

Opsparing og fremtidig velfærd

Andersen, Torben M.; Nielsen, Niels Christian; Hougaard Jensen, Svend E.; Christensen, Jørgen Birger; Holm, Keld; Willerslev-Olsen, K.; Schøtt Kristensen, Susanne; Tui, Lemmi ; Yde, Ida

Document Version
Final published version

Publication date:
1998

License
Unspecified

Citation for published version (APA):
Andersen, T. M., Nielsen, N. C., Hougaard Jensen, S. E., Christensen, J. B., Holm, K., Willerslev-Olsen, K., Schøtt Kristensen, S., Tui, L., & Yde, I. (1998). *Opsparing og fremtidig velfærd*. Finansrådet.

[Link to publication in CBS Research Portal](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us (research.lib@cbs.dk) providing details, and we will remove access to the work immediately and investigate your claim.

Download date: 19. Jan. 2025



**OPSPARING
OG
FREMTIDIG
VELFÆRD**

FINANSRÅDET SEPTEMBER 1998

Udgivet af:
Finansråde - Danske Pengeinstitutters Forening
Amaliegade 7
1256 København K
Tlf: 33 12 02 00

Forsidefoto: Nordfoto

Tryk: Frederiksberg Bogtrykkeri a-s

Forord

Med offentliggørelsen af rapporten „Opsparing og fremtidig velfærd“ ønsker Finansrådet at bidrage til debatten om opsparingen i Danmark, herunder om der gøres tilstrækkeligt for at sikre niveauet og fordelingen af fremtidens velstand.

Rapporten er udarbejdet af et ekspertudvalg. Udvalget har været sammensat af repræsentanter fra såvel de højere læreanstalter som fra pengeinstitutternes egen kreds:

professor, ph.d. Torben M. Andersen

Århus Universitet

professor, dr.polit. Niels Chr. Nielsen

Handelshøjskolen i København

forskningschef og seniorforsker, ph.d. Svend E. Hougaard Jensen

hhv. Erhvervsministeriet og EPRU, Københavns Universitet

cheføkonom, cand.polit. Jørgen Birger Christensen

Den Danske Bank

afdelingsdirektør, cand.oecon. Keld Holm

BG Bank

vice direktør, cand.polit. K. Willerslev-Olsen

Finansrådet

kontorchef, cand.polit. Susanne Schøtt Kristensen

Finansrådet

økonom, cand.merc. M.A. Lemmi Tui

Finansrådet

fuldmægtig, cand.polit. Ida Yde

Finansrådet

Rapportens anbefalinger og konklusioner, der iøvrigt er sammenfattet i kapitel 8, er resultatet af udvalgets arbejde og er ikke udtryk for stillingtagen fra Finansrådets side. Det er Finansrådets forhåbning, at rapporten vil bidrage til en kvalificeret debat og beslutningsproces om de væsentlige problemstillinger, den beskæftiger sig med, angående fremtidens velfærdssamfund.

Indhold

Forord	3
1. Indledning	7
2. Opsparing og investeringer	13
2.1 Overordnede opsparingspolitiske problemstillinger	13
2.2 Opsparing og investeringer: De officielle tal	17
2.3 Pensionssektorens opsparing	20
2.4 Opsparingsniveau og opsparingsstruktur	22
2.5 Nogle summariske betragtninger om det lange sigt	25
2.6 Nationalformuen: Hvem skal eje den?	28
2.7 Det institutionelle ejerskab	30
2.8 Afslutning	31
3. Aldring og de offentlige finanser	33
3.1 Udviklingen i de offentlige finanser siden 1960	33
3.2 Demografi og ældredgifter	36
3.3 Strategier for en holdbar finanspolitik	41
3.3.1 Metode	41
3.3.2 Forudsætninger	42
3.3.3 Resultater	44
3.4 Følsomhedsanalyse	46
3.5 Konklusion	49
4. Generationsomfordeling i lyset af demografiske ændringer	50
4.1 Generationsregnskabet: En ny indikator	51
4.2 Nogle resultater for Danmark	53
4.3 Midler til genopretning af den generationsmæssige balance	55
4.4 Konklusion	58
5. Krav til den økonomiske politik	59
5.1 Offentlig opsparing	60
5.1.1 Pensionssystemer	61
5.1.2 Det ideelle pensionssystem	63
5.1.3 Fattigdomsbekæmpelse eller indkomstsikring	64
5.1.4 Tillægssydelse	65
5.1.5 Indeksering	66

5.1.6 Offentlig pension og incitament	67
5.1.7 Finansiering af folkepensionen	69
5.1.8 Skal en større del af det offentlige system fundes?	69
5.1.9 Konsolidering	70
5.2 Privat opsparing	71
5.2.1 Udviklingen i husholdningssektorens opsparing	71
5.2.2 Arbejdsmarkedspensioner og frivillige opsparingsordninger	72
5.2.3 Øges den samlede opsparing af pensionsopsparingen?	75
5.2.4 Den private opsparings vilkår	76
5.3 Arbejdsmarkeds- og uddannelsespolitik m.m.	79
5.3.1 Tilbageføringsalder	79
5.3.2 Andre måder hvorpå det fremtidige antal arbejdstimer kan øges	80
5.4. Konklusion	81
6. Opsparingens realværdi	82
6.1 Opsparing og fremtidige forbrugsmuligheder	82
6.2. Opsparing og reelt afkast	85
6.3 Konklusion	88
7. Kapitalmarkederne	89
7.1 Øget pensionsformue	90
7.2 Konsekvenser af skattemæssig fradragsret for pensionsindbetalinger	93
7.2.1 Kapitalmarkedsimplikationer af fradragsret	93
7.2.2 Erhvervspolitiske implikationer af fradragsret	95
7.3 Kapitalmarkedernes struktur og produkter	97
7.4 Påvirkning af de finansielle markeder	99
7.5 Konklusion	100
8. Sammenfatning og anbefalinger	101
Elementer til en opsparingsreform	105
Litteratur	112

1. Indledning

Generation efter generation har oplevet højere materiel velstand. Stadi-ge produktivitetstigninger har muliggjort større forbrugsmuligheder, og vækst i befolkningen har sikret, at forsørgerbyrden i forhold til ældre og andre med nedsat eller ingen arbejdsevne har kunnet bæres uden de store problemer. Dette har været en hovedhjørneste i velfærdssamfundets succes. Det er en udfordring for fremtiden at sikre et fortsat højt og rimeligt ligeligt fordelt velstandsniveau. Et særligt problem er her, hvorledes den stigende forsørgerbyrde som følge af en aldring af befolkningen skal bæres.

Fremtidens velstand afhænger af en række forhold, herunder blandt andet den teknologiske udvikling, internationalisering samt miljø- og ressourcemæssige forhold. Det er umuligt præcist at forudsige disse forhold i en fjern fremtid, men erfaringerne viser tydeligt, at der er en sammenhæng mellem et samfunds ambitionsniveau med hensyn til materiel velstand på den ene side og opsparing og investeringer på den anden. Den kraftige vækst i en række østasiatiske lande de seneste par tiår har ligeledes været båret af et højt opsparings- og investeringsniveau.

For et samfund som helhed betyder øget opsparing enten mulighed for øgede investeringer i eget produktionsapparat eller fordringserhvervelse på udlandets produktionsapparat. Begge dele giver en andel i fremtidens produktionsresultat og er på den måde med til at sikre fremtidens velstandsniveau. Et højt opsparingsniveau er derfor en vigtig forudsætning for vækst i velstand og velfærd. I en åben økonomi som den danske er der ikke nødvendigvis en tæt sammenhæng mellem investeringer og opsparing på kort sigt. Investeringsniveauet er alligevel vigtigt, dels fordi det er med til at sikre fremtidens produktionsapparat og dermed beskæftigelsesmuligheder, dels fordi ny teknologi og dermed mulighederne for produktivitetstigninger typisk introduceres via nyinvesteringer.

Spørgsmålet er, om niveauet for opsparing og investeringer i Danmark er tilstrækkeligt højt til at imødekomme de ambitioner med hensyn til levestandard, velfærdssamfundet har, og om det er tilstrækkeligt højt til at dække det behov, den aldrende befolkning skaber.

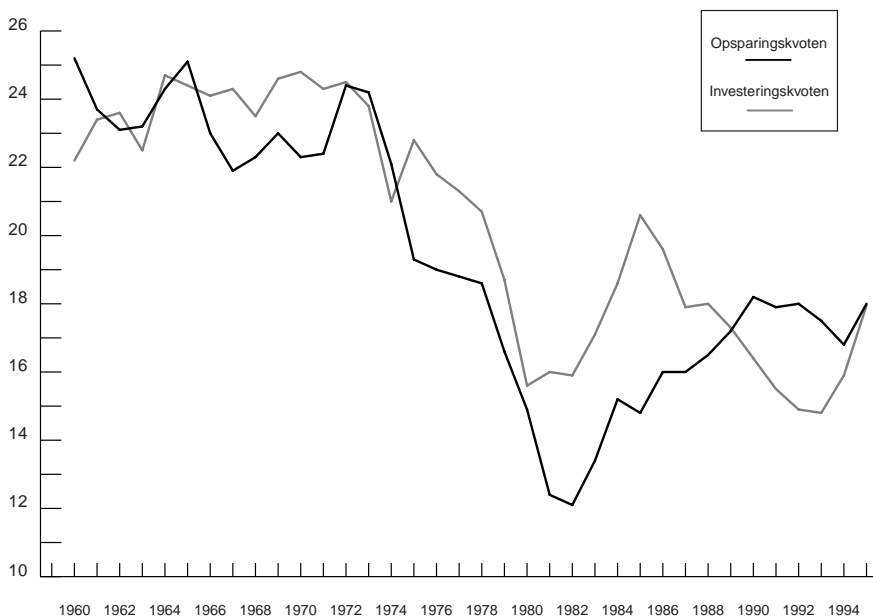
Debatten om opsparing og investeringer har historisk i høj grad været fokuseret omkring udviklingen på betalingsbalancens løbende poster. Dansk økonomi var i en lang periode karakteriseret ved systematiske underskud på betalingsbalancens løbende poster og dermed et opsparingsunderskud. Igennem 1980'erne blev der lagt megen vægt på at styrke opsparingen, og forskellige politiske tiltag sigtede mod at øge så-

vel den private som den offentlige opsparing. Opsparingen steg, og betalingsbalancens løbende poster har siden 1990 udvist et overskud, hvorefter debatten om opsparingsproblemerne aftog. Udviklingen på betalingsbalancens løbende poster har igen på det seneste påkaldt sig stor opmærksomhed. Dette hænger sammen med et faldende overskud og adskillige prognoser, som har peget på, at underskud ikke kan udelukkes i den nærmeste fremtid. Erfaringerne fra de mange år med systematiske underskud står friskt i erindringen.

Denne udvikling aktualiserer spørgsmålet, om opsparingsproblemet er løst, og om der gøres tilstrækkeligt for at sikre niveauet og fordelingen af fremtidens velstand. Dette skal vurderes dels i forhold til niveauet for opsparing og investeringer, dels i forhold til det fremtidige opsparingsbehov. Den positive vending, der skete i betalingsbalancens løbende poster, skyldtes i lige så høj grad et fald i de samlede investeringer som en stigning i opsparingen, jf. fig. 1.1. Det er vigtigt at understrege, at nul ikke er et magisk tal for betalingsbalancen, hvorfor udsigt til underskud på betalingsbalancen ikke nødvendigvis giver behov for akutte indgreb. Behovet for økonomisk-politiske tiltag skal ses i forhold til de underliggende grunde til udviklingen på betalingsbalancen.

Saldoen på betalingsbalancens løbende poster er lig med forskellen mellem den samlede opsparing og de samlede investeringer. Er opspa-

Figur 1.1 Opsparings- og investeringskvote i Danmark



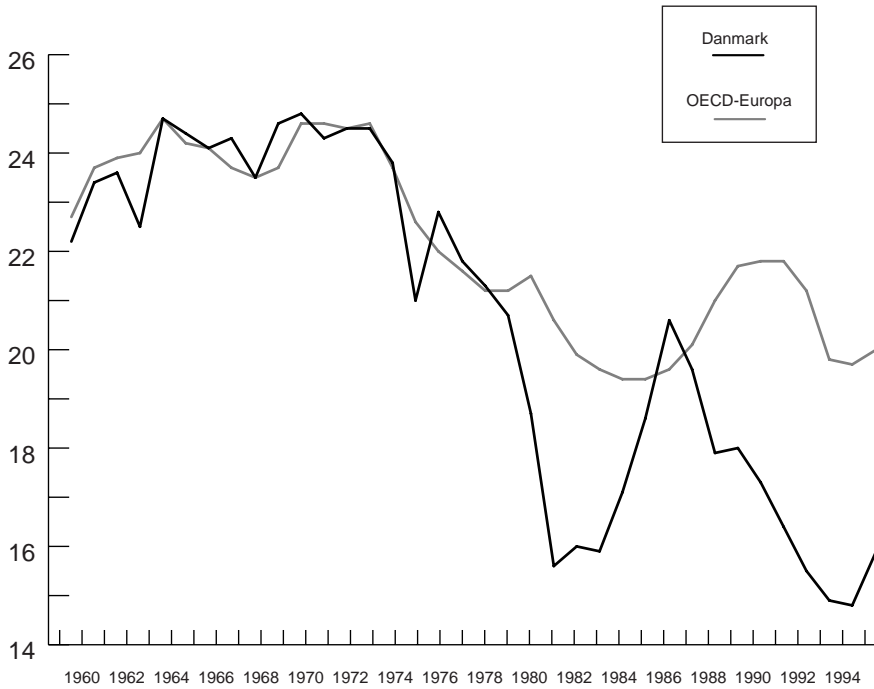
ringen mindre end investeringerne, vil der være et underskud på betalingsbalancen og omvendt. I de seneste år har den samlede opsparring (som andel af bruttonationalproduktet) været stort set konstant, mens investeringerne har været stigende, jf. fig. 1.1. Betalingsbalancen er således primært blevet forværret som følge af øgede investeringer. Dette kan ikke umiddelbart være et problem, da det netop har været en målsætning at skabe mere dynamik i den private sektor.

Der kan dog alligevel være grund til bekymring, da investeringsopgangen kommer fra et relativt lavt niveau i forhold til andre lande, jf. fig. 1.2. Samtidig er opsparringen i Danmark ikke særlig høj sammenlignet med andre lande. Vi har således ikke selv været i stand til at finansiere et forholdsvist beskedent investeringsniveau. Det rejser spørgsmålet, om der er et opsparingsproblem i dansk økonomi. Hvorfor skulle opsparringen være så lav i Danmark? Dette forhold sættes yderligere i perspektiv af to forhold. For det første giver de registrerede opsparringstal et misvisende billede af den reelle opsparring, da der tæres kraftigt på olie- og naturgasressourcerne. Et forhold, der har haft meget stor betydning for vendingen i betalingsbalancen fra underskud til overskud. For det andet er befolkningens alderssammensætning af stor betydning for vurdering af opsparingsniveauet. I en økonomi med relativt mange i den erhvervsaktive alder vil man forvente et højt opsparingsniveau og omvendt. For Danmark kan store forskydninger i befolkningens relative aldersfordeling forudses inden for de næste tiår, idet der både bliver flere ældre og flere meget gamle, jf. fig. 1.3. Det stiller ekstra krav til et højt opsparingsniveau for at sikre en rimelig fremtidig levestandard.

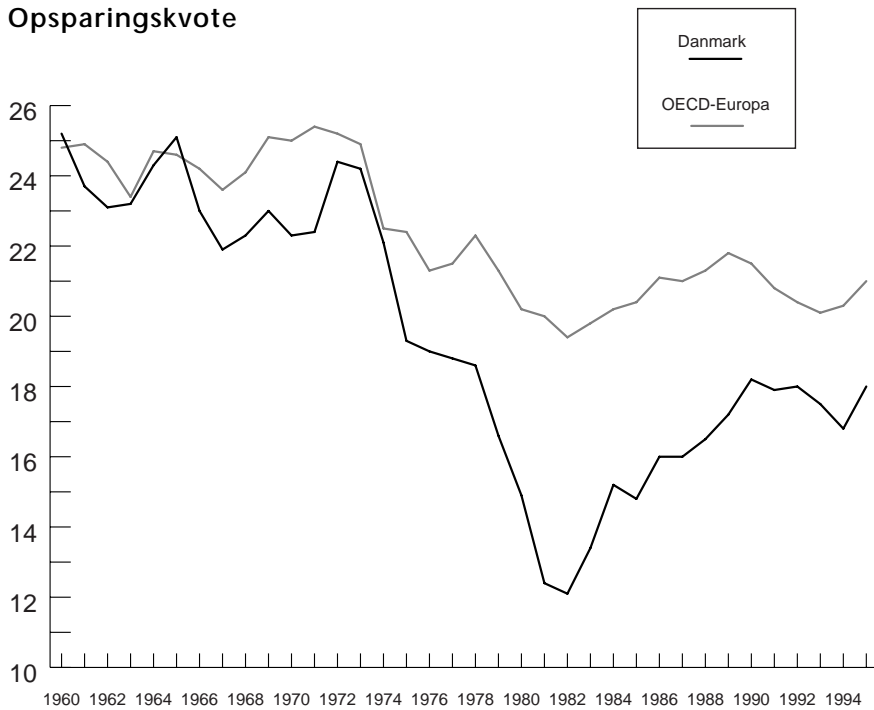
Dansk økonomi har således et strukturelt opsparingsproblem. Der er derfor behov for at styrke både den offentlige og den private opsparring. Selvom det offentlige i øjeblikket har et budgetoverskud, er dette i forhold til konjunktursituationen relativt beskedent. Ligeledes er der væsentlige grunde til at styrke den private opsparring.

Løsningen på disse strukturelle problemer er ikke akutte indgreb gennemført i en krisestemning eller tiltag, som skaber en zig-zag kurs i f.eks. låneregler m.m. på kapitalmarkederne. Afhjælpningen af sådanne strukturelle problemer bør være bestemt af langsigtede strukturelle hensyn. Løsningen ligger derfor i at styrke både den offentlige og den private opsparring ved tiltag, som har et langsigtet perspektiv og derfor kan være troværdige vedvarende løsninger. Det gælder f.eks. således de offentlige udgifter i relation til den offentlige opsparring, samt skattesystemet i forhold til både den offentlige opsparring og de private opsparingsincitamerter.

