

Ansvar for borgeres økonomiske inkompetence¹

Steffen Andersen

Copenhagen Business School, mail: san.fi@cbs.dk

Hans Jørgen Nielsen

Tænketanken Faktisk, mail: hjn@slotsholm.dk

Abstract: Vi belyser danskernes evne til at træffe økonomiske valg og argumenterer for, at økonomisk inkompetence (financial literacy) potentielt er en udfordring for mange. Vi definerer begrebet økonomisk kompetence og viser, at betydelige dele af en befolkning udviser stor økonomisk inkompetence. Vi viser derefter de danske familiers investeringsadfærd og konstaterer, at størstedelen handler på måder, som må ligge langt fra deres egen interesse. Uagtet eventuel professionel rådgivning har de fleste for få forskellige aktiver og for dårlig forrentning af disse få aktiver. Og dette gælder i særlig grad for den halvdel af befolkningen, der har de mindste formuer. Som Piketty (2014, kapital 12) har argumenteret for, bidrager dette til økonomisk ulighed over tid, fordi en dårligere forrentning af opsparing giver mindre formue til fremtidigt forbrug. Vi stiller spørgsmålstejn ved, hvem der har ansvaret for – og skal stå til ansvar for – inkompetencen.

Keywords: Household Finance

JEL: D1; D14; G21; G02

1. Denne artikel er forberedt til Nationaløkonomisk Forenings Årsmøde 2016 og givet som præsentation den 15. januar, 2016. Steffen Andersen takker forskningsrådet for erhverv og samfund, (FSE), for økonomisk støtte under bevilling nummer 11-104456. Vi takker for kommentarer fra kolleger Kasper Meisner Nielsen, Michael Møller, Jan Melsen Rabech, Jesper Rangvid og Morten Sørensen.

1. Økonomisk kompetence

Dette studie handler om borgeres økonomiske kompetencer eller mangel på samme. Det handler om konsekvenser for den enkelte, for samfundet og om mulige politiske modforanstaltninger.

De færreste overraskes vel over, at nogle mennesker mangler kompetencer inden for det økonomiske felt. Nogle af dem optræder fra tid til anden i medierne. Nogle er lykkeriddere, andre snydepelse og atter andre flamboyante fallenter. Særligt grelle eksempler har endda deres eget tv-program. I TV3's *Luksusfælden* kan seerne underholde sig med indblik i privatøkonomier, der lider svært under års manglende opmærksomhed, vilje eller evne.

Studiet her handler om en langt bredere gruppe. Nemlig helt almindelige mennesker med almindelige indkomster, udgifter, lån, lønkonti og pensionsopsparinger. En stor gruppe borgere, der – rent privatøkonomisk – er alt for kedelige til at agere underholdningsobjekter på tv. De foretager sig ikke nødvendigvis noget synligt katastrofalt, men har ét til fælles, nemlig at uopmærksomhed eller manglende viden om økonomi gør, at de træffer dårlige beslutninger.

Menneskers økonomiske kompetence er det seneste årti blevet målt igen og igen via tre spørgsmål – kendt som *Big Three* – formuleret af Lusardi og Mitchell (2008).² De tre spørgsmål har siden via det amerikanske National Financial Capability Study (herefter NFCS) fået føjet to ekstra spørgsmål til. Nu er der tale om *Big Five* – fem spørgsmål, som tilsammen giver et billede af menneskers grundlæggende forståelse af simple økonomiske sammenhænge.³

Det første af de fem spørgsmål handler om rente. Det lyder: Du sætter \$100 ind på en konto med en årlig rente på to procent. Hvor meget vil du have efter fem år, hvis du lader kontoen stå, så pengene kan vokse? Svarmuligheder er der tre af: Mere end \$102, præcis \$102 eller mindre end \$102.

Andet spørgsmål tilføjer inflation: Forestil dig, at renten på din lønkonto er en procent om året og inflationen er to procent, hvor meget ville du efter et år kunne købe for pengene på din konto? Svarmulighederne er igen tre: Mere end i dag, det samme som i dag eller mindre end i dag.

2. I Danmark har Finansrådet i flere år foretaget undersøgelser af samme type. Disse er især fokuseret på forståelse af gæld. Vi bruger de amerikanske undersøgelser, fordi spørgsmålene også dækker forståelsen af investeringer. Andre undersøgelser af økonomisk kompetence eksisterede før 2008. De første data, som Lusardi og Mitchell indsamlede, stammer fra 2004 HRS (Health and Retirement Study i USA), og allerede i 1990'erne indsamlede »Consumer Federation of America« information om amerikanske husholdningers økonomiske forståelse. Men det er kun i de sidste årtier, man har fokuseret på konsekvenserne af økonomisk inkompetence. For en oversigt over tidligere programmer og studier se Hastings et al. (2013).
3. En begrænset mængde spørgsmål til at klassificere individer bruges også inden for mange andre fagfelter. For eksempel bruges *The Big Five*-betegnelsen også inden for psykologien til at måle personligheder som bestående af forskellige dimensioner. Et litteraturstudie på dette ses fx i Goldberg (1990)

2 NATIONALØKONOMISK TIDSSKRIFT 2017:1

Tredje spørgsmål går på, hvad der vil ske med prisen på en obligation, hvis renten stiger. Her er der fire svarmuligheder – at prisen vil stige, falde, være uændret eller at der ingen sammenhæng er mellem obligationers pris og rente.

De to sidste spørgsmål er i virkeligheden postulater, man erklærer sig enig eller uenig i. Næmlig: Med et 15-årigt realkreditlån betaler man højere månedlige afdrag end med et 30-årigt, men den samlede rente, man betaler på lånet, er mindre. Er du enig eller uenig? Og: Det giver et mere sikkert afkast at købe aktier i ét firma frem for at købe flere aktier igennem en investeringsforening. Enig eller uenig?

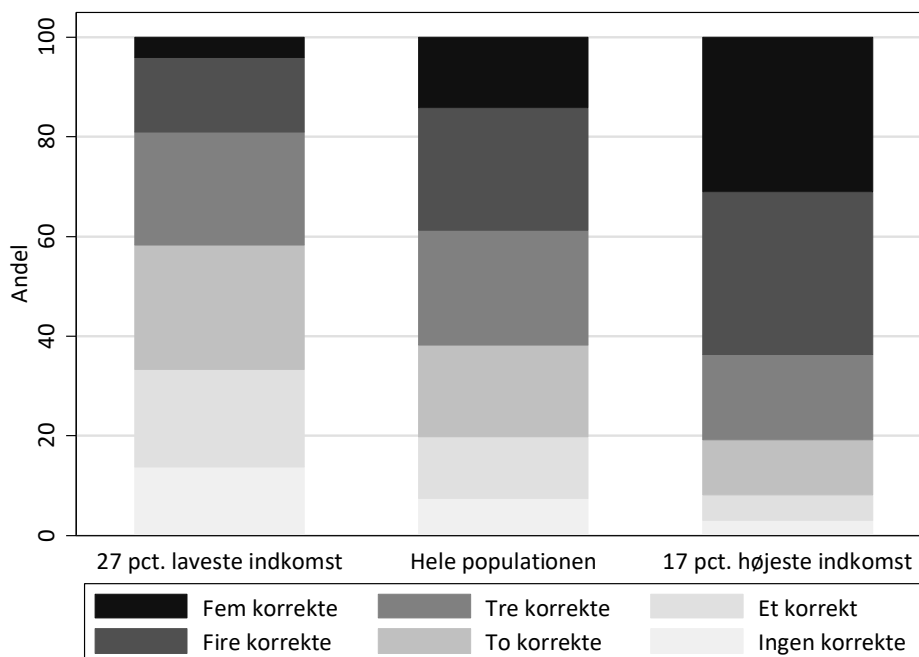
Hvorvidt de fem spørgsmål kan betragtes som lette eller svære er naturligvis normativt. Fx er spørgsmål om realkredit og obligationers værdi ikke super relevante for den, der altid har boet til leje. Men hvis man skal undgå at kunne blive snydt eller træffe dårlige valg, er det en god idé at have kendskab til i hvert fald nogle af idéerne og mekanismerne bag begreber som rente, inflation, obligation, sikkert eller usikkert afkast, løbetid og diversifikation.

Før vi går i gang med at kigge på den faktiske fordeling af svar på *Big Five*, er det værd at bemærke, hvordan fordelingen ville være, hvis svarene kom fra repræsentativt udvalgte aber fra diverse zoologiske haver. De fem spørgsmål har henholdsvis tre, tre, fire, to og to svarmuligheder. Til dette skal lægges svaret *ved ikke* og muligheden for at nægte at svare. Da vi ikke kan afvise, at en person, der nægter at svare, rent faktisk kender det rigtige svar, lægger vi – konservativt – nægterne i bunken med korrekte svar, mens *ved ikke* registreres som et forkert svar. Vi forudsætter roligt, at ingen abe vil forstå noget som helst, og konstaterer, at de i gennemsnit giver 2,1 rigtige svar på de fem spørgsmål.

