

# Pensionsopsparing: Nogle valg og dilemmaer

*Pensionsforholdene er genstand for en intens løbende debat. Specielt står øget valgfrihed højt på den politiske dagsorden. Beskatningsforholdene for kapitalafkast er ikke i samme grad genstand for politisk interesse trods den betydelige kritik, der er fremført mod de gældende beskatningsregler. Der er nyligt nedsat et »skatteudvalg« af eksperter, men kapitalafkastbeskatningen synes ikke højt prioriteret i udvalgets kommissorium. Pensionsforholdene og beskatningsreglerne for kapitalafkast må imidlertid ses i sammenhæng, ikke mindst i forbindelse med investeringsstrategiens udformning. I det følgende påpeges nogle af de valg og dilemmaer man står overfor. Der synes god grund til at have en kritisk holdning til de gældende regler for kapitalafkastbeskatning. Investeringsmæssigt argumenteres for en »ydmyghedsstrategi«. Ligeledes forekommer der at være god grund til at have en forbeholden holdning til det valgfrihedsscenario, der synes at have stor gennemslagskraft på den politiske dagsorden for pensionssystemets indretning.*



Niels Chr. Nielsen,  
professor Handelshøjskolen,  
København

Den private pensionsopsparing spiller en hastigt stigende rolle i samfundsøkonomien. Den udgør i dag ca. 1.500 mia. kr. eller mere end nationalproduktet, og når det private pensionssystem er fuldt udbygget, vil den samlede pensionsformue formentlig andrage mere end 2.500 mia. kr. Det er derfor et spørgsmål af betydelig væsentlighed, hvorledes samfundet indretter sig pensionsmæssigt.

Det synes i stigende grad at være en udbredt opfattelse, (1) at pensionsopsparing skal subsidiere relativt i forhold til anden mere fri opsparing, (2) at den enkelte skal have størst mulig valgfrihed m.h.t. hvor pensionsopsparingen skal finde sted, (3) at den enkelte skal have størst mulig valgfrihed m.h.t. hvordan pensionsopsparingen skal placeres, samt (4) at loftet for placering i aktier bør være så højt som muligt, da der herved på langt sigt bliver mulighed for et større afkast uden større risiko.

For at vurdere relevansen af disse synspunkter er det nødvendigt at vurdere pensionsopsparinger i en bredere samfundsøkonomisk sammenhæng.

## **Opsparing for den enkeltes eller for samfundets skyld?**

Den private pensionsopsparing har den enkelte ejendomsret til. Det er derfor pensionsbidrag betragtes som »opsparing« og ikke som »skat« – med undtagelse af en enkelt af ATP's mange forskellige

ordninger, hvor pensionsbidraget i realiteten er en skat. Denne ejendomsret er naturligvis begrænset af risikoen for fremtidige lovindgreb. Men i princippet er pensionsformuen en (ubeskattet) del af den enkeltes samlede økonomiske formue.

Det betyder imidlertid ikke, at pensionsopsparingen alene sker for den enkeltes egen skyld. I så fald kunne man jo lade opsparingen være frivillig. I virkelighedens verden er langt den meste pensionsopsparing tvungen opsparing, baseret på overenskomster og love. (Selv om overenskomster er »frivillige«, så er der næppe tvivl om, at alternativet ville have været en lovmæssigt tvungen privat pensionsopsparing, således at der i realiteten er tale om frivillig tvang).

Den private pensionsopsparing sker derfor ikke alene for den enkeltes egen skyld, men også af overordnede samfundsøkonomiske hensyn. Først og fremmest fordi man ønsker, at flest mulige selv økonomisk sikrer deres egen alderdom, således at de ikke falder samfundet og de fremtidige skatteydere til last. Med andre ord, man finder det ikke acceptabelt, at der er borgere, der ikke har en økonomisk betryggende alderdom, og samtidigt vil det ikke være muligt at finansiere en sådan økonomisk betryggende alderdom for alle over skattesystemet. Derfor tvinges borgerne til privat pensionsopsparing.

Nu anvender man ikke alene tvang, men også gulerod. I forhold til andre former for opsparing subsidieres pensionsopsparingen. Dette sker formentlig ud fra en forestilling om, at pensionsopsparing er en særlig attraktiv form for opsparing. Spørgsmålet er, om dette synspunkt er i overensstemmelse med virkeligheden.

