aktiemarknaden än världsindex. Indexet MSCI World används därför som en indikator på entréfondernas risk och geometriska avkastning i tabellen nedan. I sammanställningen i kapitel 5.4 redovisas även Affärsvärldens index för Stockholmsbörsen och flera av entréfondernas risk och avkastning kan ses som en kombination av detta index och världsindex. Avkastningen för Affärsvärldens generalindex har varit i genomsnitt 13,6 procent per år de senaste tio åren (6,9 procent inklusive börsåret 2008) och 4,3 procent per år de senaste fem åren.²⁹

Tabell 7 Översikt entréfonder

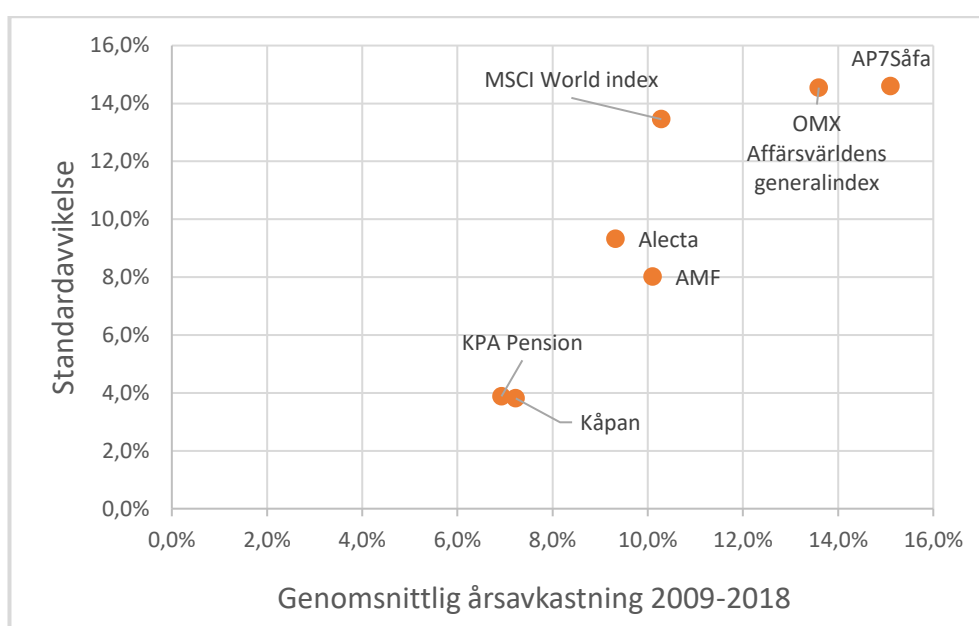
Fondernas avgifter	0,12-0,52 % av kapitalet per år
Valcentralens avgift	Se tidigare uppgift under respektive avtal
Avkastning MSCI World 10 år	10,3 % per år (4,3 % inklusive år 2008)
Avkastning MSCI World 5 år	5,1 % per år
Risk (Standardavvikelse 10 år för MSCI World)	13,5 %
Sharpekvot MSCI World	0,5
Garanti	Ingen
Beräknad kvarstående livslängd från 65 år	21 – 23,5 år
Prognos-/förskottsräntor	0 – 2,8 %
Återbetalningsskydd	Se tidigare uppgift under respektive avtal
Flyttavgift	Se tidigare uppgift under respektive avtal
Förvald utbetalningstid	Livsvarig, förutom en entréfond inom (A)KAP-KL som istället har 30 år (5-30 år erbjuds som tidsbestämd utbetalningstid)
Förvald ålder för utbetalning	Ja, se tidigare uppgift under respektive avtal

²⁹ Avser perioden 2008 till 2017

4.5. Sammanfattande jämförelse av förvalens avkastning och risk

I figuren nedan presenteras förvalens genomsnittliga avkastning³⁰ och standardavvikelse de senaste 10 åren. Som jämförelse presenteras genomsnittlig avkastning och standardavvikelse för MSCI världsinde och OMX Affärsvärldens generalindex under samma tidsperiod. Dessa kan ses som exempel på vad avkastningen och standardavvikelsen varit för någon som istället placerat pensionskapitalet i en entréfond, till exempel en väldifferentierad globalfond eller med mer vikt åt en Sverigefond. Avkastningen som presenteras är innan avgifter.

Figur 1 Genomsnittlig årsavkastning och standardavvikelse 2009-2018



Utifrån den historiska avkastningen under de senaste 10 åren kan vi beräkna att den förväntade avkastningen ett enskilt år med 68 procent sannolikhet hamnar mellan 3,4 procent och 11 procent för Kåpans traditionella försäkring medan den uppgår till mellan -3,2 procent och 23,7 procent för MSCIs världsinde.

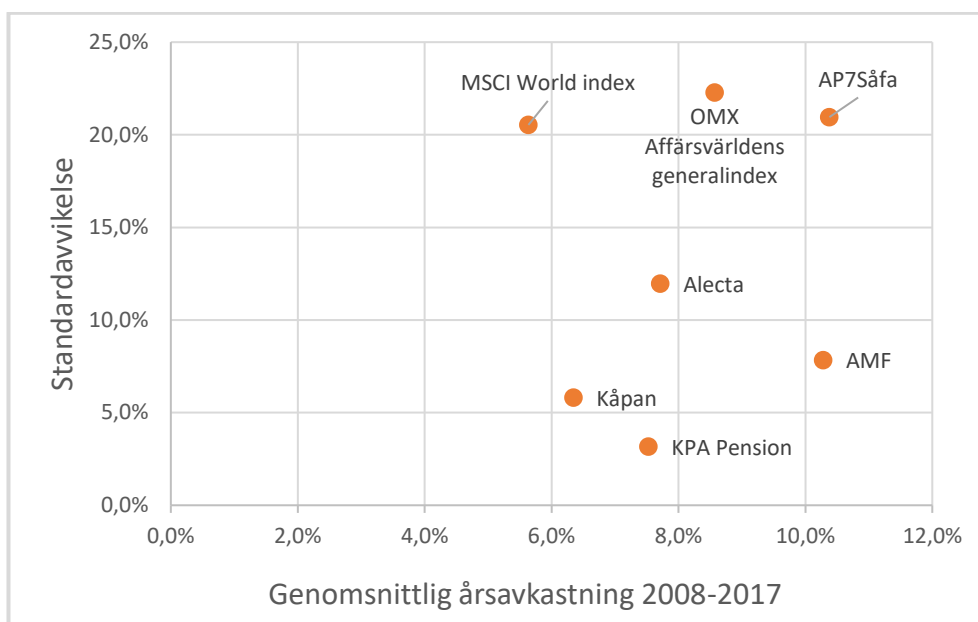
Under 5 procent av åren pensionssparandet pågår kommer den faktiska standardavvikelsen vara minst det dubbla, vilket utifrån den historiska avkastningen ovan kommer ge en avkastning under -0,4 procent eller över 14,9 procent för Kåpans traditionella försäkring och under -16,6 procent eller över 37,2 procent för MSCI världsinde.

Såväl den historiska avkastningen som standardavvikelsen påverkas till stor del av vilken tidsperiod som används i analysen. Förskjuts 10 årsperioden ett år bakåt så att även det dåliga börsåret 2008 fångas upp, och inte endast

³⁰ Geometrisk avkastning

det väldigt bra börsåret 2009, får vi en ganska annorlunda bild än resultatet i figur 1 vilket presenteras i figur 2 nedan.

Figur 2 Genomsnittlig årsavkastning och standardavvikelse 2008-2017



Utifrån den historiska avkastningen under perioden 2008 till 2017 kan vi till exempel beräkna att den förväntade avkastningen ett enskilt år med 68 procent sannolikhet hamnar mellan 2,5 procent och 18,1 procent för AMF traditionell försäkring medan den uppgår till mellan -13,7 procent och 30,9 procent för OMX Affärsvärldens generalindex.

Under 5 procent av åren pensionssparandet pågår kommer den faktiska standardavvikelsen vara minst det dubbla, vilket utifrån den historiska avkastningen ovan kommer ge en avkastning under -5,4 procent eller över 25,9 procent för AMF traditionell försäkring och under -36 procent eller över 53,1 procent för OMX Affärsvärldens generalindex.

Som tidigare konstaterats bör historisk avkastning användas med viss försiktighet. Det går inte att dra slutsatsen att den avkastning och risk som varit under den aktuella tio årsperioden ovan är representativ för kommande tio eller tjugo år. I de grundläggande antaganden som finns för pensionsbranschens prognosstandard används 6,5 procent som förväntad avkastning för aktier per år och 4 procent för räntor. Efter allokering mellan dessa två tillgångsslag med exempelvis 70 procent aktier och 30 procent räntor innebär prognosen ett antagande om nominell avkastning på 5,8 procent per år. Med all premiebestämd tjänstepension placerad i aktieindexfonder skulle den förväntade avkastningen med andra ord öka med 0,7 procentenheter per år. Om denna allokering med enbart aktier behålls under 40 års sparande innebär det att den premiebestämda och valbara tjänstepensionen förväntas vara 20 procent högre än vad den varit med allokeringen mellan aktieindexfonder och räntor. Efter skatt skulle det innebära en förväntad ökning av den utbetalda premiebestämda och valbara

tjänstepensionen per månad med ungefär 14 procent, dock till en högre risk enligt tidigare resonemang.

5. Kritik av förvalen

Förvalen har fått både positiv och negativ kritik. Kritikens huvudfråga bedömer vi dock ha varit att förvalsalternativet inom premiepensionen har ansetts ha haft för hög risk medan det motsatta framförts om förvalsalternativen inom tjänstepensionsavtalen.

5.1. Kritik om förvald utbetalning vid 65 års ålder

Kritiken om att tjänstepensionsavtalen har en förvald utbetalningsålder är inget som har med de olika förvalsalternativen och deras förvaltningsformer att göra, utan gäller samtliga kollektivavtalade tjänstepensioner oavsett om pensionsspararen gör ett val eller inte. Kritiken faller således utanför denna rapports frågeställning och är snarare en kritik mot tjänstepensionens utformning som sådan än själva förvalsalternativen. Med det sagt är det dock en närliggande kritik som även den bör tas upp.

Som presenterades i avsnitt 4.3 börjar tjänstepensionen betalas ut vid förvalda åldrar om inte pensionsspararen hör av sig och meddelar att tjänstepensionsbolaget ska vänta med att börja utbetalningen. Inom avtalspension SAF-LO, ITP 1 och 2 samt inom PA 16 avdelning II är den förvalda åldern för utbetalning 65 år. Inom KAP-KL och AKAP-KL börjar tjänstepensionen utbetalas vid 67 års ålder och inom PA 16 avdelning I börjar utbetalningen vid 70 års ålder. Pensionsspararen inom PA 16 avdelning I kan dock inte skjuta på uttaget ytterligare, efter 70 års ålder, medan det inom de övriga avtalsområdena inte finns någon senaste ålder för när uttaget måste påbörjas.