Spørgsmålene er hidtil især blevet besvaret af amerikanere, men de vil – via OECD – blive udbredt til mange andre lande, herunder sikkert også Danmark på et eller andet tidspunkt.⁴ I 2012 udførte NFCS 2012 en spørgeskemaundersøgelse på lidt over 25.000 amerikanske borgere og benyttende et repræsentativt udsnit af den voksne befolkning.

Resultatet er gengivet i figur 1. Det fremgår, at 38 procent af befolkningen klarer sig dårligere end aberne. Om resultatet for danskere ville blive det samme, ved vi ikke. Men det forudsætter vi, da vi ikke har grund til at tro, at danskere generelt er klogere eller mere økonomisk oplyste end amerikanere.⁵

4. OECD er gennem PISA-undersøgelserne gået i gang med at måle unges økonomiske kompetence, se fx OECD [2014].
5. Niveaueet for de økonomiske kompetencer varierer ikke specielt meget på tværs af forskellige lande, se for eksempel Hastings et al. (2013). Holland og USA er for eksempel på nogenlunde samme niveau.



Figur 1 viser antal korrekte svar i NFCS-undersøgelsen fra 2014 opgjort på indkomst-grupper. Kategoriseringen af de henholdsvis 27 procent og laveste og 17 procent øverste er vores oversættelse af indkomster på henholdsvis under \$25.000 og over \$100.000, hvilket er de henholdsvis nederste og øverste to grupper benyttet i spørge-skemaundersøgelsen.

Figur 1: Antal korrekte svar på the Big Five

De 38 pct., der klarer sig dårligere end aberne, er alt andet end jævnt fordelt i befolkningen. Blandt dem, der har høje indtægter, finder vi, at andelen er 19 pct., mens der i lavindtægtsgruppen er tale om 58 pct., som har to eller færre korrekte svar. Ikke overraskende ses et lignende billede, når man fordeler på alder. Blandt de, der er 55 år eller ældre, har 23 procent to eller færre rigtige, mens den tilsvarende andel blandt de 18-24-årige er hele 62 pct.

Modsat kunne vi fokusere på korrekte svar. Og vi vælger at definere, at man er økonomisk kompetent, hvis man formår at svare korrekt (eller nægter at svare) på mindst fire af de fem spørgsmål. Sådanne kompetente aktører udgør 39 procent af den amerikanske befolkning som helhed. Og fordelingen, i forhold til indkomst, er igen meget skæv. De kompetente udgør 64 procent i højindkomstgruppen, modsat 19 procent af dem, der har lave indkomster. Det samme gør sig gældende for alder: 55 procent af dem, der er 55 år eller ældre er kompetente, mens der blandt de 18-24-årige er tale om 17 pct.

Man kan bruge megen tid og plads på at diskutere, hvad den kausale sammenhæng er imellem begreber som økonomisk forståelse, viden, uddannelse, alder og

indkomst. Det er ikke vores ærinde her. Vi konstaterer blot, at vi ser det billede, der fremgår af figur 1. Altså at en meget stor del af befolkningen – især blandt dem med små indkomster og de unge – er ude af stand til at løfte sig over niveauet for en helt tilfældig svarfordeling. Det er uvist, om de har svaret helt tilfældigt på alle spørgsmål.

En så massiv inkompetence rejser en række spørgsmål om konsekvenser. Både for den enkelte, for det finansielle marked som sådan, og for fordelingen af formue og afkast af formue.

2. Individuel erfaringsopsamling

Den selvindlysende risiko for den enkelte er i sagens natur, at man træffer suboptimale valg, køber for dyrt og får for lidt ud af sine penge. Man kunne håbe på, at den økonomisk inkompetente ikke var naiv, men opførte sig mere eller mindre rationalt. Et rationelt valg ville være at suge viden til sig, indtil det ikke kunne betale sig mere – altså indtil omkostningen ved at tilegne sig ny information er større end udgiften til at opnå denne.

Viden kan selvfølgelig opnås ved at man køber sig til den. Det vender vi tilbage til, men først fokuserer vi på den viden, det enkelte individ selv kan opsøge eller erfare. Viden om markedet, om historien, om andres fejl og succeser, om egne ditto.

Meget tyder på, at menneskers opsamling af viden på det økonomiske område er yderst begrænset. Nyere forskning påviser dog små kohorteeffekter. Malmendier and Nagel (2011, 2015) viser for eksempel, at depressionsbabyer, altså mennesker født i 1930'erne, i gennemsnit tager færre risici end andre. I Andersen, Hanspal og Nielsen (2014) ses, at mennesker omkring Varde, ved Mariager Fjord og på Bornholm, hvor lokale banker gik ned i 1990'erne i gennemsnit udviser større forsigtighed på de finansielle markeder, selv tyve år efter banklukningen. Så noget gør disse historiske økonomiske erfaringer altså ved økonomiske valg.

Desværre betyder erfaringer i denne sammenhæng ikke en større diversificering (hvilket burde være læren), men derimod at man trækker sig ud af markedet og går i kontanter. I Andersen, Hanspal og Nielsen (2014) ses det, at det drivende i kohorteeffekten er enkeltindivider, der selv – personligt – er kommet i klemme ved et bankkrak. Hvad ens mand, kone, bror, søster, nabo eller forældre har oplevet, ændrer som sådan ikke ens adfærd. Og det, de fleste enkeltindivider lærer, er at gå fuldstændigt ud af markedet.

Også andre studier peger på, at den læring, der sker fra personlig erfaring, kan føre til forkerte konklusioner. Mange har en tendens til at ekstrapolere ud fra nyligt afkast (Choi et al. 2009), uden at erkende de tilfældigheder, der er forbundet med afkastet. De investerer i bestemte brancher, hvis de én gang har oplevet godt afkast

i denne branche, jf. Campbell, Ramadorai og Ranish (2015) og Huang (2015). Anagol, Balasubramaniam og Ramadorai (2015) viser, at tildelingen af en tilfældig aktie i et lotteri får vinderne til at ændre investeringsadfærd – de bliver mere aggressive investorer – selv om værdien af lotteriet er marginal.

Mest dominerende er dog fraværet af at investere i det hele taget. Stilistisk set tilsiger økonomisk teori, at alle – uanset hvor risikoaverse de er – bør have aktier, på grund af behovet for diversificering (Samuelson 1969; Merton 1969, 1972; og Arrow 1971). Alligevel er det kun mellem 25 og 33 %, der – direkte eller via investeringsforening – deltager på aktiemarkedet.⁶

En mulig forklaring på at mange holder sig væk fra aktiemarkedet kunne være, at der er faste omkostninger forbundet ved at gå ind på markedet. Det koster både tid, penge og bekymringer at købe og efterfølgende være i markedet, hvilket kan være hæmmende, hvis formuen er begrænset.

Omkostningsargumentet kan ikke afvises for mennesker med lav formue, men et studie af Andersen og Nielsen (2012) viser, at en generel forklaring også må søges andre steder. I studiet undersøges investeringsadfærden hos mennesker, som kommer til penge, fordi de arver efter et pludselig dødsfald i familien. Blandt dem, der får den største arv – 1,2 mio. kr. i gennemsnit – vælger godt 66 procent at sælge alle de aktier, der indgår i arven. Summen er betydelig, og alligevel flygter de fra aktiemarkedet. Man kunne argumentere for, at arven måske blev brugt til at betale gæld ud, men for hver million, der arves, holdes omkring lidt under trekvart million som kontanter. Samme pointe har Briggs et al. (2015), der viser, at nybagte svenske lottovindere holder sig væk fra aktier. En gevinst på en mio. SEK til hver af 100 svenskere, der ikke har aktier, vil få 12 til at gå ind på aktiemarkedet. De 88 andre holder sig fortsat væk.

For individer med få frie midler vil de faste omkostninger, for eksempel depotgebyrer (monetære omkostninger) eller mere komplicerede skatteforhold (tidsmæssige omkostninger) gøre det mindre attraktivt at investere i de finansielle markeder, se for eksempel Vissing-Jørgensen (2003). Men et endnu vigtigere argument mod at gå ind på de finansielle markeder for disse individer er nok mere, at de højst sandsynlig har gæld, der bliver forrentet med en højere rente end det finansielle markedet kan give i afkast. For disse individer er det nok mere relevant at afbetale dyr gæld og have nogle likvide midler til uforudsete udgifter.⁷

6. Mange investerer indirekte i aktier, investeringsforeninger og obligationer igennem den obligatoriske pensionsopsparing. Selv om det bruges som argument for, at en del af den frie formue placeres i kontanter, kan det dog ikke forklare den måde, som danskere i realiteten vælger at anbringe formuen på. Det vender vi tilbage til.
7. Gæld og individers uhensigtsmæssige håndtering af gældsætning er en anden dimension af dårlige finansielle beslutninger. Her er endda bevis for, at evnen til at håndtere gæld går i arv, se for eksempel Leth-Petersen et al. (2015).