### Fri opsparing eller bunden opsparing

Det er velkendt, at beskatningen af kapitalafkast har en forvridende effekt på opsparingen, jf. f.eks. Det økonomiske Råds rapport om dansk økonomi for året 2001.<sup>1</sup> Kapitalafkastbeskatning indebærer »overbeskatning« af dem, der sparer op med henblik på senere forbrug, sammenlignet med dem, der sparer mindre op og i stedet anvender en større del af indkomsten til forbrug nu. Det økonomiske incitament til opsparing bliver derfor lavt. Dette skal så sammenholdes med de fordelingsmæssige konsekvenser af en lavere kapitalafkastbeskatning.

Groft taget kan opsparing ske i to former. Den kan være såkaldt *bunden opsparing* i form af pensi-

ons- og livsforsikringsopsparing, dvs. opsparing man ikke umiddelbart kan disponere over undtagen til det forudsatte langsigtede formål. Eller den kan være såkaldt *fri opsparing* uden væsentlige begrænsninger i dispositionsmulighederne. Den juridiske regulering, den aftalemæssige regulering, de skattemæssige regler og incitamentsstrukturen i det hele taget er vidt forskellig for de to former for opsparing.

En betydelig del af pensions- og livsforsikringsopsparingen er en direkte konsekvens af lovgivningen og af overenskomstmæssige aftaler. Den øvrige del af den bundne opsparing er en konsekvens af den måde incitamentsstrukturen er udformet på. Incitamentsstrukturen er i den forbindelse først og fremmest skattestrukturen.

Når det drejer sig om pensions- og livsforsikringsopsparing beskattes – groft taget – al kapitalafkast af den foretagne opsparing med 15 %. Det betyder dog ikke at det er tale om en neutral beskatning. Bl.a. dobbeltbeskattes aktieafkast, da der også finder en beskatning sted på selskabsniveau.

For den fri opsparing er situationen temmelig anderledes. Hvor man for den bundne opsparing har tilstræbt enkelthed og overskuelighed, er beskatningsreglerne for den fri opsparing langt mindre overskuelige med mange forskellige skattesatser.

I forlængelse af Thorkil Kristensen Udvalgets betænkning i 1982 etableredes et nogenlunde enkelt og konsistent system for beskatning af kapitalindkomst. Først og fremmest skete der en skattemæssig adskillelse af kapitalindkomst og arbejdsindkomst.<sup>2</sup> Dette system er efterfølgende stille og roligt blevet eroderet af partielle indgreb. Marginalbeskatningen af fri opsparing er – også i international sammenhæng – meget høj. Den høje beskatning af fri opsparing i forhold til beskatningsniveauet for bunden opsparing er bl.a. uheldig, fordi der er en mere direkte sammenhæng mellem fri opsparing og erhvervsmæssige aktiviteter. F.eks. forudsætter iværksætteraktiviteter af samfundsøkonomisk væsentlighed ofte en forudgående opsparing.

Behovet er derfor ikke så meget at ændre beskatningen af pensionsopsparing, som er nogenlunde enkel og konsistent (om end der er skønhedsfejl), men at sanere beskatningsreglerne for fri opsparing, så de bliver præget af enkelthed, en fornuftig incitamentsstruktur samt konsistens med reglerne for beskatning af pensionsopsparing. Som det er nu, er skattereglerne komplicerede på grænsen til det

uoverskuelige og præget af en uhensigtsmæssig incitamentsstruktur, ligesom der fremover må forventes en betydelig arbitrageagtig omlægning af opsparingen som følge af den forenkling af reglerne for beskatning af pensionsopsparing, der er sket uden en tilsvarende sanering af reglerne for beskatning af fri opsparing.<sup>3</sup>