Denna förvalda utbetalning vid en bestämd ålder har fått kritik för att det kan uppfattas som en uppmaning och rekommendation till den enskilde personen att gå i pension vid just denna ålder. Den förvalda åldern för utbetalning har också fått kritik för att det finns risk att de som fortsatt arbetar inte hör av sig till tjänstepensionsbolaget och att de, med både arbetsinkomst och pension, kommer betala en högre skatt på pensionen än vad de gjort om de väntat med uttaget till då de egentligen önskade att ta ut den. När väl en tjänstepension börjar utbetalas går den dessutom inte att stoppa eller pausa.

Att tjänstepensionerna har en förvald utbetalningstidpunkt som inte kräver en ansökan har ifrågasatts av bland annat Riksrevisionen (2014) och Carlsson (2016), med flera. Pensionsmyndigheten framförde också samma synpunkt i svaret på ett regeringsuppdrag 2015, *Information om vilka val som finns inom pensionssystemet*. I svaret framför Pensionsmyndigheten att skillnaderna hur uttaget sker, och hur den förvalda utformningen är, kan skapa en osäkerhet och medföra felaktiga beslut. Pensionsmyndigheten föreslog därför en standardisering av hur uttaget av pension ska bli påbörjas och konstaterade att det finns generella fördelar att standarden är att

individen själv startar uttaget av sin pension och att det inte sker utan ansökan.³¹

5.2. Kritik om för mycket risk inom premiepensionens förval

Statens förvalsalternativ har både försvarats och ifrågasatts vid flera tillfällen.

I bakvattnet av finanskrisen 2008 var den huvudsakliga kritiken mot förvalet inom premiepensionen att risknivån var för hög.³²

Det konstaterades även vid denna tidpunkt att den traditionella försäkringen inom premiepensionen levererat en högre avkastning till en lägre risk än vad till exempel förvalsalternativet premiesparfonden hade gjort. Detta dessutom till en lägre kostnad.³³ Konstaterandet var dock ingen kritik mot förvalsalternativet utan framfördes som en motivering till att behålla den traditionella försäkringen inom premiepensionen.

I maj 2013 presenterades *Vägval för premiepensionen* (DS 2013:35), en utredning som Pensionsgruppen hade efterfrågat. Utredningen presenterade i sitt första alternativ fram ett förslag där förvalsalternativet tydligare borde lyftas fram som ett bra alternativ för den som inte kan eller vill välja. Utredningen lämnade i övrigt ingen kritik av förvalsalternativet inom premiepensionen utan framförde att förvalet bidrar till en viktig riskspridning i pensionen till en låg kostnad. Att förvalsalternativet har en generationsfundsprofil, med lägre risk för pensionärer än för pensionssparare, gör vidare enligt utredningen att det saknas rationella skäl för att erbjuda en statlig traditionell försäkring. Utredningen ansåg därför att det borde utredas om den traditionella försäkringen kan avvecklas. Om den traditionella försäkringen ändå ska behållas föreslog utredningen att det borde införas en succesiv övergång vid ett val av traditionell försäkring.³⁴

Även Expertgruppen för studier i offentlig ekonomi (ESO) presenterade 2013 en rapport som tog upp förvalsalternativet, *The pension system in Sweden*. Rapporten fokuserade på pensionssystemet som helhet men gjorde ändå ett nedslag i förvalet AP7 Såfa och ifrågasatte dels den höga risknivån i förvalet och dels att nedtrappningen till räntor sker först vid 55 års ålder. Författaren lyfter också upp frågan om premiepensionen skulle utformas utan val, det vill säga med en obligatorisk försäkring, eller att möjligheten

³¹ Pensionsmyndigheten (2015), sidan 51.

³² Se t.ex. <https://www.svd.se/nya-fallor-i-premiepensionen>, <https://www.privataaffarer.se/articles/2011/03/17/havstang-faller-pensionssparare/>, <https://www.svd.se/falsk-trygghet-hos-sjunde-ap-fonden>, PRO rapport (2009) *Det räcker nu! - se över pensionssystemet*

³³ Finansmarknadskommitténs rapport nr 11 (2012), *Den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet*

³⁴ DS 2013:35 *Vägval för premiepensionen*

att välja bort förvalet skulle uppstå först efter att spararens premiepensionskapital ackumulerats till en viss nivå.³⁵

Tre år senare bedömde utredningen *Fokus premiepension*, som redovisades 2016, att den låga risken i inkomstpensionen i sig motiverade en hög risk i premiepensionen. Det faktum att premiepensionen utgör en relativt liten del av den samlade ålderspensionen ansåg utredningen dessutom motivera en högre risk än vad som annars varit lämpligt. Om premiepensionen hade setts som ett fristående pensionssparande, utan hänsyn till inkomstpensionen hade den lämpliga risknivån dock behövt vara lägre enligt utredningen.³⁶

Året därpå redovisades en förstudie på Pensionsgruppens uppdrag, *Förstudie om möjliga strukturella förändringar för ett tryggare och mer effektivt premiepensionssystem*, som föreslog att förvalet inom premiepensionen mer skulle få karaktären av en traditionell försäkring. Utredaren framförde att det finns en otydlighet om målet med premiepensionen är inkomsttrygghet eller maximal avkastning och hur premiepensionen ska förhålla sig till den övriga pensionen.³⁷

Pensionsgruppen har meddelat att de anser att risknivån i förvalet ska ses över och att det inom förvalet bör finnas en möjlighet att justera den individuella risknivån. Utgångspunkten i systemet ska enligt pensionsgruppen vara förvalet Sjunde AP-fonden med en målsättning om en avkastning som långsiktigt överstiger inkomstindex.³⁸ Pensionsgruppen har kommit överens om att tillsätta en särskild översyn av risknivån i förvalet i premiepensionssystemet.

5.3. Kritik om för lite risk med traditionella försäkringar

En kritik som framförts mot traditionella försäkringar är att de riskerar ge för lite tillväxt i pensionssparandet. Kritiken är framförallt att de traditionella försäkringarna har en för hög andel räntor för att vara ett lämpligt långsiktigt sparande. Kritiken har främst kommit från fondbranschen och bland annat har det framförts att de traditionella försäkringarna visserligen ger en stabil avkastning men att de ger för mycket skydd och för lite tillväxt. Budskapet har därför ofta varit att ingen yngre, åtminstone ingen under 40 år, borde spara långsiktigt i räntebärande papper över huvudtaget.³⁹ Kritiken har förstärkts av att vi sedan några år har en

³⁵ Nicholas Barr (2013), *The pension system in Sweden*, ESO 2013:7

³⁶ SOU 2016:61, *Fokus premiepension*

³⁷ Promemoria S2017/03516/SF, Förstudie om möjliga strukturella förändringar för ett tryggare och mer effektivt premiepensionssystem

³⁸ Pensionsgruppens överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner, Pensionsgruppen 2017-12-14

³⁹ Se t.ex. <http://www.smaspararguiden.se/jour/ar-traditionell-forsakring-bra/>, <https://blogg.avanza.se/hemberg/2017/09/19/tradspar-tappar-farten/>, <https://blogg.nordnet.se/traditionell-pensionsforsakring-stanna-eller-ga/> och https://www.swedbank-aktiellt.se/2018/januari/den_trygga_tjanstepensionen_kan_ge_en_otrygg_pension.csp

lågräntemiljö i Sverige och när räntorna så småningom stiger kommer långa obligationer minska i värde.⁴⁰ De låga räntorna är ett problem för de traditionella försäkringarna som sannolikt får räkna med att få lägre avkastning på sina ränteplaceringar under en period.

I motsats till kritiken om för låg risk inom tjänstepensionen har dock bland annat har Internationella valutafonden (IMF) och Europeiska systemrisknämnden (ESRB) uttryckt en viss oro över en ökad andel fondförsäkring bland svenska tjänstepensionssparare eftersom det innebär att spararna tar en högre risk.⁴¹ I ett internationellt perspektiv har Sverige en relativ hög andel av försäkringssparandet inom fondförsäkring.

Kritik har också framförts om att de traditionella försäkringsbolagen inte är tillräckligt transparenta och de därför kan ha en ineffektiv förvaltning som är svår att upptäcka. Vidare menar en del kritiker att det är svårt att jämföra hur förvaltningen har gått mellan olika bolag. För spararna är det därför svårt att jämföra en traditionell försäkring med såväl andra traditionella försäkringar som med fondförsäkringar, och utifrån jämförelsen fatta medvetna val.⁴²

Även garantin som förekommer i de traditionella försäkringarna har ifrågasatts. I Finansmarknadskommitténs rapport *Den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet* konstateras att värdet av garantin är liten för pensionsspararen bland annat eftersom den är i nominella termer, utan hänsyn till inflationen. För pensionsspararen är därför, enligt rapporten, den finansiella risken i en traditionell försäkring i praktiken likvärdig med risken i en fondförsäkring.

Finansmarknadskommitténs rapport framhåller dock att det finns viktiga skillnader mellan produkterna. Dels handlar det om att de traditionella försäkringarna kan placera i räntebärande värdepapper med betydligt längre löptid än vad bland- och räntefonder kan. Placeringsstrategin i den traditionella försäkringen innebär därför en låg risk för variationer i pensionen som går inte att replikera genom att köpa ränte- och aktiefonder.⁴³

⁴⁰ Se t.ex. <https://blogg.avanza.se/hemberg/2017/09/19/tradspatappar-farten/> och <http://www.smaspararguiden.se/jour/ar-traditionell-forsakring-bra/2018-11-15>

⁴¹ <https://www.svenskforsakring.se/globalassets/omvarld/2018/omvarlds2018.pdf>

⁴² Ibid, <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/tillsynsrapporter/2016/tillsynen-av-forsakringsforetagen> och <http://www.smaspararguiden.se/ordlista/traditionell-forsakring/>

⁴³ Finansmarknadskommitténs Rapport nr 11 (2012). *Den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet*.

6. Sparare är inte neutrala till risk

Risk handlar inte bara om sannolikheten att pensionskapitalet minskar och hur mycket det i så fall riskerar att minska. Det handlar också om vilka konsekvenser ett minskat belopp får för pensionsspararen. Är sparandet avgörande för personens ekonomi som pensionär eller skulle personen egentligen kunna klara sig utan sparandet?

En riskneutral sparare värderar en vinst och en förlust till samma belopp, precis lika mycket känslomässigt, det vill säga lika ledsen som glad. En riskneutral sparare värderar vidare nyttan av varje extra krona i avkastning precis lika mycket som den föregående kronan värderades. Det enda en riskneutral sparare tar hänsyn till är en investerings förväntade avkastning och värde.