En ting er menneskers adfærd i forhold til aktiemarkedet, hvor observerbar risiko (kursudsving) er en del af ligningen, noget som måske direkte afskrækker nogle.⁸ Noget andet er, at mange også undlader at tage imod penge, der er gratis, frit til rådighed og helt uden risiko. Måske forstår de ikke, at pengene rent faktisk er gratis (naivitet), eller også er de uopmærksomme på, at pengene ligger der. Det gør sig fx gældende i forhold til pensionsopsparing, som vælges fra af en række mennesker (amerikanere), til trods for, at egenopsparingen matches af gratis penge fra arbejdsgiveren (Choi et al. 2011). Og noget tilsvarende gør sig gældende i forhold til manglende evne eller vilje til at flytte beskattet opsparing over på ikke-beskattede pensionskonti (Barber og Odean 2003, Bergstresser og Poterba 2004).

Individer gør altså meget lidt af sig selv. Chetty et al. (2014) viser på baggrund af danske data, at subsidier, der er afhængige af, at individer selv gør noget, kun øger opsparingen med 1 øre pr. subsidiekrone. Er ordningen derimod designet til at øge opsparingen, hvis individet ikke gør noget, så øges opsparingen betydelig mere. Chetty et al. (2014) estimerer, at godt 85 procent af befolkningen er passive opsparere, der ikke reagerer på ændrede incitamenter. Resultatet af passive individer stemmer i øvrigt meget godt overens med estimaterne for danskeres realkreditadfærd i Andersen et al. (2015). Observationen af, at individer gør meget lidt af sig selv – beslutningsinerti – har givet anledning til en mængde litteratur – anført af Richard Thaler – om, hvordan man *nudger* individer til at træffe beslutninger.

Et særligt kapitel er handlinger – eller mangel på samme – i forhold til realkreditlån. I de fleste familier udgør køb af ejendom den største investering, man nogensinde kommer i nærheden af. Det sker i hovedsagen for lånte penge. Mennesker, der i øvrigt har nul interesse i det finansielle marked, burde, netop i forhold til realkredit, gøre en undtagelse, netop fordi realkredit udgør så stor en del af mange familiers finansielle dispositioner. Alligevel er mange, der lader gratis penge blive liggende.

I denne sammenhæng er den relevante problemstilling ikke fast kontra variabelt forrentede lån. Det valg er mere et spørgsmål om risikopræferencer. I stedet er fokus på at få omlagt fastforrentede lån til en bedre rente. Campbell (2006) observerer, at mennesker, der betaler alt for høje renter i forhold til markedet, ikke får omlagt deres lån. En del af forklaringen på, at husholdninger i USA ikke formår at omlægge, kan være forhold som fx kreditværdighed. Men den manglende omlægning af lån gælder også i Danmark, hvor omlægning stort set altid er mulig, selv hvis en ejendom er overbelånt og kreditværdigheden lav.

8. Her taler vi om en direkte præference imod risici overhovedet, som ikke er en del af en normal specificeret von Neumann-Morgenstern-nyttefunktion. Ligesom man kan rationalisere og specificere præferencer for misbrug af forskellige substanser eller adfærd eller en glæde ved at spille lotto, der ligger ud over selve gevinsten, kan man sagtens rationalisere og specificere nyttefunktioner, der beskriver en adfærd, hvor individer holder sig fra at investere overhovedet.

Agarwal, Driscoll og Laibson (2013) finder med flere simplificerende antagelser det optimale tidspunkt for, hvornår man burde omlægge realkredit lån. Denne formel bruges af Andersen et al (2015) som instrument til at kigge på danskernes om-lægningsadfærd. Andersen et al (2015) viser, at knap 40.000 danske familier i årene 2009-2011 gennemsnitlig ville kunne spare 1,5 procentpoint i rente ved at lægge deres lån om, og denne gevinst ligger ud over både de faste omkostninger og den tabte optionsværdi, når lånet lægges om. Ikke overraskende viser det sig, at det er de bedre uddannede med den højere indtægt, der får omlagt, når det er fordelagtigt.

Johnson et al. (2015) udnytter et naturligt eksperiment fra 2009 for at belyse, hvorfor husholdninger fejler i forhold til at få deres realkredit omlagt. I starten af 2009 tilbød den amerikanske regering via *Home Affordable Refinance Program* en mere eller mindre gratis refinansiering af 800.000 amerikanske familiers ejendomme. Fra regeringens side er målet klart: Året er 2009, og en lavere rente kan give flere amerikanere ekstra penge mellem hænderne, så de sætter forbruget op og kan bidrage mere til at få gang i økonomien. Myndighederne og låneinstitutterne sender derfor breve ud med det, de troede var *an offer you can't refuse*: Nik ja til, at alt er, som det plejer – dog med lavere rente. Nik ja til i gennemsnit \$200 ekstra til forbrug hver måned. Ingen ekstra løbetid, intet skrevet med småt. Men hvordan gik det? Man måtte konstatere at kun knap fire ud af ti valgte at refinansiere. Og de blev heller ikke overbevist, da de ved en senere lejlighed blev kontaktet igen, nu med et ekstra gavekort.

Alt i alt er der altså meget, der viser – og endnu mere, der indikerer – at mange borgere enten mangler opmærksomhed, viden eller vilje til at træffe de rette økonomiske beslutninger.

3. Danskernes investeringsadfærd

I det følgende retter vi lyset mod Danmark. Vi viser, hvordan danske borgere – med eller uden råd fra professionelle rådgivere – placerer deres penge. Og hvad de får ud af de valg, de træffer.

Vores datasæt består af hele den danske befolkning i alderen 18 til 65 år i perioden 2009-2012. Datasættet indeholder økonomiske, finansielle og personlige oplysninger baseret på flere forskellige administrative registre stillet til rådighed fra Danmarks Statistik samt flere eksterne datasæt. Selv om vi refererer til identificerende data i nedenstående, er de selvfølgelig anonymiseret under forskerordningen hos Danmarks Statistik.

Individuelle og familiemæssige data stammer fra CPR-registret, som ud over CPR-nummer (og dermed køn og fødselsdato) indeholder CPR på familiemedlemmer (forældre, børn og søskende) og deres ægteskabelige historier (antal ægteskaber, skilsmisser og enkestande). Ud over at give disse individuelle karakteristika,

giver datasættet entydig identifikation på tværs af individer, husstande, generationer og tid.

Indkomst, formue og porteføljebeholdninger er fra de administrative registre i SKAT. Dette datasæt indeholder indkomst og formue registreret på CPR-numre. SKAT modtager disse oplysninger direkte fra relevante kilder; de finansielle institutioner meddeler oplysninger til SKAT om deres kunders indskud og beholdninger af værdipapirer.

I perioden har vi oplysninger om enkeltpersoners beholdninger af aktier og investeringsforeninger på ISIN-nummerniveau.⁹ Husholdningernes depoter er derudover henført til deponitregistratorens registreringsnummer. Registreringsnummer kommer direkte fra skattemyndighederne, da det er den konto, der er forbundet med de finansielle institutioners tredjepartsrapportering til SKAT.

Investerings tjenester er i Danmark primært tilbudt af banker til enkeltpersoner, hvorfor der er en tendens til at bruge disse tjenester i husholdningernes primære detailbank. Vi er altså i stand til at matche husholdningernes rådgivende bank med deres porteføljeinvesteringer. Bankkonti og investeringer i egen bank kalder vi egeninvesteringer.

9. Alle aktier, investeringsforeninger og obligationer er registreret med et unikt ISIN nummer (International Securities Identification Numbering) der identificere værdipapiret.

Tabel 1: Danskernes Investeringsadfærd

a. Absolut Allokering (i tusinder)	
Kontanter	199,1
	(602,6)
Obligationer	87,4
	(1040,1)
Aktier og Investeringsforeninger	194,4
	(6078,5)
b. Diversificering	
Antal direkte ejede aktier i porteføljen	1,6
	(2,3)
Andel individer kun med egne bankaktier (%)	32,3
Andel af portefølje i bankaktier (%)	49,0
Andel af bankaktier i egeninvestering (%)	76,5
Andel af portefølje i investeringsforeninger (%)	25,7
Andel af investeringsforeninger i egeninvestering (%)	75,2
Antal observationer	785,274

Tabel 1 angiver gennemsnit for den voksne befolkning i alderen 18- til 65-årige for 2010, der har mindst 1 aktie eller 1 investeringsforeningsbevis. Standardafvigelser er angivet i parentes under gennemsnit. Egeninvesteringer refererer til investeringer inden for egen bank eller bankens egne eller samarbejdspartneres investeringsforeninger. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Beholdningsdata muliggør identifikation mellem det depotbærende institut, samt det depotbærende institutions aktier og investeringsforeninger.

Af tabel 1 fremgår oplysninger fra 2010 om den del af de 18-65 årige danskere, der ejer mindst én aktie eller ét investeringsforeningsbevis.

Der er tre ting at bemærke om tabellen.