### Valgfrihed m.h.t. pensionsopsparing

Uanset at pensionsopsparing subsidieres i forhold til fri opsparing, er det næppe hensigtsmæssigt at gøre pensionsopsparing til en helt frivillig sag. De pågældende vil ellers falde samfundet til last som invalide- eller alderspensionister. Tvungen pensionsopsparing er derfor hensigtsmæssig. Ikke mindst for de indkomstniveauer, hvor det økonomiske incitament til pensionsopsparing er lavt, enten fordi pensionsniveauet takket være offentlige ydelser vil være det samme, uanset om man sparer op eller ej, eller mere moderat fordi aftrapningen af offentlig pension er relativt høj ved øget privat pensionsopsparing, er det væsentligt, at der sikres pensionsopsparing, og at det sikres, at der er økonomiske fordele ved at foretage pensionsopsparing. Dertil kommer, at der kan indbygges væsentlige solidariske elementer i tvungne ordninger. I et frivilligt system vil det kunne betale sig for dem med gunstigste risikoforhold/gunstigste forsørgerforpligtelser m.v. at organisere deres eget pensionsinstitut. Tvang til pensionsopsparing er derfor et nødvendigt element i et hensigtsmæssigt pensionssystem.

### Valgfrihed m.h.t. valg af pensionsopsparingssted

Spørgsmålet er så, om der skal være valgfrihed m.h.t. hvor pensionsopsparingen skal finde sted. Argumentet herfor er et standardargument, nemlig at en skærpet konkurrence mellem pensionsinstitutterne er godt for dem, der foretager pensionsopsparing, præcist som at skarp konkurrence mellem banker om indlån er godt for dem, der skal sætte penge i banken.

Et stykke ad vejen er argumentet korrekt. Der er næppe tvivl om, at en skærpet konkurrence om pensionsopsparernes penge vil bidrage til, at pensionsinstitutterne øger deres opmærksomhed m.h.t. omkostninger og effektivitet. Præcist som det sker på andre områder, hvor konkurrencen skærpes. Alligevel har argumentet begrænset bæredygtighed, og det er der flere årsager til.

For det første er omkostningerne, når pensions-

instituttet når en vis størrelse, relativt lave i forhold til det gennemsnitlige årlige afkast. Så det er begrænset, hvor meget øget konkurrence kan bidrage med i form af omkostningsbesparelser og øget effektivitet. Tværtimod er der måske et mere tungtvæjende argument i form af stordriftsfordele, som bevirker, at det kan være hensigtsmæssigt at slå en række pensionsinstitutioner sammen, hvorved den potentielle konkurrence tværtimod reduceres. Med andre ord, det er bedre at have færre større og effektive pensionsinstitutter end at have flere mindre og mindre effektive, men konkurrerende pensionsinstitutter. Det hindrer naturligvis ikke, at det i alle tilfælde er væsentligt at udforme pensionssystemet således, at der er det størst mulige incitament til lave omkostninger og høj effektivitet.

Dernæst vil individuel valgfrihed bevirke et incitament til, at de stærke slår sig sammen og danner deres eget pensionsinstitut. Tvungne solidariske ordninger bevirker en mere jævn fordeling af risici. Intet system er naturligvis perfekt. Kvinder lever gennemsnitligt væsentligt længere end mænd, og derfor vil det rent pensionsmæssigt være bedre at være kvinde i et typisk mandefag end at være mand i et typisk kvindfag, forudsat at pensionskasserne er opdelt efter erhverv, således som det typisk er tilfældet i dag.

For det tredje – og måske mest væsentlige – er det ganske uklart, hvad det er, pensionsinstitutterne vil konkurrere på. Som eksempel kan nævnes tre mulige konkurrenceparametre: (1) det historiske afkast, (2) det forventede fremtidige afkast, samt (3) marketing indsats.

Det historiske afkast er en uhensigtsmæssig konkurrenceparameter af flere grunde. Intet tyder på, at de porteføljeinvestorer, der har gjort det særlig godt i en periode, gennemsnitligt gør det bedre end andre i den følgende periode – med andre ord, prognoseværdien af det historiske afkast er meget lille. En ydmyg strategi i et nogenlunde effektivt marked vil være at klare sig nogenlunde lige så godt som »markedet«. Det vil imidlertid ikke være tilstrækkeligt i en konkurrencesituation; her gælder det om at være blandt de bedste for at få en stor tilstrømning af kapital. Derfor vil der blive satset hårdere i form af øget risikotagning og øget transaktionsaktivitet, i håb om at man vil være blandt de heldige, der har gættet rigtigt. For pensionsopsparerne i gennemsnit vil den forsigtige strategi med lavere omkostninger og et relativt »sikkert« afkast nogenlunde svarende

til markedsafkastet være at foretrække. Netop fordi pensionsinstituttets ledelse varetager ansvaret for andre menneskers penge, vil den forsigtige og ydmyge strategi have store fordele.