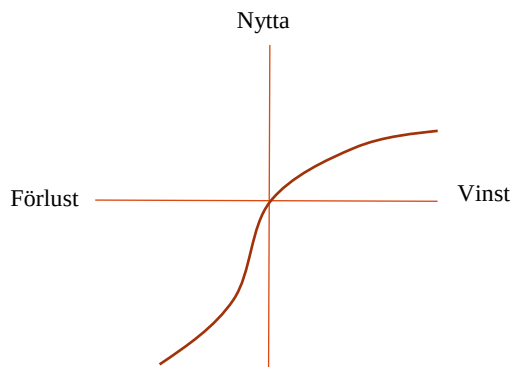
Att individer är riskneutrala ifrågasattes redan av Daniel Bernoulli på 1700-talet som visade att de flesta individer snarare är riskaverta, vilket applicerat på ett pensionssparande innebär att varje extra krona i avkastning får en avtagande nytta. Teorin formaliserades och utvecklades senare av Neumann och Morgenstern 1944 i boken *Theory of games and economic behavior*.⁴⁴ Resonemanget om riskaversion kan illustreras med att vi generellt upplever mer nytta med att sparkapitalet ökar från 0 till 100 000 kronor än nyttan vi upplever när det ökar från 100 000 kronor till 200 000 kronor. Vi kan vidare var och en själva ställa oss frågan: vill jag singla mynt om att få antingen 800 eller 1 000 kronor eller singla mynt om att få 200 eller 2 000 kronor? Det första alternativet har en förväntad vinst på 900 kronor medan det andra har en förväntad vinst på 1 100 kronor. Forskning har visat att de flesta personer i liknande situationer kommer välja det säkrare alternativet med lägre förväntad vinst.

Forskning har vidare visat att individer generellt inte bara är riskaverta utan även förlustaverta, vilket innebär att vi är beredda att gå miste om eventuella vinster för att undvika förluster. Att många individer är förlustaverta visade Tversky och Kahneman i sin artikel *Prospect Theory: An analysis of decision under risk* som publicerades 1979.⁴⁵ Tversky och Kahneman argumenterade att en förlust skapar en större känslomässig påverkan än vad motsvarande vinst gör. Applicerat på fondmarknaden innebär det att individer kan acceptera, eller till och med föredra, en lägre förväntad avkastning så länge det också kommer med en lägre risk.

⁴⁴ von Neumann, John och Morgenstern, Oskar (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton University Press

⁴⁵ Amos, Tversky och Daniel, Kahneman. (1979) *Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk*. *Econometrica*, nr. 47 sid .263-291.

Figur 3 Exempel på nyttofunktion för vinst och förlust



Grafen ovan visar att den negativa förändringen i nytta av en förlust är större än förändringen i nytta av en motsvarande vinst. Ur ett rent monetärt perspektiv leder detta till exempel till att människor tecknar försäkringar i onödigt stor utsträckning och är överdrivet försiktiga i sina investeringsbeslut. Beteendet är därför inte rationellt enligt traditionell ekonomisk teori som inte tar hänsyn till förlustaversionen (figur). Men om individer sätter ett högre pris på känslan av att undvika en förlust än känslan av att vinna samma belopp är beteendet helt rationellt ur ett beteendekonomiskt perspektiv. Den förlustaverta spararen har, i likhet med en riskavert, vidare en avtagande marginalnytta av avkastningen. Det innebär att varje ytterligare krona i avkastning värderas lägre än den vad den föregående kronan värderades.

Iakttagelsen att människor generellt är riskaverta och förlustaverta har därefter upprepats i flera andra forskningsstudier. Studier har dock med varierande resultat försökt hitta vilka faktorer som har betydelse för individers olika riskpreferenser. Genusaspekten har studerats flitigt men studierna har kommit fram till olika resultat beroende på hur frågeställningen eller försöket presenterats.⁴⁶ Andra förklaringsvariabler såsom som utbildning, inkomst, relationsstatus och finansiell förståelse har i högre grad förklarat skillnader i riskpreferenser.⁴⁷ Till exempel fann Dwyer med flera (2002) att det framförallt är finansiell förståelse som har det största inflytandet på individers riskpreferenser.

Vidare tyder flera studier på att personer med högre utbildning och högre inkomst är mer villiga till risk än personer med lägre utbildning och lägre inkomster. En annan iakttagelse är att gifta tycks vara mindre riskbenägna än ogifta. Personer som har osäkra inkomster eller som i framtiden kommer ha svårare att klara månatliga utgifter tenderar också att ha högre riskversion.⁴⁸

⁴⁶ Se t.ex. Gupta m.fl. (2005), Nelson (2012), Dwyer m.fl. (2002), Jianakoplos och Bernasek (1998).

⁴⁷ Se t.ex. Rutterford och Maltby (2007), Dwyer m.fl. (2002) och Gysler m.fl. (2002).

⁴⁸ Se t.ex. Brunello 2002, Absolute risk aversion and the returns to education, *Economics of Education Review*, 21, sid. 635–640. Guiso L. och Paiella, M (2008), Risk aversion wealth and background risk, *Journal of the European Economic Association*, 6(6), sid.1109–1150.

Det finns även en viss konsensus kring att riskaversionen minskar med ökad förmögenhet.⁴⁹

Den samlade bilden för ålderns betydelse för riskviljan ger ett skiftande resultat. En studie av Morin och Suarez (1983) visade att riskaversionen i den undersökta gruppen ökade med åldern. Liknande resultat, att riskaversionen ökade med åldern, fann även Pålsson (1996) i sin studie bland 7 000 svenska hushåll baserat på deklarerad inkomst.⁵⁰

Studier som Bellante och Saba (1986) och Jianakoplos and Bernasek (1998) presenterat visar dock på det motsatta förhållandet.⁵¹ Vidare fann Riley och Chow (1992) i sin undersökning bland amerikanska hushåll att riskaversionen minskade fram till 65 års ålder för att därefter öka igen.⁵²

En förklaring till de olika resultaten är att de kontrollerat för humankapitalet på olika sätt. En annan förklaring till skillnaderna är att några studier haft med ägd bostad som en riskfylld tillgång medan andra inte haft det. Bellante och Green (2004) tar hänsyn till denna skillnad och undersöker riskaversionen i olika åldersgrupper både med hänsyn till det reala värdet i bostaden som en riskfylld tillgång och som en riskfri tillgång. De finner att äldre är mer riskaverta än yngre i båda mätmetoderna, men får ett särskilt tydlig ökad riskaversion med åldern när de bortser från ägd bostad.⁵³

Risk kan anses vara något objektivt, något som kan räknas fram och i någon mån anses vara en rationell sanning. Men det kan också anses vara subjektiv vars resultat beror på hur man definierar risken. Problemet med det subjektiva synsättet är att alla riskbeteenden och beslut kan anses vara motiverade så länge de bygger på någon form av känsla eller rädsla, oavsett om denna känsla eller rädsla bygger på någon verklig risk. Det kan leda till väldiga felprioriteringar i samhället. Samtidigt lyfter bland annat Daniel Kahneman upp att staten också bör arbeta för att skydda medborgarna från upplevda rädsor, inte bara från verkliga faror. Kahneman uttrycker det som att även om en rädsla inte är rationell, och risken rent objektivt överskattas av medborgarna, är rädslan fortfarande smärtsam och försvagande vilket måste beaktas.⁵⁴

l

⁴⁹ Se t.ex. Pratt (1964) och Arrow (1984)

⁵⁰ Morin, R.A och Suarez, A.F. (1983), Risk aversion revisited. *Journal of Finance* nr. 38: sid. 1201–1216. Pålsson, Ann-Marie (1996), Does the degree of relative risk aversion vary with household characteristics? *Journal of Economic Psychology* volym 17 nr 6, sidan 771-787.

⁵¹ Bellante och Saba (1986), Human capital and life cycle effects on risk aversion. *Journal of Financial Research*, 9, sid. 41–51. Jianakoplos och Bernasek (1998). Are women more risk averse? *Economic Inquiry*, 36: 620–630.

⁵² Riley, William B. Jr. och Chow, Victor K. (1992). Asset Allocation and Individual Risk Aversion. *Financial Analysts Journal* vol. 48, nr. 6, sid. 32-37

⁵³ Bellante och Green (2004). Relative risk aversion among the elderly.

⁵⁴ Daniel Kahneman (2013) *Tänka snabbt och långsamt*, sidan 211-216.

7. Hur hög andel aktier bör man ha i ett pensionssparande?

Givet att de flesta individer inte är riskneutrala kan vi konstatera att det inte är självklart, eller ens lämpligt, att allt pensionssparande ska vara exponerat mot aktiemarknaden. Detta trots att den förväntade avkastningen är betydligt högre på aktiemarknaden än räntemarknaden. Syftet med att ha räntebärande papper i ett pensionssparande är att minska risken fullt medvetet om att detta också minskar den förväntade avkastningen. Det kommer att dämpa så väl uppgången som nedgången i en fondportfölj.

Inkomstpensionen kan ses som en basförsörjning för de allra flesta, där det allra viktigaste är att säkerställa en låg risk snarare än en hög avkastning. Inkomstpensionssystemet är ett så kallat fördelningssystem vilket innebär att årets pensionsavgifter, från de som arbetar idag, används för att betala pensioner till de som är pensionärer idag.⁵⁵ Vidare indexeras inkomstpensionen som huvudregel med den genomsnittliga inkomstutvecklingen i Sverige bland personer i åldrarna 16-64 år. På så sätt liknar inkomstpensionens avkastning och variation i viss mån en realränteobligation eller annan riskfri tillgång.

Att inkomstpensionen kan liknas vid ett räntesparande används ibland av rådgivare som ett skäl till att resten av pensionssparandet helt och hållet ska placeras på aktiemarknaden.

Bland annat förekommer olika tumregler om hur stor andel av ett sparande som bör vara exponerat mot aktiemarknaden, till exempel att andelen räntebärande i ett sparande bör vara spararens ålder i procent. Med en allt längre livslängd och att pensionen ska räcka längre upp i åldrarna har en del dock reviderat den tumregeln till att en lämplig andel räntor snarare är ens ålder minus 20 i procent. Enligt dessa tumregler bör alltså en 30 åring ha mellan 10 procent och 30 procent i räntor. Med dessa tumregler i åtanke och med konstaterandet att inkomstpensionen kan liknas vid ett räntesparande kommer man i portföljvalet fram till att vi generellt har för hög andel räntor i vårt övriga pensionssparande.