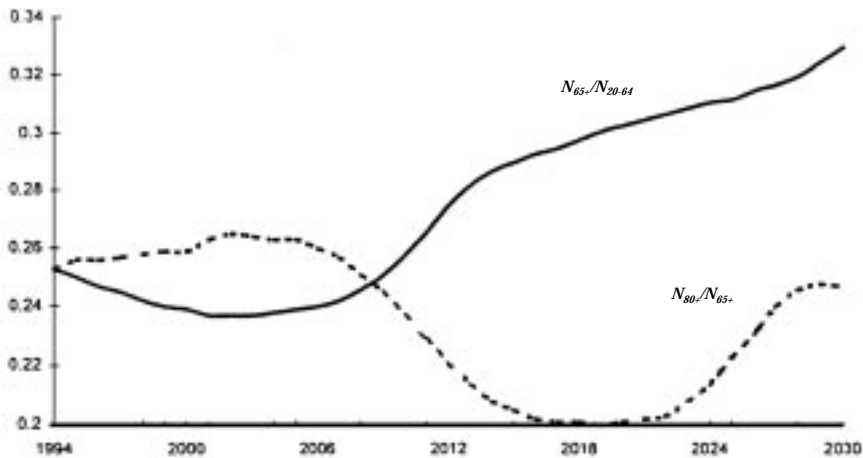
Figur 1.2 Investeringskvote



Opsparingskvote



Figur 1.3 Demografiske forskydninger 1994-2030



Kilde: Egne beregninger

Anm: N_{65+}/N_{20-64} angiver, hvor stor en andel befolkningen over 65 år udgør af befolkningen i den erhvervsaktive alder (20-64 år)

N_{80+}/N_{65+} angiver, hvor stor en andel af de over 65 årige der er meget gamle (over 80 år)

Et af hovedformålene med Pinsepakken fra juni 1998 var at øge den private sektors opsparing. Den samlede virkning på den private sektors opsparing er imidlertid usikker. Mens begrænsningen af rentefradragsretten trækker i retning af højere privat opsparing, kan den forøgede forskelsbehandling mellem positiv og negativ kapitalindkomst lede til et stigende forbrug og en faldende opsparing.

Denne rapport tager sigte på at vurdere udviklingen i opsparing og investeringer i Danmark, behovet for at styrke opsparingen og mulige løsningsinstrumenter.

Udgangspunktet for dette er en nærmere analyse af udviklingen i opsparing og investering i kapitel 2.

Helt centralt for opsparingsproblematikken er befolkningens alderssammensætning. I kapitel 3 analyseres de fremtidige konsekvenser af en uændret politik for de offentlige finanser og/eller skattetryk.

Hvis der ikke allerede nu tages højde for de kommende ældreudgifter i den økonomiske politik, vil fremtidens erhvervsaktive komme til at bære en uforholdsmæssigt tung byrde. I kapitel 4 betragtes den omfordeling mellem generationer, som de demografiske ændringer giver anledning til.

Det kan konkluderes, at Danmark har et opsparingsproblem. Der bliver ikke gjort nok for at sikre fremtidens velstandsniveau og en rimelig fordeling heraf mellem erhvervsaktive og andre. På den baggrund diskuteres i kapitel 5 offentlig og privat opsparing med henblik på at klarlægge muligheden for at skabe incitament til større opsparing samt konsekvenserne heraf.

Afgørende for tilstedeværelsen af et opsparingsincitament er en tiltro til, at de opsparede midler kan omsættes i købekraft fremfor at blive udhulet via inflation eller beskatning. I kapitel 6 diskuteres derfor mulighederne for at sikre opsparingens realværdi af.

Såfremt en strategi med øget opsparing lykkes, vil det påvirke de finansielle markeder både direkte og indirekte. Direkte fordi større beløb skal formidles via de finansielle markeder og indirekte, fordi en styrkelse af opsparingsincitamenterne kan involvere nye opsparingsprodukter. I kapitel 7 analyseres effekterne af en øget opsparing på kapitalmarkederne.

Kapitel 8 indeholder et resumé af rapportens hovedkonklusioner, herunder anbefalinger i forbindelse med udformningen af den fremtidige økonomiske politik.

2. Opsparing og investeringer

Opsparing, investeringer og nationalformue spiller en stor rolle for den fremtidige udvikling i dansk økonomi. I dette kapitel gøres nærmere rede for de tre begreber og forskellige problemstillinger, der knytter sig til udviklingen i opsparing, investeringer og nationalformue i Danmark.

Afsnit 2.1 indleder med en præsentation af nogle overordnede opsparingspolitiske problemstillinger. I afsnit 2.2 betragtes udviklingen i opsparing og investeringer, mens der i afsnit 2.3-2.5 fokuseres specielt på opsparing til pensionsformål, idet den er steget markant i de seneste 30 år og ventes at stige yderligere i de kommende år.

I afsnit 2.6-2.7 belyses konsekvenserne af den kraftige vækst i pensionsopsparingen for ejerskabet til landets nationalformue. Det vises, at der sker væsentlige ændringer i ejerstrukturen i dansk erhvervsliv i form af øget institutionelt ejerskab i danske virksomheder.

Afsnit 2.8 ridser de problemstillinger op, som udviklingen i opsparing og investeringer giver anledning til.

2.1 Overordnede opsparingspolitiske problemstillinger

Opsparing er den del af indkomsten, der ikke forbruges nu, men i stedet anvendes til at skabe øgede fremtidige forbrugsmuligheder. De forbedrede fremtidige forbrugsmuligheder kan være enten privat eller offentligt forbrug. Opsparing er således en forudsætning for fremtidig økonomisk vækst og øget velfærd.

Den samfundsmæssige opsparing kan ske i to hovedformer:

- *Realinvesteringer* i maskiner, bygninger, infrastruktur, edb-kapacitet etc., som betyder forbedrede fremtidige produktionsmuligheder.
- *Erhvervelse af fordringer på udlandet* skabt ved et betalingsbalanceoverskud.

Der opbygges således kapital, enten i form af fysiske aktiver eller i form af et finansielt tilgodehavende i udlandet. I begge tilfælde skaber opsparing således øgede fremtidige forbrugsmuligheder og muligheder for øget fremtidig velfærd.

Prioriteringen mellem de to anvendelsesformer afhænger blandt andet af, hvor afkastet er størst, dvs. om danske realinvesteringer afkaster

mere eller mindre, end hvad det er muligt at opnå i afkast af fordringer på udlandet.

De fremtidige økonomiske vilkår i Danmark afhænger ikke alene af, hvor meget vi sparer op, men også af, hvor godt vi er i stand til at anvende opsparingen, f.eks. hvor effektive virksomhederne er i deres valg og implementering af investeringsprojekter. Eksempelvis har USA i mange år haft forholdsvis lav opsparing og et lavt investeringsniveau, men i de senere år har det amerikanske samfund tilsyneladende fået et højt afkast af investeringerne, muligvis blandt andet på grund af dominans i nogle nøgleindustrier (edb, bioteknologi, underholdning). Omvendt har Japan i mange år haft et meget højt opsparingsniveau, men har tilsyneladende ikke haft nogen heldig hånd hverken i de hjemlige investeringer eller da man sidst i 1980'erne og begyndelsen af 1990'erne placerede en væsentlig del af denne opsparing „mere aktivt“ i udlandet, først og fremmest i form af store opkøb i USA. Samfundets evne til at kanalisere opsparing til produktive investeringer er således væsentlig. Alt andet lige er øget opsparing dog altid ensbetydende med øget fremtidig økonomisk velfærd og øgede fremtidige forbrugsmuligheder.

Det er ikke et mål i sig selv at have så højt et opsparingsniveau som muligt. Opsparing har en omkostningsside i form af mindre forbrug nu. Ved lav opsparing må man imidlertid være indstillet på mindre økonomisk vækst, lavere levestandard og velfærd samt ringere pensionsvilkår end i de lande, vi normalt sammenligner os med.

Investering kan også finde sted på måder, der ikke indgår i nationalregnskabsstatistikken først og fremmest ved opbygning af såkaldt humankapital, dvs. ved uddannelsesinvesteringer. Hvis Danmark er særlig god til f.eks. den primære skoleuddannelse, gymnasieuddannelse, højere uddannelse, forskeruddannelse, eller hvis danske virksomheder er specielt gode til at videreuddanne deres medarbejdere, kan det eventuelt kompensere for manglende fysiske investeringer eller manglende fordringserhvervelse på udlandet. Det danske uddannelsessystem får dog ikke mange plusser i karakterbogen i internationale sammenligninger og evalueringer¹.

Der er også forhold, der trækker den modsatte vej, således at nationalregnskabsstatistikken tegner et overdrevent godt billede af opsparing og investeringer. Blandt de mere væsentlige forhold kan nævnes:

- forbrug af naturgivne ressourcer; det vil først og fremmest sige olie- og gasudvindinger i Nordsøen
- miljøforringelser i forbindelse med produktion og investeringer

¹Jf. også den ganske kritiske vurdering i „Dansk økonomi, forår 1995“ fra Det Økonomiske Råd.

I begge tilfælde er der tale om forbrug af naturgivne ressourcer (kapital) som ikke i statistikken registreres som en negativ investering.

Den samlede samfundsmæssige opsparing kan opsplittes på forskellig måde. En hovedopdeling går mellem offentlig og privat opsparing. Skillelinien mellem privat og offentlig opsparing er dog ikke helt skarp og placeres forskelligt i forskellige sammenhænge. Eksempelvis kan ATP både placeres som en del af den private sektor og som en del af den offentlige sektor (det er jo ikke et præmiereservesystem). Derudover er en væsentlig del af den kapitalakkumulation, der sker i pensionskasser m.v., blot en udskudt skat, der i realiteten tilhører det offentlige.

For den offentlige sektor gælder det videre, at salg af aktiver - f.eks. privatiseringer - hidtil er blevet regnet som en driftsindtægt, hvorved den offentlige opsparing overvurderes. Dette ændres i den fremtidige nationalregnskabsstatistik. Endelig er den offentlige sektors pensionsforpligtelser for tjenestemænd ufundede.

Den private opsparing kan opdeles efter forskellige kriterier. Der kan sondres mellem husholdningernes opsparing og den opsparing, der foregår i virksomhederne. Herudover kan sondres mellem den del af den private opsparing, der bindes langsigtet med henblik på fremtidige pensioner, og den øvrige, mere frit disponible private opsparing. Opsparingens sammensætning og ændringer heri har en selvstændig væsentlig betydning for den fremtidige økonomiske udvikling.

Især når sondringen mellem „pensionsopsparing“ og anden privat opsparing betragtes, sker der i disse år meget store ændringer i strukturen for opsparingens sammensætning. Danmark er i disse år i fuld færd med at opbygge et fundet pensionssystem for hele befolkningen. Dette skal dels supplere, dels erstatte det hidtidige transfereringssystem - også kaldet PAYG = pay as you go - hvor pensioner betales af de til enhver tid værende skatteydere i form af overførselsindkomster til de på samme tid værende pensionister. I overgangsperioden, hvor det fundede pensionssystem ikke er fuldt udbygget, skal de erhvervsaktive dels via skattesystemet betale de nuværende pensionisters ufundede pensioner, dels spare op til deres egne fremtidige fundede pensioner.

Et hovedspørgsmål, når man ser på fremtiden, er, om de fundede pensioner i sig selv skaber en øget pensionssikkerhed. Det korte svar herpå er, at det gør de ikke, hvis den store og stigende pensionsopsparing ikke er ensbetydende med en stigende samlet opsparing. Hvis den øvrige opsparing falder lige så meget, som „pensionsopsparingen“ stiger, er der ikke skabt øget pensionstryghed. Groft taget synes den øvrige private opsparing at falde i stort set samme takt, som pensionsopsparingen stiger. Det lidt længere svar er, at ejendomsretten til pensionsopsparingen øger sandsynligheden for, at den del af de fremtidige

pensionister, der har egen pensionsopsparing, opnår nogle økonomiske fordele i forhold til den øvrige del af befolkningen. Med andre ord er det især i denne „øvrige del af befolkningens“ interesse, at pensionsopsparing er ensbetydende med øget samfundsmæssig opsparing.

Den private opsparings omfang afhænger af en række forskellige faktorer som f.eks.:

- *Indkomst- og velstandsniveauet.* Jo rigere folk er, desto mere efterspørger de fremtidigt forbrug.
- *Velfærdsmæssige sikkerhedsniveau.* Jo mere offentlig velfærd og trykthed, der er, desto mindre er behovet for privat opsparing.
- *Tiltro til det fremtidige velfærdsniveau og fremtidige overførselsindkomster.* Jo mere usikkerhed, der er med hensyn til, om det nuværende velfærdsniveau og det nuværende system for overførselsindkomster (f.eks. folkepensionen) vil blive opretholdt, desto mere vil der blive sparet op.
- *Økonomisk belønning for at spare op.* Med overvejende sandsynlighed må det påregnes, at opsparingen afhænger af, hvor stort et afkast der kan opnås, således at større afkast indebærer større opsparing. Teoretisk set er det imidlertid ikke givet, at en forøgelse af den disponible realrente vil øge den private opsparing. På den ene side gør et større afkast opsparing mere attraktiv i forhold til forbrug. På den anden side betyder et større afkast, at en given fremtidig formue kan opnås ved en mindre løbende opsparing. For personer med positiv nettoformue virker de to effekter i hver sin retning, mens en forhøjelse af afkastet entydigt vil trække i retning af øget opsparing (gældsnedbringelse) for personer med nettogæld. Afkastet påvirkes først og fremmest af beskatningsreglerne, som dels indebærer en væsentlig reduktion i afkastet, dels bevirker et meget forskelligt afkast af forskellige opsparingsformer.

Den offentlige opsparing afhænger givet de politisk fastlagte institutionelle rammer først og fremmest af den samlede makroøkonomiske udvikling, herunder af konjunkturudviklingen.

I teorien er opsparingsbeslutningen og investeringsbeslutningen af hinanden uafhængige beslutninger, som oftest truffet af forskellige beslutningstagere. I praksis er der imidlertid for alle lande en stærk sammenhæng mellem opsparing og investeringer.

Søges den samlede opsparing fremmet, er det væsentligt at være opmærksom på, at opsparingen både har en „kapacitetseffekt“ og en „efterspørgselseffekt“. Alt andet lige betyder øget opsparing reduceret efterspørgsel, medmindre der forudsættes en tilsvarende stigning i investeringerne. Opsparingen skal derfor også vurderes i en konjunkturpolitisk sammenhæng. Er der ledig arbejdskraft, er det væsentligt, at øget opsparing ledsages af øget udbygning af produktionskapaciteten. Er der overefterspørgsel efter arbejdskraft, skal øget opsparing give sig udtryk i form af øget fordrings erhvervelse på udlandet. At føre opsparingspolitik er derfor i en makroøkonomisk sammenhæng en delikat balancegang.

2.2 Opsparing og investeringer: De officielle tal

Udviklingen i opsparing og investeringer er vist i tabel 2.1.

Tabel 2.1 Opsparing og investeringer, mia.kr.

	Brutto-opsparing	Brutto-investeringer	Forbrug af fast realkapital	Netto-opsparing	Netto-investeringer	Løbende saldo overfor udlandet
1988	144	154	116	28	39	-11
1989	154	166	123	31	43	-12
1990	171	168	129	42	39	3
1991	171	164	136	35	28	8
1992	180	161	142	38	19	19
1993	182	157	146	36	11	25
1994	181	167	149	32	18	14
1995	209	200	152	57	48	9
1996	221	208	152	69	56	13

Kilde: Danmarks Statistik

Tabellen er baseret på de reviderede tal fra nationalregnskabsstatistikken efter en radikal ændring af statistikopgørelsen, som indebar en niveauforhøjelse for opsparing og investeringer for 1992 på henholdsvis 28 og 27 mia.kr. Inden denne revision var nettoinvesteringerne negative og nettoopsparingen tæt på 0.

Af investeringsændringen på 27 mia.kr. skyldes 11 mia.kr. definatoriske ændringer, mens resten kan henføres til en reel opvurdering af investeringsniveauet. Af væsentlige definatoriske ændringer kan nævnes, at indkøb og egenudvikling af software nu aktiveres (ca. 8 mia.kr. i 1992), og at nettoerhvervelse af værdigenstande nu betragtes som investering og ikke som forbrug (ca. 2 mia.kr.).

Selvom der er sket en reel opvurdering af opsparings- og investeringsniveauet i størrelsesordenen 15 mia.kr. (1992), er niveauerne for nettoinvesteringer og for nettoopsparing stadigvæk ganske lave. Der er ganske stor variation over tiden i tallene for nettoopsparing og nettoinvesteringer. Det højere opsparings- og investeringsniveau for 1995 og 1996 må tilskrives forbedringer i de økonomiske konjunkturer, som bevirker øget investeringsefterspørgsel samtidig med, at forbruget kun langsomt tilpasser sig den forbedrede indkomstsituation.

Da Danmark er det første land i EU, der er overgået til at følge retningslinierne i det nye europæiske nationalregnskabssystem ENS95, kan tallene ikke umiddelbart sammenlignes med nationalregnskabstallene for andre lande². Det ville kræve, at vi kendte konsekvenserne for opsparings- og investeringsniveauet i disse lande ved at gå over til det nye regnskabssystem. Der synes dog grund til at antage, at ændringerne i udlandet vil trække i samme retning, blandt andet fordi halvdelen af forbedringen i opsparings- og investeringstallene skyldes definatoriske ændringer.

Tallene for opsparing og investeringer kan underopdeles i tal for den offentlige sektor og tal for den private sektor, jf. tabel 2.2 og 2.3. Tallene for den private sektor kan igen underopdeles i selskabssektoren på den ene side og husholdningerne og non-profit institutioner rettet mod husholdningerne (NPISH) på den anden side, jf. tabel 2.4.

Tabel 2.2 Den offentlige sektors opsparing og investeringer, mia.kr.

	Brutto-opsparing	Brutto-investeringer	Forbrug af fast realkapital	Netto-opsparing	Netto-investeringer
1988	27	16	18	9	-2
1989	15	15	19	-4	-4
1990	2	13	20	-18	-7
1991	-9	13	21	-30	-8
1992	-3	17	22	-25	-5
1993	-7	17	23	-30	-6
1994	-8	18	25	-33	-7
1995	-6	17	25	-31	-8
1996	7	20	28	-21	-8

Kilde: Danmarks Statistik

²Kun Danmark og Norge har offentliggjort NR-tal, der følger retningslinierne i ENS95.

Tabel 2.3 Den private sektors opsparing og investeringer, mia.kr.

	Brutto-opsparing	Brutto-investeringer	Forbrug af fast realkapital	Netto-opsparing	Netto-investeringer
1988	117	138	98	19	40
1989	139	151	104	35	47
1990	162	155	109	53	46
1991	180	151	115	65	36
1992	183	144	120	63	24
1993	189	140	123	66	17
1994	189	149	124	65	25
1995	215	183	127	88	56
1996	214	188	124	90	64

Kilde: Danmarks Statistik

Tabel 2.4 Opsparing og investeringer i husholdninger og NPISH¹⁾ mia.kr.

	Brutto-opsparing	Brutto-investeringer	Forbrug af fast realkapital	Netto-opsparing	Netto-investeringer
1988	30	33	34	-4	-1
1989	36	32	36	0	-4
1990	51	35	36	15	-1
1991	51	35	37	14	-2
1992	47	30	37	10	-7
1993	41	31	38	3	-7
1994	24	32	39	-15	-7
1995	32	36	39	-7	-3

¹⁾NPISH = non-profit institutioner rettet mod husholdningerne

Kilde: Danmarks Statistik

Det fremgår af tabel 2.4, at nettoopsparingsniveauet i husholdningssektoren er meget lavt og i de seneste år, der er tal for, endog har været negativt. Dette skal ses i sammenhæng med, at der i husholdningerne foregår en stor og hurtigt voksende pensionsopsparing. Det må indebære, at husholdningernes øvrige opsparing (ud over pensionsopsparingen) er negativ og drastisk faldende. Intet i tallene tyder på, at udbygningen af det private pensionssystem er ensbetydende med en tilsvarende opsparingsstigning. Meget tyder på, at den ikke er ensbetydende med nogen opsparingsstigning overhovedet.