Det første er, at den beskrevne gruppe borgere i gennemsnit har en lille halv million kroner i formue. Det er altså ikke småpenge, men penge. Anden observation er, at aktieejerne i gennemsnit ejer aktier i 1,6 forskellige selskaber. I forhold til diversificering kan man, uanset hvilken ja-hat man måtte iføre sig, næppe argumentere overbevisende for, at der er tale om stor spredning på aktier. Det tredje er, at bankernes egne produkter synes at udgøre en betydelig andel af danskernes investeringer. Det gælder uanset, hvordan man ser på det. 33 procent af de danske

aktieejere har kun én aktie, nemlig i den bank, der har dem som kunde. For denne gruppe gælder, at alle ikke-sikre midler¹⁰ er sat på dette ene bræt.

Tabellen dækker selvfølgelig over, at der er utrolig stor forskel på individerne. De store standardafvigelser er også et udtryk for meget skæve fordelinger. Mange har investeret i kun ét selskab, meget få i flere, og mange har kun en lille formue investeret. Dette dækker selvfølgelig også over, at mange individer har få aktier i et enkelt selskab i forbindelse med tildeling af medarbejderaktier, omdannelse af gensidige forsikringsselskaber til aktieselskaber eller gaver fra andre. Man kan sige at for de individer med meget beskedne investering i forhold til deres totale formue betyder spredning måske mindre, fordi en eventuel fejlinvestering ikke betyder så meget. For andre med større frie midler udgør den dårlige spredning en uforholdsmæssigt stor eksponering til risici.

Alternativt kan man kigge på, hvor stor en del af danskernes aktieinvesteringer, der i gennemsnit er lagt i bankaktier. Hver gang den gennemsnitlige investor har købt for 100 kroner aktier er de 49 kroner gået til bankaktier. Af disse er 76 procent aktier fra den bank, der har investoren som kunde.

Om 49 kroner ud af 100 kroner er meget, er umiddelbart et holdningsspørgsmål. Men hvis man fx sammenligner med bankaktiers andel af C20 CAP-indeks – hvor de langt fra udgør 49 procent – så er der tale om en betydelig overrepræsentation af netop disse aktier hos bankernes kunder.

Ud over aktier investerer mange også via investeringsforeninger. Gennemsnitsinvestoren har ud af 100 kroner lagt de 26 i investeringsforeninger. Af disse er 75 procent lagt som egeninvestering i den investeringsforening, som udbydes af den bank, der har investoren som kunde.

I den finansielle rådgivning, hvor ansatte får provision, hvis kunderne vælger bestemte produkter, er der risiko for konfliktende interesser. Det gør sig især gældende, hvis kunderne er økonomisk inkompetente. To studier – Mullainathan, Noeth og Schoar (2012) og Anagol, Cole og Sarkar (2012) – fokuserer på henholdsvis amerikanske finansielle rådgivere og indiske forsikringsagenter. I begge tilfælde gælder det, at en rådgiver har en tendens til at anbefale produkter, som giver rådgiveren størst indkomst, frem for produkter, som var mere passende og billigere for kunden. Christofferson, Evans og Musto (2013) viser derudover, at betalinger til mæglere forudser hvilke investeringsforeninger kunderne vælger, og at dette korreleret negativt med det afkast, kunderne får på deres investeringer.

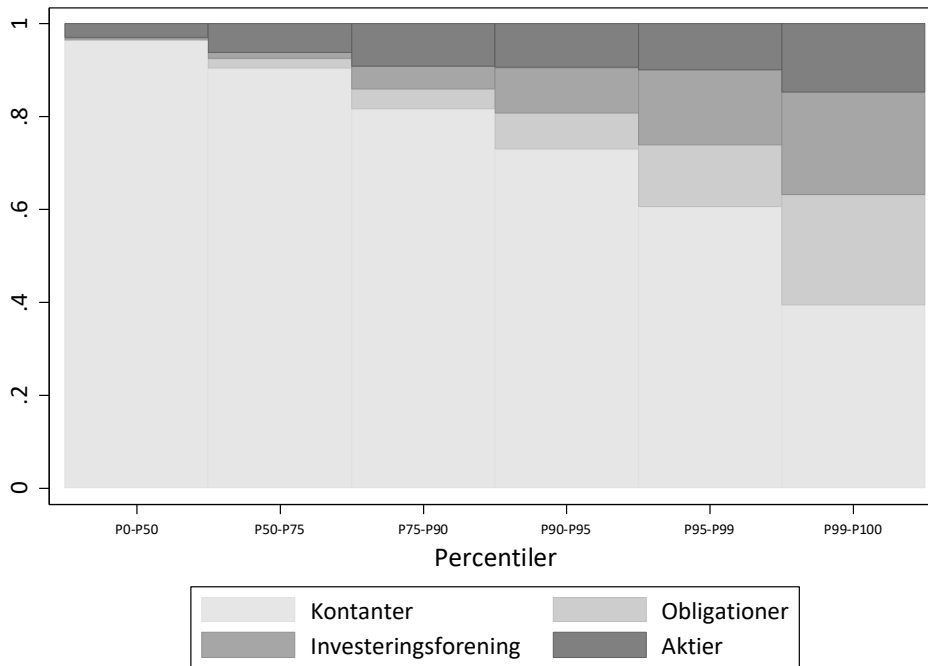
Jo mere uopmærksomme kunderne er på denne sammenhæng, desto større er potentialet for rådgiveren (se fx også Inderst og Ottaviani, 2012). Og uopmærksomhed på det punkt er faktisk ganske udbredt blandt kunderne. I en rapport til EU-Kommissionen konstaterer Chater, Huck og Inderst (2010), at 40 procent af de europæiske kunder mangler bevidsthed om, at der betales nogen form for provision til fx sælger, rådgiver eller børsrådgiver. I en dansk kontekst er investering i

10. De sikre midler er her kontanter og obligationer, mens de risikable (ikke-sikre) er aktier og penge i investeringsforeninger.

egne bankaktier måske også, ud over at stille risikovillig kapital til rådighed for banken, blevet benyttet til at knytte kunden til banken med særlige fordele. For mennesker, der er ramt af beslutningsinerti, er det måske en effektiv måde at binde kunden til banken.

Alt i alt ser vi altså følgende: Danskernes har lille diversifikation og en betydelig overrepræsentation af bankernes egne produkter. Der er en potentiel interessekonflikt mellem kunde og rådgiver (stigende med kundens økonomiske inkompetence), og vi ved, at en betydelig andel af kunderne er uopmærksomme på, at andres interesser end deres egne kunne spille ind i en rådgivning. Derudover ved vi, at der umiddelbart er en direkte korrelation mellem indtægt og graden af økonomisk kompetence. De, der har de mindste indkomster er også – i gennemsnit – dem, der har de mindste økonomiske kompetencer.

Dette rejser naturligt spørgsmålet, om forskellige dele af befolkningen formår at få deres formue placeret på lige favorable vilkår. Af figur 2 fremgår, hvordan de frie midler fordeler sig over forskellige formueintervaller. Her kigger vi på alle danskere – med og uden aktier.



Figur 2 viser de 18- til 65årige danskeres placering af frie midler. De frie midler er defineret som summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Percentilerne svarer til cut-off-intervaller omkring tusinder kroner frie midler P0-P50:[0;30], P50-P75:[30;120], P75-P90:[120;370], P90-P95:[370;690], P95-P99:[690;2.050], P99-P100:[2.050;]. [De præcise cut-offs fjernes af hensyn til kravene om anonymisering under forskerordningen hos Danmarks Statistik.

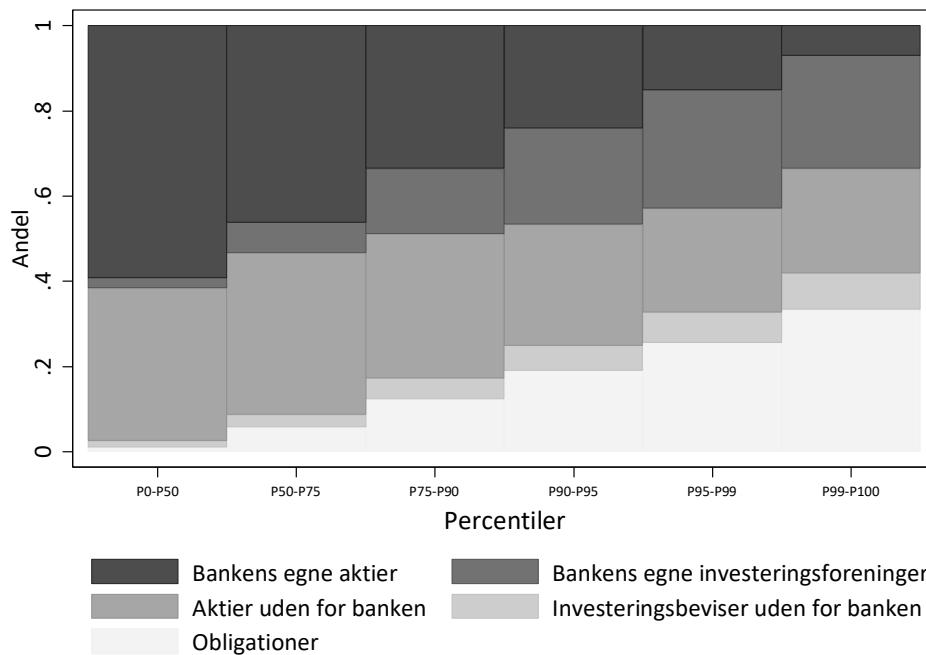
Figur 2: Danskernes placering af frie midler

Som det fremgår, dækker de første to søjler tilsammen de 75 procent af befolkningen, der har færrest frie midler. For disse gælder, at de stort set kun har kontanter stående som frie midler.¹¹ De, der har relativt lille formue, kan have brug for en mængde sikre likvide midler, men selv i 75-90 percentilen er der tale om, at mere end 80 kroner ud af hver 100 står i kontanter. Dette er ikke nogen lille gruppe. Der er tale om 484.000 danskere, som i gennemsnit har 212.000 kr. stående.