Tar man i portföljvalet dessutom hänsyn till pensionsspararens humankapital, det vill säga nuvärdet av all framtida inkomst från arbete, kan det argumenteras att andelen räntor i sparandet är ännu högre. Humankapitalet är som störst i början av arbetslivet och dess risk kan för många sparare likställas med risken i en obligation givet att löneinkomsten för de allra flesta varierar väldigt lite över tiden.

En studie som beaktar humankapitalet men också individers totala riskexponering och förmögenhet är Dahlqvist, Setty och Vestman (2018)

⁵⁵ Om inkomsterna från de i arbetsför ålder är lägre än pensionsutgifterna finns dessutom första till sjätte AP-fonderna i syfte att fungera som buffertfonder.

som analyserar värdet av individanpassade förvalsfonder.⁵⁶ De visar bland annat att skillnaden i den optimala andelen aktier i sparandet är stor mellan olika individer i samma årskull. För 10 procent av alla 50-åringarna är till exempel den optimala aktieandelen högst 20 procent av sparandet medan för 10 procent är den minst 84 procent. Anledningen till dessa stora skillnader är individernas totala riskexponering och förmögenhet i övrigt.

Tumreglerna utan hänsyn till övrigt sparande och risk utanför pensionssparandet kan således leda till både för högt som för lågt risktagande i pensionssparandet och är i många fall allt för förenklade för att kunna användas i rådgivning.

Tumreglerna bygger vidare på att aktiemarknader historiskt har gett bättre avkastning än obligationer och andra räntepapper. Även om risken på aktiemarknaden är högre är erfarenheterna från de börsfall vi sett de senaste 25 åren är att aktiemarknaden återhämtats till utgångsläget inom 5 till 7 år efter börsfallet. Ett problem med den erfarenheten är dock att det inte finns något som garanterar att återhämtningar kommer ske på samma sätt i framtiden. Tumreglerna tar inte heller hänsyn till hur mycket pensionsspararen kan riskera att förlora och ändå klara de dagliga utgifterna som pensionär. För många sparare är det snarare viktigare att se till att inte förlora pengar än att tjäna pengar.

Men även osäkerheter i framtida inkomster och det framtida humankapitalet är av betydelse för den yngre spararen. En längre tid av sjukdom eller arbetslöshet som inte ger tjänstepension kommer till exempel innebära att ett börsfall får större betydelse eftersom spararen inte fortsatt kommer tjäna in premier till sin tjänstepension och därmed inte köper fondandelar till det lägre marknadspriset.

Sammanfattningsvis kan det konstateras att inkomstpensionen och humankapitalet mycket väl kan likställas vid ett räntesparande men att det konstaterandet inte innebär att alla därför bör ha hög risk i allt annat pensionssparande.

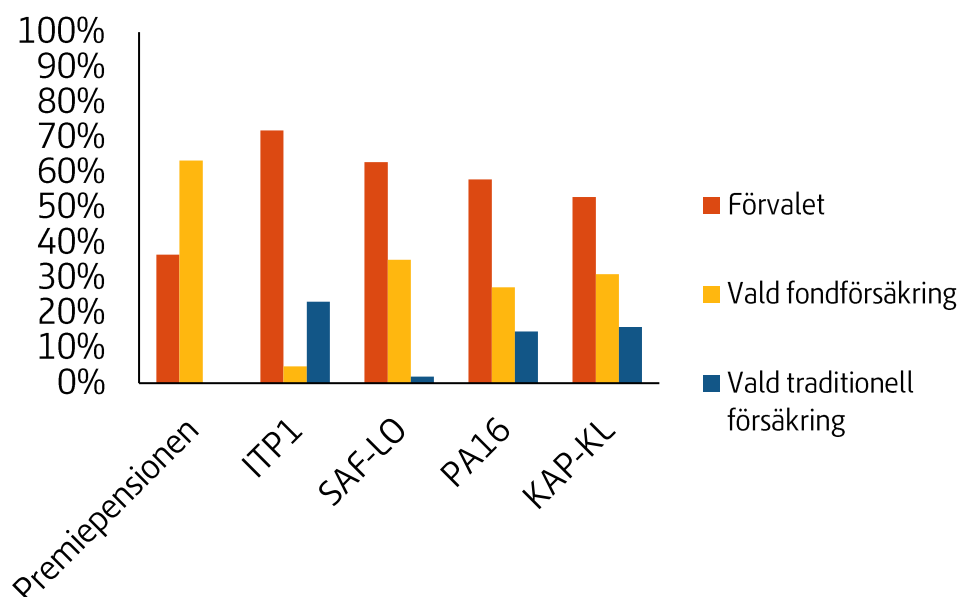
⁵⁶ Dahlquist, M., Setty, O. och Vestman, R. (2018). On the Asset Allocation of a Default Pension Fund, *Journal of Finance*, 73(4), 1893-1936.

8. Många stannar i förvalsalternativet

Inom premiepensionen var i slutet av 2017 ungefär en tredjedel av premiepensionskapitalet placerat i förvalsalternativet AP7 Såfa. I antal personer handlade det om drygt hälften av pensionsspararna som hade sin premiepension i förvalsalternativet vilket kan förklaras av att det var en högre andel aktiva väljare i början, när premiepensionssystemet infördes, än vad det är bland nytilkomna premiepensionssparare. Det kan också tyda på att en del sparare har förvalsalternativet i början av arbetslivet och väljer sedan senare i arbetslivet bort förvalet till förmån för en egen fondportfölj. Traditionell försäkring finns inte att välja under tiden som sparare i premiepensionen.⁵⁷

Inom tjänstepensionerna stannar fler av spararna kvar i det förval som erbjuds jämfört med andelen som stannar kvar i förvalet inom premiepensionen. Bland de som aktivt väljer en försäkring sticker avtalsområdet ITP ut, där det är fler som aktivt väljer en annan traditionell försäkring än förvalet än som väljer en fondförsäkring. Det beror på att hälften av sparbeloppet måste placeras i en traditionell försäkring inom ITP, även om förvalet väljs bort. Inom de övriga tjänstepensionsavtalen är de flesta aktiva valen ett val till fondförsäkring.

Figur 4 Andel av sparbeloppen i förvalet, vald fondförsäkring och vald traditionell försäkring



⁵⁷ <https://www.pensionsmyndigheten.se/statistik-och-rapporter/statistik/statistik-for-premiepension>

Figuren ovan visar att 72 procent av tjänstepensionspremierna inom ITP 1 hamnade i förvalsalternativet, i januari 2018, medan 28 procent av premierna placerades i en annan försäkring. Som andel av spararna handlade det om att drygt 67 procent av tjänstemännen hamnade i förvalsalternativet, medan 33 procent aktivt hade valt en annan kombination.⁵⁸

Inom SAF-LO placerades 63 procent av premierna i förvalsalternativet under 2017 medan 37 procent av premierna som placerades i en annan försäkring. Som andel av spararna var det drygt 68 procent av arbetarna som hamnade i förvalet under intjänandeåret 2017 medan 32 procent gjorde ett aktivt val.⁵⁹

Inom det statliga avtalsområdet PA16 hamnade ungefär 58 procent av premierna i förvalet under perioden januari till mars 2018 medan 42 procent av premierna placerades i en annan försäkring. Som andel av spararna var det 63 procent av de statsanställda som aktivt eller passivt valde förvalet medan 37 procent aktivt gjorde ett annat val.⁶⁰

I avtalsområdet KAP-KL eller AKAP-KL, placerades 53 procent av premierna som förmedlades via valcentralen under 2017 i förvalsalternativet.⁶¹

I tabellen nedan presenteras hur de aktiva valen placerades mellan traditionell- och fondförsäkring, både avseende antalet pensionssparare (försäkrade) och avseende beloppet som placerades.

⁵⁸ <https://www.collectum.se/Documents/ITP%201%20valstatistik%20201801.pdf>

⁵⁹ <https://www.fora.se/globalassets/dokument/statistik/valstatistik/valstatistik-2018-03-31.2.pdf> (ASL 14)

⁶⁰ <https://www.spv.se/om-spv/pensionsstatistik/>

⁶¹ <https://www.valcentralen.se/ContentUpload/Valcentralen/Premief%C3%B6rmedling%20KAP-KL%202017.pdf>

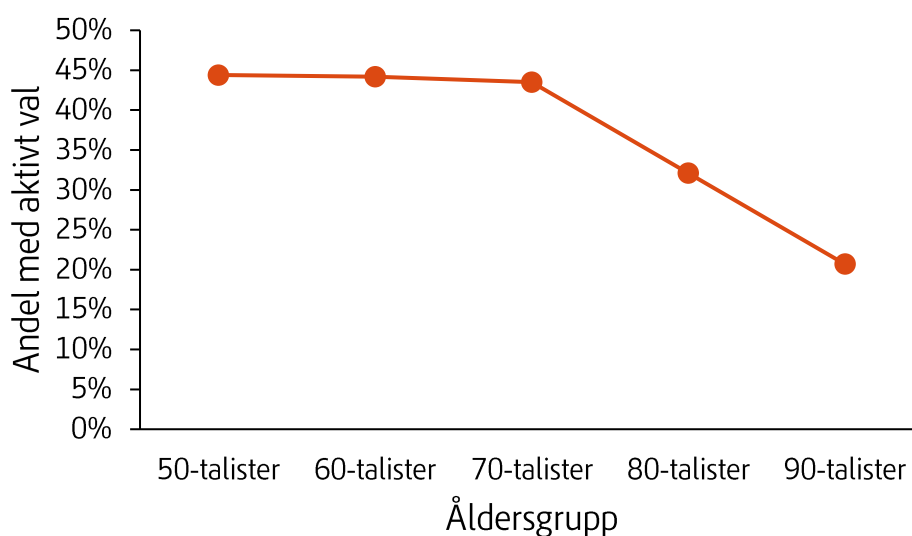
Tabell 8 Aktiva val till traditionell- respektive fondförsäkring⁶²

	ITP 1 totalt	ITP 1 steg 2	SAF-LO	PA 16	KAP-KL
Andel sparare med traditionell försäkring	66 %	39 %	14 %	38 %	*
Andel sparare med fondförsäkring	34 %	61 %	86 %	62 %	*
Andel av beloppet placerat i traditionell försäkring	83 %	*	5 %	35 %	34 %
Andel av beloppet placerat i fondförsäkring	17 %	*	95 %	65 %	66 %

*uppgift saknas

Collectum, som är valcentralen för privatanställda tjänstemän, redovisar även hur olika åldersgrupper har valt. Bland 50-talister, 60-talister och 70-talister inom ITP hade ungefär 44 procent gjort ett aktivt val i januari 2018. Bland 80-talister och 90-talister var andelen 32 respektive 21 procent.