Hvad angår det forventede fremtidige afkast, så er det naturligvis en relevant parameter, men også en meget luftig konkurrenceparameter. Man kan se det allerede i dag, hvor forsikringselskaberne konkurrerer på deres forventede fremtidige bonusrenter, garanterede eller ugaranterede. Sådanne løfter vil naturligvis let være karakteriseret ved et betydeligt element af varm luft, om end forsikringselskaberne i form af ufordelte reserver har lidt mere at have løfterne i end den typiske pensionskasse.

I det omfang konkurrencen i væsentlig grad tager form af en forøget marketing indsats er det klart, at der i sidste instans kun er én gruppe til at betale regningen for de øgede omkostninger, nemlig pensionstagerne. Da den valgsituation, de står overfor, formentlig vil være ret så uoverskuelig for de fleste pensionsopsparere, er det også nærliggende at antage, at en systematisk og omkostningskrævende marketing indsats vil være en meget væsentlig konkurrenceparameter.

Selvom der er grund til betydelig skepsis m.h.t. et system, hvor konkurrencen er baseret på den enkelte pensionsopsparers frie valg, skal det naturligvis ikke overses, at der er betydelige omkostninger ved mange små monopoler, hvor pensionstagerne er tvungne medlemmer. Herved sikres hverken stor-driftsfordele eller en tilstrækkelig opmærksomhed overfor omkostninger og effektivitet.

Man kunne forestille sig et system, hvor pensionstagerne nok var medlemmer af tvungne solidariske ordninger, men hvor der var konkurrence om administrationen af sådanne ordninger. Med andre ord, konkurrencen sikres ikke ved den enkelte pensionstagers frie valg, men ved at ledelsen af en kollektiv ordning er forpligtet til at sikre, at denne ordning administreres bedst og billigst muligt efter de retningslinier, der er enighed om, skal være gældende for denne ordning. Rent faktisk foregår sådanne licitationer for mange firmaordninger og også i form af, at ATP har overtaget administrations- og investeringsansvaret for flere mindre pensionskasser. Der er næppe tvivl om, at der er et stort spillerum for øget konkurrence, uden at man behøver at gå til den yderlighed, at den enkelte pensionsopsparer frit kan bestemme, hvor hans pensionsopsparing skal finde sted.

### Valgfrihed m.h.t. placering

Næste niveau er, hvorvidt den enkelte pensionsopsparer skal have valgfrihed m.h.t. hvorledes opsparingen skal anbringes, d.v.s. om der skal købes aktier eller obligationer, og i givet fald hvilke aktier og/eller hvilke obligationer. Trenden her synes klart at være i retning af mest mulig valgfrihed. Endog Forbrugerrådet har været i marken for at arbejde for størst mulig valgfrihed.

I særlig grad har der været argumenteret for, at der skulle være mulighed for at vælge særlig grønne eller særlig etiske investeringer. LD har åbnet op for flere investeringsalternativer, som der kan vælges imellem.

Et meget typisk fremført argument for grønne investeringer og etiske investeringer er, at sådanne investeringer også på langt sigt vil give det største afkast. Men i så fald bliver hele problemstillingen jo uinteressant og der er intet dilemma. Dilemmaet kommer først, når sådanne særligt »gode« investeringer tilvælges på bekostning af et lavere forventet afkast.

Et langt stykke ad vejen er valgfrihed en god ting. Forudsætningen er dog, at pensionsopspareren har de nødvendige forudsætninger – herunder den relevante information – for at kunne træffe et fornuftigt valg, samt at det individuelle valg ikke kan komme på tværs af intentionerne med pensionssystemet.

Hvad angår det sidste, så er det klart, at når pensionskassens ledelse placerer kapitalen på vegne af medlemmerne, må hovedsigtet være at opfylde formålet med pensionskassen, nemlig opnåelse af de størst mulige pensioner. Vælger man individuelt på egne vegne, er friheden naturligvis større. Men friheden er dog ikke større, end at også for den enkelte skal hovedsigtet med pensionssystemet, nemlig acceptable fremtidige pensionsforhold, være i fokus. Pensionsopsparing er i forhold til andre opsparingsformer subsidieret, og denne subsidiering må antages at være med henblik på opbygningen af fremtidige pensioner, og ikke med henblik på at tilgodese andre mere eller mindre vidtløftige formål. Men der er naturligvis altid rum for et vist skøn, m.h.t. hvorledes man bedst sikrer acceptable fremtidige pensionsforhold. Der er derfor også rum for et vist skøn, m.h.t. hvorledes den enkelte anbringer sin egen pensionsopsparing, så længe hovedintentionen med pensionssystemet ikke tabes af syne.