Det er vigtigt at være opmærksom på, at de officielle tal undervurderer den offentlige opsparing og overvurderer den private opsparing. Det skyldes, at den offentlige sektor har en gæld på ca. 600 mia.kr. En del af de renter, som betales, er kompensation for pengenes værdiforringelse på grund af inflationen. Antages det, at inflationsniveauet er 2 pct., falder statsgældens realværdi i løbet af et år med ca. 12 mia.kr. Den reelle offentlige opsparing er derfor ca. 12 mia.kr. større end de officielle tal. I runde tal modsvares det af, at det reelle overskud på betalingsbalancen er ca. 5 mia.kr. større end de officielle tal, fordi Danmark har en nettoudlandsgæld på ca. 250 mia.kr., og at den private opsparing er ca. 7 mia.kr. mindre, end hvad de officielle tal angiver.

2.3 Pensionssektorens opsparing

I dette afsnit opereres med begrebet „pensionssektoren“. Hermed tænkes på alle midler, som er omfattet af realrenteafgiftsloven, bortset fra midlerne i Den Sociale Pensionsfond, som er indregnet som en del af den statslige sektor. Pensionssektoren indbefatter både ATP, LD, pensionskasserne, livsforsikringselskaberne samt bankernes kapital- og ratepensioner.

Tabel 2.5 Pensionsformuens fordeling på de institutionelle investorer mia.kr.¹⁾

	Livs- forsikrings- selskaber	Tværgående pensions- kasser	Firma- pensions- kasser	Penge- institutter	ATP	LD	Total
1986	141,2	55,4	15,0	57,0	50,7	22,2	341,5
1987	155,2	63,1	16,5	66,7	56,7	23,7	381,9
1988	172,4	70,9	18,1	74,5	64,3	27,9	428,1
1989	184,6	80,8	18,3	79,2	71,7	27,4	462,0
1990	201,1	90,3	19,8	95,4	80,4	28,6	515,6
1991	222,0	99,4	21,0	109,7	89,3	30,5	571,9
1992	240,8	106,6	23,1	115,0	97,8	31,4	614,7
1993	271,4	114,0	23,6	136,0	107,4	32,7	685,1
1994	291,9	122,3	29,7	137,7	117,0	35,2	733,8
1995	314,9	133,0	29,6	143,3	126,7	36,1	783,6
1996	351,4	144,0	31,0	164,3	143,8	39,3	873,8

¹⁾ Bogførte værdier. For 1996 er der tale om skøn for livsforsikringselskaber samt for firma- og tværgående pensionskasser.

Kilde: Finanstilsynets Beretninger.

Pensionssektorens formue ultimo 1997 kan anslås til knap 1.000 mia.kr., jf. Finanstilsynets Beretninger. Denne formueopgørelse er imidlertid til bogført værdi. En reel formueopgørelse skal tage højde for, at markedsværdien er højere end den bogførte værdi. Skønsmæssigt er markedsværdien ultimo 1996 ca. 75 mia.kr. højere end den bogførte værdi³. Ultimo 1997 må dette tal formodes at være væsentligt større.

Pensionssektoren har en meget betydelig del af formuen investeret i nominelt forrentede aktiver. Det er derfor nødvendigt at inflationskorrigerede opsparingstallene.

Sektorens reale opsparing kan opdeles i:

- a) Pensionsindbetalinger - pensionsudbetalinger
- b) Real forrentning af den investerede kapital

For så vidt angår forskellen mellem pensionsindbetalinger og -udbetalinger er situationen den, at pensionssektoren stadig er inde i en opbygningsfase. Pensionsindbetalingerne fra de erhvervsaktive er større end udbetalingerne til de allerede pensionerede.

Som illustration kan nævnes, at ATP (som ultimo 1996 havde en bogført formue på 144 mia.kr. og således havde en ikke uvæsentlig del af den samlede pensionsformue) i 1996 havde medlemsindbetalinger, der var 2,7 mia.kr. større end udbetalingerne.

Tabel 2.6 Nettoindbetalinger til pensionsopsparing 1996, mia.kr.

	Indbetalinger	Udbetalinger	Netto
Livsforsikringselskaber	30,8	20,4	10,4
Tværgående pensionskasser	6,9	3,9	3,0
ATP	5,2	2,5	2,7
LD	1,0	-1,0	
Firmapensionskasser	0,4	1,5	-1,1
Pengeinstitutter ¹⁾			<u>5,0</u>
I alt			<u>19,0</u>

¹⁾Skøn

Kilde: Finanstilsynets beretninger

³Den markedsmæssige merværdi i forhold til de bogførte værdier fordelte sig ultimo 1996 således: ATP 25 mia.kr., LD 6,6 mia.kr., tværgående pensionskasser 17,5 mia.kr., livsforsikringselskaber 22,8 mia.kr. og firmapensionskasser 3 mia.kr. Da en mindre del af denne merværdi vedrører obligationer, skal der modregnes en fremtidig realrentebetaling, således at den reelle merværdi er godt 60 mia.kr.

Ifølge opgørelser beregnet på grundlag af Finanstilsynets opgørelser suppleret med et usikkert skøn over pensionsopsparingen i pengeinstitutter var nettoindbetalingerne til pensionsopsparing i 1996 ca. 19 mia.kr., jf. tabel 2.6.

En opgørelse af den reale forrentning af den investerede kapital må tage udgangspunkt i et skøn over den typiske reale forrentning af pensionsopsparing efter realrenteafgift. Herved ses bort fra udsving som følge af tilfældige prisforskydninger på f.eks. aktier, ejendomme m.v.

Et forsigtigt skøn er en årlig real forrentning efter realrenteafgift på 4 pct. af markedsværdien. Loven tilstræber som bekendt 3,5 pct. efter realrenteafgift, men dels er en del af afkastet fritaget som følge af friholdelsesprocenten, dels må investeringer i risikobehæftede aktiver som aktier og ejendomme tendere mod at give et højere reelt afkast.

Totalt set fås en real opsparing i pensionssektoren på ca. 55 mia.kr. i 1996 eller ca. 7 pct. real vækst p.a. For 1997 skønnes opsparingen i pensionssektoren at være vokset til ca. 60 mia.kr.

2.4 Opsparingsniveau og opsparingsstruktur

Der foregår i disse år en omlægning af hele pensionssystemet fra et overvejende pay-as-you-go system (hvor de til enhver tid værende skatteydere over skatten betaler pensionerne til de på samme tid værende pensionister) til et system, der også indeholder et betydeligt fundet præmiereservesystem (idet det dog bemærkes, at ATP ikke er et rent præmiereservesystem). Samfundet som helhed er ca. halvvejs i denne omlægningsproces.

Det væsentligste formål med at gå over til et fundet præmiereservesystem er at forøge den samlede opsparing, således at samfundet får bedre råd til de fremtidige pensioner og får råd til bedre fremtidige pensioner.

Tabel 2.7 Nettoopsparing udover pensionsopsparing, mia.kr.

	Netto-opsparing	Pensions- ¹⁾ sektorens-opsparing	Nettoopsparing ekskl. pensionssektorens opsparing ²⁾
1994	32	48	-16
1995	57	51	6
1996	69	55	14

¹⁾ Skøn

²⁾ Da pensionssektorens opsparing er beregnet som et „normalniveau“, medens nettoopsparingen er udtryk for årets nettoopsparing, er det klart, at forskellen mellem de to tal kun kan bedømmes over en årrække.

Kilde: Egne beregninger

I 1995 og 1996 oversteg den samlede nettoopsparing opsparingen til pensionsformål, jf. tabel 2.7. Dette har ikke været tilfældet i starten af 1990'erne.

Den private opsparing ud over pensionsopsparing er meget begrænset og har - igen bortset fra 1995 og 1996 - været faldende⁴. Men selv i 1995 og 1996 er den på et lavere niveau end sidst i 1980'erne. Det skyldes formentligt først og fremmest skattereglerne, som stiller almindelig opsparing ringe sammenlignet med f.eks. pensionsopsparing.

„Renser“ man for konjunkturudsving og ser på de store linier, synes konklusionen at være, at den samlede nettoopsparing er på et niveau omkring 5 pct. af nationalproduktet, og at den stigende pensionsopsparing i det store og hele bevirker et tilsvarende fald i anden opsparring, således at den samlede opsparring er upåvirket⁵.

Tabel 2.8 Nettoopsparing, procent af BNP

	BNP	Netto-opsparing	Opsparingskvote
1988	748	28	3.7
1989	789	31	3.9
1990	825	42	5.0
1991	858	35	4.0
1992	888	38	4.2
1993	906	36	3.9
1994	961	32	3.3
1995	1.011	57	5.6
1996	1.065	69	6.4

Kilde: Danmarks Statistik

Denne forholdsvis beskedne nettoopsparing kan stilles overfor, hvad der kan betragtes som en „rimelig udvikling“. Et groft skøn er, at den samlede værdi af Danmarks kapitalapparat er af størrelsesordenen 3 gange bruttonationalproduktet. Hvis der antages at være et fast forhold mellem kapitalapparat og BNP på langt sigt, og den årlige vækst i nati-

⁴Der skal i denne sammenholdelse af den private opsparring og pensionsopsparingen tages højde for, at ATP i den officielle nationalregnskabsstatistik regnes som en del af den offentlige sektor. ATP-opsparingen i 1996 er efter de her anvendte metoder godt 7 mia.kr., nemlig nettoindbetalinger på 2,7 mia.kr. og et „normaliseret“ realafkast på ca. 5,3 mia.kr.

⁵Ændringer i nationalregnskabsstatistikken har medført en niveauforhøjelse af nettoopsparingen svarende til 2,7 pct. af bruttonationalproduktet, hvoraf en væsentlig del kan henføres til definitoriske ændringer af investeringsbegrebet.

onalproduktet sættes til 2,5 pct., skal den årlige nettoopsparing være omkring 7,5 pct. af BNP, svarende til ca. 75 mia.kr. Set i lyset af den aktuelle befolknings sammensætning og udsigten til en markant stigning i ældreandelen i de kommende årtier burde opsparingen i Danmark være specielt høj i disse år. Det fremgår imidlertid af tabel 2.8, at nettoopsparingen kun har været ca. 5 pct. af BNP i de seneste år.

Specielt synes det betænkeligt, at den private opsparing ud over pensionsopsparing tilsyneladende bliver „klemmt“⁶. Denne opsparing har en væsentlig og selvstændig betydning for den økonomiske velfærd og den økonomiske udvikling. Pensionsformuen er jo ikke disponibel for borgerne. En væsentlig del af landets samlede realaktiver ejes mest hensigtsmæssigt af den private sektor, enten direkte eller også indirekte gennem aktieselskaber. Det er hverken muligt eller hensigtsmæssigt med en situation, hvor den private sektor ikke har en væsentlig nettoformue ud over pensionsformuen. Alene ejerskab til ejerboligerne kræver en betydelig privat nettoformue, da 100 pct. gældsfinansiering ikke er relevant. Dertil kommer alle mindre og mellemstore virksomheder, hvor institutionelt ejerskab vil være uhensigtsmæssig. Iværksættere starter heller ikke med at være store.

Også set i historisk perspektiv er opsparings- og investeringsniveauet lavt. Det kan eksempelvis illustreres med investeringstal, jf. tabel 2.9.

Tabel 2.9 Bruttoinvesteringer, procent af BNP

	Investeringskvote
1970-74	26
1975-79	22
1980-84	17
1985-89	19
1990-95	16

Kilde: Danmarks Statistik

Tabel 2.9 er baseret på den gamle nationalregnskabsstatistik, da de nye tal ikke kan føres så langt tilbage. Men det overordnede billede er formentlig det samme uafhængigt af, om der anvendes nye eller gamle nationalregnskabstal.

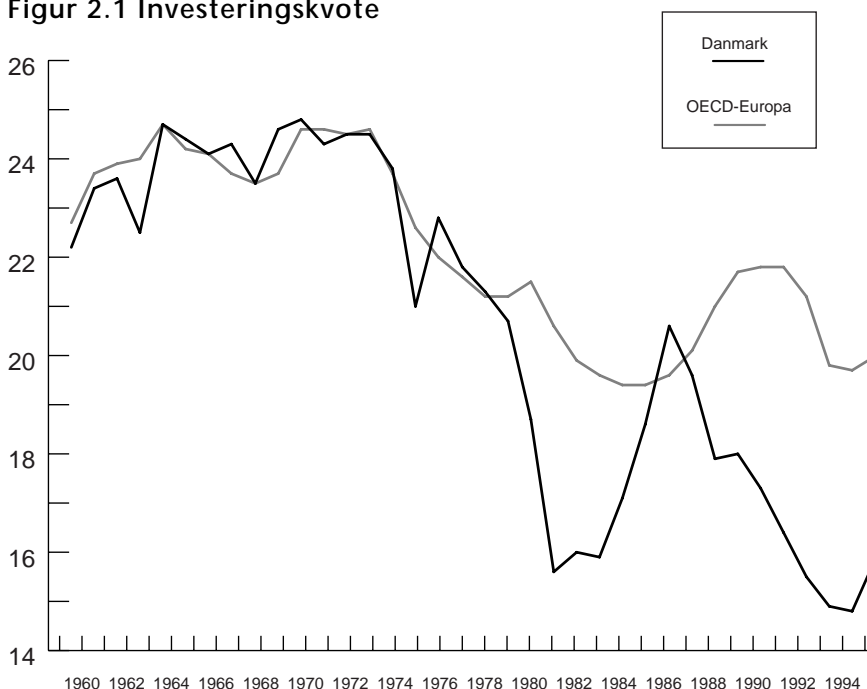
⁶Det skal i den forbindelse erindres, at de officielle tal overvurderer den private opsparing med ca. 7 mia.kr., således at den private opsparing ud over pensionsopsparing er endnu mere klemmt, end hvad de officielle tal angiver. Dette modsvarer dog rundt regnet af, at ATP-opsparing i den officielle statistik indregnes som offentlig opsparing.

Investeringskvoten har i store træk været faldende siden midten af 1970'erne. Faldet i investeringerne har været en af de væsentligste årsager til betalingsbalanceoverskuddene i 1990'erne⁷.

I figur 2.1 sammenlignes det danske investeringsniveau med udlandets. Figuren er baseret på de gamle nationalregnskabsstal, da „udlandet“ endnu ikke er gået over til den nye nationalregnskabsstatistik⁸.

Her ser det overordnede billede ikke bedre ud.

Figur 2.1 Investeringskvote



Kilde: Det økonomiske Råd

2.5 Nogle summariske betragtninger om det lange sigt

Ejerstrukturen i dansk erhvervsliv er under kraftig ændring. Det institutionelle ejerskab har større betydning end tidligere. Pensionsopsparing i øvrigt har en voksende betydning, og specielt udenlandsk ejerskab har i de senere år spillet en stigende rolle, mens fondseje, der traditionelt har haft stor betydning, spiller en aftagende rolle i ekspan-

⁷Jf. Dansk Økonomi, efterår 1996

⁸Som tidligere nævnt er det sandsynligt, at ændringerne i de udenlandske tal vil være i samme retning som ændringerne i de danske tal, eftersom halvdelen af forbedringen i de danske opsparings- og investeringstal skyldes definatoriske ændringer. I det omfang, det er tilfældet, sker der ingen forbedring af situationen relativt til udlandet.

derende virksomheder. Endelig spiller almindelige private aktionærer også en aftagende rolle i erhvervslivets ejerstruktur.

Der er adskillige årsager til disse udviklingstendenser. Heraf er nogle udtryk for et politisk valg; det gælder først og fremmest den måde, skattesystemet er indrettet på og den måde, der er valgt ved udbygning af pensionssystemet.

I de sidste 30 år er der sket en meget kraftig vækst i formuerne til pensionsformål både absolut og i forhold til nationalformuen, jf. tabel 2.10. På trods heraf er det dog stadig kun en mindre del af befolkningen, der har en tilfredsstillende pensionsdækning fra sådan opsparing. Det er velkendt, at der både i Folketinget og blandt arbejdsmarkedets parter er ønske om en kraftig udbygning af obligatoriske arbejdsmarkedspensionsordninger.

Tabel 2.10 Pensionsformue, ultimo året i procent af BNP

1965	17
1970	21
1975	24
1980	37
1985	54
1988	57
1992	69
1994	76
1995	78
1996	82
1997 ¹⁾	86
1998 ¹⁾	90

¹⁾ Skøn

Kilde: Egne beregninger

Tabellen viser udviklingen i pensionsformuerne (inkl. ATP, LD, formuer i livsforsikringselskaber, pensionskasser samt pensionsmidler i pengeinstitutter). Tallene er grove og baseret på bogførte værdier. Som bekendt er formueopgørelser i pensionssektoren ret upålidelige som følge af forskelle i bogføringsprincipper. Blandt andet derfor er der undladt den sædvanlige angivelse af decimaler. Det ses imidlertid, at der er tale om en meget klar udviklingstendens, som i øvrigt er meget lidt følsom over for datakorrektioner.

I det følgende gives et meget summarisk overslag over, hvor stor formuen skulle være i samtlige „pensionsmiddelbevaringssteder“, dvs.

inkl. ATP, LD, pensionskasser, forsikringsselskaber, samt pengeinstitutternes kapitalpensions- og ratepensionskonti, hvis det nuværende pensionssystem var fuldt udbygget for alle erhvervsaktive.

Det antages, at ordningen skal omfatte 2,5 mio. erhvervsaktive på fuldtidsbasis (selvstændige og arbejdsløse skal også med), at de i gennemsnit har en løn på 200.000 kr. om året, og at de er medlemmer fra de er 25 år til de er 65 år. Endvidere antages det, at der er 1 mio. pensionister. Endelig forudsættes det, at realrenten svarer til vækstraten.

Som et illustrerende eksempel anvendes i det følgende et groft skøn under forudsætning af en pensionsindbetaling på 10 pct. af lønnen: 2,5 mio. indbetaler i gennemsnit 20.000 kr. i 20 år (i gennemsnit er der indbetalt i halvdelen af de 40 år): I alt 1000 mia.kr. Hertil skal så lægges midlerne for 1 mio. pensionister, hvilket giver 400 mia.kr. Ifølge denne „konvolutberegning“ burde pensionsformuen nå op på 1.400 mia.kr.

Dette tal er helt klart en undergrænse. Regnes der i stedet med en gennemsnitsløn på 250.000 kr., hvilket måske nok er mere realistisk, vil pensionsformuen blive 350 mia.kr. større. Hvis der bevares skattebegünstiget pensionsopsparing, vil en del desuden vælge frivilligt at opsø mere. En pensionsopsparing på 10 pct. af lønnen er muligvis også i underkanten. Dvs. det er et rimeligt skøn, at en fuldt udbygget arbejdsmarkedsfinansieret obligatorisk pensionsordning for hele befolkningen ville medføre en pensionsformue på ca. *2.000 mia.kr.*, eller ca. to gange den nuværende pensionsformue.