Figur 5 Andel med aktiva val inom ITP

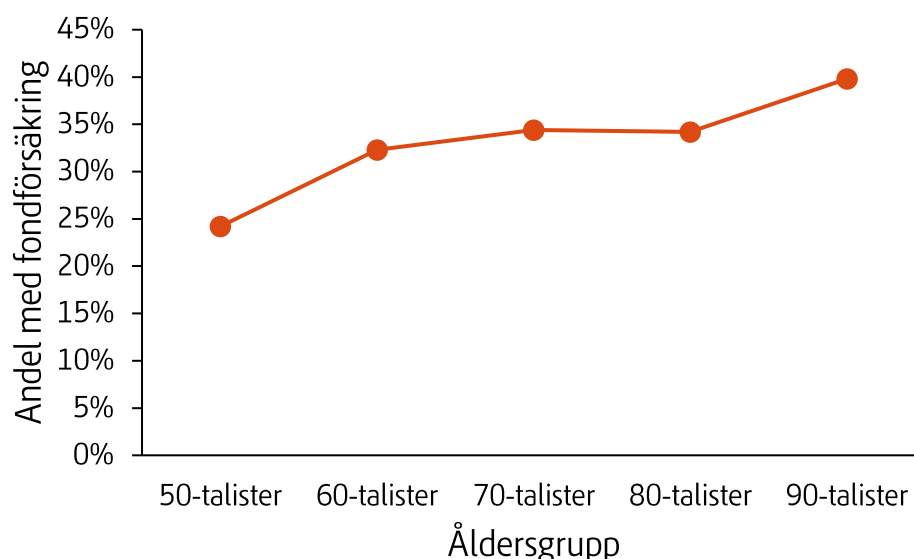


Tittar vi på antal aktiva val per tjänstepensionsförsäkring var 34 procent val till en fondförsäkring medan 66 procent var ett aktivt val till en traditionell

⁶² <https://www.collectum.se/Documents/ITP%201%20valstatistik%20201801.pdf>,
<https://www.fora.se/globalassets/dokument/statistik/valstatistik/valstatistik-2018-03-31.2.pdf>,
<https://www.spv.se/om-spv/pensionsstatistik/och>
<https://www.valcentralen.se/ContentUpload/Valcentralen/Premief%C3%B6rmedling%20KAP-KL%202017.pdf>

försäkring. Bland 50-talister var fördelningen bland de aktiva 24 procent till fondförsäkring respektive 76 procent till traditionell försäkring. Bland 60-, 70 och 80-talister ökade andelen med fondförsäkring till mellan 32 och 34 procent av de aktiva. Av de aktiva 90-talisterna hade nästan 40 procent valt en fondförsäkring.

Figur 6 Andelen med fondförsäkring bland de med aktiva val inom ITP



Som ett komplement till hur månadsinbetalningar och årliga inbetalningar har fördelats mellan de olika tjänstepensionsförsäkringarna är det också intressant att se hur spararna flyttat sitt tjänstepensionskapital. Den sammanfattande bilden av de flyttar som skett är att det är betydligt fler av spararna som flyttat den valbara delen av sin tjänstepension från en traditionell försäkring till en fondförsäkring än tvärtom vilket inte är speciellt konstigt eftersom förvalsalternativen är traditionella försäkringar. Flyttarna kan bero på såväl ett ändrat kundbeteende; till exempel ökad kunskap och att spararna i högre utsträckning blir mer aktiva när tjänstepensionskapitalet är större; som en yttre påverkan från till exempel fondbolag och banker som vill öka sina marknadsandelar.

9. Tjänstepensionens andel av den totala pensionen har ökat

För många kommer tjänstepensionen vara en betydande del av den totala pensionen. Inom många avtal har det dessutom införts extra avsättningar och så kallade flexpensioner som ökar sparandet i tjänstepensionen ytterligare.⁶³ Av den totalt utbetalda ålderspensionen som utbetalades under 2017 kom 18 procent från en tjänstepension vilket är en ökning med 2 procentenheter sedan 2011.⁶⁴ Om vi bortser från den privata pensionen uppgick tjänstepensionen till drygt 20 procent av den totala pensionen som utbetalades under 2017. I summan av utbetald tjänstepension ingår dock både temporära och livslånga utbetalningar vilket gör att tjänstepensionens andel av den totala pensionen under en persons livstid överskattas en aning, givet att de yngre pensionärerna har en högre andel temporära pensioner än vad de äldre pensionärerna hade vid samma ålder.

Störst andel av den totala pensionen kommer tjänstepensionen vara för de som under flera år haft inkomster över drygt 40 000 kronor/månad⁶⁵ (uttryckt i 2019 års lönenivå). Att tjänstepensionen blir särskilt viktig för denna grupp beror på att avsättningen till tjänstepensionen i många avtal ökar från 4,5 procent av lönen till 30 procent av den lön som överstiger drygt 40 000 kronor/månad (2019). Samtidigt ger inkomster över drygt 43 000 kronor/månad⁶⁶ (2019) inte någon ökad allmän pension.

I figurerna nedan presenteras hur stor del av pensionen som kommer från inkomstpensionen, premiepensionen och tjänstepensionen, med livslång utbetalning, för olika åldersgrupper med månadslöner på 30 000 kronor respektive 45 000 kronor. Att de födda 1990 förväntas ha en något lägre andel av den totala pensionen från tjänstepensionen och premiepensionen än de födda 1980 beror på att den historiska avkastningen varit bättre för de födda 1980 än för de födda 1990. Eftersom de födda 1980 har fått ta del av den högre historiska avkastningen till större del än de födda 1990 innebär det att deras skattade tjänstepension och premiepension förväntas utgöra en något högre del av pensionen än för de födda 1990.

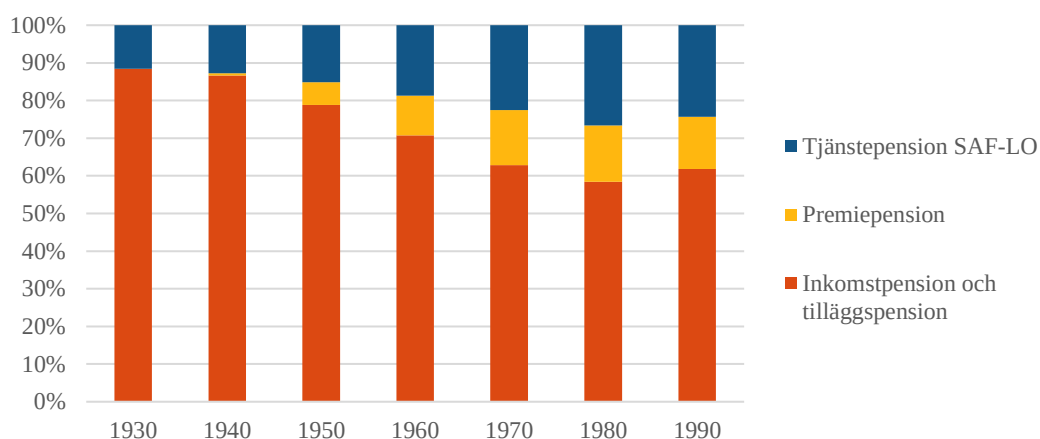
⁶³ Se t.ex. Pensionsmyndigheten (2017b). *Flexpension och delpension*.

⁶⁴ <https://www.svenskforsakring.se/statistik/livforsakring/utbetalning-alderspension/>

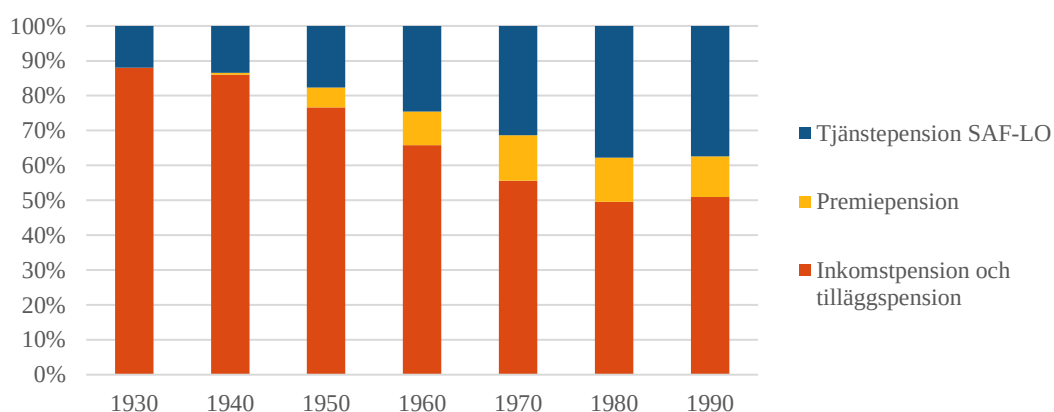
⁶⁵ 7,5 inkomstbasbelopp (40 250 kronor/månad 2019).

⁶⁶ 8,07 inkomstbasbelopp (43 309 kronor/månad 2019).

Figur 7 Tjänstepensionen som andel av total pension vid 30 000 kronor i månadslön (2019 års lönenivå)



Figur 8 Tjänstepensionen som andel av total pension vid 45 000 kronor i månadslön (2019 års lönenivå)



De som gick i pension 1995 (född 1930) fick drygt 10 procent av den totala pensionen från en livslång tjänstepension men för blivande pensionärer kommer en livslång tjänstepension snarare uppgå till mellan 20 och 25 procent av den totala pensionen. Tillsammans med premiepensionen fonderas således 35 till 40 procent av pensionen, utan eventuell privat pension medräknat.

För de som har sin pension i förvalen är mellan 60 till 70 procent av tjänstepensionen placerad i aktier eller fastigheter medan 100 procent av premiepensionen är det. Tillsammans blir därför mellan 27 och 33 procent av pensionen placerad i aktier utifrån förvalsalternativen medan resterande pension följer inkomstutvecklingen, prisutvecklingen eller räntorna. Genom att placera både premiepensionen och tjänstepensionen i aktiefonder kan som högst mellan 35 och 40 procent av den totala pensionen, utan eventuell privat pension, exponeras mot aktiemarknaden.

10. Iakttagelser och analys

Rapporten visar att ingen behöver vara orolig över att de inte gjort något aktivt val inom premie- eller tjänstepensionen. Samtliga förval har låga avgifter och haft en bra riskjusterad avkastning de senaste 10 åren.

Trots sina högre andelar räntebärande papper hade de traditionella försäkringarna under perioden 2009 till 2018 i genomsnitt mellan 6,9 procent och 10,1 procent i avkastning per år vilket kan jämföras med MSCIs världsindex som gett 10,3 procent i genomsnitt per år men till en betydligt högre risk. Tar man hänsyn till det dåliga börsåret 2008, och inte bara det bra året 2009, har samtliga av de fyra traditionella försäkringarna i förvalen till och med haft en högre avkastning än världsindexet MSCI World med fortsatt betydligt lägre risk. I förväntan, på lång sikt, kommer dock en global aktieindexfond ha högre avkastning än en traditionell försäkring. Vidare har premiepensionens förval gett en betydligt högre avkastning än både världsindex och de traditionella försäkringarna, men även det till högre risk.