11. Vi ignorerer her gæld, og fokuserer på frie midler i kontanter, aktier, investeringsforeninger eller obligationer. Formuepercentiler er defineret i forhold til den samlede likvide formue, som er summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier.

Først i den øverste decil kan man tale om, selvfølgelig subjektivt bedømt, en reel diversificering. Men selv i denne gruppe udgør kontanter en betydelig del af porteføljen. For den øverste percentil gælder det, at omkring 40 procent af en formue på i gennemsnit 5,6 millioner kroner står som kontanter.

I det følgende indsnævrer vi synsfeltet igen, og fokuserer på den del af befolkningen, som rent faktisk har foretaget en investering, altså de knap 800.000 borgere mellem 18 og 65, der har købt mindst én aktie eller ét investeringsbevis. I figur 3 er der set bort fra kontanter, og for at gøre denne figur sammenlignelig med figur 2 fastholder vi individers formuepercentil. Figuren illustrerer altså fordelingen af de frie midler, der er investeret aktivt, for dem, der har valgt at investere.



Figur 3 viser de 18- til 65-årige danskeres placering af finansielle investeringer. Til klassificering af individer i percentiler benyttes de frie midler defineret som summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Percentilerne svarer til cut-off intervaller omkring tusinder kroner frie midler P0-P5:[0;30], P50-P75:[30;120], P75-P90:[120;370], P90-P95:[370;690], P95-P99:[690;2050], P99-P100:[2050;]. [De præcise cut-offs fjernes af hensyn til kravene om anonymisering under forskerordningen hos Danmarks Statistik.

Figur 3: Fordeling af aktiver på kundetilknytning

Bemærkelsesværdigt i figuren er, hvor stor en andel af de samlede investeringer kunder har i deres banks egne aktier. For den halvdel, der har mindst formue, gælder det, at over halvdelen af deres samlede investeringer ligger i aktier i deres bank. For den næste fjerdedel er der tale om, at i gennemsnit knap fire ud af hver ti investerede kroner ligger i bankaktier. Vi bemærker, at data er fra 2010, hvor nogle banker er krakket, mens andre er på vej til det.

I kroner og ører er der tale om, at den nederste halvdel har godt 3.000 kroner investeret i bankaktier i gennemsnit. For 50-75 percentilen ligger det tilsvarende gennemsnit på bankaktier for 9.000 kroner, mens der for 75-90 percentilen er tale om bankaktier for godt 20.000 kroner. For 0-50 percentilen er spørgsmålet vel, om de overhovedet skulle have investeret i aktier, givet at der betales et vist depotgebyr og at der er andre faste omkostninger i forbindelse med investeringerne. Skæver vi til formuen som opgjort af Danmarks statistik for 0-50 (50-75) percentilen ser vi også hurtigt, at disse har en nettoformue på -45.000 kr. (198.000 kr.) respektivt.

Sammenlagt har i gennemsnit 53 procent af alle individer investeret i deres egen banks aktier. For den gennemsnitlige investor udgør investering i bankaktier 37 kroner ud af hver 100 investerede kroner. Men som det ses, er skævheden i forhold til formuestørrelse voldsom. Jo mere finansiel formue, du har, desto mere får du diversificeret din portefølje og desto mindre udgør direkte bankaktier.

Samme billede ses i forhold til investeringsforeninger. For disse er der en ligefrem korrelation i forhold til formuestørrelse, men også her gælder det, at bankens egne produkter fylder meget. For 51 procent af investorerne fylder bankernes egne produkter mere end 50 procent af investeringerne. Umiddelbart kan det måske forekomme naturligt. Men der kan stilles spørgsmålstejn ved, om det er i kundernes interesse, at så mange midler står i bankernes egne produkter. Hvis ikke alle investeringsforeningerne er lige gode, så får nogle kunder dårlige råd.

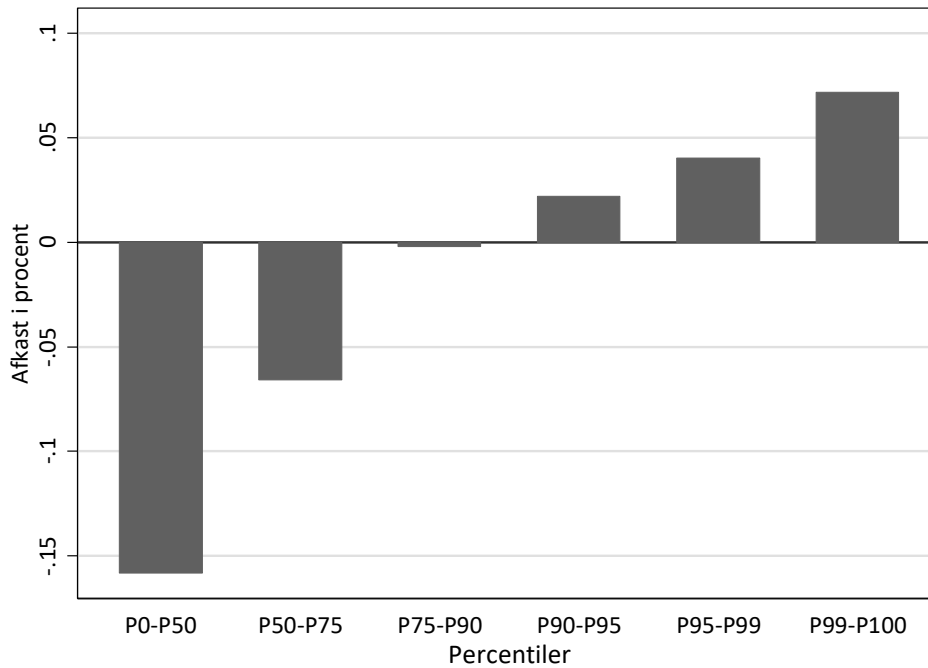
Det kan fx undre, hvorfor de investeringsforeninger, der har lave omkostninger, fx indeksfonde, udgør så lille en del af individers investeringer. En serie af studier, der fokuserer på afkastgraden af investeringsforeninger, som udfører aktiv porteføljestyling, viser, at porteføljestylingen fører til dårligere forrentning end simple indeksfonde (Bergstresser, Chalmers, og Tufano (2009), Del Guercio og Reuter (2014), Reuter (2015)). Den dårligere forrentning ses allerede *før* omkostninger tæles med. Alligevel har indeksfondene i USA kun en markedsandel på lidt under tre procent, og i Danmark er der få af de udbudte investeringsforeninger, som er indeksforeninger.¹²

12. Det kan undre, hvorfor simple og billige indeksprodukter som fx ETF (*Exchange Traded Fund*) ikke bliver tilbudt til kunder generelt, og hvorfor de skattemæssigt i Danmark bliver behandlet anderledes end mange andre investeringsfonde. De lagerbeskattes som kapitalindkomst, hvorved de både gøres mindre økonomisk attraktive og samtidig mere besværlige skattemæssigt relativt til andre danske investeringsfonde.

4. Danskernes afkast

I det følgende undersøger vi afkastgraden på danskernes investeringer på baggrund af de årlige observationer fra SKAT. Vi kan ikke direkte beregne afkastet på danskernes investeringer, fordi nogle handler udføres imellem de årlige observationer, og vi benytter derfor følgende metode: Afkast på grund af værdistigninger i aktier og investeringsforeninger beregnes som prisændringen i værdien, $\Delta P_t = P_{t+1} - P_t$, for aktiverne A_t ; Udbyttebetalinger, U_t , fra aktier og investeringsforeninger over året angives fra SKATs opgørelse da disse er skattepligtige. Afkastgrad beregnes derefter som $(\Delta P_t + U_t) / A_t$. Denne metode ignorerer selvfølgelig afkast eller tab på aktier købt i løbet af året, undervurderer udbyttebetalinger af solgte aktier, samt overvurderer udbyttebetalinger af aktiver købt i løbet af året. Ekstreme afkast trunkeles på 1 procentspercentilen samt 99 procentspercentilen. De individuelle gennemsnit er et simpelt gennemsnit over periodens tre år for hvert individ.