Sagt på en anden måde: Når pensionssystemet er udbygget til at omfatte hele befolkningen, så vil formuerne i disse ordninger komme op på at udgøre henved det dobbelte af bruttonationalproduktet.

Tallet er som nævnt et meget groft overslag. Ændrede forudsætninger om samfundets vækst, realrente og pensionsalder kan rykke tallene. Men det er fuldt så sandsynligt, at tallet rykkes i opadgående retning. Fremadrettet kan der være grund til at betænke, at en forøget levealder ikke nødvendigvis vil blive fulgt af en højere pensionsalder. Der er måske snarere grund til at tro, at den stadigt hurtigere tekniske udvikling fremmer en tendens i retning af tidligere pensionering. Det øger pensionsformuebehovet.

2.6 Nationalformuen: Hvem skal eje den?

Et fuldt gennemført obligatorisk arbejdsmarkedspensionssystem vil resultere i en pensionsformue, der set i forhold til landets økonomi (BNP og nationalformue) vil blive næsten fordoblet.⁹ Med en så stor ændring i sektorens størrelse bliver det relevant at overveje:

- 1) Hvorledes vil ejerskabet til landets nationalformue blive fordelt på „ejere“, rent beløbsmæssigt?
- 2) Hvem skal eje hvilke aktiver?

Lad os i det følgende som et eksempel anvende et *groft skøn* over landets nationalformue ekskl. humankapital ultimo 1996 på *3.500 mia.kr.*¹⁰ Da der ikke foreligger nogen god formuestatistik, kan dette tal kun skønnes med meget stor usikkerhed. Det skal så korrigeres for størrelsen af udlandsgælden, der ultimo 1996 var ca. 260 mia.kr. Hvordan er ejerskabet til denne nationalformue fordelt? Et summarisk overslag giver os:

Total nationalformue (ekskl. udland)	3500 mia.kr.
Udlandsgæld	260 mia.kr.
Netto indenlandsformue	3240 mia.kr.

Stat og kommune:

Fast ejendom	180 mia.kr.	
Nettogæld	<u>580 mia.kr.</u>	
Nettoformue	-400 mia.kr.	-400 mia.kr.
Pensionssektor		940 mia.kr.
Privatpersoner og fonde, ekskl.		
Pensionsmidler (residualt beregnet)		2700 mia.kr.

⁹ Det er ikke noget argument mod beregningerne, at større pensionsformue vil give større opsparing og større vækst. For væksten giver større BNP, der i sig selv øger kravet til pensionsformuer.

¹⁰ For en nærmere redegørelse for forudsætningerne, der er lagt til grund for beregningen af dette tal, se Michael Møller og Niels Chr. Nielsen (1993). Den seneste statistik for vurderinger af fast ejendom er pr. 1/1 1996, hvor den samlede vurderingsværdi for fast ejendom i Danmark var ca. 2370 mia.kr., hvoraf godt 450 mia.kr. var grundværdi. Statens og kommunernes nettoformue er ligeledes skønnet ultimo 1996.

Hvis „pensionskasseformuen“ forøges (over en årrække) fra de nuværende ca. 1.000 mia.kr. til 2.000 mia.kr., må det forventes at ville medføre en væsentlig ændring i ejerstrukturen i dansk erhvervsliv. Det kan i den forbindelse nævnes, at kursværdien af samtlige børsnoterede danske aktier medio 1998 er ca. 800 mia.kr. og ultimo 1996 var ca. 500 mia.kr. En del af „pensionsformuen“ kan investeres i udlandet, men det må ved uændret gældsætning af det danske samfund til udlandet indebære, at udenlandske investorer investerer et tilsvarende beløb i Danmark. Skal den danske gældsætning til udlandet reduceres og ændres til et tilgodehavende, stiller det meget store krav til den økonomiske politik.

Det følger af tallene, at hvis pensionsopsparingen skal forøges til 2.000 mia.kr., og de politiske ambitioner om at reducere statsgælden væsentligt også skal opfyldes, vil den private sektors formuestatus (ekskl. pensionsopsparing) blive meget klemmt. Det virker urealistisk at forvente, at den samlede nationalformue vil vokse tilsvarende.

Et stort fald i den private sektors „frie opsparing“ vil imidlertid næppe være samfundsøkonomisk hensigtsmæssigt. Hvis man samtidig fortsat ønsker at forbedre den offentlige sektors opsparing, stiller det derfor meget store krav til vilkårene for privat opsparing.

Det bør i øvrigt indgå i overvejelserne om en hensigtsmæssig størrelse af statsgælden, at en stor del af pensionsformuerne er en udskudt skat og derfor i realiteten et offentligt aktiv. Af samme grund er det noget problematisk, når der i Maastricht-kriterierne lægges så stor vægt på det formelle statsunderskud og den formelle statsgæld, uden at der tages hensyn til, at pensionssystemerne er vidt forskelligt udformede i forskellige lande. Behovet for balance på de offentlige regnskaber er væsentligt mindre i lande som England, Holland og Danmark, hvor pensionsforpligtelserne helt eller delvist tilgodeses med et udbygget præmiereservesystem baseret på en stor ubeskattet opsparing, idet halvdelen af denne ubeskattede opsparing i realiteten tilhører den offentlige sektor i form af udskudte skattebetalinger.

Den beskrevne udvikling, hvor pensionsformuer får en øget relativ betydning, er ikke et isoleret dansk fænomen, så mens øget internationalisering teoretisk kan gøre, at de stigende danske pensionsformuer først og fremmest bliver investeret i udenlandske aktier, vil udviklingen under alle omstændigheder medføre, at de institutionelle investorer, de være sig danske eller udenlandske, får en øget ejerandel i erhvervslivet.

Ved øget institutionelt ejerskab er det afgørende, hvordan de institutionelle investorer investerer, når de investerer i aktier. Det er velkendt, at institutionelle investorer først og fremmest investerer i børsnoterede virksomheder.

2.7 Det institutionelle ejerskab

De institutionelle investorer ejer en betydelig andel af den børsnoterede aktiekapital. I tabel 2.11 er det institutionelle ejerskab illustreret med nogle eksempler. Første søjle angiver, hvor stor en andel af det pågældende selskabs aktiekapital, der er ejet af livsforsikringselskaber og pensionskasser. Anden søjle angiver, hvor stor en andel af aktiekapitalen der er ejet af ATP og LD. Tredje søjle angiver, hvor stor aktiekapitalandel der er ejet af banker og investeringsforeninger. Endelig angiver de sidste to søjler, hvor stor en andel af aktiekapitalen de danske institutionelle investorer tilsammen ejede i henholdsvis 1996 og 1995.

Sådanne tal skal naturligvis fortolkes med al mulig varsomhed. Ejerandelene påvirkes blandt andet af, at en stor del af aktiekapitalen kan have en „fast ejer“, hvorved den „frie kapital“ er tilsvarende reduceret.

Tabel 2.11 Ejerandel i pct. af aktiekapital, ultimo 1996

Selskab	Livsfors. og pens.kasse	ATP og LD	Banker og invest- foreninger	I alt 1996	I alt 1995
Den Danske Bank	16,4	10,2	3,6	30,2	31,4
Jyske Bank	18,7	12,2	8,9	39,7	39,1
Unibank	8,8	9,0	3,5	21,3	20,6
Topdanmark	8,2	9,9	6,1	24,3	28,4
Sophus Berendsen	44,8	16,2	11,8	72,8	57,2
Carlsberg	22,0	16,4	4,9	43,3	33,6
Danisco	56,5	21,6	7,4	85,5	64,1
Novo-Nordisk	21,2	15,7	6,0	42,9	34,6
Radiometer	25,3	23,9	7,7	56,9	49,9
FLS Industries	11,3	12,2	4,7	28,2	28,3
Superfos	38,0	22,5	12,6	73,1	72,2
Brøndby IF	0,0	0,0	0,8	0,8	1,6
D/S Torm	47,6	16,6	13,0	77,2	76,5
B&O	47,9	20,7	1,5	70,1	60,5
Chr. Hansen Hold.	25,8	27,7	6,4	59,9	64,1
Icopal	37,2	23,0	6,0	66,2	68,1
F. Junckers Ind.	52,1	26,3	5,1	83,5	86,3
Micro Matic Hold.	33,0	17,1	13,1	63,2	73,8

Således ejer den oprindelige SDS-fond en betydelig del af Unibank, ligesom det er velkendt, at der eksempelvis er et fast fondsejerskab af en væsentlig del af aktiekapitalen i såvel Carlsberg som Novo Nordisk.

Det danske institutionelle ejerskab i danske virksomheder har i de senere år ikke udvist nogen udtalt stigende tendens. Det skyldes, at danske institutionelle investorer investeringer i udenlandske aktier er kraftigt stigende. Til gengæld er udenlandske investorer investeringer i danske aktier også stærkt stigende. Den „hjemlands-bias“, der klart kan observeres for aktieinvestorer i alle lande, er derfor reduceret noget. Men den er stadig meget stor.

2.8 Afslutning

Alt i alt kan der, når man ser på tallene for 1990'erne som helhed, være grund til at være betænkelig ved

Det lave opsparingsniveau

Det lave investeringsniveau

At øgede investeringer i Danmark normalt ikke ledsages af øget opsparing, men af ringere betalingsbalance, således at det samlede opsparingsniveau er uændret.

At den store og stigende opsparing ved overgangen til et fundet præmiereservesystem ikke medfører en tilsvarende stigning i den samlede opsparing.

At den private opsparing ud over pensionsopsparing bliver meget klemmt - og mere og mere klemmt - dels af den hårdere beskatning sammenlignet med institutionel opsparing, dels af bestræbelserne på at frembringe overskud på de offentlige budgetter. I den sammenhæng er det væsentligt at være opmærksom på, at væksten i pensionssektorens samlede formue vil være meget stor i de kommende år, og at det vil være ret uafhængigt af skatteændringer, konjunkturer m.v.

Der er god grund til at *tilstræbe*, at den private sektor har en betydelig nettoformue. Besiddelse af ejerbolig forudsætter en vis egenkapital. Egenkapital er også en forudsætning for, at den private sektor kan star-

¹¹Dette ville sandsynligvis kræve væsentlige ændringer i incitamentstrukturen for opsparing, først og fremmest i kapitalafkastbeskatningsreglerne.

te og drive virksomheder. Der er gode grunde (incitamenter, overvågningsomkostninger m.v.) til, at pensionskasser ikke egner sig særlig godt som aktionærer i mindre selskaber.

Ét tænkeligt fremtidigt scenarium er selvfølgelig, at den private sektors nettoopsparing vil øges, fordi folk tilstræber en vis fri nettoformue¹¹. Under dette scenarium vil den samlede opsparing gå kraftigt i vejret i de kommende år. Dvs. enten kan vi fastholde betalingsbalanceoverskuddet, selvom investeringsniveauet stiger kraftigt, eller også bibeholdes investeringsniveauet, men betalingsbalanceoverskuddet vokser kraftigt.

Et andet scenarium - måske nok et mere sandsynligt - er, at staten på lidt længere sigt opgiver målsætningen om helt at få afviklet statsgælden og accepterer, at med store udskudte skatter i form af ubeskattede pensionsformer, så er et underskud på statsbudgettet ikke så stort et problem.

Der er næppe en enkel endelig sandhed vedrørende disse problemstillinger. Det forekommer dog hensigtsmæssigt, om de officielle prognoser over udvikling i investeringer, betalingsbalance, statsbudget m.v. blev udvidet til også at belyse, hvilke konsekvenser prognoserne vil have for udviklingen i dels den samlede nationalformue, dels enkeltsektorenes ejerformue, og at man herunder søger at belyse formueudviklingen for den private sektor, ekskl. pensionssektoren.

¹¹ Dette ville sandsynligvis kræve væsentlige ændringer i incitamentstrukturen for opsparing, først og fremmest i kapitalafkastbeskatningsreglerne.

3. Aldring og de offentlige finanser

I dette kapitel vurderes omfanget af det demografisk betingede pres på de offentlige udgifter. Som baggrund for en diskussion af, hvordan demografiske forandringer påvirker de offentlige finanser på længere sigt, kan det være nyttigt med et kort historisk tilbageblik. Kapitlet indledes derfor med at se lidt nærmere på nogle af de mest markante træk ved udviklingen i de samlede offentlige udgifter og indtægter siden 1960, herunder udviklingen i overførselsindkomsterne og gældsopbygningen. I afsnit 3.2 vises på baggrund af en befolkningsprognose og beregninger af per capita-udgifterne til de ældre, hvordan de samlede ældreudgifter kan forventes at udvikle sig i årene fremover. Dernæst præsenteres i afsnit 3.3 nogle indikatorer for finanspolitikens langsigtede stilling, herunder en analyse af finanspolitikens holdbarhed og dennes robusthed over for alternative forudsætninger. Der afrundes i afsnit 3.4 med en opsummering af resultaterne.

3.1 Udviklingen i de offentlige finanser siden 1960

Danmark har en stor offentlig sektor. Siden 1960 er de samlede offentlige udgifter som andel af BNP steget fra ca. 25 pct. til ca. 62 pct. i 1995, se tabel 3.1. Især udgifterne til indkomstoverførsler er vokset, idet de er blevet næsten firedoblet. Derimod har udviklingen i det offentlige forbrug holdt nogenlunde trit med udviklingen i BNP, i hvert fald fra midten af 1970'erne. De offentlige investeringer har i de senere år endog udvist en faldende andel af BNP. Som følge af væksten i den offentlige gæld udgør nu også renteudgifterne en betydelig andel af BNP.

Tabel 3.1: Udviklingen i de offentlige udgifter i pct. af BNP, 1960 - 1995.

	1960	1965	1970	1975	1980	1985	1990	1995 ¹⁾
Samlede udgifter	24,8	30,0	39,5	48,6	56,9	59,9	59,3	62,5
- Offentligt forbrug	13,5	16,4	20,0	24,6	26,7	25,3	25,3	25,2
- Indkomstoverførsler	7,1	8,8	13,5	19,1	22,9	22,5	24,7	28,6
- Off. investeringer	2,7	3,6	4,7	3,8	3,4	2,3	2,0	2,0
- Renteudgifter	1,4	1,2	1,3	1,2	3,9	9,9	7,3	6,7

¹⁾ Foreløbige tal

Kilde: Adambank (april 1997), Statistisk Årbog (1962, 1968, 1972), Finansministeriet

Væksten i den offentlige sektor kan også aflæses på indtægtssiden af det offentlige budget. Mens en del indtægter stammer fra brugerbetaling af forskellig art, inddrages langt størstedelen i form af skatter. Det samlede skattetryk i Danmark er noget højere end gennemsnittet for EU-landene. Skattetrykket i Danmark var således 51,3 pct. af BNP i 1995, mens gennemsnittet for EU lå på 41,8 pct.¹² Det er dog værd at bemærke, at i Danmark er bruttolicering slået stærkere igennem end i de fleste andre lande, ligesom indkomstoverførsler i visse andre lande gives indirekte i form af skattefradrag. Sådanne forskelle besværliggør naturligvis internationale sammenligninger af skattetrykket. Beregninger foretaget af Finansministeriet viser, at forskellen mellem skattetrykket i Danmark og Tyskland er ca. 5 pct.-points mindre, end de direkte sammenligninger antyder. Også andre nyere undersøgelser¹³ viser, at de reelle forskelle i beskatningen af såvel arbejds- som kapitalindkomst er mindre, end den offentlige debat undertiden giver indtryk af. Det er dog hævet over enhver tvivl, at Danmark har et højt skattetryk.

Efter en længere årrække med store underskud på de offentlige finanser har den økonomiske vækst ikke kunnet forhindre en betydelig vækst i gældskvoten. Den præcise størrelse af den offentlige gæld afhænger naturligvis af, hvordan den bliver defineret. Den såkaldte ØMU-gæld, der er opgjort i henhold til EU's definition og Eurostats fortolkning af det europæiske nationalregnskabssystem, udgjorde i 1997 ca. 68 pct. af BNP. Hvis der imidlertid foretages fradrag for Den Sociale Pensionsfonds (DSP) beholdning af ikke-statsobligationer og for statens indestående i Nationalbanken, ligger den offentlige gældskvotepå i dag reelt under ØMU-kravet på 60 pct.

Som nævnt hænger stigningen i de offentlige udgifter især sammen med stigningen i overførselsindkomsterne. Siden 1960 er der sket en meget stor stigning i antallet af personer i de erhvervsaktive aldersklasser, som modtager offentlige overførselsindkomster, nemlig fra 184.000 til 908.000 personer, jf. tabel 3.2. Heraf udgør modtagere af arbejdsløshedsdagpenge ca. 20 pct., så væksten må især tilskrives det konstaterede fald i tilbagetrækningsalderen samt udstødningen fra arbejdsmarkedet. Mens der i 1960 hverken var efterløn eller overgangsydelse, var der i 1997 ca. 180.000 modtagere af disse offentlige indkomstoverførsler, ligesom der var ca. 260.000 flere modtagere af kontanthjælp og førtidspension i 1997 end i 1960.

¹² Revenue Statistics 1965-1996, OECD 1997

¹³ D. Dreyer Lassen og S.B. Nielsen, Nationaløkonomisk Tidsskrift 1996, Bind 134, nr. 3.

Tabel 3.2: Udviklingen i befolkningen (15-66 år), beskæftigelsen og modtagere af indkomstoverførsler, 1960 - 97

	1960	1970	1975	1980	1990	1995	1997
Tusinde personer i alderen 15 - 66							
A. Befolkning af 15-66 årige	2.968	3.232	3.329	3.427	3.596	3.682	3.721
B. Beskæftigelse	2.137	2.341	2.338	2.442	2.564	2.521	2.603
C. Modtagere af offentlig							
indkomstoverførsel	184	307	496	634	784	961	908
D. Ikke-modtagere (A - B - C)	647	584	495	351	248	200	210
Pct. af personer i alderen 15 - 66							
E. Beskæftigelsesgrad (B / A * 100)	72,0	72,4	70,2	71,3	71,3	68,5	70,0
F. Modtager ratio (C / A * 100)	6,2	9,5	14,9	18,6	21,8	26,1	24,4
G. Ikke-modtager ratio (D / A * 100)	21,8	18,1	14,9	10,2	6,9	5,4	5,6

Kilde: Finansministeriet (1997), egne beregninger.

Det store pres på de offentlige udgifter til indkomstoverførsler kan bl.a. have medvirket til, at der er blevet holdt igen med udgifter til generelle serviceydelser og udbygning af infrastrukturen. På sigt kan dette i sig selv medvirke til et skabe et legitimitetsproblem for velfærdsstaten i den forstand, at velfungerende personer i de erhvervsaktive aldersklasser vil udvise stigende modstand mod at betale skatter, som går til at finansiere udgifter, som de ikke selv føler at have stor nytte af. Derudover kan dette potentielle legitimitetsproblem formentlig blive forværret af udsigten til demografisk betingede udgiftsstigninger til indkomstoverførsler og andre udgifter til de ældre.