Beroende på vilken motvilja spararen har att ta förluster, bör dock den yngre pensionsspararen generellt ha en högre exponering mot aktiemarknaden än vad de traditionella försäkringarna erbjuder. Samtidigt är det viktigt att komma ihåg att forskningen har visat att de flesta sparare inte är bara neutrala till, eller vill undvika, risk utan även är förlustaverta. De är således beredda att gå miste om möjligheten till en högre avkastning förutsatt att risken att förlora stora delar av pensionskapitalet också minskar. Den individuella riskpreferensen i pensionssparandet kan också förändras i takt med att pensionskapitalet växer. När pensionskapitalet uppfattas som tillräckligt stort för att ge en önskad pension kan det vara motiverat för pensionsspararen att minska risken istället för jaga extra avkastning som denne kanske ändå inte behöver.

Frågan som har ställts mellan raderna i denna rapport är hur mycket staten och arbetsmarknadens parter ska knuffa pensionsspararna till att ta högre risk än vad spararna själva väljer när det saknas förvalsalternativ i syfte att öka deras pensioner? Är pensionsspararnas riskpreferenser helt irrationella eller bör lagstiftaren och arbetsmarknadens parter åtminstone i någon grad ta hänsyn till dem? I slutändan kan beslutet kring den totala risken i ett sparande aldrig lämnas över till tumregler eller rådgivare utan måste bedömas enskilt av varje person.

Man kan vidare argumentera att det är naivt att tro att sparare är medvetna om sina egna riskpreferenser och gör sina val utifrån dessa. Återkopplingen och läroprocessen i ett pensionssparande är inte speciellt tydlig och det finns därför starka skäl för att det finns ett förvalsalternativ inom såväl premiepensionen som tjänstepensionen. För lagstiftaren och arbetsgivarens parter kvarstår sedan frågan hur mycket de ska styra pensionssparare till det val som är ekonomiskt rationellt snarare än det som är subjektivt rationellt för individen, i de fall dessa skiljer sig från varandra.

Att risken i förvalsalternativen skiljer sig åt mellan premiepensionen och tjänstepensionen kan å ena sidan argumenteras vara omotiverat men å andra

sidan innebär det inte att något av de olika förvalsalternativen passar sämre för de allra flesta när helheten analyseras, speciellt eftersom dess betydelse för den totala pensionen skiljer sig åt. Inom premiepensionen har lagstiftaren analyserat riskerna för förvalet, AP7 Såfa, utifrån riskerna inom den allmänna pensionen som helhet. Inom tjänstepensionsavtalen har arbetsmarknadens parter snarare valt att analysera tjänstepensionen för sig själv. I sammanhanget bör vi också påminna oss om att de traditionella försäkringarna inte ska likställas med blandfonder. De traditionella försäkringarnas förväntade avkastning på lång sikt bör snarare vara någonstans mellan en blandfond och en aktieindexfond. Den som väljer en traditionell försäkring bör vidare alltid välja ett bolag med god solvens eftersom det ger en större frihet i placeringarna och därmed större möjligheter till god avkastning. Bland de bolag som finns som förval har samtliga en solvensgrad på mellan 162 och 189 procent vilket är att betrakta som bra.

10.1. De traditionella försäkringarna i förvalen har varit bättre än sitt rykte

En iakttagelse i denna rapport är att de traditionella försäkringarna under den senaste tioårsperioden har varit bättre än deras rykte, det vill säga bilden att de ger en alltför låg avkastning på pensionssparandet. Rapporten visar att de traditionella försäkringarna har haft en bättre avkastning än en global aktieindexfond till en betydligt lägre risk om vi tittar på perioden som går över det dåliga börsåret 2008. Men även vi bortser från det dåliga börsåret och ser till de senaste 10 åren med betydligt bättre börsavkastning har flera av de traditionella försäkringarna endast gett en något sämre avkastning till en betydligt lägre risk än MSCIs världsindex. Eftersom de förvalda traditionella försäkringarna dessutom har lägre avgifter än många aktieindexfonder kan de i vissa jämförelser till och med gett bättre avkastning efter avgifter under denna period. För att det ska hålla i sig även i framtiden krävs dock att de traditionella försäkringarna fortsatt kan ge en bra avkastning. Om de lyckas med det eller inte beror bland annat på hur de utnyttjar sina illikvida investeringsmöjligheter. Om placeringsreglerna i en traditionell försäkring påminner om en blandfonds regler, med till exempel 70 procent noterade aktier och 30 procent räntor, kommer den alltid ha en lägre förväntad avkastning än till exempel en aktieindexfond.⁶⁷ Den förväntade sammanlagda avkastningen på 40 års sikt, i enlighet med prognosstandard, uppskattas enligt de placeringsreglerna vara 14 procent lägre efter skatt för den traditionella försäkringen än för en global aktieindexfond.

⁶⁷ Förutsatt att aktieindexfondens årliga avgift inte är 0,7 procentenheter högre än den traditionella försäkringens avgift.

Slutsatsen är trots det att om valet för pensionssparandet är mellan en traditionell försäkring och en global indexfond är det inte självklart att den förväntade avkastningen alltid är högre för den globala indexfonden, även på lång sikt. Den som inte vill välja själv inom tjänstepensionen kan därför stanna kvar i förvalsalternativet, och få en bra riskjusterad avkastning till låg kostnad, utan att vara orolig över sitt ickeval.

10.2. Omotiverade skillnader i den förvalda åldern för utbetalning

Slutsatsen och kritiken om att tjänstepensionsavtalen har en förvald utbetalningsålder är inget som egentligen har med de olika förvalsalternativen och deras förvaltningsformer att göra, utan gäller samtliga kollektivavtalade tjänstepensioner oavsett om pensionsspararen gör ett val eller inte. Kritiken faller således utanför denna rapports frågeställning men med det sagt är det dock en kritik i ett närliggande område värd att ta upp.

Som presenterades i avsnitt 4.3 börjar tjänstepensionen betalas ut vid förvalda åldrar om inte pensionsspararen hör av sig och meddelar att tjänstepensionsbolaget ska vänta med att börja utbetalningen. Inom avtalspension SAF-LO, ITP 1 och 2 samt inom PA 16 avdelning II är den förvalda åldern för utbetalning 65 år. Inom KAP-KL och AKAP-KL börjar tjänstepensionen utbetalas vid 67 års ålder och inom PA 16 avdelning I börjar utbetalningen vid 70 års ålder. Pensionsspararen inom PA 16 avdelning I kan dock inte skjuta på uttaget ytterligare, efter 70 års ålder, medan det inom de övriga avtalsområdena inte finns någon senaste ålder för när uttaget måste påbörjas.

Denna förvalda utbetalning vid en bestämd ålder kan kritiseras för att det kan uppfattas som en uppmaning och rekommendation till den enskilde pensionsspararen att gå i pension vid just denna ålder. Den förvalda åldern för utbetalning har också fått kritik för att det finns risk att de som fortsatt arbetar inte hör av sig till sitt tjänstepensionsbolag och att de, med både arbetsinkomst och pension, kommer betala en högre skatt på pensionen än vad de gjort om de väntat med uttaget till den tidpunkt då de egentligen önskade att ta ut den. När väl en tjänstepension börjar utbetalas går den dessutom inte att stoppa eller pausa.

Att tjänstepensionerna har en förvald utbetalningstidpunkt som inte kräver en ansökan har tidigare ifrågasatts av bland annat Riksrevisionen (2014) och Carlsson (2016). Pensionsmyndigheten framförde också samma synpunkt i svaret på ett regeringsuppdrag 2015, *Information om vilka val som finns inom pensionssystemet*. I svaret framför Pensionsmyndigheten att skillnaderna hur uttaget sker, och hur den förvalda utformningen är, kan skapa en osäkerhet och leda till felaktiga beslut. Pensionsmyndigheten föreslog därför en standardisering av hur uttaget av pension ska bli påbörjas och konstaterade att det finns generella fördelar att standarden är att

individen själv startar uttaget av sin pension och att det inte sker utan ansökan.⁶⁸ Denna slutsats tål att upprepas även i denna rapport.

Även skillnaderna i den förvalda utbetalningstiden mellan olika tjänstepensionsförsäkringar kan ifrågasättas. Inom de fyra stora avtalsområden som rapporten har gått igenom är det den icke valbara delen Kåpan Tjänste inom PA 16 avdelning II som särskiljer sig med en förvald utbetalningstid på fem år medan övriga utbetalas livslångt om inte pensionsspararen hör av sig och ändrar utbetalningstiden.

10.3. Många tycks föredra låg risk framför hög avkastning

Som rapporten konstaterar visar forskning att pensionssparare inte är neutrala till risk utan snarare är visat en motvilja att ta risker. Det betyder att sparare är beredda att gå miste om möjligheten till en högre avkastning förutsatt att risken att förlora stora delar av pensionskapitalet också minskar.

Vad frågan i slutändan handlar om är huruvida vi som pensionssparare är *alltför* motvilliga till risk för vårt eget bästa. Det finns många situationer där undvikandet av risk är till nackdel och där vi missar möjligheter till potentiella vinster. Generellt är det dock bra att vi inte är helt neutrala till risk, oavsett om det gäller vår hälsa och välmående eller ekonomiska förluster. En del risker kan vidare vara fullt rationellt för enskilde att undvika även om sannolikheten för att de inträffar är små. I fallet med pensionssparandet handlar det om risken innebär stora ekonomiska förluster, även om sannolikheten för att förlusten inträffar är liten. Det kan vara särskilt viktigt om pensionssparandet ska användas till framtida löpande månadsutgifter men mindre viktigt om sparandet ska användas till mindre nödvändiga utgifter som exempelvis sällanköpsvaror och semesterresor.

Om inkomstpensionen kan ses som en basförsörjning kan tjänstepensionens syfte ses vara att öka på pensionen till en bekväm pensionsnivå utifrån tidigare inkomster under arbetslivet. Ur det perspektivet finns större möjligheter att ta risk inom tjänstepensionen än vad som är lämpligt inom den allmänna pensionen. För de personer där tjänstepensionen endast kommer vara en mindre del av den totala pensionen finns det dessutom desto större anledning att låta hela tjänstepensionskapitalet vara exponerat mot aktiemarknaden. Samtidigt, om de ekonomiska marginalerna är små i vardagen och även tjänstepensionen är en del av basförsörjningen, är det för samma grupp viktigt att säkerställa den pensionen de kan förväntas få.