Af figur 4 fremgår, hvordan de investerede midler yngler, fordelt over vores forskellige fordelinger af individers frie midler. Igen kigger vi kun på de individer, der rent faktisk har valgt at investere.



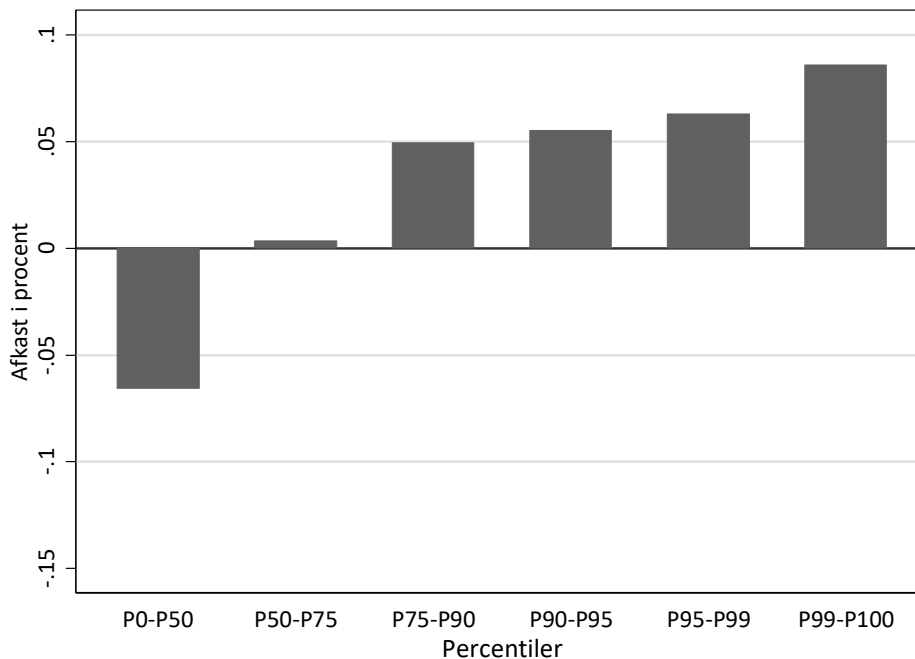
Figur 4 viser afkastet for 18- til 65-årige danskeres investeringer i perioden fra 1. januar 2010 til og med 2012. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Da data er årlige observationer beregnes de årlige afkast efter følgende metode; i) Afkast på grund af værdistigninger, $\Delta P \cdot A$, beregnes som prisændringen i værdien, $\Delta P = P_{t+1} - P_t$, for aktiverne A_t , ii) udbyttebetalinger fra aktier og investeringsforeninger over året for SKATs opgørelse, da disse er skattepligtige. Afkastgrad beregnes derefter som $(i+ii) / A_t$. Denne metode ignorerer afkast eller tab på aktier købt i løbet af året og undervurderer udbyttebetalinger af solgte aktier, samt overvurderer udbyttebetalinger af aktiver købt i løbet af året. De individuelle gennemsnit er et simpelt gennemsnit over periodens tre år. Til klassificering af individer i percentiler benyttes de frie midler defineret som summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier. Data stammer fra SKATs som ligger inde med beholdningsdata af individers aktiver på ISIN-kode-niveau. Percentilerne svarer til cut-off intervaller omkring tusinder kroner frie midler P0-P5: [0;30], P50-P75: [30;120], P75-P90: [120;370], P90-P95: [370;690], P95-P99: [690;2050], P99-P100: [2050;]. De præcise cut-off fjernes af hensyn til kravene om anonymisering under forskerordningen hos Danmarks Statistik.

Figur 4: Årligt afkast på aktier og investeringsbeviser i perioden 2010-2012

Søjlerne reflekterer gennemsnitligt afkast for investorerne over de tre år. Hvor 0-75 percentilen har et meget begrænset afkast, i øvrigt i et marked, som generelt gik frem i perioden, så har det for de øverste 10 procent af formueintervallet givet et fornuftigt årligt afkast. Mere vigtigt er den monotont stigende grad af afkast, jo højere op i fordelingen af frie midler man kommer. Og dette vel at mærke uden at

man tager højde for, at dem med de største formuer betaler relativt mindre omkostninger. Denne stigning i afkastgrad fører naturligvis til spørgsmålet: hvad driver denne store forskel?

Første tanke går til, at nogle banker går konkurs, og at de mindre aktionærer kun ligger inde med netop disse aktier. Figur 4 stiller selvfølgelig spørgsmålet om, hvor meget af forskellen i bunden, der er drevet af individers investering i deres egen bank. Men det er ikke hele historien. Forskellen ligger i diversificering; Individer i 0-50 percentilen ligger kun inde med 1,1 forskellige direkte aktier i gennemsnit, og under 5 procent af deres investering ligger i investeringsforeninger. Allerede for 75-90 percentilen har investorerne lige godt 2 aktier i gennemsnit og godt 28 procent af deres investeringer i investeringsforeninger. Kigger vi på den øverste percentil, har de gennemsnitlig 5,67 forskellige aktier, og 58 procent af investeringerne ligger i investeringsforeninger.



Figur 5 viser afkastet for 18- til 65-årige danskeres investeringer i perioden fra januar 2010 til og med december 2012, når alle investeringer i bankaktier er fjernet fra beregningen. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Da data er årlige observationer beregnes de årlige afkast efter følgende metode; i) Afkast på grund af værdistigninger, $\Delta P \cdot A$, beregnes som prisændringen i værdien, $\Delta P = P_{t+1} - P_t$, for af aktiverne A_t , ii) udbyttebetalinger fra aktier og investeringsforeninger over året fra SKATs opgørelse da disse er skattepligtige. Afkastgrad beregnes derefter som $(i+ii) / A_t$. Denne metode ignorerer afkast eller tab på aktier købt i løbet af året, og undervurderer udbyttebetalinger af solgte, samt overvurderer udbyttebetalinger af aktiver købt i løbet af året. De individuelle gennemsnit er et simpelt gennemsnit over periodens 3 år. Til klassificering af individer i percentiler benyttes de frie midler defineret som summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier. Data stammer fra SKATs som ligger inde med beholdningsdata af individers aktiver på ISIN kode niveau. Percentilerne svarer til cut-off intervaller omkring tusinder kroner frie midler P0-P5:[0;30], P50-P75:[30;120], P75-P90:[120;370], P90-P95:[370;690], P95-P99:[690;2050], P99-P100:[2050;]. [De præcise cutoffs fjernes af hensyn til kravene om anonymisering under forskerordningen hos Danmarks Statistik.

*Figur 5: Årligt afkast på aktier og investeringsbeviser i perioden 2010-2012
(Beregnet uden bankaktier)*

I figur 5 kigger vi igen på afkast af investerede frie midler. Men vi har nu rensat afkastet for indflydelsen af bankaktier. Da der er rigtig mange individer, også i øverste percentil, som kun har bankaktier, bliver antallet af observationer reduceret. Men vi fastholder stadig de samme percentiler for frie midler for at gøre graferne sammenlignelige. Som det ses, får vi samme stigende afkastgrad som i figur

4. Individuer i 0-50 percentilen har nu under 1 aktier i gennemsnit, mens den øverste 1 procentspercentil har godt 5,8 forskellige aktier.

Den korte forklaring på det dårlige afkast over denne periode er derfor tæt korreleret med individernes hang til kun at eje aktier i meget få selskaber. Efter et hurtigt kig på aktiekurserne for perioden og en tabulering af, hvad danskerne rent faktisk har investeret i, kan en stor del af forklaringen findes i ejerskab af større virksomheder som Vestas, Tryg, Genmab, selvom også sportsaktier som Brøndby og AAB har taget en større luns af de underdiversificerede individer.

Pointen med, at simple investorer klarer sig dårligt, er ikke noget særsyn. Campbell, Ramaforai, og Ranish (2015) viser også dette for indiske investorer og får nogenlunde samme resultater, dog med en mere sofistikeret model, der tager højde for, at mere velhavende individer kunne tænkes at tage flere risici og derfor får et større afkast. Calvet, Campbell og Sodini (2007,2009) bruger samme sofistikerede model på svenske data, hvor der er en større udbredelse af aktieejerskab, aktiekultur, end i Danmark, og de finder mindre effekter, end vi viser her, men samme tendenser. Overordnet set kan man sige, at de simple investorer har en adfærd, som gør, at de bliver hårdt ramt af idiosynkratisk risici og derefter træder ud af markedet. Deraf titlen på Calvet, Laurent, Campbell og Sodinis papir »*Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes.*«

Pointen af overstående er ikke, at bestemte aktier er dårlige investeringer. Markedet burde sætte den korrekte pris på aktierne. Ej heller, at de, som får forrentet deres investeringer godt, ikke også er i besiddelse af aktier, for hvilke det er gået knapt så godt. De havde bare også andre aktier, der klarede sig bedre. De havde diversificeret. Man kan sige, at det at have en underdiversificeret portefølje ikke er noget problem, hvis man kigger på afkastet på lang sigt, og hvis prisen på aktien er sat korrekt. Eller sagt på en anden måde: på det tidspunkt, hvor aktier som Brøndby og AAB klarer sig godt, vil de fattige også få et større afkast.