Når der forventes stigende ældreudgifter i fremtiden, har det følgende baggrund: Mens man i 1960 kunne forvente, at en dansk kvinde gennem et livsforløb ville sætte 2,6 børn i verden, må man i dag regne med, at der fødes ca. 1 barn mindre pr. kvinde. Endvidere kan ældre mennesker i dag forvente at leve længere, end de kunne tidligere. Alt andet lige medfører dette en gradvis aldring af befolkningen. Således forventes antallet af personer over 65 år (de ældre) i forhold til antallet af personer mellem 20 og 64 år (de erhvervsaktive) at stige med ca. 30 pct. indtil år 2030. Det er dog interessant, at denne stigning først bliver mærkbar efter år 2005. Disse tendenser kan naturligvis blive modvirket, hvis der er en nettoindvandring til Danmark, og hvis denne overvejende består af yngre mennesker.

Som bekendt lægger de ældre beslag på en række offentlige serviceydelser og indkomstoverførsler. Derfor kan de demografiske forskydninger få stor betydning for de samlede offentlige udgifter og dermed

for skattetrykket og udviklingen i den offentlige gæld. Eftersom de ældre - af naturlige grunde - stort set ikke bidrager til samfundets produktion, vil det især påhvile de erhvervsaktive at finansiere ældreudgifterne.

Der kan således konstateres to betydelige pres på de offentlige overførselsindkomster. For det første har der over en lang periode været tale om en stor vækst i de offentlige indkomstoverførsler, som især har haft modsvar i overførsler *inden for* den erhvervsaktive aldersgruppe. For det andet er der udsigt til et betydeligt pres på de offentlige ældreudgifter i fremtiden, og derfor kan der blive tale om en markant omfordeling af ressourcer *mellem* de unge og ældre generationer. Begge forhold synes at rumme dels en risiko for, at det ikke vil være muligt inden for rammerne af et „rimeligt“ skattetryk at holde de offentlige udgifter under kontrol, dels en risiko for velfærdsstatens legitimitet.

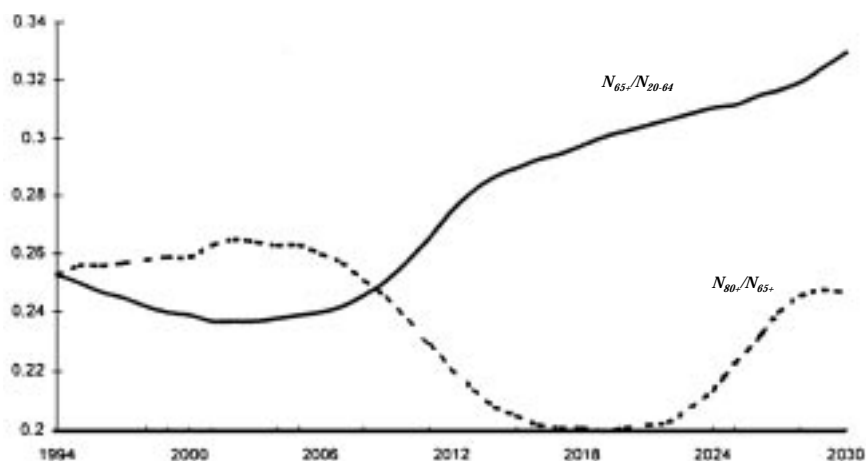
3.2 Demografi og ældreudgifter

Formålet med dette afsnit er at give et indtryk af, hvordan aldringsprocessen under forskellige forudsætninger påvirker de offentlige ældreudgifter¹⁴. Det antages, at ældreområdet har sit eget budget, og at dette balancerer fra periode til periode („pay-as-you-go“), dvs. at de erhvervsaktive pålægges skatter, som netop svarer til de samlede udgifter knyttet til de ældres forsørgelse. De vigtige størrelser i dette „regnskab“ er antallet af ældre, per capita- (eller enheds-)udgifterne til henholdsvis ældre-service (hjemmehjælp, medicin m.v.) og indkomstoverførsler (pension m.v.) til de ældre, antallet af erhvervsaktive, disses gennemsnitlige før-skat indkomst og endelig det skattetryk, der skal til for at sikre et balanceret ældrebudget. Beregning af sidstnævnte kræver en befolkningsprognose og antagelser om, hvordan enhedsudgifterne udvikler sig i fremtiden.

Det er især relevant at se på udviklingen i den ældre forsørgerbyrde, dvs. antallet af ældre i forhold til antallet af erhvervsaktive, jf. figur 3.1. Eftersom per capita-udgifterne til de ældre er aldersafhængige (jo ældre en gammel er, jo dyrere er han/hun for det offentlige), vil det endvidere være relevant at se, om der over den betragtede periode sker forskydninger *inden for* ældregruppen. Hvis der f.eks. bliver relativt flere af de *meget* gamle, vil dette medføre et ekstra pres på de offentlige udgifter. For at kunne inddrage dette aspekt er i figur 3.1 også vist udviklingen i antallet af meget gamle i forhold til det samlede antal gamle.

¹⁴ Der er således tale om en udgiftsanalyse, hvorfor der ikke herfra kan sluttes direkte til påvirkningen af de samlede offentlige finanser, som f.eks. ville inddrage beskatningen af de fremtidige pensionsudbetalinger.

Figur 3.1 Demografiske Forskydninger 1994-2030



Kilde: Egne beregninger

Anm: N_{65+}/N_{20-64} angiver, hvor stor en andel befolkningen over 65 år udgør af befolkningen i den erhvervsaktive alder (20-64 år)

N_{80+}/N_{65+} angiver, hvor stor en andel af de over 65 årige der er meget gamle (over 80 år)

Som udgangspunkt sættes grænsen mellem børn/unge og erhvervsaktive ved 20 år, mellem erhvervsaktive og gamle ved 65 år og mellem gamle og meget gamle ved 80 år. Disse afgrænsninger bruges som regel ved internationale sammenligninger. Hensigten er naturligvis, at de skal afspejle økonomisk relevante kriterier, idet 20 år og 65 år tilsigter at afspejle de aldre, hvor man henholdsvis træder ind på og forlader arbejdsmarkedet, ligesom 80 år ideelt skal angive den alder, hvor de ældre bliver mere omkostningskrævende for det offentlige. Resultaternes følsomhed i forhold til andre antagelser om tilbagetrækningsalderen undersøges.

Det er karakteristisk, at udviklingen i den ældre forsørgerbyrde kan beskrives ved en „j-kurve“ faldende over de næste ca. 10 år, hvorefter den stiger kraftigt helt frem til år 2030. Isoleret set medfører dette naturligvis, at den demografiske udvikling i starten af perioden bidrager til at lette det offentlige udgiftstryk. Denne lettelse bliver dog modvirket af, at der i samme periode sker en betragtelig stigning i andelen af meget gamle. Omkring år 2010 er begge kurver vendt tilbage til niveauet fra 1995, hvorefter der følger et tiår, hvor den ældre forsørgerbyrde stiger, mens de meget gamles andel falder. I denne periode bliver stigningen i de offentlige udgifter som følge af „generel“ befolkningsaldring således afdæmpet af, at andelen af særligt dyre ældre er faldende.

de. Endelig bemærkes, at det først er fra omkring år 2020, at der er udsigt til såkaldt „double ageing“ i Danmark, dvs. en samtidig forekomst af en stigende ældre forsørgerbyrde og en stigende andel af meget gamle blandt ældrebefolkningen.

I tabel 3.3 er for udvalgte aldre vist, hvordan de samlede per capita-udgifter er fordelt på indkomstoverførsler og ældreservice. Det ses, at de offentlige udgifter til ældreservice er stærkt stigende med alderen. Omvendt er udgifterne til overførselsindkomster faldende med alderen, i hvert fald for ældre over 75 år. Dette hænger sammen med, at mange gamle, når de når en bestemt alder, flytter på plejehjem, hvorefter de ikke længere er berettigede til at modtage fuld folkepension.

Tabel 3.3: Per capita udgifter til de ældre, 1000 kr. (1993-priser)

Alder	Indkomst- overførsler	Ældre- service	Ældre- udgifter i alt
65	74,3	14,7	89,0
70	78,9	27,0	105,9
75	80,2	40,3	120,5
80	79,6	67,7	147,3
85	78,1	108,5	186,6
90	76,3	157,0	233,3
95	60,0	222,1	282,1
99+	66,6	222,1	288,7

Kilde: Socialkommissionen (1993)

De erhvervsaktives gennemsnitsindkomst og dennes udvikling over tid beregnes på en meget enkel måde. Det antages nemlig, at gennemsnitsindkomsten er givet ved forholdet mellem BNP og antallet af personer i den erhvervsdygtige aldersgruppe. Udviklingen i gennemsnitsindkomsten afhænger primært af væksten i arbejdsproduktiviteten. I nedenstående beregninger er antaget en vækst i arbejdsproduktiviteten på henholdsvis 1 pct. og 2 pct. p.a.

Indekseringen af per capita-udgifterne til de ældre er en politisk afgørelse. Her er valgt tre forskellige scenarier. Det første, som kaldes prisindeksering, indebærer, at realniveauet i basisåret (startåret) holdes konstant igennem hele perioden. Dermed kommer produktivitetstigninger især de erhvervsaktive til gode. I det andet scenario, som kaldes lønindeksering, antages per capita-udgifterne til de ældre at følge samme stigningstakt som de erhvervsaktives gennemsnitsindkomst. Endelig indebærer et tredje scenario en differentieret indeksering, hvor kun indkomstoverførslerne til de ældre følger trit med de erhvervsaktives

indkomstudvikling, mens niveauet for udgifterne til ældreservice følger en stigningstakt, der er 1 pct.-points lavere. Ifølge Socialkommissionens beregninger var realvæksten i udgifterne til ældreservice i perioden 1970-92 lidt lavere end væksten i reallønnen. Eftersom en stor del af udgifterne til ældreservice (løn m.v.) må forventes at stige i takt med den almindelige løn- og produktivitetsudvikling, kan en sådan differentieret indeksering naturligvis betyde, at kvaliteten af den offentlige ældreservice falder.

Tabel 3.4 viser udviklingen i „ældreskattetrykket“. Udgangspunktet er et „ældreskattetryk“ på 11,0 pct. i 1993. Det er i international sammenhæng bemærkelsesværdigt, at dette skattetryk i de efterfølgende 10 år vil falde, uanset hvad der antages om indekseringsregel og arbejdsproduktivitet. Hvad der sker herefter, afhænger helt af de indlagte forudsætninger. Hvis der er fuld lønindeksering, i hvilket tilfælde arbejdsproduktiviteten er uden betydning for skattetrykket, fås naturligvis det største finansieringsbehov. Ældreskattetrykket vil da stige med næsten 35 pct. svarende til 3,82 pct.-points fra 1993 til 2030. Danmark har et af de højeste skattetryk i verden, og det danske skattetryk er under stort internationalt pres. En stigning i skattetrykket på små 4 pct. vil blot forværre situationen yderligere.

Tabel 3.4: Ældreskattetrykket, 1993 - 2030.

	Lønindeksering	Prisindeksering og arbejdsproduktivitet på hhv.		Differentieret indeksering
		1 Pct.	2. Pct.	
1993	11,0	11,0	11,0	11,0
2000	10,7	10,0	9,3	10,4
2005	10,7	9,5	8,5	10,3
2010	11,4	9,7	8,2	10,8
2015	12,6	10,1	8,2	11,8
2020	13,3	10,1	7,8	12,2
2025	13,9	10,1	7,4	12,6
2030	14,8	10,3	7,1	13,2

Kilde: Egne beregninger

Det er klart, at hvis prisindeksering anvendes i forhold til begge eller blot en af de to udgiftskategorier, bliver resultaterne følsomme over for væksten i arbejdsproduktiviteten. Hvis per capita-udgifterne til såvel indkomstoverførsler som ældreservice kan holdes fast på basisårets niveau, og hvis der er en vækst i arbejdsproduktiviteten på 1 pct. p.a., vil det være muligt at holde et næsten konstant ældreskattetryk gennem

hele perioden. Udgiftsstigningerne forbundet med væksten i antallet af ældre vil da blive modvirket af væksten i de erhvervsaktives gennemsnitsindkomst. Hvis derimod arbejdsproduktiviteten vokser med 2 pct. p.a., vil det være muligt at sænke ældreskattetrykket ganske betragteligt. Endelig fremgår det af beregningerne, at differentieret indeksering kun i beskedent omfang kan begrænse stigningerne i ældreskattetrykket.

Selvom det umiddelbart synes muligt at tage brodden af de demografisk bestemte udgiftsstigninger ved ren prisindeksering, er det alligevel tvivlsomt, om det i praksis kan lade sig gøre at skævvride indkomstfordelingen på en sådan måde. Ifølge beregninger foretaget af Socialkommissionen¹⁵ steg realværdien af offentlige pensioner i perioden 1970-92 med lidt mere end reallønnen for ufaglærte arbejdere, hvorimod realvæksten i udgifterne til ældreservice i samme periode lå en anelse under væksten i reallønnen. Set i historisk perspektiv gengiver lønindeksering måske det mest realistiske billede af, hvordan de samlede offentlige udgifter til de ældre vil udvikle sig i de kommende år.

Eftersom tilbagetrækningsalderen i Danmark over en årrække har været faldende og i dag er ca. 61 år, vises også beregninger, hvor tilbagetrækningsalderen er antaget lavere end 65 år. I tabel 3.5 vises ældreskattetrykkets følsomhed over for en tidligere tilbagetrækning, nemlig for aldersintervallet 61-65 år. Beregningerne forudsætter lønindeksering af enhedsudgifterne i hvert af årene frem mod år 2030. Det fremgår, at hvis tilbagetrækningsalderen falder til 60 år, vil ældreskattetrykket være næsten 2/3 højere i år 2030 end i dag.

Tabel 3.5: Ældreskattetryk og tilbagetrækningsalder

	65	64	63	62	61	60
1995	11.0	11.5	11.9	12.3	12.6	12.9
2000	10.7	11.1	11.5	11.9	12.3	12.9
2005	10.7	11.2	11.7	12.2	12.7	13.0
2010	11.4	12.1	12.8	13.4	13.9	14.2
2015	12.6	13.2	13.8	14.3	14.8	15.1
2020	13.3	13.8	14.4	14.9	15.4	15.8
2025	13.9	14.5	15.1	15.6	16.2	16.6
2030	14.8	15.5	16.2	16.8	17.4	17.7

Kilde: Egne beregninger

Det ligger i sagens natur, at hvis der bliver færre ydere og flere nydere, må skattetrykket nødvendigvis stige. Det kan imidlertid være svært at sige noget om, hvad den faktiske, gennemsnitlige tilbagetrækningsalder vil være om 35 år. På den ene side har man overalt kunnet iagttage en tendens til tidligere tilbagetrækning, hvilket kunne tyde på, at folk ønsker at omsætte fremgangen i velstand til mere fritid i form af et længere otium. På den anden side er det givet, at stigningen i sundhedstilstanden skulle gøre det muligt for folk at fastholde tilknytningen til arbejdsmarkedet længere end tidligere.

3.3 Strategier for en holdbar finanspolitik

3.3.1 Metode

I det foregående blev der foretaget to stærkt forenklede antagelser, nemlig (1) at det offentlige budget kun omfattede udgifterne til de ældre, og (2) at der i hver periode skulle være ligevægt på det offentlige budget. I det følgende vises nogle mere realistiske beregninger, som omfatter den samlede offentlige sektor, og som bygger på en langsigtet version af den offentlige sektors budgetbegrænsning. Dybest set udtrykker denne, at set over en længere tidshorisont kan den offentlige sektor ikke afholde flere udgifter, end den får ind i skatter og andre indtægter. Derimod er der ikke noget til hinder for, at der periodevis kan være uligevægt på det offentlige budget. Der tages udgangspunkt i den offentlige sektors såkaldte intertemporale budget*identitet*, som udtrykker, at forskellen mellem gæld-til-BNP forholdet i slutåret (målt i nutidsværdi) og gæld-til-BNP forholdet i basisåret er lig med nutidsværdien af de primære budgetunderskud (ekskl. renter) i den mellemliggende periode. Denne identitet bliver dernæst til en *restriktion*, idet det antages, at slutårets gæld-til-BNP forhold ikke må overstige gæld-til-BNP forholdet i basisåret. Den offentlige sektor må altså ikke øge sin gæld-sætning ud over stigningstakten i BNP.

I det følgende illustreres tre forskellige strategier for finanspolitikken, som alle tilfredsstillende denne restriktion. Den første strategi er overordentlig simpel, idet det antages, at finanspolitikken periode-for-periode tilpasses på en sådan måde, at den offentlige gæld som andel af BNP holdes konstant.

Den anden strategi er langt mere fremadrettet. Ud fra den intertemporale begrænsning beregnes et skattetryk, der holdes konstant igennem hele den betragtede periode. Det holdbare skattetryk skal således sættes på et niveau, der indebærer, at det mindst kan finansiere to udgiftskomponenter, nemlig et vejet gennemsnit af de fremtidige primære

re udgifter og forrentningen af den offentlige gæld i basisåret. Hvis der derudover er ønske om at nedbringe den offentlige gæld, skal det holdbare skattetryk naturligvis også kunne dække de hermed forbundne afdrag. Forskellen mellem den holdbare skattesats, og det aktuelle skattetryk, angiver, hvor meget den nuværende finanspolitik skal strammes for at sikre en holdbar gældsudvikling. Denne størrelse kan derved bruges som indikator for finanspolitikens holdbarhed¹⁶. Man kunne naturligvis også vælge at foretage tilpasningen via de offentlige udgifter. Mere generelt kunne man derfor beskrive strategien som en *permanent* tilpasning af det primære budget. Mens den anden strategi er udtryk for, at finanspolitikken helt fra basisåret indrettes efter en langsigtet strategi, kan den tredje strategi siges at udgøre et kompromis mellem strategi 1 og 2. Tankegangen er følgende: I perioden fra basisåret og frem til et bestemt år, m , vil regeringen føre en finanspolitik, der sigter på at holde gæld-til-BNP forholdet konstant år for år. Først i år $m+1$ retter regeringen ind efter en langsigtet strategi, som sikrer, at slutårets gæld-til-BNP forhold ikke overstiger basisårets. Eftersom de offentlige udgifter er større i slutningen af forløbet end i begyndelsen (jf. den j -formede udgiftsprofil), vil skattetrykket være højere i slutningen end i starten. Man kan således opfatte forskellen som prisen for at nyde et lavere skattetryk i begyndelsen af perioden.

3.3.2 Forudsætninger

Inden præsentationen af nogle konkrete illustrationer af disse finanspolitiske strategier er det vigtigt at nævne nogle forhold, som vil være af helt afgørende betydning for de kvantitative konklusioner, som man kan uddrage. Her tænkes der på forhold såsom indeksering af ældreudgifterne, udviklingen i de øvrige offentlige udgifter samt antagelserne om den realøkonomiske vækst og realrenten. Herudover vil konjunktursituationen i basisåret indvirke på konklusionerne, medmindre man foretager visse korrektioner herfor.