För de personer där tjänstepensionen kommer vara en större del av den totala pensionen finns det mindre anledning att låta hela tjänstepensionskapitalet vara exponerat mot aktiemarknaden, eftersom det kan vara viktigare att säkerställa en högre inkomststandard än vad den

⁶⁸ Pensionsmyndigheten (2015), sidan 51.

allmänna pensionen ger än att jaga ytterligare avkastning på pensionskapitalet. Samtidigt, om de ekonomiska marginalerna är goda, har samma grupp möjlighet att ta betydligt högre risk med sitt pensionssparande utan att det riskerar leda till att de inte klarar sitt basbehov.

Möjligheten att ta risk i tjänstepensionen är således individuell och påverkas av pensionsspararens allmänna pension såväl som övrigt sparande och förmögenhet. Det kan dock konstateras att så som förvalen inom tjänstepensionen är utformade så har de utformats utan större hänsyn till inkomstpensionssystemet. Förvalet inom premiepensionen har däremot uttryckligen utformats för att komplettera inkomstpensionen.

Rapporten visar att ungefär hälften stannar kvar i förvalet inom premiepensionen medan två tredjedelar stannar kvar i förvalet inom tjänstepensionen. Som andel av pensionspremierna handlar det om en tredjedel av kapitalet som är placerat i förvalet inom premiepensionen.

Mer än en tredjedel av de aktiva spararna inom tjänstepensionen valde dessutom en annan traditionell försäkring i sitt aktiva val. Undantaget är bland privatanställda arbetare där 86 procent av de med aktivt val valde en fondförsäkring.

Med tanke på spararnas riskpreferenser tycks de traditionella försäkringarna vara lämpliga försvalternativ i enlighet med den risknivå många önskar. Den sparare som är helt riskneutral, eller i alla fall som inte har en motvilja till förluster, bör dock föredra en bred aktieindexfond med låga avgifter.

På samma sätt kan det konstateras att premiepensionens förval har en högre risk än vad många tycks önska.

10.4. Yngre sparare bör i högre utsträckning välja fondförsäkring

Yngre sparare bör i högre uträkning än äldre sparare välja fondförsäkringar, och därmed välja bort förvalet inom tjänstepensionen. Risken finns dock att sparare gör dåliga fondval vid aktiva val, speciellt om spararen själv måste riskjustera fondvalen inför pensioneringen. Ett alternativ för spararen som vill välja fondförsäkring utan att själv vara aktiv efter valet är därför generationsfonderna.

Givet att vi likställer den traditionella försäkringens avkastning med en blandfond förväntas den premiebestämda valbara tjänstepensionen öka, utifrån antagandena om avkastning i prognosstandarden, med 20 procent för någon som har 100 procent exponering mot aktiemarknaden jämfört med någon som har 70 procent aktier och 30 procent räntor. Vid 30 procent i inkomstskatt på tjänstepensionen innebär det 14 procent högre månadsinkomst efter skatt från den valbara delen i tjänstepension. Hur stor den valbara delen är av hela tjänstepensionen skiljer sig mellan avtalsområdena. För yngre personer inom SAF-LO och KAP-KL är hela tjänstepensionen valbar medan hälften, knappt hälften respektive två tredjedelar är valbara för de flesta inom ITP 1, PA16 avdelning I och PA16 avdelning II. För privatanställda tjänstemän med ITP 2 är det en mindre del

som är valbar och den exakta andelen som är valbar varierar beroende på ålder, lön och tidigare intjänad pension inom ITP 2.

Att likställa den traditionella försäkringen med en blandfond är dock ett felaktigt förenklat antagande som inte tar hänsyn till möjligheten att placera i alternativa tillgångar som infrastruktur och andra illikvida tillgångar som kan ge avkastning på lång sikt. Samtidigt befinner vi oss i ett lågränteläge som gör att det är svårt att finna 4 procent avkastning på obligationer, eller andra räntebärande värdepapper, vilket antas i prognosstandarden som används i räkneexemplet. Oavsett exakt nivå finns ändå en högre förväntad framtida avkastning på globala aktieindexfonder än traditionella försäkringar, men till en högre risk.

Den huvudsakliga orsaken till att yngre sparare kan ta mer risk är deras sparhorisont och humankapital. Med till exempel 30 år kvar till pensionen är ett prisfall på aktiemarknaderna sannolikt mindre kännbart eftersom spararen har fler år på sig att hämta tillbaka nedgången. Rapporten visar också på studier som tyder på att yngre sparare är mer villiga att ta högre risk än vad äldre sparare är. Resultaten från studierna är dock inte enhetliga och något som talar emot resonemanget är konstaterandet att riskaversionen minskar med ökad förmögenhet och att yngre sparare generellt har lägre förmögenhet än äldre, om man bortser från humankapitalet.

Utifrån iakttagelserna i rapporten får vi ingen tydlig bild om yngre sparare i högre utsträckning faktiskt väljer fondförsäkring inom tjänstepensionen. Rapporten visar å ena på indikationer att det är fler äldre än yngre som är aktiva och väljer fondförsäkring vilket tyder på ett beteende i motsats till teori. Rapporten visar å andra sidan att bland de som är aktiva inom ITP är det en högre andel aktiva 90-talister än aktiva 50-talister som väljer fondförsäkring.

Sparare bör alltid välja risk i sitt sparande efter sina egna preferenser och sin egen livssituation. Allt annat lika bör dock en sparare som väljer en fondförsäkring bör, precis som tidigare nämnts, välja en bred aktieindexfond med låga avgifter. Alla entréfonderna som erbjuds utom en har karaktären av en bred aktieindexfond med relativt låga avgifter, om än inte lika låga avgifter som de förvalda traditionella försäkringarna. Genom entréfonderna får spararna också i de flesta fall en generationsfond. I de fall spararen inte har en generationsfond bör spararen själv aktivt minska risken i sin pensionsportfölj.

För den som vill byta till en traditionell försäkring senare i livet finns dock bristen i premiepensionen att det inte går att flytta pensionskapitalet succesivt utan att hela pensionskapitalet måste flyttas vid ett och samma tillfälle. Samtidigt är andelen aktier i den traditionella försäkringen fortfarande ungefär 40 procent. Beroende på marknadsläge kan det få stor påverkan på premiepensionssparandet. Möjligheten finns såklart fortfarande att vänta ut marknaden och försöka tjäna flytten till en traditionell försäkring till en bättre tidpunkt. Liknande problem finns även inom tjänstepensionen.

10.5. Det är svårt att jämföra de olika försäkringarna

En ytterligare slutsats i denna rapport är att det är svårt att jämföra de olika försäkringarna på en enkelt och bra sätt.

Dels handlar svårigheten om att jämföra de traditionella försäkringarna med till exempel en global indexfond på ett rättvisande sätt. Det är svårt att värdera vilka risker de traditionella försäkringarna kan ta framöver och hur representativ den historiska utvecklingen är som en prognos för framtiden. En annan svårighet avser den kritik om att de traditionella försäkringsbolagen inte är tillräckligt transparenta och de därför kan ha en ineffektiv förvaltning som är svår att upptäcka. Kritiker har också påpekat att det är svårt att genomsåda och förstå omfördelningen som sker mellan nya och gamla försäkringstagare.

Även garantin som de traditionella försäkringarna har är svåra att värdera, bland annat eftersom garantin är i nominella termer, utan hänsyn till inflationen. Det kan därför argumenteras att den finansiella risken i en traditionell försäkring i praktiken likvärdig med risken i en fondförsäkring och man därför inte bör beakta garantin vid en jämförelse.

Avgifterna är lättare att jämföra och lättare att förstå. I de fall den traditionella försäkringen har en betydligt lägre avgift än de fonder spararen kan välja mellan kan det i sig vara ett skäl att välja just den traditionella försäkringen. Men även bland entréfonderna finns aktiefonder som har snarlika avgifter som de traditionella försäkringarna.

Att förskottsräntan och livslängdantagandena skiljer sig mellan de olika försäkringarna gör även att det är svårt för spararen att göra medvetna val vid pensioneringstillfället. Vilken förskottsränta och livslängdantagande som används har stor betydelse för vilket månadsbelopp som utbetalas under åren som pensionär. Det är även sannolikt att detta påverkar pensionsbeslutet i någon mån eftersom ett högre pensionsbelopp per månad kan påverka till att tidigarelägga pensioneringen medan ett lägre pensionsbelopp per månad kan påverka till att senarelägga pensioneringen. Vad som är att föredra för den enskilde pensionären beror på dennes personliga diskonteringsränta och förväntade livslängd, vilket med andra ord handlar om pensionären vill fördela pensionskapitalet så att en större del utbetalas under de första åren som pensionär eller om pensionärer önskar en mer jämn utbetalning under hela pensionärlivet. Mycket tyder på att pensionärer föredrar att få ut mer pension i början av livet som pensionär. Samtidigt finns det en risk att en sådan utbetalningsprofil leder till en negativ inkomstutveckling och en låg pension på äldre dagar.

Hur förskottsräntan och livslängdantagandet i slutändan påverkar den förväntade utbetalda pensionen för en pensionär är dock, trots resonemanget i stycket ovan, svårt att dra några större slutsatser om. Beroende på hur överskotten inom den traditionella försäkringen fördelas mellan generationer behöver förskottsräntan och livslängdsantagandet nämligen inte nödvändigtvis påverka den totala ackumulerade pensionen en pensionär

har fått utbetalt vid till exempel genomsnittlig livslängd. Såväl som förskottsräntan som den beräknade kvarstående livslängden kan dessutom förändras under pågående utbetalning.

Trots att förskottsräntan och den beräknade kvarstående livslängden inte behöver påverka pensionsutbetalningarna så mycket som man vid en första anblick kan tro är det ändå något man *kan* beakta vid uttaget av sin pension, och välja bort försäkringar med för en själv ofördelaktiga livslängdsantaganden och förskottsräntor.