Et væsentligt forhold i den sammenhæng er dog,

at der er omkostninger forbundet med valgfrihed. Fravælger man pensionskassens generelle investeringspolitik for i stedet at udforme sin egen investeringspolitik, må man derfor påregne at blive pålagt den hermed forbundne meromkostning, således som det også sker i f.eks. LD.

### Aktiv eller passiv investeringsstrategi

Det er tidligere argumenteret for, at i et effektivt marked vil det være hensigtsmæssigt med en vis ydmyghed m.h.t. ambitionen om at opnå et overnormalt afkast i forhold til markedet. Den optimale strategi vil være en forholdsvis passiv strategi, og opnår man samme afkast som det marked, man benchmarker sig med, bør det betragtes som tilfredsstillende.

Ved en aktiv investeringsstrategi kan forstås flere forskellige ting. Man kan sondre mellem i hvert fald tre forskellige former for aktiv investeringspolitik:

- Man køber og sælger værdipapirer for herved at opnå et overnormalt afkast.
- Man køber aktier fremfor obligationer for herved på længere sigt at opnå et større afkast.
- Man udnytter sine indflydelsesmuligheder i de virksomheder, man har investeret i, fremfor at stemme med fødderne og blot sælge aktierne, hvis man er utilfreds.

### Aktiv købs- og salgspolitik

Antag, at aktieinvestorerne kan opdeles i to lige store grupper, som hver ejer halvdelen af alle udestående aktier. Den første gruppe af investorer anlægger en passiv køb-og-hold strategi. Den anden gruppe af investorer anlægger en aktiv købs- og salgsstrategi for herved at få et overnormalt afkast ved at købe og sælge på de rigtige tidspunkter.

Om de to grupper af investorer kan man sige med sikkerhed, at den første gruppe i gennemsnit får et større afkast end den anden gruppe opnår. Det følger alene af, at den anden gruppe har en række transaktionsomkostninger ved at handle med hinanden, som den første gruppe af investorer ikke har. Dette argument er helt uafhængig af, om aktiemarkedet er effektivt eller ej.

Sådan er verden naturligvis ikke skruet sammen. Men eksemplet illustrerer de odds, man er oppe imod, hvis man ved en aktiv købs- og salgspolitik søger at opnå et overnormalt afkast.

Dertil kommer så, at i det omfang markederne er effektive, vil det ikke ved en aktiv købs- og salgspo-

litik være muligt systematisk at opnå et overnormalt afkast.

Historiske tal skal naturligvis vurderes med for-sigtighed. Men erfaringerne såvel fra Danmark som fra udlandet tyder på – hvis man skal udtrykke det moderat – at det er meget få beskåret at systematisk kunne opnå et overnormalt afkast ved en aktiv købs- og salgspolitik.

Hvis der er nogle, der systematisk klarer sig bedre end gennemsnittet, må der være andre, der klarer sig dårligere end gennemsnittet. Taberne klarer sig desuden mere dårligt end vinderne klarer sig godt, da der jo også er transaktionsomkostninger.

Og hvordan kan man være sikker på, at det er netop ens egen pensionskasse, der ved en aktiv købs- og salgspolitik klarer sig bedre end de andre?

Moralen synes at være, at når man som pensionskasseledelse har ansvaret for andres penge, er der god grund til en vis ydmyghed i troen på egne evner og dermed også god grund til at anlægge en relativ passiv køb og hold strategi fremfor en meget aktiv købs- og salgsstrategi.

Desuden er det væsentligt med en konsekvent strategi. Stadige strategiomlægninger svarer reelt til en – usystematisk – aktiv købs- og salgspolitik.

### Aktier fremfor obligationer

Ser man på afkastet for f.eks. de sidste 75 år, har aktier givet et væsentligt større afkast end obligationer – i USA et meget større afkast og i Danmark et væsentligt større afkast. Samtidigt er det ud fra de historiske erfaringer vurderet, at risikoen på langt sigt ved at eje aktier ikke er væsentlig større end risikoen ved at eje obligationer.