Ældreudgifterne antages i grundforløbet at være lønindekserede, således at både per capita-indkomstoverførsler og per capita-ældreservice følger en stigningstakt, der svarer til den generelle lønudvikling i samfundet. Som tidligere nævnt er denne antagelse i rimelig overensstemmelse med den faktiske udvikling i Danmark for perioden 1970-92. Den andel af de offentlige udgifter, der ikke vedrører de ældre aldersgrupper, antages at være konstant i forhold til BNP igennem hele forløbet. Dette medfører, at ændringer i det samlede udgiftstryk alene afspejler ændringer i udgifterne forbundet med de ældres forsørgelse.

Af stor betydning for beregningerne er endvidere den vækstkorrigerede realrente (eller merrenten), der tilnærmelsesvis er lig med forskellen mellem realrente og BNP-vækst. Merrenten¹⁷ påvirker nutidsværdien af udgifterne i de enkelte år; jo højere merrenten er, jo mindre vægt lægges på de udgifter, der afholdes i slutningen af perioden. Som udgangspunkt antages, at merrenten er 3 pct. p.a. Dette er noget højere end gennemsnittet for perioden 1960-93 (ca. 2 pct.), men til gengæld betydeligt lavere end de niveauer vi har oplevet siden slutningen af 1970'erne.

Basisåret for analysen er 1995. Konjunktursituationen i basisåret er vigtig for beregningerne. Hvis der f.eks. er lavkonjunktur, vil produktionsniveauet være relativt lavt, hvilket angives i form af det såkaldte outputgap. Hvis dette f.eks. er 5 pct., betyder det, at produktionen er 5 pct. lavere end den produktion, der ville gælde under normale konjunkturf forhold. I en sådan situation vil skattetrykket være unormalt lavt og udgiftstrykket være unormalt højt. Dette er naturligvis problematisk i forhold til en beregning, der skal angive, hvor stor en stigning i det aktuelle skattetryk, der vil kunne sikre en holdbar gældsudvikling på langt sigt. En del af denne skattestigning vil jo bare afspejle ugunstige konjunkturf forhold i basisåret. Pointen er, at man bør lade analysen tage udgangspunkt i et cyklisk korrigeret basisår.

Det er imidlertid vurderingen, at konjunktursituationen i 1995 ikke nødvendiggør en sådan korrektion. Således vurderer både Finansministeriet (1996) og OECD (1996), at outputgap i Danmark i 1995 var meget tæt på nul. Udgangspunktet for beregningerne er, at det samlede skattetryk¹⁸ i 1995 var på 56,8 pct., det samlede udgiftstryk på 60,0 pct. (ekskl. renter), og budgetunderskuddet udgjorde dermed 3,2 pct. af BNP. Sidstnævnte størrelse er DAU-saldoen (målt i forhold til BNP) og kan derfor i virkeligheden opfattes som et bud på det strukturelle budgetunderskud i 1995. Dette harmonerer med den asymmetri, som

¹⁷ Problemet med den offentlige gælds størrelse vurderes som regel i sammenhæng med udviklingen i BNP. Et eksempel herpå er ØMU-kravet om, at den offentlige gæld ikke må overstige 60 pct. af BNP. Når det drejer sig om udviklingen i gældskvoten, er merrenten helt afgørende. Hvis f.eks. realrenten og vækstraten er lige store, vil der ikke være nogen „gælds dynamik“ som følge af eksisterende offentlig gæld: Væksten i gælden som følge af rentetilskrivningen opvejes af væksten i BNP. Den offentlige gæld som andel af BNP vil da kun vokse, hvis der er underskud på det primære offentlige budget. Hvis omvendt merrenten er negativ, skal en del af de offentlige udgifter finansieres ved låntagning, for at gældskvoten kan holdes uændret. Med andre ord kan regeringen i dette tilfælde optage nye lån, betale renter med endnu et nyt lån og alligevel forøge de offentlige udgifter eller sænke skatterne, uden at finanspolitikken bliver uholdbar.

¹⁸ I det følgende benyttes termen skattetryk, men reelt er der tale om indtægtstrykket. Det er dog uden betydning for resultaterne af beregningerne.

kan konstateres i Danmark: Overskuddet på de offentlige finanser i gode år er ikke så stort (numerisk) som underskuddet i dårlige år.

Modstykket til den offentlige sektors budgetunderskud (driftsregnskabet) er den offentlige sektors gæld (balancen). Budgetsaldo og gæld er opgjort på en sådan måde, at der er stock-flow konsistens i det offentlige regnskab. Dette gælder (tilnærmelsesvis) mellem DAU-saldoen og den såkaldte registrerede statsgæld. Gæld-til-BNP forholdet var i 1995 på 59,8 pct.

3.3.3 Resultater

I det følgende diskuteres de krav til tilpasninger af finanspolitikken, som er indeholdt i de enkelte strategier, jf. tabel 3.6. Tallene i tabellen angiver kravet til stramningen af finanspolitikken - målt som forskellen mellem det aktuelle skattetryk (56,8 pct. i 1995) og det skattetryk, der er nødvendigt for at opnå den givne strategi. Tabellens øverste halvdel viser det såkaldte grundforløb, hvor merrenten er sat til 3 pct. I den nederste halvdel er merrenten alternativt sat til 1 pct. Tabellen viser strammingskravet under to forskellige gældspolitiske målsætninger: at slutårets gæld-til BNP forhold skal være lig med niveauet i udgangssituationen, og at den offentlige gæld afvikles over en årrække. Endelig er beregningerne gennemført under to forskellige tidshorisonter: 2005 og 2030.

Strategi 1 er den strategi, hvor der sker finansiering på en sådan måde, at gældskvoten holdes konstant år for år igennem hele forløbet. Det fremgår, at en sådan politik vil påføre fremtidens erhvervsaktive en ganske tung byrde. Omkring år 2030 vil skattetrykket således nå op på et niveau, der er næsten 4 pct.-points højere end det nuværende skattetryk. Omfanget af dette strammingskrav er måske nemmere at forstå, hvis det i stedet sættes i forhold til lønindkomsterne i samfundet. Med en lønkvote på ca. 2/3 svarer det til, at lønskatterne skal stige med 6 pct.-points. Dette er helt konsistent med resultaterne fra afsnit 3.2. Det bekræfter argumentet om, at en langsigtet finanspolitik kan motiveres ud fra hensynet til fordelingen mellem generationer.

Strategi 2 viser den situation, hvor skattetrykket allerede i første år (1996) tilpasses til et konstant og holdbart niveau. Det fremgår, at skattetrykket skal stige fra 56,8 pct. i 1995 til 58,5 pct. i 1996, hvis hele den *forudsatte* offentlige udgiftsramme i perioden 1995-2030 skal finansieres uden samtidig vækst i den offentlige gæld. En forskel på 1,7 pct.-points er udtryk for, at den nuværende finanspolitik skal strammes noget for at sikre den langsigtede holdbarhed. Dette kan forklares ud

Tabel 3.6: Finanspolitiske tilpasninger under alternative strategier, forskel mellem aktuelle og holdbare skattetryk

Horisont Gældsmål	2005		2030	
	Uændret gældskvote	Gælds afvikling	Uændret gældskvote	Gælds- afvikling
Merrente= 3 pct:				
Balanceret budget	0,86	-	3,82	-
Langsigtet strategi	0,93	6,12	1,73	2,71
Udskydelse	-	-	2,18	3,72
Diff. indeksering	0,75	5,95	1,21	2,19
Isoleret aldringseffekt	-0,26	-	0,54	-
Merrente= 1 pct.				
Balanceret budget	-0,33	-	2,62	-
Langsigtet strategi	-0,27	5,43	0,71	2,14
Udskydelse	-	-	1,11	3,13
Diff. indeksering	-0,45	5,25	0,12	1,55
Isoleret aldringseffekt	-0,27	-	0,71	-

Kilde: Egne beregninger

fra flere faktorer, hvoraf befolkningsaldringen og det strukturelle budgetunderskud i basisåret er de væsentligste.

Ved at følge denne strategi lader man altså den offentlige gæld tilpasse sig i takt med de varierende offentlige udgifter. I begyndelsen af forløbet nyder man godt af det demografiske „pusterum“, som giver gode muligheder for at reducere den offentlige gæld. Strategien indebærer således en reduktion af gæld-til-BNP forholdet fra 59,8 pct. i 1995 til ca. 39 pct. i år 2013. Herefter begynder aldringsprocessen at tage fart, og man må tære på de foregående års opsparing for at finansiere de stigende ældreudgifter. Derved vokser gælden, og i år 2030 vil den offentlige gældskvote være tilbage på samme niveau som i 1995.

Det er klart, at hvis horisonten for finanspolitikken kun er 10 år, er strammingskravet meget mindre, nemlig ca. 0,9 pct.-points. I perioden 1995-2005 trækker demografien i retning af at lette finanspolitikken, så strammingskravet kan overvejende henføres til budgetunderskuddet i udgangsåret. Disse strammingskrav forekommer måske ikke umiddelbart så dramatiske. Man skal dog være opmærksom på, at strammingskravet er permanent (dvs. for hvert af årene i den betragtede periode) og gælder altså ikke kun for et enkelt år. En alternativ betragtningsmåde er derfor at sætte nutidsværdien af det permanente strammingskrav i

forhold til startårets BNP. Hvis der f.eks. beregnes et permanent strammingskrav på 1 pct. af BNP frem til år 2030, svarer dette til en nutidsværdi på næsten 170 mia.kr. ved en realrente på 5 pct. p.a. Dette er lidt over 17 pct. af startårets BNP. Tilsvarende svarer et permanent strammingskrav på 3 pct. af BNP til en nutidsværdi på ca. 500 mia.kr., dvs. mere end halvdelen af startårets BNP.

Som nævnt kan man ud fra økonomisk teori opfatte ovennævnte strategi som en hensigtsmæssig måde at tilpasse finanspolitikken til den forventede udvikling i de offentlige udgifter på, fordi den indebærer et stabilt skattetryk¹⁹. Det er imidlertid nærliggende at antage, at politikerne ikke vil ønske at hæve det nuværende skattetryk med henblik på at finansiere nogle udgifter, der ligger 15-20 år ude i fremtiden. Det forekommer måske mere realistisk, at man vil indkassere nogle kortsigtede gevinster ved det demografiske pusterum. Prisen herfor vil imidlertid være en efterfølgende potentiel ganske stor stramning af finanspolitikken.

Den tredje strategi går derfor ud på, at man i perioden til og med år 2005 fører en kortsigtet finanspolitik i den forstand, at gældskvoten holdes konstant år for år. Ved at følge denne strategi udskydes igangsætningen af den gældsreduktion, der vil kunne imødekomme det demografisk betingede udgiftspres, som sætter ind sidst i perioden. Først i år 2006 tilpasses skattetrykket til det konstante niveau, der vil kunne sikre en holdbar gældsudvikling for resten af perioden. En sådan strategi indebærer, at skattetrykket vil kunne holdes på et lavere niveau i det meste af perioden frem til år 2006. Til gengæld vil skattetrykket herefter skulle hæves til et permanent niveau på 59,0 pct. Stigningen i den holdbare skattesats som følge af, at tilpasningen udskydes, kan således opgøres til 2,2 pct.-points.

3.4 Følsomhedsanalyse

I det følgende diskuteres nærmere, hvor følsomme resultaterne fra grundforløbet er over for ændringer i nogle af de centrale antagelser om indekseringsregel, merrente og slutårets gæld-til-BNP forhold. Derudover undersøges, hvor stor en del af den nødvendige stramning, der kan henføres til befolkningsaldring.

Som nævnt er der i grundforløbet antaget lønindeksering af begge kategorier af ældreudgifter. Det er forsøgt at sammenligne dette med et scenario, hvor der benyttes differentieret indeksering. Helt konkret antages, at per capita-overførsler følger samme stigningstakt som lønnin-

¹⁹ Barro [1979]

gerne, mens per capita-udgifterne til ældreservice følger en stignings-takt, der er 1 pct.-points lavere. Det fremgår af tabel 3.6, at en sådan indekseringsregel vil kunne reducere den påkrævede finanspolitiske stramning med mellem 1/2 og 2/3 pct.-points.

I grundforløbet er merrenten sat til 3 pct. p.a. I nederste halvdel af tabel 3.6 antages alternativt, at merrenten er 1 pct. Det umiddelbart mest iøjnefaldende resultat er, at et fald i merrenten vurderet over den korte horisont vil betyde, at der bliver mulighed for at lempe finanspolitikken og alligevel undgå en stigning i gæld-til-BNP forholdet. Det understreger, at en bedømmelse af finanspolitikken holdbarhed skal ses i sammenhæng med mulighederne for at frembringe et fald i det seneste årtis høje merrente. På langt sigt kan dog selv en meget lav merrente ikke forhindre, at der er behov for at stramme finanspolitikken med ca. 1 pct.-points.

I grundforløbet betragtes en situation, hvor den gældspolitiske målsætning er, at slutårets gæld-til-BNP forhold skal være lig med udgangsniveauet på 59,8 pct. Tabel 3.6 viser også en mere ambitiøs strategi, som involverer en total afvikling af den offentlige gæld over en årrække, hvilket synes at afspejle de politiske præferencer på tværs af et bredt politisk spektrum. Det fremgår, at kravene til stramning af finanspolitikken er meget store, hvis gælden ønskes afviklet over en meget kort tidshorisont. Derfor vil en afviklingsperiode på 35 år nok forekomme mest realistisk. En sådan horisont er i øvrigt også konsistent med regeringens såkaldte 2005-program, idet en total afvikling over 35 år nogenlunde svarer til, at gæld-til-BNP forholdet er ca. 40 pct. i år 2005. Det bemærkes, at omkostningen ved at slippe af med den offentlige gæld afhænger af merrenten: jo større merrenten er, jo billigere er det at reducere gælden. Det hænger sammen med, at når merrenten er høj, så vil nutidsværdien af en given gældsreduktion være lille. Med grundforløbets forudsætning om en merrente på 3 pct. vil det indebære et skattetryk, der over hele perioden ligger ca. 1 pct.-points højere, end hvis man blot ønsker at fastholde gæld-til-BNP forholdet i 1995.

Det er vigtigt at understrege, at de anførte strammingskrav ikke kan fortolkes som mål for effekten af befolkningsaldring. Årsagen er, at forskellen imellem det aktuelle og det holdbare skattetryk bestemmes af en række faktorer, hvoraf befolkningsaldring kun er den ene. Forskellen imellem skattetrykkene kan således henføres til følgende fire faktorer: (I) udviklingen i de primære udgifter, (II) udviklingen i rentebetalingerne på den offentlige gæld, (III) afdragsbetalingen ved en eventuel gældsreduktion og (IV) det strukturelle budgetunderskud i basisåret.

Det kunne være interessant at isolere effekten af befolkningsaldring. Tabel 3.6 viser derfor også beregninger af de fremtidige primære udgifter, hvor ændringerne i denne udgiftspost alene genereres af den demografiske udvikling. Herefter kan aldringseffekten isoleres ved at fokusere på udviklingen i de primære udgifter. Man skal altså „rense“ både det holdbare og det aktuelle skattetryk for alt, hvad der kan henføres til renteudgifter og gældsreduktion og herudover antage, at basisårets budgetsaldo er nul. Beregningen kræver, at man skal opgøre det aktuelle skattetryk, der ville gælde i den hypotetiske situation, hvor det offentlige budget balancerer, og der ikke afholdes nogen renteudgifter. Endvidere skal det skattetryk, der kan finansiere et vejet gennemsnit af de fremtidige primære udgifter, bestemmes.

Aldringseffekten er påvirket af merrenten. Det hænger sammen med, at merrenten påvirker nutidsværdien af de enkelte perioders skatteprovenu og primære udgifter: desto større merrenten er, desto mindre vægt vil man lægge på de udgifter, der afholdes i slutningen af forløbet. En stigning i merrenten vil med andre ord medføre, at man lægger mindre vægt på de år, hvor udgifterne på grund af det demografisk betingede udgiftspres er meget store. Derved reduceres aldringseffekten. En stigning i merrenten vil således have to modsatrettede effekter. På den ene side mindskes omkostningerne ved befolkningsaldring, og på den anden side forøges rentebetalingerne på den offentlige gæld. Denne pointe ses tydeligt i forbindelse med aldringseffekten for perioden 1995-2030. Faktisk er strammingskravet størst i tilfældet med lav merrente. Der sker simpelthen det, at det demografiske pusterum kommer til at dominere effekten af, at „de store årgange“ skal på pension. Når dette kan lade sig gøre, skyldes det dels den relativt lave vækst i per capita-forbruget, dels den kraftige diskontering af de udgiftstunge år i slutningen af forløbet. Endelig ses, at uanset forudsætning om merrente er aldringseffekten negativ i perioden 1995-2005. En negativ aldringseffekt kan fortolkes på den måde, at den demografiske udvikling isoleret set giver plads til en finanspolitisk lempelse.

Som nævnt viser de ovennævnte beregninger, hvor store permanente stramminger af det primære budget (ekskl. ældreudgifterne) der er nødvendige for at undgå en stigning i gældskvoten på sigt. Man kunne alternativt beregne, hvor store tilpasninger af ældreudgifterne der er nødvendige for at sikre en tilsvarende holdbarhed af finanspolitikken. Vore beregninger viser her, at det under grundforudsætningerne (merrente på 3 pct., lønindeksring samt en horisont på 35 år) vil være nødvendigt at beskære de samlede indkomstoverførsler til de ældre med 24,7 pct. Hvis man vælger at friholde indkomstoverførslerne og i stedet beskærer serviceydelserne til de ældre, skal der ske en reduktion på 46,2

pct. Sådanne beregninger giver således et bud på, hvor store stramminger der skal til inden for ældresektoren, hvis de demografiske forandringer ikke skal føre til en belastning af de offentlige finanser. F.eks. vil det ved en delvis „privatisering“ af ældreforsørgelsen i forbindelse med en sænkning af de offentlige pensioner med ca. 25 pct. være muligt at aflaste de offentlige finanser i en sådan grad, at den øvrige del af den aktuelle finanspolitik er holdbar.

3.5 Konklusion

Danmark har i lighed med de fleste andre OECD-lande over de sidste årtier oplevet en betydelig vækst i den offentlige gæld som andel af BNP. Det har ført til bekymring om finanspolitikens holdbarhed, ligesom det har skabt opmærksomhed om de byrder, som fremtidige generationer kan blive pålagt. Derudover er gældsudviklingen for flere lande en direkte trussel mod ønsket om deltagelse i ØMU'ens tredje fase. Mulighederne for at nedbringe den offentlige gæld er begrænset af, at det strukturelle underskud er stort, at realrenten er høj (i forhold til økonomiens vækstrate), at der er en tendens til tidligere tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet samt ikke mindst, at der er udsigt til store ændringer i befolkningens aldersmæssige sammensætning.