Udfordringen med de underdiversificerede porteføljer er bare ofte, at de satser for meget på for få (og i mange tilfælde enkeltstående) aktier, og individerne går derfor ud af markedet (når aktierne går konkurs), inden de kan høste gevinsten. Pointen må så være, at disse individer slet ikke burde holde aktier, men højst sandsynligt burde betale deres gæld ud og holde kontanter, indtil de kan holde en portefølje af en vis størrelse og en vis diversificering.

Figur 4 og 5 kan selvfølgelig være forklaret i indkomst-, uddannelses- eller aldersbegrundende porteføljeallokeringer. For eksempel kan der argumenteres for, at unge bør have flere aktier i deres portefølje end ældre individer, der er på vej på pension. Eller at individer med højere indkomst eller formue kan tage flere risici. Det påstår vi ikke, og vi vil slet ikke påstå nogen form for kausalitetssammenhæng. Blot at der er en korrelation mellem mængden af investerede frie midler og afkastet. For at komme argumentet om uddannelse og aldersbetinget portefølje i møde viser vi i tabel 2 en simpel regression. Tabel 2 søger at forklarer afkastgraden for individer ved hjælp af individers karakteristika.

Tabel 2: Afkast på investeringer

	P0-P100	P75-P90	P75-P90
Percentil af frie midler	0,332***	-1,460***	-1,466***
Percentil af frie midler kvadreret	-0,182***	0,895***	0,090***
Alder	0,471***	0,337***	0,283***
Alder kvadreret	-0,532***	-0,374***	-0,315***
Mand	-0,012***	0,007***	0,006***
Gift	0,018***	0,021***	0,019***
Gymnasial uddannelse	0,003***	0,008***	0,007***
Universitetsuddannelse	0,014***	0,022***	0,020***
Log af gæld			0,001***
Log af indkomst			0,003***
Konstant	-0,191***	0,551***	0,531***
Fixed effects på kommunekode	JA	JA	JA
r ²	0,062	0,033	0,033
Antal observationer	449,108	161,604	161,604

Tabel 2 viser resultatet fra en simpel OLS-specifikation, der viser korrelationen mellem afkast på investeringer og baggrundskarakteristika, når alle investeringer i bankaktier er fjernet fra beregningerne. Data dækker de 18- til 65-årige danskeres investeringer i perioden fra 1. januar 2010 til og med december 2012. Baggrundskarakteristika er taget fra 2010. Data er fra SKATs administrative database indeholdende beholdningsdata for individers aktiver på ISIN-kode-niveau for aktier og investeringsbeviser. Da data er årlige observationer beregnes de årlige afkastet efter følgende metode; i) Afkast på grund af værdistigninger, $\Delta P \cdot A$, beregnes som prisændringen i værdien, $\Delta P = P_{t+1} - P_t$, for af aktiverne A_t ; ii) udbyttebetalinger fra aktier og investeringsforeninger over året fra SKATs opgørelse da disse er skattepligtige. Afkastgrad beregnes derefter som (i+ii) / A_t . Til klassificering af individer i percentiler fra 1 % percentilen til 100 % percentilen benyttes de frie midler defineret som summen af indestående kontanter, obligationer, investeringsforeningsbeviser samt aktier. Percentilerne er skaleret til at ligge mellem 0 og 1. Alder er defineret så alder i år / 100. Gymnasial uddannelse er defineret som mindst 12 års uddannelse, og universitets uddannelse er defineret som mindst 15 års uddannelse. Gæld er individers samlede gæld ud over realkreditlån, indkomst er individers personlige indkomst. Der er kontrolleret for geografiske effekter ved at kontrollere med dummy kontrol (fixed effects) på kommunekoder. ***, **, and * indikerer om koefficienterne er signifikante på et, fem og ti procents niveau respektive.

I tabellens første søjle ses, at personen med færrest frie midler i samplet (laveste 1 procentspercentil) har 15,0 procent (33,2-18,2) lavere afkast end den med flest frie midler. Dette, selv om der er kontrolleret for alder, køn, ægteskabssatus, samt geografiske effekter (kommunekode dummies) til kontrol for effekter igennem forskellige lokalbanker på investeringsadfærd. Koefficienterne på karakteristika er informative: mænd får i tråd med litteraturen lavere afkast på deres investeringer (Barbar og O'Dean, 2001), unge får lavere afkast end ældre, og bedre uddannede (gymnasie- og universitetsuddannede) får højere afkast end dem, der kun har en grundskoleuddannelse. Regressionen lider selvfølgelig af, at de nederste 75 procent af individerne har en begrænset portefølje og bliver relativt hårdt ramt af en meget underdiversificeret portefølje.

For at vise, at der vitterlig er en forskel i afkastet, kigger vi derfor på forskellen mellem 75 procents percentil-personen og 100 procents percentil-personen. Når vi kigger på denne gruppe, så fjerner vi fra samplet individer med porteføljer på under 120.000 kroner. Forskellen bliver nu på 2,7 procent i forrentning fra 75-percentilen til 100-percentilen. Som Piketty (2014, kapital 12) har argumenteret, bidrager dette til økonomisk ulighed over tid, fordi en dårligere forrentning af opsparing giver mindre formue til fremtidig forbrug. En forrentningen på lidt under 3 procent (i stedet for 0 procent) over, lad os sige 25 år (fra 40-årig til 65-årig) giver alligevel godt dobbelt (faktor 1,95) så meget til forbrug i pensionsalderen. Ved en forskel fra 7 procent til godt 10 procent er dette en faktor 1,86. I søjle 3 kontrollerer vi endvidere for niveau af gæld samt indkomst. Dette ændrer ikke på resultatet.

4. Vi skal skubbes i den rigtige retning

I denne artikel argumenterer vi for, at store grupper i det danske samfund mangler kompetencer til at træffe de rette finansielle beslutninger. Det gælder i forhold til lån, hvor mange fx har svært ved at overskue, hvornår realkreditten skal omlægges, og det gælder i forhold til investeringer. Vi viser hvordan de mindst bemidlede får investeret i få klasser af aktier, der er meget sårbare for idiosynkratiske stød. Disse individer burde måske fokusere mere på at betale gæld af. Vi viser, hvordan middelklassen får investeret til et lavere afkast end de bedst bemidlede. Mere overordnet viser vi, hvordan husholdninger har svært ved at bruge de finansielle markeder til at få et større afkast på deres opsparing og derved potentielt større forbrugsmuligheder senere.

Et klassisk middel til bekæmpelse af manglende kompetencer er som bekendt uddannelse. I USA har bekymringer om individers dårlige finansielle beslutninger, kombineret med en mindre god beskyttelse af forbrugere imod de finansielle institutioner, ført til »Consumer Financial Protection Bureau (CFPB)« som er en del af »Dodd-Frank Wall Street Reform and Consumer Project Act«, der blev underskrevet af Præsident Obama den 21. juli 2010. Ud over at forske i individers finansielle

beslutninger blev »the Office of Financial Education« oprettet som institut til at udvikle en strategi og forske i at udvikle økonomiske kompetencer i befolkningen.

På uddannelsesfeltet er der også positive tiltag i Danmark. Fx stiller Finansrådet foredragsholdere til rådighed for folkeskolelærere (Pengeuge). Og der er banker, som har udviklet spil-apps, som skal øge den økonomiske forståelse hos børn. Det kan på ingen måder afvises, at man kan nå længere ad den vej, både i folkeskolen og andre steder. Fx er det en overvejelse værd, om man i de gymnasiale uddannelser – som rammer betydelige dele af hver ungdomsårgang – burde satse mere på at undervise i hverdagsøkonomi.

Men mere uddannelse gør det næppe alene, og nok slet ikke for dem, der har allermest brug for en hjælpende hånd. Måske er der behov for at justere en regel eller to. Et velfærdssamfund som vores er som bekendt fyldt med områder, hvor den enkeltes eller virksomheders muligheder begrænses, fordi et højere formål følges. Det er ikke op til os selv, om vore børn skal undervises, selen skal på i bilen eller ejendommen skal kloakeres.

Da arbejdsmarkedets parter i 1990'erne begyndte opbygningen af arbejdsmarkedspensionerne, var målet også et helt andet end at skabe maksimal valgfrihed for den enkelte. Man søgte at løse et problem: menneskers bias for forbrug i dag frem for opsparing til i morgen, som alle udviklede lande har måttet kæmpe for at finde en løsning på.