Det har givet anledning til den konklusion, at en meget stor del af pensionsopsparingen skal være i form af aktier, ligesom de forskellige pensionsforvaltere meget aktivt har argumenteret for, at det aktieloft, de er underkastet, skulle forhøjes, således at de kunne få et større afkast. Politikerne har lyttet med åbent sind. Rent faktisk er aktieloftet blevet væsentligt forhøjet.

Problemerne med dette ræsonnement er, at der ikke er nogen økonomisk model, der kan forklare, hvorfor aktier skal give et væsentligt større afkast end obligationer uden en væsentlig større risiko. Fordi det har været således i de sidste 75 år, er der ikke nogen sikkerhed for, at det vil forholde sig på samme måde i de næste 75 år.<sup>4</sup>

### Indflydelse

Den individuelle pensionsopsparing (kapitalpensioner, ratepensionsopsparing) har begrænsede muligheder for at udøve indflydelse. Den institutionelle pensionsopsparing har betydelige muligheder for at udøve indflydelse. Indflydelse kan udøves på to forskellige måder:

- (1) Via de juridiske beføjelser, som indehavelsen af ejerrettigheder medfører.
- (2) Via investeringspolitikken i form af hvad, man investerer i. Det vil i praksis sige hvad, man fravælger.

Begge former for indflydelse er kontroversielle. Der synes dog at være en stigende accept af, at de institutionelle investorer – om end med varsomhed – skal udnytte deres juridiske beføjelser. I praksis sker det også i stigende grad og som regel ud fra et behovskriterium. Man griber ind, hvis en uheldig udvikling begynder at tegne sig. Eller hvis der er åbenbare restruktureringsmuligheder, som selskabet ikke selv formår at udnytte. En af grundene til, at udøvelse af indflydelse er kontroversiel, er, at de institutionelle investorer ofte samarbejder. Da der er relativt få store institutionelle investorer, indebærer det en risiko for magtkoncentration. En del af de institutionelle investorer er også tilbageholdende m.h.t. at udøve indflydelse af den grund, at de virksomheder, de skal udøve indflydelse overfor, er de samme virksomheder, som de skal sælge pensionsordninger til.

M.h.t. udøvelse af indflydelse via placeringspolitikken er det i praksis fravalg, der har været det dominerende kriterium. Man har fravalgt våbenproduktion, miljøforurenende virksomheder, børnearbejde, tobak o.lign. Umiddelbart virker det som temmelig ukontroversielle kriterier. Man skal dog ikke grave ret dybt for at finde ud af, at virkeligheden er væsentlig mere kompliceret m.h.t. hvad, der er godt og ondt. Våben har en positiv side, hvis alternativet er underkastelse under et diktatur. Børnearbejde har en positiv side, hvis alternativet er arbejdsløshed, nød og elendighed. Etc. Der synes dog at være en almindelig accept af fravalgsmodellen, også selvom det måtte indebære mindre fremtidige pensioner.

Ved tilvalgsmodellen tilvælger man særligt »gode« investeringer, f.eks. grønne investeringer, miljøvenlige investeringer, etiske korrekte investeringer etc. Disse investeringer tilvælges på bekostning

af et lavere forventet afkast. Tilvalgskriterier er ikke acceptable i samme grad som fravalgs-kriterier er.

Ledelsen af pensionskasser, ATP m.fl. har som opgave at varetage medlemmernes interesser. Medlemmerne af en pensionskasse er medlemmer (ofte tvungne) for at få en økonomisk betrygget alderdom. Det er derfor ledelsens opgave at sikre, at dette mål opfyldes så godt som muligt. Og der bør være meget få frihedskriterier til at forfølge andre mål. Et samfundsengagement i sådanne andre mål bør forfølges på andre måder end som ledelse af en pensionskasse.