Resultaterne viser problemerne knyttet til holdbarheden af finanspolitikken i Danmark. De underliggende demografiske bevægelser i kombination med et stort strukturelt budgetunderskud synes at nødvendiggøre enten et højere skattetryk eller et lavere udgiftstryk, hvis gældsakkumulationen skal stoppes. Det er forsøgt at indkredse et interval for det reelle behov for en stramning af finanspolitikken. Specielt afgørende er udviklingen i den fremtidige merrente, valget af indekseringsregel samt gældspolitisk ambitionsniveau. Således varierer forskellen mellem det aktuelle og det holdbare skattetryk fra -0,45 pct.-points til 6,12 pct.-points. Det laveste niveau opnås i tilfældet med differentieret indeksering, en lav merrente på 1 pct. p.a., et gæld-til-BNP forhold på basisårets niveau og en relativt kort planlægningshorisont. Omvendt optræder det højeste tilpasningskrav i tilfældet med lønindekserede ældreudgifter, en merrente på 1980'ernes niveau og en målsætning om helt at fjerne den offentlige gæld på relativt kort sigt.

4. Generationsomfordeling i lyset af demografiske ændringer

Danmark har i lighed med stort set alle andre OECD-lande opbygget en stor offentlig gæld igennem de sidste 20-25 år. Desuden har væksten i arbejdsløsheden i samme periode medført, at det strukturelle budgetunderskud er steget betragteligt. Selvom den aktuelle konjunkturopgang i dansk økonomi indebærer et „automatisk“ fald i gæld-til-BNP forholdet, kan en eventuel tilbagevenden til lav økonomisk vækst og et højt realrenteniveau indebære en risiko for, at den offentlige gældsopbygning fortsætter.

Derudover er der som bekendt udsigt til markante stigninger i ældreudgifterne efter årtusindskiftet. Medmindre det lykkes at nedbringe andre udgiftsposter i væsentligt omfang, vil dette uvægerligt stille den offentlige sektor over for en række prioriteringsproblemer. I denne situation kan man naturligvis vælge at tilpasse skattetrykket, efterhånden som udgifterne opstår. Heroverfor kan man imidlertid indvende, at der er potentielt store forvridningsomkostninger forbundet med såvel et højt som et svingende skattetryk. Alternativt kunne man begrænse folkepensionens størrelse eller generelt skære i overførselsindkomsterne.

Det er endvidere klart, at man ikke samtidig kan imødekomme et ønske om højere offentlige udgifter og faldende skatter, uden at den offentlige gæld stiger. Og vækst i den offentlige gæld vil yderligere kaste byrder over på fremtidige generationer. Et godt argument for en mere langsigtet finanspolitik er derfor hensynet til en mere ligelig fordeling af skattebyrderne på tværs af generationer. Hvis man ikke allerede nu foretager en finanspolitisk stramning, der helt eller delvist tager højde for de kommende ældreudgifter, vil fremtidens erhvervsaktive komme til at bære en uforholdsmæssigt tung byrde, dels fordi de skal forsørge et relativt stort antal ældre, dels fordi de skal finansiere forrentningen af en offentlig gæld, som de ikke selv har været med til at opbygge. Dette taler isoleret set for, at der allerede nu tages fat på at reducere den offentlige gæld, hvilket naturligvis kræver et ekstra bidrag fra nulevende generationer.

I dette kapitel ses nærmere på generationsomfordelingen i lyset af de demografiske ændringer. I afsnit 4.1 gøres rede for ideen bag det såkaldte generationsregnskab, som kan sige noget om, hvordan skattebyrden bliver fordelt på forskellige generationer. Dernæst præsenteres i

afsnit 4.2 nogle resultater fra et generationsregnskab for Danmark, og efterfølgende diskuteres i afsnit 4.3 nogle strategier, som kan bidrage til at rette op på den generationsmæssige ubalance.

4.1 Generationsregnskabet: En ny indikator

Spørgsmålet om de offentlige udgifters og indtægters virkninger har mange dimensioner. Det gælder f.eks. de aktivitetsvirkninger, der udgår fra saldoen på de offentlige budgetter. Hvad skatterne angår, er det vigtigt at kende disses forvridende virkninger samt deres fordeling på forskellige indkomstgrupper blandt nulevende generationer. Givet at de offentlige udgifter kan blive finansieret af ikke blot nulevende, men også af fremtidige generationer, er det endvidere relevant at se på, hvordan finansieringsbyrden bliver fordelt mellem nulevende og fremtidige generationer.

Generationsregnskabet er netop skabt til at sige noget om, hvordan skattebyrden bliver fordelt på tværs af forskellige generationer. Metoden er oprindeligt udviklet af amerikanske økonomer²⁰. I USA har generationsregnskabet nu i flere år indgået som et integreret led i den årlige afrapportering til Kongressen, men også i flere andre lande benyttes metoden som led i mere langsigtede vurderinger af finanspolitikken. Endvidere har OECD og EU benyttet metoden til at sammenligne den finanspolitiske stilling i en række lande.

Generationsregnskabet giver mere præcist et mål for, hvad hver nulevende og fremtidige generation kan forvente at skulle betale i nettoskat (dvs. betalte skatter fratrukket modtagne indkomstoverførsler) over deres forventede restlevetid. Dette gælder både i forhold til uændret politik og i forhold til scenarier med politikreformer. I generationsregnskabet bruges begrebet indkomstoverførsler bredere, end det normalt er tilfældet. Alle offentlige udgifter, der kan fordeles på aldersgrupper, betragtes således som indkomstoverførsler. De aldersfordelte udgifter til sundhed og uddannelse behandles f.eks. på lige fod med direkte indkomstoverførsler som pension og dagpenge. De indgår dermed som fradrag ved beregningen af nettoskattebyrden. Normalt ville man henregne offentlige udgifter til sundhedssektoren under offentligt forbrug. Omvendt er der også nogle indkomstoverførsler, herunder visse subsidier, som ikke kan fordeles på aldersgrupper, og disse er behandlet som offentligt forbrug.

Hvordan opstilles et generationsregnskab? En grundlæggende antagelse er, at det offentlige budget i det lange løb skal være i balance, dvs.

²⁰ Auerbach, Gokhale og Kotlikoff (1991)

den offentlige sektors intertemporale budgetrestriktion skal overholdes. Mens man på det korte sigt kan have underskud på det offentlige budget og dermed stifte gæld, skal der på langt sigt være en balance. En holdbar gældsudvikling er således ensbetydende med, at den offentlige gæld i forhold til BNP ikke eksploderer. Helt kort kan man sige, at finansieringen af udgifterne forbundet med det offentlige forbrug (A) og forrentningen af den eksisterende offentlige gæld (B) nødvendigvis må komme fra skatter udskrevet på nulevende (C) og fremtidige generationer (D). Altså: $A+B=C+D$.

Til trods for, at generationsregnskabet begrebsmæssigt er relativt enkelt, er det ret kompliceret at udføre i praksis. Navnlig kravene til datafremskaffelse og databehandling er ganske store. Derfor vil der her kun ganske kort blive redegjort for fremgangsmåden²¹. Der er behov for en befolkningsfremskrivning, et afsluttet regnskab for hele den offentlige sektor i et bestemt finansår samt detaljerede oplysninger om indtægternes og udgifternes fordeling på aldersgrupper i det pågældende finansår. Derudover skal der gøres antagelser om den fremtidige vækst i BNP, inflationen og renten. Når man har disse oplysninger, er det muligt at beregne A, B og C, hvorefter byrden på fremtidige generationer kan beregnes residualt.

Givet at der indgår en række størrelser, som først vil være kendte i fremtiden, er det naturligvis vigtigt at vurdere, hvor følsomme de fundne resultater er i forhold til de gjorte antagelser.

Resultaterne opsummeres i form af en såkaldt „generationskonto“ for et repræsentativt medlem af hver generation. Hvis der f.eks. på en nyfødt borgers generationskonto står et beløb på 500.000 kr., betyder det, at den nyfødte ved straks at betale dette beløb kan se frem til et helt liv uden at skulle betale mere i skat senere hen. Til gengæld bliver der til den tid hverken SU, dagpenge, pension eller andre indkomstoverførsler, men borgeren kan i øvrigt gøre brug af de offentlige goder. Tilsvarende kan borgere i andre aldersgrupper (f.eks. en 60-årig) i generationsregnskabet se, hvad de skal betale i samlet nettoskat for resten af livet. Det fremgår også, hvad fremtidige generationer kan forvente at skulle betale under givne antagelser. Det skal her nævnes, at den samlede byrde på fremtidige generationer er antaget at være jævnt fordelt (bortset fra vækstkorrektion) på hver af disse generationer.

Generationsregnskabet repræsenterer først og fremmest en ny måde at vurdere finanspolitikken på. Det bør ses som et supplement til de eksisterende redegørelser om finanspolitikken. Det kan yde et væsentligt

²¹ Se Jensen, Raffelhüschen, Jacobsen og Junge (1996) og Jensen og Raffelhüschen (1997, 1998) for detaljer.

bidrag til svaret på, hvorfor det overhovedet kan være relevant at diskutere saldoen på det offentlige budget. Størrelsen af underskuddet på det offentlige budget spiller en helt afgørende rolle i den politiske proces, for de finansielle markeder og dermed for renten. Det skyldes formentlig, at det vurderes, at det kan være kilde til problemer i fremtiden. Eftersom et generationsregnskab netop er udtryk for noget fremadrettet, bør det kunne bidrage til at fremme kvaliteten af beslutningerne om den økonomiske politik. Et omhyggeligt udarbejdet generationsregnskab burde i det mindste kunne tilskynde til en mere langsigtet orientering i den økonomiske politik.

Udviklingen i økonomisk teori har i de senere år bevæget sig væk fra den traditionelle, kortsigtede måde at betragte folks økonomiske handlinger på. Det er helt klart, at beslutninger om forbrug, opsparing og arbejdsudbud afhænger af, hvor stor en skat folk skal betale i dag. Men det er også realistisk at antage, at folks forventede skattebetaling i morgen har betydning for sådanne beslutninger. Generationsregnskabet medvirker til at øge informationen om, hvad man skal betale i skat fremover under bestemte antagelser.

Til trods for det fremskridt i vurderingen af finanspolitikken virkninger, som generationsregnskabet repræsenterer, er det imidlertid også nødvendigt at tage en række forbehold. For det første bygger metoden på en række forudsætninger om befolkningsudvikling, rente, vækst m.v., som ikke nødvendigvis holder. For det andet antages en „uændret“ adfærd i den offentlige sektor. Det betyder naturligvis, at det interessante ikke så meget er et enkelt års generationsregnskab, men at det snarere er udviklingen fra år til år, man skal følge.

4.2 Nogle resultater for Danmark

Tabel 4.1 viser generationskontoen for nulevende og fremtidige generationer af forskellig alder. I lighed med resultater fra andre OECD-lande viser der sig også i Danmark at være en betydelig grad af generati-onsmæssig ubalance.

Det fremgår, at en nyfødt dansker i 1995 i tillæg til modtagelse af ikke-aldersfordelte udgifter (som offentlig infrastruktur samt politi- og forsvarsydelse) modtager et engangstilskud på 6.000 kr. Dette repræsenterer nutidsværdien af alle de mellemværender (hvad den nyfødte betaler og modtager) med den offentlige sektor over et helt liv. Eftersom generationskontoen for de nulevende generationer netop viser nutidsværdien af restlivstidsbetalingerne for (et repræsentativt medlem af) de enkelte generationer, er det ikke overraskende, at der aftegnes en pukkelformet kurve. Generationskontoen er således voksende frem til

Tabel 4.1: Generationskonti for nulevende og fremtidige generationer, tusinde kroner

Genera- tionernes alder i 1995	Grundforløb	Lønskatte	Reform	Gamle	Pension	Serviceydelser
0	-6	74	41	32	21	24
5	188	281	235	232	219	233
10	560	668	621	612	597	602
15	914	1034	1001	971	955	960
20	1271	1405	1369	1335	1316	1321
25	1376	1516	1469	1448	1427	1432
30	1314	1449	1403	1394	1372	1377
35	1156	1284	1244	1249	1223	1228
40	869	984	950	976	946	952
45	476	574	548	600	565	571
50	1	78	61	145	105	108
55	-417	-354	-372	-246	-293	-292
60	-862	-815	-832	-657	-718	-722
65	-1020	-982	-996	-807	-874	-867
70	-1088	-1060	-1068	-885	-1087	-1087
75	-1128	-1107	-1111	-940	-1127	-1127
80	-1160	-1144	-1148	-982	-1160	-1160
85	-1149	-1138	-1141	-983	-1149	-1149
90	-277	-274	-277	-236	-277	-277
Fremtidige						
generationer 277		75	142	33	142	134
Nødvendig stramning (procentvis ændring) for generationsmæssig balance						
		7,5		15		

Kilde: Egne beregninger

ca. 25-års alderen, fordi nettobetalingerne er negative for børn/unge. Dette hænger blandt andet sammen med, at vi har fordelt den såkaldte børnecheck ud på børnene i stedet for at give den til forældrene, ligesom udgifterne til daginstitutioner og skoler er fordelt på børnene i de relevante aldersgrupper. Når generationskontoen derefter falder med alderen, er årsagen naturligvis, at også ældre mennesker har negative nettobetalinge. Når generationskontoen for f.eks. en 70-årig er ca. 1.088.000 kr., skal man tage i betragtning, at denne person har betalt

skatter som erhvervsaktiv, men disse betalinger er ikke inkluderet i generationsregnskabet for den pågældende generation.

Det fremgår også af tabel 4.1, at fremtidige generationer nødvendigvis må betale et stort beløb i nettoskat (277.000 kr.) for at sikre overholdelse af den langsigtede budgetbegrænsning. Generationsregnskabet under forudsætning af uændret politik er således et vidnesbyrd om, at der er behov for, at nulevende generationer styrker deres opsparing i Danmark, hvis balancen mellem nulevende og fremtidige generationer ikke skal blive for stor. Det kan derfor være nyttigt at se nærmere på nogle strategier, som kan afhjælpe dette problem.

4.3 Midler til genopretning af den generationsmæssige balance

Som udgangspunkt stilles følgende spørgsmål: Hvor store stramninger skal der til i forhold til nulevende generationer, så disse kommer til at betale lige så meget i nettoskat som de fremtidige generationer? Det svarer til at foretage en fuldstændig genoprettelse af den generationsmæssige balance. I det følgende antages, at stramningerne i forhold til nulevende generationer sker i form af højere lønskatter, jf. anden søjle „lønskatter“ i tabel 4.1.

Det viser sig, at balance mellem nulevende og fremtidige generationer vil kræve betydelige stramninger i forhold til nulevende generationer. Det ses f.eks., at dette kræver en stramning af lønskatten med 7,5 pct., jf. tabel 4.1. I beregningerne er der vel at mærke taget højde for, at fremtidige generationer automatisk kommer til at betale mere i skat, simpelthen fordi der er vækst i samfundet, så folks indkomster stiger over tid.

Den generationsmæssige ubalance, som uden sådanne tilpasninger vil komme til at omfordele til ugunst for kommende generationer, hænger primært sammen med den offentlige gæld og den demografiske udvikling.

Nulevende generationer har opbygget en gæld, som det er op til blandt andet fremtidige generationer at afdrage og forrente. Offentlig gæld er per definition udtryk for, at der i fortiden har været flere udgifter end indtægter. Generationsregnskabet udpeger imidlertid ikke de generationer, der har ansvaret herfor, ligesom det ikke siger noget om, hvorvidt det har været rigtigt eller forkert at stifte denne gæld.

Den offentlige gæld er især stiftet i perioden fra 1975 til i dag. I den offentlige debat er der derfor en tendens til at placere en stor del af ansvaret hos de midaldrende (40-60-årige), da de i denne periode har hørt til blandt skatteydernes „kærnetropper“. De har altså ydet for lidt

til at forhindre gældsopbygningen. Om de tillige med har „rage til sig“, er det straks sværere at sige noget om. Det kræver, at man i årene, da gældsopbygningen fandt sted, nøje undersøger fordelingen af de offentlige udgifter - dels på generationer, dels på kategorier af offentlige udgifter. Hvis modstykket til gældsstiftelsen er betydelige overførsler af indkomst og serviceydelser til de samtidigt levende unge og gamle, kan man vel dårligt beskyldte de midaldrende for blot at „rage til sig“. Vi ved f.eks., at folkepensionens værdi i købekraft over de sidste 25 år er steget mere end LO-arbejdernes realløn. Hvis det tilsvarende viste sig, at en stor del af gældsopbygningen skyldtes, at der var blevet afholdt store offentlige udgifter til produktive investeringer i infrastruktur m.v., burde nationalformuen være steget, så samfundet er blevet rigere.

Det andet afgørende forhold, der forklarer den generationsmæssige ubalance, er den demografiske udvikling. Der fødes ikke så mange børn som tidligere, og ældre mennesker kan i dag forvente at leve længere, end de kunne tidligere. I relation til debatten om de midaldrendes rolle og ansvar er det nok fair at sige, at faldet i den samlede fertilitet er sket i den periode, hvor disse skulle sætte børn i verden. De har altså forsømt at reproducere sig selv, og dermed har de ydet et bidrag til forklaring af aldringsfænomenet. Det er dog svært at sige, om det skal fortolkes som noget godt eller noget skidt. Formentlig har faldet i den samlede fertilitet modstykke i, at kvinderne i stigende omfang er blevet synlige på arbejdsmarkedet. Danmark er således et af de lande i verden, der har den højeste erhvervsfrekvens for kvinder. Det vil alt andet lige bidrage til at øge skattegrundlaget og måske også gøre samfundet materielt rigere, når kvinder bevæger sig fra den uformelle til den formelle økonomi. På den baggrund kan man sige, at når generationsregnskabet viser sig at være dårligt for fremtidige generationer, hænger det paradoksalt nok også sammen med, at de nulevende generationer har fået mindre tid til at føde og opfostre børn.

For nærmere at illustrere betydningen for den generationsmæssige ubalance af offentlig gæld og befolkningsaldring foretages også beregninger for to hypotetiske tilfælde: (1) en situation, hvor der i basisåret ikke eksisterer offentlig gæld, og (2) en situation hvor aldersfordelingen i basisåret ikke ændrer sig, dvs. aldringsfænomenet neutraliseres. Det viser sig, at begge tiltag næsten vil løse det generationsmæssige balanceproblem.

Det ligger i sagens natur, at man ikke som en snuptagsløsning kan fjerne den offentlige gæld eller ændre (væsentligt) på aldersstrukturen. I stedet foretages konsekvensvurderinger af et scenario, der over en årække væsentligt bidrager til at reducere den offentlige gæld. I tabel 4.1 i tredje søjle „reform“ er således vist resultatet af en beregning, hvor der

ikke er foretaget diskretionære finanspolitiske stramninger, men hvor det i stedet er antaget, at de offentlige finanser på anden måde bliver forbedret. Mere konkret er det antaget, at den strukturelle arbejdsløshed nedbringes med 2 pct.-points. Beregningen tager udgangspunkt i Finansministeriets antagelser om, hvor store forbedringer af de offentlige budgetter et fald i ledigheden afstedkommer. Det antages, at disse budgetforbedringer bruges til at nedbringe den offentlige gæld og ikke til at bevilge nulevende generationer skattelettelser.