Dagpengekommissionen foreslog i oktober 2015, at dagpengemodtagere i udgangspunktet skal trækkes for to dages ydelse hver tredje måned. De to karensdage kan dog undgås, hvis man i perioden op til dagene har været beskæftiget mindst 25 procent af tiden. Ser man isoleret på forslaget om indførelsen af karensdagene, stilles de ledige dårligere end tidligere. Ideen var næppe at genere flest mulige ledige, men den eventuelle gene for nogle var prisen, man måtte betale for at skabe ændrede incitamenter for andre. Ideen var at minimere gruppen af ledige, der rammer den fulde dagpengeperiode med minimal beskæftigelse bag sig, hvilket er de færreste, når man måler på antallet af mennesker, der runder dagpenge-systemet. Ergo: Alle, der når at være ledige mere end tre måneder, må betalen en pris for, at nogle får ændret deres incitamenter.

Ligeledes kan det være relevant at stille spørgsmålet om, hvorvidt indretningen af det finansielle marked i tilstrækkelig grad er reguleret med henblik på at beskytte dem, der mangler opmærksomhed, evne eller vilje til at gøre det økonomisk rette. Denne artikels ærinde er *ikke* et postulat om, at de danske banker opfører sig forkert. Det er muligt, at de bærer et ansvar, men det er også muligt, de ikke gør. Man kan ikke tvinge en kunde til at diversificere, hvis han eller hun ikke ønsker det.

Men man kunne godt skabe regler, som *de facto* vil fremme en diversificering i investeringerne eller i hvert fald sikre, at individer ikke eksponeres u-proportionalt til idiosynkratisk risici. Fx kunne reglen være, at man ved investeringer over et vist beløb – X kr. – højst måtte allokere Y procent af sin formue i et enkelt aktiv. Fx

højest 20 procent i ét aktiv, for investeringer ud over 10.000 kr. En sådan regel ville i almindelighed fremme diversificeringen, og den ville bidrage til at dæmme op for personlige katastrofer á la dem, man fx så i 2006 i forbindelse med, at Roskilde Bank krakkede. Man kunne også forestille sig, at banken skulle tilbyde at forklare kunder de aktive foreningers performance i forhold til passive indeksforeninger.

Mere kontroversielt kunne man ændre på ansvarsfordelingen mellem den potentielt inkompetente kunde og den pr. definition kompetente professionelle rådgiver. I dag hæfter den enkelte personligt for et lån, der misligholdes. Det er ikke nogen naturlov, at det skal være sådan. I andre lande, fx USA, er ansvarsfordelingen en anden. Man kan fx indrette sig sådan, at långiver alene har pant i det, lånet går til – fx en bil, et tv eller et hus. Altså at låntager i princippet er fri af yderligere forpligtelser, hvis han afleverer tv'et, bilen eller husnøglen til långiver. Dette ville selvfølgelig begrænse nogle menneskers muligheder for at låne kraftigt, men man kunne spørge sig selv, om disse individer overhovedet burde have muligheden for at låne, og i givet fald til hvad. For samfundet kan det næppe være optimalt, at mange borgere ender i gældsfælder.

Referencer

- Agarwal, Sumit, John Driscoll og David Laibson. 2013. »Optimal Mortgage Refinancing: A Closed Form Solution.« *Journal of Money, Credit, and Banking*, 45, 591-622.
- Anagol, Santosh, Shawn Cole og Shayak Sarkar. 2012. »Understanding the Incentives of Commissions Motivated Agents: Theory and Evidence from the Indian Life Insurance Market.« *Harvard Business School Working Paper No. 12-055*.
- Anagol, Santosh, Vimal Balasubramaniam og Tarun Ramadorai. 2015. »The Effects of Experience on Investor Behavior: Evidence from Indias IPO Lotteries.« *Unpublished paper*, University of Pennsylvania and University of Oxford.
- Andersen, Steffen, John Y. Campbell, Kasper M. Nielsen og Tarun Ramadorai, 2015, »Inattention and inertia in household finance: Evidence from the Danish mortgage market«, *NBER working paper*.
- Andersen, Steffen og Kasper M. Nielsen, 2011, »Participation constraints in the stock market: Evidence from unexpected inheritance due to sudden death«, *Review of Financial Studies*, 24(5), 1667-1697
- Andersen, Steffen, Tobin Hanspal og Kasper M. Nielsen, 2014, »Once bitten, twice shy: Do personal experiences or wealth changes affect risk taking?« *working paper*, Copenhagen Business School.
- Barber, Brad M. og Terrance Odean, 2001, »Boys will be Boys: Gender, Overconfidence, and Common Stock Investment«, *Quarterly Journal of Economics*, 116(1), 261-292.
- Barber, Brad M. og Terrance Odean, 2003, »Are Individual Investors Tax Savvy? Evidence from Retail and Discount Brokerage Accounts«, *Journal of Public Economics*, 88, 419-442.
- Bergstresser, Daniel og James Poterba, 2004, »Asset Allocation and Asset Location: Household Evidence from the Survey of Consumer Finances«, *Journal of Public Economics*, 88, 1893-1915.
- Briggs, Joseph, David Cesarini, and Erik Lindqvist og Robert Ostling, 2015, »Windfall Gains and Stock Market Participation«, *NBER Working Paper No. w21673*.
- Calvet, Laurent, John Y. Campbell og Paolo Sodini. 2007. »Down or Out: Assessing the Welfare Costs of Household Investment Mistakes.« *Journal of Political Economy*, 115, 707-747.

- Calvet, Laurent, John Y. Campbell og Paolo Sodini. 2009. »Fight or Flight? Portfolio Rebalancing by Individual Investors.« *Quarterly Journal of Economics*, 115, 707-747.
- Campbell, John Y. 2006. »Household Finance.« *Journal of Finance*, 61, 1553-1604.
- Campbell, John Y., Tarun Ramadorai og Benjamin Ranish. 2015. »Getting Better or Feeling Better? How Equity Investors Respond to Investment Experiences.« *NBER Working Paper No. 20000*.
- Chater, Nick, Steffen Huck, og Roman Inderst. 2010. »Consumer Decision Making in Retail Investment Services: A Behavioural Economics Perspective.« *Report to the European Commission*.
- Chetty, Raj, John N. Friedman, Søren Leth-Petersen, Torben Heien Nielsen og Tore Olsen, 2014, »Active vs. Passive Decisions and Crowd-Out in Retirement Savings Accounts: Evidence from Denmark.« *Quarterly Journal of Economics*, 129(3), 1141-1219
- Choi, James J., David Laibson, Brigitte C. Madrian, og Andrew Metrick. 2009. »Reinforcement Learning and Savings Behavior.« *Journal of Finance*, 64, 2515-2534.
- Choi, James J., David Laibson og Brigitte C. Madrian, 2011, »\$100 Bills on the Sidewalk: Suboptimal Investment in 401(k) Plans.« *Review of Economics and Statistics*, 93(3), 748-763.
- Christiansen, Charlotte, Juanna Schröter Joensen, og Jesper Rangvid. 2008, »Are Economists More Likely to Hold Stocks?« *Review of Finance*, 12, 465-496.
- Christoffersen, Susan E.K., Richard Evans og David K. Musto. 2013. »What Do Consumers' Fund Flows Maximize? Evidence from Their Brokers' Incentives.« *Journal of Finance*, 68, 201-235.
- Goldberg, Lewis R., 1990 »An alternative »description of personality«: The Big-Five factor structure.« *Journal of Personality and Social Psychology*, 59(6), 1216-1229.
- Hastings, Justine S., Brigitte C. Madrian og William L. Skimmyhorn, 2013, »Financial Literacy, Financial Education and Economic Outcomes.« *Annual Review of Economics*, 1(5), 347-373.
- Huang, Xing. 2015. »Mark Twain's Cat: Investment Experience, Categorical Thinking and Stock Selection.« *Unpublished paper*, Michigan State University.
- Inderst, Roman og Marco Ottaviani. 2012. Financial Advice. »*Journal of Economic Literature*« 50(2): 494-512.
- Leth-Petersen, Søren, Claus Thustrup Kreiner og Louise Willerslev-Olsen, 2015, »Is Irresponsible Financial Behavior Inheritable?« unpublished mimeo
- Lussardi, Annamaria og Mitchell Olivia, »Planning and Financial Literacy: How Do Women Fare?« *American Economic Review*, 2008, 98(2), 413-417.
- OECD (2014), »PISA 2012 Results: Students and Money: Financial Literacy Skills for the 21st Century (Volume VI)«, PISA, OECD Publishing.
- Nagel, Steffen og Ulrikke Malmendier, »Depression Babies: Do Macroeconomic Experiences Affect Risk-Taking?«, *Quarterly Journal of Economics*, 2011, 126(1), 373-416.
- Nagel, Steffen og Ulrikke Malmendier, 2015, »Learning from Inflation Experiences«, *Quarterly Journal of Economics*.
- Neumann, Oskar og John von Morgenstern, 1953, »Theory of Games and Economic Behavior.« Princeton, NJ. Princeton University Press.
- Mullainathan, Sendhil, Markus Noeth og Antoinette Schoar. 2012. »The Market for Financial Advice: An Audit Study.« *NBER Working Paper No. 17929*.
- Vissing-Jørgensen, Annette, 2003, »Towards an explanation of household portfolio choice heterogeneity: Nonfinancial income and participation cost structures«, *NBER Working Paper No. 8884*