### Nogle få konklusioner

Hovedtemaerne i det forudgående har været:

- Fri eller bunden opsparing
- Valgfrihed
  - opsparingssted
  - placering
- Investeringsstrategi
  - aktiv købs- og salgspolitik
  - aktier eller obligationer
  - udøvelse af indflydelse

Der synes gode argumenter for et stærkere incitament til øget opsparing, d.v.s. en reduceret skattemæssig forvriddning mellem opsparing og forbrug. Der synes gode argumenter for en øget neutralitet i behandlingen af forskellige opsparingsformer, først og fremmest mellem fri og bunden opsparing. Valgfrihed for den enkelte pensionsopsparer er i mange henseender et tvivlsomt gode. Der kan være grund til at skærpe konkurrencen på de områder, hvor en øget konkurrence er samfundsøkonomisk hensigtsmæssig, men en generel valgfrihed for den enkelte pensionsopsparer m.h.t. opsparingssted og placeringsformer forekommer ikke at være et hensigtsmæssigt instrument. Argumenterne mod generel valgfrihed har først og fremmest vægt, så længe den enkeltes pensionsopsparing ikke overstiger et acceptabelt minimumsniveau. Den aktieeufori, der over en lang periode har bredt sig i pensionssektoren og i det politiske system, synes ikke tilstrækkelig underbygget. Aktier kan vise sig at være en god investering, men det modsatte kan også tænkes. Der er absolut ingen sikkerhed for, at aktier på længere sigt indebærer større afkast og mindre risiko. Det modsatte kan lige så vel tænkes. Pensionssektorens indflydelse vil fremover være stærkt stigende. Sektoren har en klar forpligtelse til at varetage pensi-

onsopspareernes interesser m.h.t. fremtidige pensioner, herunder at udøve den nødvendige indflydelse på de virksomheder, den investerer i. Men samtidig må man samfundsmæssigt være meget opmærksom på de magtkoncentrationstendenser, der med stor sandsynlighed vil opstå.

### Litteratur

Engsted, T. & C. Tanggaard: Risikopræmien på danske aktier. *Nationaløkonomisk Tidsskrift*. Bd. 137. Nr. 2. 1999. s. 164-177.

Det Økonomiske Råd. Formandskabet: *Dansk Økonomi. Førår 2001*. Det Økonomiske Råd. 2001.

Finansrådet: *Opsparing og fremtidig velfærd*. Finansrådet. 1998.

Møller, M., C. Parum & T. Sørensen: Den ny pensionsafkastbeskatningslov. *finans/invest*. Nr. 1. s. 4-14. 2001.

Nielsen, Niels Chr.: *Opsparing, velfærd og samfundsøkonomi*. Nyt Nordisk Forlag – Arnold Busck. København 1980.

Nielsen, S. & O. Risager: Macroeconomic Perspectives on Stock and Bond Investments in Denmark since World War I. Optrykt i Andersen, T.M., S.E. Hougaard Jensen & O. Risager (Eds.): *Macroeconomic Perspectives on the Danish Economy*. MacMillan. 1998.

Parum, C. *Aktieindeks, aktieafkast og risikopræmier*. Skrift 98-7. Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København. 1998a.

Parum, C. *Historisk afkast af aktier og obligationer i Danmark*. Working Paper 98-9. Institut for Finansiering, Handelshøjskolen i København. 1998b.

Parum, C. Frie midler og pensionsmidler. Incitamentsstrukturen ved starten af det nye årtusinde. *finans/invest*. Nr. 6. s. 5-11. 1999a.

Parum, C. Historisk afkast af aktier og obligationer i Danmark. *finans/invest*. Nr. 3. s. 4-13. 1999b.

Renteskatteudvalgets (Thorkil Kristensen udvalget) betænkning: *Den skattemæssige behandling af renter og andet kapitalafkast*. Betænkning nr. 949. 1982.

### Noter

1. Jf. også Finansrådet (1998).

2. Nielsen (1980) indeholder en drøftelse af forskellige muligheder for udformningen af beskatningen af kapitalafkast og de samfundsøkonomiske konsekvenser heraf, som leder frem til, at det er hensigtsmæssigt med en separat beskatning af kapitalafkast og arbejdsindkomst. En sådan skattemæssig separation er også efterfølgende gennemført i de øvrige nordiske lande.

3. Se Parum (1999a) og Møller m.fl. (2001) for en drøftelse af den inkonsistente beskatning af fri og bunden opsparing og af de investeringsmæssige konsekvenser heraf.

4. For analyser af denne problemstilling, se Engsted & Tanggaard (1999), Nielsen og Risager (1988), Parum (1998b) og Parum (1999b).