Bilaga 1. Karta över förvalsalternativen

Sparandetid			Utbetalningstid		
Avtalsområde/ premiepension	Andel av tjänstepensionen/ premiepensionen som är valbart	Förvalsalternativ	Förvald ålder för utbetalning	Förvald utbetalningstid som pensionär	Antagen livslängd och framtida avkastning
Avtalspension SAF-LO	100 % är valbart	Förvalet är en traditionell försäkring hos AMF	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 21 år och prognosräntan är 1,3 %
ITP 1	50 % är valbart	Förvalet är en traditionell försäkring hos Alecta	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 22 år och prognosräntan är 2,51 %
	50 % måste placeras i en traditionell försäkring	Förvalet är en traditionell försäkring hos Alecta Traditionell	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 22 år och prognosräntan är 2,51 %
ITP 2	Individuella förhållanden avgör hur mycket som är valbart (2 % av lön över 7,5 IBB)	Förvalet är en traditionell försäkring hos Alecta	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 22 år och prognosräntan är 2,51 %
	Förmånsbestämd tjänstepension	Förvaltas av Alecta	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	
KAP-KL	100 % eller Individuella förhållanden hur mycket som är valbart (4,5 % av lön upp till 7,5 IBB)	Förvalet är en traditionell försäkring hos KPA	Pensionen utbetalas vid 67 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 23 år och prognosräntan är 2,8 %
	Eventuell förmånsbestämd pension (för inkomster över 7,5 IBB)	Förvaltas av KPA	Pensionen utbetalas vid 67 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Endast livslång utbetalning (undantag vid uttag innan 65 år)	
AKAP-KL	100 % är valbart	Förvalet är en traditionell försäkring hos KPA	Pensionen utbetalas vid 67 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 23 år och prognosräntan är 2,8 %
PA 16 avd II	55 % eller individuella förhållanden hur mycket som är valbart (2,5 % av lönen)	Förvalet är en traditionell försäkring hos Kåpan	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 21,9 år och prognosräntan är 2 %
	45 % eller individuella förhållanden hur mycket som inte är valbart (2 % av lönen)	Placeras i en traditionell försäkring hos Kåpan	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är 5 år	Antagen livslängd är 21,9 år och prognosräntan är 2 %
	Eventuell förmånsbestämd pension (För de födda 1943- 1972 samt för inkomster över 7,5 IBB)	Förvaltas av SPV	Pensionen utbetalas vid 65 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Endast livslång utbetalning (undantag vid uttag innan 65 år)	
PA 16 avd I	42 upp till ca 67 % är valbart	Förvalet är en traditionell försäkring hos Kåpan	Pensionen utbetalas vid 70 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 21,9 år och prognosräntan är 2 %
	58 ned till ca 33 % är inte valbart	Förvalet är en traditionell försäkring hos Kåpan	Pensionen utbetalas vid 70 års ålder om pensionsspararen inte hör av sig	Förvald uttagstid är livslång utbetalning	Antagen livslängd är 21,9 år och prognosräntan är 2 %
Premie- pensionen	100 % är valbart	Förvalet är aktiefonden Ap7 Såfa	Pensionen utbetalas efter ansökan från pensionsspararen	Endast livslång utbetalning	Antagen livslängd är 22,9 år och prognosräntan är 1,75 %

Bilaga 2. Errata

Efter att rapporten publicerades för första gången den 29 maj 2019 har ett fel i beräkningen av det geometriska medelvärde för KPA och AMF för perioden 2008 till 2017 och för perioden 2009 till 2018 upptäckts samt för OMX Affärsvärldens generalindex för perioden 2008 till 2017. Den här versionen innehåller rättade uppgifter avseende genomsnittlig avkastning för KPA och AMF i avsnitt 4.3.1 och 4.3.3 samt figur 1 och figur 2. Rättningen avser även uppgifter avseende OMX Affärsvärldens generalindex i figur 2.

Referenser

Riksdag och regering

Ds 2013:35 *Vägval för premiepensionen*

Finansmarknadskommitténs rapport nr 11 (2012), *Den traditionella försäkringen inom premiepensionssystemet*

Pensionsgruppen 2017-12-14. Pensionsgruppens överenskommelse om långsiktigt höjda och trygga pensioner

Promemoria S2017/03516/SF. *Förstudie om möjliga strukturella förändringar för ett tryggare och mer effektivt premiepensionssystem*

Prop. 2017/18:247 *Ett tryggt och mer hållbart premiepensionssystem*

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

SOU 2016:61. *Fokus premiepension*

Rapporter och artiklar

Amos , Tversky och Daniel, Kahneman. (1979) Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk. *Econometrica*, nr. 47 sid. 263-291.

Arrow, Kenneth J. (1984). *The theory of risk aversion. In Individual Choice under Certainty and Uncertainty, collected papers of Kenneth J. Arrow*, sid. 147–171. Cambridge: Harvard University Press.

Barr, Nicholas (2013). *The pension system in Sweden*, ESO 2013:7.

Bellante och Green (2004). Relative risk aversion among the elderly, *Review of Financial Economics*, 13, sidan 269-281

Bellante och Saba (1986). Human capital and life cycle effects on risk aversion. *Journal of Financial Research*, 9, sid. 41–51.

Brunello (2002). Absolute risk aversion and the returns to education, *Economics of Education Review*, 21, sid. 635–640.

Dahlquist, M., Setty, O. och Vestman, R. (2018), On the Asset Allocation of a Default Pension Fund, *Journal of Finance*, 73(4), 1893-1936.

Dwyer m.fl. (2002). Gender differences in revealed risk taking: evidence from mutual fund investors. *Economic Letters* 76 , sid. 151-158.

Fama, Eugene (1970). Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work, *The Journal of Finance*, maj, sid. 383-417.

Fama, Eugene, och French, Kenneth (1992). The Cross-Section of Expected Stock Returns. *Journal of Finance*, 47, sid. 427-465.

- Flam och Vestman (2014). Swedish Equity Mutual Funds: Performance, Persistence and Presence of Skill, *Swedish House of Finance Research Paper* Nummer 14-04.
- Guiso L. och Paiella, M (2008), Risk aversion wealth and background risk, *Journal of the European Economic Association*, 6(6), sid. 1109–1150.
- Gupta m.fl. (2005). Male and Female Competitive Behavior: Experimental Evidence, *IZA Discussion Papers No. 1833*.
- Gysler m.fl. (2002). Ambiguity and gender differences in financial decision making: an experimental of competence and confidence effects. *CER-ETH Economics working paper series 02/23*.
- Hagen, Johannes (2017). *Utbetalningstider i tjänstepensionssystemet*, Stockholm: SNS Förlag.
- Hagen, Johannes (2015) The determinants of annuitization: evidence from Sweden. Springer: *International Institute of Public Finance*, vol. 22(4), sid. 549-578
- Inspektionen för socialförsäkringen (2015). *Att välja uttagstid av tjänstepension*. 2015:15
- Inspektionen för socialförsäkringen (2018). *Vem får avsättningar till tjänstepension? –En analys av tjänstepensionernas täckningsgrad baserat på deklarationsuppgifter*. ISF 2018:15
- Jianakoplos, N.A. and A. Bernasek (1998). Are women more risk averse, *Economic Inquiry* 36, 620-630.
- Kahneman, Daniel (2013). *Tänka snabbt och långsamt*, sidan 211-216. Stockholm: Månpocket. [originalet publicerat 2011]
- Madrian och Shea (2001). The power of suggestion: Inertia in 401(k) participation and savings behavior. *Quarterly Journal of Economics* no. 116, sid. 1149-1187.
- Markowitz, Harry. Portfolio Selection, *Journal of Finance*, Mars, 1952, sid. 77-91.
- McKenzie m.fl. (2006). Recommendations implicit in policy defaults. *Psychological Science* no. 17(5), sid. 414-420.
- Morin, R.A och Suarez, A.F. (1983). Risk aversion revisited. *Journal of Finance* nr. 38: sid. 1201–1216
- Nelson (2012). Are Women Really More Risk-Averse than Men? *Global Development and Environment Institute, Working Paper No. 12-05*.
- von Neumann, John och Morgenstern, Oskar (1944). *Theory of Games and Economic Behavior*, Princeton: Princeton University Press
- Pensionsmyndigheten (2012). *Bilaga 1 till Underlag för Standard för pensionsprognoser*.
- Pensionsmyndigheten (2015). *Information om vilka val som finns inom pensionssystemet. Svar på uppdrag i regleringsbrevet 2015*.

- Pensionsmyndigheten (2016). *Tumregler för pensionsberäkningar*.
- Pensionsmyndigheten (2017a). *Bör fondsparare utgå från tidigare års avkastning när de väljer fonder?*
- Pensionsmyndigheten (2017b). *Flexpension och delpension*.
- Pensionsmyndigheten (2018). *Sveriges Pensioner 2005-2016*.
- Pratt, John (1964). Risk aversion in the Small and in the Large. *Econometrica*, 32, sid. 122-136.
- Pålsson, Ann-Marie (1996). Does the degree of relative risk aversion vary with household characteristics? *Journal of Economic Psychology* volym 17 nr 6, sid. 771-787.
- Riksrevisionen (2014). *Att gå i pension. Varför så krångligt?* Riksrevisionen 2014:13.
- Riley, Willian B. Jr. och Chow, Victor K. (1992). Asset Allocation and Individual Risk Aversion. *Financial Analysts Journal* vol. 48, nr. 6, sid. 32-37.
- Rutterford och Maltby (2007). The nesting instinct: women and investment in a historical context. *Accounting History*, 12 , sid. 305-338.
- Sharpe, William F. (1964) Capital asset prices: A theory of market equilibrium under conditions or risk, *Journal of Finance*, nr. 19, utgåva 3, sid. 425-442.
- Sunstein och Thaler (2003). *Libertarian paternalism is not an oxymoron*. The University of Chicago Public Law and Legal Theory, working paper no. 43.
- Thaler, Richard (1994). *Quasi-rational Economics*. New York: Russel Sage Foundation.

Länkar och webbplatser

- <https://www.svenskforsakring.se/globalassets/omvarld/2018/omvarlds2018.pdf>
- <http://www.smaspararguiden.se/jour/ar-traditionell-forsakring-bra>
- <https://blogg.avanza.se/hemberg/2017/09/19/tradspar-tappar-farten/>
- <https://www.ap7.se/vart-utbud/ap7-safa/>
- <https://www.kpa.se/globalassets/trycksaker/arsredovisningar/arsredovisning-kpa-pensionsforsakring-ab-2017.pdf>
- <https://www.kapan.se/globalassets/om-kapan/arsredovisning/arsredovisning-2017-webbversion.pdf>
- <https://blogg.avanza.se/hemberg/2017/09/19/tradspar-tappar-farten/>
- <http://www.smaspararguiden.se/jour/ar-traditionell-forsakring-bra/>
- <https://www.fi.se/sv/publicerat/rapporter/tillsynsrapporter/2016/tillsynen-av-forsakringsforetagen>

<http://www.smaspararguiden.se/ordlista/traditionell-forsakring/>

<https://www.svenskforsakring.se/globalassets/omvarld/2018/omvarlds2018.pdf>

<https://www.pensionsmyndigheten.se/statistik-och-rapporter/statistik/statistik-for-premiepension>

<https://www.collectum.se/Documents/ITP%201%20valstatistik%20201801.pdf>

<https://www.fora.se/globalassets/dokument/statistik/valstatistik/valstatistik-2018-03-31.2.pdf> (ASL 14)

<https://www.spv.se/om-spv/pensionsstatistik/>

<https://www.valcentralen.se/ContentUpload/Valcentralen/Premief%C3%B6rmedling%20KAP-KL%202017.pdf>