Det fremgår af tabel 4.1, at selvom dette ikke vil være tilstrækkeligt til helt at fjerne den generationsmæssige ubalance, så er det udtryk for et væsentligt skridt i den rigtige retning. Der er altså en klar sammenhæng mellem mulighederne for at forbedre de offentlige finansers langsigtede stilling og gennemførelse af strukturforbedringer på arbejdsmarkedet.

Hvis der yderligere tages højde for, at den offentlige sektor råder over et betydeligt implicit aktiv i form af udskudte skatter i forbindelse med de private pensionsformuer, jf. kapitel 2, er det vurderingen, at der stort set er generationsmæssig balance i Danmark.

En alternativ måde at opnå generationsmæssig balance på kunne bestå i at beskære ældreudgifterne til de nulevende ældre, jf. fjerde søjle "gamle" i tabel 4.1. Det fremgår, at dette vil kræve en reduktion af de samlede ældreudgifter på 15 pct. I forhold til en tilpasning over løn-skatte vil dette naturligvis ramme de ældste generationer, hvis generationskonto bliver væsentligt reduceret.

Som et yderligere skridt i retning af at vurdere de generationsmæssige konsekvenser af en pensionsreform med det hovedsigte at aflaste de offentlige finanser har vi beregnet virkningerne af et eksperiment, hvor den offentlige pension antages at blive reduceret med 25 pct. over en 10-årig periode, jf. femte søjle "pension" i tabel 4.1. Ingen af de nuværende pensionister vil blive berørt af denne ændring. Det fremgår, at dette vil bidrage til væsentlig genopretning af den generationsmæssige balance i Danmark, om end denne stadigvæk vil være til ugunst for de fremtidige generationer.

Hvis man i stedet for at beskære pensionerne vælger at reducere den offentlige ældreservice, vil der kunne opnås tilsvarende positive effekter på de offentlige finansers generationsmæssige stilling, jf. sidste søjle "serviceydelser" i tabel 4.1. I eksperimentet er der foretaget en reduktion på 46,2 pct. svarende til den tilpasning, som er nødvendig for at gøre finanspolitikken holdbar, jf. kapitel 3. Igen er det antaget, at denne indsluses med en overgangsperiode på 10 år. På den måde vil en nulevende nyfødt få en generationskonto på 24.000 kr., mens generationskontoen for en repræsentant for fremtidige generationer vil blive på 134.000 kr. I forhold til resultaterne i grundforløbet, hvor tallene er

henholdsvis -6.000 kr. og 277.000 kr., er dette et væsentligt bidrag til at løse de generationsmæssige problemer med finanspolitikken i Danmark.

4.4 Konklusion

Generationsregnskabsberegningerne viser, at der er en betydelig grad af generationsmæssig ubalance i Danmark. Det fremgår således af beregningerne, at en nyfødt dansker i 1995 - under forudsætning af uændret politik - i tillæg til modtagelse af ikke-aldersfordelte udgifter modtager et engangstilskud. Dette er i sig selv en tydelig indikation af, at finanspolitikken ikke er holdbar. Beregningerne viser da også, at fremtidige generationer må betale et stort beløb i nettoskat for at sikre overholdelse af den langsigtede budgetbegrænsning. Det er således vist, at der er behov for at skabe en bedre generationsmæssig balance. Et middel hertil vil være, at de nulevende generationer øger deres opsparing.

5. Krav til den økonomiske politik

De foregående kapitler har vist, at dansk økonomi har et strukturelt opsparingsproblem. Opsparingsniveauet er lavt i både historisk og international sammenhæng, og den store og stigende opsparing til pension medfører ikke en tilsvarende stigning i den samlede opsparing, jf. kapitel 2. De kommende årtiers store forskydninger i befolkningens relative aldersfordeling indebærer alt andet lige et betydeligt pres på de offentlige udgifter og kan føre til, at fremtidens erhvervsaktive kommer til at bære en uforholdsmæssig tung byrde, jf. kapitel 3 og 4. Der er således behov for tiltag til at øge den samlede opsparing i samfundet i et langsigtet perspektiv. Men også på kort sigt er der brug for opsparingsfremmende foranstaltninger. På baggrund af det truende underskud på betalingsbalancens løbende poster har den senere tids konjunkturpolitiske debat især været koncentreret om, at den private opsparing bør øges, jf. Pinsepakken. For at få størst mulig effekt bør de kortsigtede opsparingsfremmende tiltag være i overensstemmelse med en langsigtet strategi.

I dette kapitel diskuteres mulighederne for at øge den samlede opsparing, og hvilke krav det stiller til den økonomiske politik. Opsparingen kan øges ved initiativer, der retter sig direkte mod den private og/eller den offentlige opsparing. Der eksisterer en gensidig påvirkning mellem privat og offentlig opsparing. En forøgelse af den offentlige opsparing vil typisk have en negativ effekt på den private opsparing. En reduktion af de offentlige udgifter eller højere skatter vil mindske husholdningernes disponible indkomster og reducere mulighederne for at spare op. Omvendt vil privat opsparing på kort sigt - isoleret set - reducere efterspørgselsniveauet i økonomien. Dermed falder skatteprovenuet og de offentlige udgifter til blandt andet arbejdsløshedsunderstøttelse vil stige. Der er dog også tiltag, der både vil forøge den offentlige og den private opsparing. Det er f.eks. tilfældet med en nedsættelse af skatteværdien af rentefradraget, der både forøger skatteindtægterne og tilskynder husholdningerne til at reducere udestående gæld.

Afsnit 5.1 og afsnit 5.2 fokuserer på henholdsvis offentlig og privat opsparing med henblik på at klarlægge mulighederne for at øge opsparingen. I afsnit 5.3 diskuteres, hvorledes ændringer i arbejdsmarkeds- og uddannelsespolitikken kan bidrage til at afhjælpe opsparingsproblemet.

5.1 Offentlig opsparing

Beregningerne i kapitel 3 viser, at de offentlige udgifter og dermed skattetrykket vil komme under forholdsvist stort pres som følge af forskydningerne i den danske befolknings alderssammensætning i starten af næste århundrede. Afhængigt af beregningsforudsætningerne er der tale om en stigning i skattetrykket på 3-4 pct.-points i år 2030 i forhold til det nuværende skattetryk.

Problemerne med stigende ældreudgifter findes i hele den vestlige verden. Hvis man kun ser på udviklingen i pensionsudgifter i forhold til BNP, ligger Danmark i midtergruppen, hvad angår problemernes størrelse, jf. tabel 5.1. Danmark har imidlertid et af de højeste skattetryk blandt OECD-landene. Derfor kan en uforandret politik have mere alvorlige konsekvenser for Danmark end for mange andre lande.

Tabel 5.1 Fremskrivninger af pensionsudgifter

Pensionsudgifter/BNP	1995	2000	2010	2020	2030	2040
Belgien	10,4	9,7	8,7	10,7	13,9	15,0
Danmark	6,8	6,4	7,6	9,3	10,9	11,6
Finland	10,1	9,5	10,7	15,2	17,8	18,0
Frankrig	10,6	9,8	9,7	11,6	13,5	14,3
Tyskland	11,1	11,5	11,8	12,3	16,5	18,4
Irland	3,6	2,9	2,6	2,7	2,8	2,9
Italien	13,3	12,6	13,2	15,3	20,3	21,4
Holland	6,0	5,7	6,1	8,4	11,2	12,1
Portugal	7,1	6,9	8,1	9,6	13,0	15,2
Spanien	10,0	9,8	10,0	11,3	14,1	16,8
Sverige	11,8	11,1	12,4	13,9	15,0	14,9
Storbritannien	4,5	4,5	5,2	5,1	5,5	5,0

Kilde: Roseveare et al. (1996)

De voksende ældreudgifter kan blandt andet finansieres ved at forhøje de offentlige indtægter, dvs. skatterne, tilsvarende. Men højere beskatning af arbejdskraften vil typisk have negative effekter på beskæftigelsen. Hvis beskæftigelsen falder, vil det føre til lavere skatteindtægter og højere udgifter til dagpenge og andre sociale ydelser. For at undgå denne negative spiral er det vigtigt, at den økonomiske politik indrettes mod højere beskæftigelse ved at forbedre incitamentstrukturen i samfundet. Desuden sætter den stigende internationale skattekonkurrence og større mobilitet i skattegrundlaget grænser for muligheden for at bruge dette redskab.

En anden mulighed er at nedsætte de offentlige udgifter på andre områder. Dette kan f.eks. ske ved reformer på arbejdsmarkedet, som forbedrer incitamentstrukturen.

Det kan være nødvendigt også at finde besparelser inden for selve ældreudgiftsområdet. Effektivisering af sygehusvæsenet og forebyggende arbejde - så ældre kan leve uafhængige og raske i længere tid - er blandt de tiltag, der kan lette udgiftspresset. Denne effektivisering bør overvejes at ske efter markedsmæssige principper, hvor privatisering og outsourcing kan komme på tale.

I et langsigtet perspektiv er det væsentligt, hvordan pensionssystemet er indrettet. Overvejelser om reformer af pensionssystemerne med henblik på at gøre dem finansielt holdbare har i et stykke tid været et aktuelt tema i de fleste OECD- og EU-lande.

5.1.1 Pensionssystemer

I internationale sammenligninger opdeles pensionssystemer normalt i tre søjler:

- 1) statslige pensioner
- 2) pensionsordninger, der er knyttet til et ansættelsesforhold
- 3) individuelle pensionsordninger

Den første søjle består af den offentlige pensionsordning. Den er normalt løbende finansieret ved, at der opkræves arbejdsgiverbidrag eller skatter for at finansiere pensionsydelse. De statslige ordninger indeholder typisk et stort omfordelingselement mellem og inden for generationerne. Sammenhængen mellem bidragene og udbetalingerne i pensionsalderen for den enkelte varierer betydeligt fra system til system. Man kan sondre mellem to slags systemer i den første søjle. Universelle systemer med ens grundydelse sigter på at give alle pensionister en minimum levestandard og er typisk skattefinansierede. I den anden type af systemer, der finansieres ved indkomstbaserede bidrag, er pensionsydelse relateret til indkomsten i den erhvervsaktive alder. I realiteten har mange pensionssystemer elementer af begge systemer. Det danske universelle folkepensionssystem finansieres via skatter, og udbetalingerne er uafhængige af tidligere indkomst i den erhvervsaktive periode. Fra 1999 opkræves den særlige ATP-opsparring på 1 pct. af lønnen i realiteten også som en skat til pensionsformål. Herved øges såvel skattetryk som marginalbeskatning.

I modsætning til søjle 1 er de fleste ordninger under søjle 2 og 3 opsparingsfinansierede. Individuelle pensionsordninger (søjle 3) har normalt intet omfordelingselement, idet pensionsudbetalinger er direkte relateret til indbetalinger. Det er således den enkeltes akkumulerede kapital, der kommer til udbetaling. I praksis kan de individuelle ordninger kombineres med en række forsikringsydelse.

I pensionsordninger, der er knyttet til et ansættelsesforhold (søjle 2), er pensionsydelse ofte baseret på lønniveauet i perioden op til pensioneringstidspunktet, og i mange lande er der elementer af omfordeling (fra de unge til de ældre). Forskellige forsikringsordninger kan desuden indgå, og forsikringselementet kan f.eks. dække invalide-, ægtefælle- og børnepension. For det meste er ordningerne opsparingsfinansierede, men der forekommer også løbende finansiering (f.eks. i Frankrig og Tyskland). Pensionsordninger for offentligt ansatte er i andre lande ofte løbende finansieret på samme måde som tjenestemandspensionen i Danmark.

I tabel 5.2 er de enkelte elementer i det danske pensionssystem søgt placeret i de tre søjler.

Tabel 5.2 Det danske pensionssystem

Kategori	Søjle 1	Søjle 2	Søjle 3
	Folkepension, ATP ¹⁾	Arbejdsmarkedspension, LD, tjenestemandspension	Individuelle ordninger

¹⁾ Den ekstra 1 pct. 's ATP-opsparing for 1998 hører retteligt hjemme i søjle 2

Den offentlige pension er den største indkomstkilde for pensionister i EU-landene. Den udgjorde 88 pct. af samtlige udbetalinger i 1994.²² I Danmark udgjorde folkepensionen ca. 57 pct. af folkepensionisternes forsørgelsesgrundlag ekskl. erhvervsindkomst i 1994. Hvis alle offentlige ydelser indregnes, kommer man op på godt 68 pct. af folkepensionisternes forsørgelsesgrundlag.²³ Den offentlige pension er større end arbejdsmarkedspensionen for lavtlønnede, mens arbejdsmarkedspensionen er større end den offentlige pension for højtlønnede. I mange lande findes der ikke supplerende pensionsopsparing i noget større omfang. I

²²EU-Kommissionen, supplerende pensioner i det indre marked, 1997

²³Pensionsopsparingens udbredelse og dækning, Arbejdsministeriet m.fl., 1995. De enkelte forsørgelseskilders betydning for forsørgelsesgrundlaget er overvurderet, idet der ikke indregnes forbrug af formue, hvorved det samlede forsørgelsesgrundlag undervurderes

Storbritannien, Holland og Irland er der som i Danmark opbygget private supplerende pensionsopsparingsordninger. Sverige og Finland har nyligt gennemført reformer hvor bidragsfinansierede/fundede systemer er blevet etableret inden for rammerne af det offentlige system.

5.1.2 Det ideelle pensionssystem

På den internationale arena er der stor debat om, hvordan det ideelle pensionssystem skal udformes, dvs. hvilken vægt de forskellige søjler skal have, og hvordan de skal indrettes. Der er mange argumenter for, at pensionssystemerne i højere grad skal være opsparingsfinansierede/fundede. Det væsentligste argument er, at de fundede ordninger er mindre sårbare over for den demografiske udvikling, da de fremtidige udbetalinger er baseret på de opsparede reserver. Som følge af sammenhængen mellem bidrag og ydelse er opsparingsfinansierede ordninger desuden mere gennemsigtige med mere veldefinerede ejerrettigheder - og virker dermed mindre forvridende på arbejdsmarkedet - end skattefinansierede ordninger. De opsparingsfinansierede ordninger giver mulighed for at øge den samlede opsparing og dermed at øge investeringer og produktion, som skal finansiere de fremtidige pensioner. Endelig vil opsparingsfinansierede ordninger - i takt med at de kommer til udbetaling - rent faktisk bidrage til at reducere behovet for den første søjle.

De tre søjler er udsat for forskellige økonomiske og politiske risici. Den løbende finansiering af de offentlige ordninger indebærer, at de er særligt udsatte for voksende udgifter, når befolkningen ældes. Dermed løber de fremtidige pensionister den politiske risiko, at det offentlige ikke kan dække dets forpligtelser med hensyn til pensionsudbetalinger, og at pensionsløfter ikke indfries. Det kan f.eks. skyldes alt for generøse ydelser, at opsparede midler bruges til andre formål, eller at ydelserne tilpasses med henblik på at nå kortsigtede mål for det offentlige budget²⁴. Den politiske risiko kan f.eks. formindskes ved at nedbringe den offentlige gæld eller at opbygge en offentlig reserve.

I opsparingsfinansierede ordninger er de fremtidige udbetalinger garanteret af den akkumulerede kapital. Den fremtidige pensionist kan reducere sårbarheden over for udviklingen i den indenlandske økonomi ved at investere en del af opsparede midler i udlandet og således opnå en større grad af risikospredning. Til gengæld bliver opsparereren udsat for markedsrisici som f.eks. et lavt afkast af opsparede midler. Disse ordninger er imidlertid også udsat for politiske risici såsom skærpet beskatning og inflation.

²⁴ Jf. Holzman, 1997

Det danske system, som er under opbygning, baseres på alle tre søjler. På den måde kan man fordele og minimere de risici, der er knyttet til de forskellige søjler. Det er hensigtsmæssigt at tilstræbe en begrænset størrelse for den offentlige pensionsøjle for at give plads til, at de andre søjler kan udfolde sig og for at holde skattetrykket nede på et rimeligt niveau. Den første søjle er karakteriseret ved lave administrationsomkostninger på grund af systemets universelle karakter. Når tillægsydelse kommer ind i billedet bliver overvågningsomkostningerne dog større. I det danske system har der hidtil været en klar adskillelse mellem opsparingselementet og det omfordelende element, men den ny ATP-ordning bryder dette princip ved, at sammenhængen mellem bidrag og ydelse ophæves. Ved at etablere arbejdsmarkedspensionsordninger er Danmark kommet længere end mange andre lande i at opbygge opsparingsfinansierede ordninger. Dette er en klar fordel. Den tredje frivillige søjle dækker den del af befolkningen, der ønsker at spare yderligere op, herunder de, som ikke er omfattet af arbejdsmarkedspensionerne.

5.1.3 Fattigdomsbekæmpelse eller indkomstsikring

Folkepensionens grundbeløb ydes til alle pensionister, som er fyldt 67 år, og som har haft bopæl i Danmark i 40 år. Grundbeløbet på maksimalt ca. 46.000 kr. (1997) indkomstbeskattes og er uafhængigt af tidligere indkomst og formueforhold. Siden 1994 er grundbeløbet indkomstreguleret, således at arbejdsindkomst over ca. 151.000 kr. årligt for enlige og ca. 132.000 for gifte fradrages med 60 pct. i pensionsudbetalingen (1997).

Det danske offentlige pensionssystem sigter således mod at sikre alle pensionister en minimumindkomst uanset indbetalinger. I mange andre lande fastsættes den offentlige pensionsydelse i forhold til indkomsten i den erhvervsaktive alder. De velstillede får ofte større overførsler end de fattige i sådanne systemer. En analyse foretaget af Verdensbanken blandt OECD-landene viser, at andelen af fattige blandt de ældre er mindre i lande med ordninger, som er baseret på en grundydelse og eventuelt indkomstgraderede tillægsydelser end lande, hvor ordningerne mest består af indkomstrelaterede pensionsydelser²⁵.

De samlede udgifter til folkepensionen udgjorde ca. 4,9 pct. af BNP i 1997, heraf udgjorde udgifterne til folkepensionens grundbeløb skønsmæssigt ca. 2,9 pct. af BNP. Folkepensionsordningen ville være billigere, hvis grundbeløbet udbetaltes efter fattigdomskriterier. F.eks. kunne pensionister med anden pensionsindkomst over et vist niveau udeluk-

kes fra folkepensionsydelse, som man besluttede at gøre i Finland i 1996. De administrative omkostninger ville dog blive øget. Ud over de „ægte“ fattige ville et sådant system endvidere komme til at dække aldersforsørgelse for pensionister, der kunne have sparet op, men som på grund af sikkerhedsnettet har valgt ikke at gøre det og i stedet har prioriteret et større privatforbrug. Desuden vil det reducere incitamentet til selv at foretage pensionsopsparring.

Det progressive indkomstskattesystem sørger for, at der sker en omfordeling fra de med højere indkomster, der bidrager forholdsvis mere til ordningen. Hvis man fratager de bedrestillede folkepensionsydelse, kan det uønskede resultat blive, at der er mindre opbakning til systemet. Risikoen er, at de velstillede i højere grad stiller spørgsmålstegn ved deres skattebyrde med en polarisering som resultat. En indkomstgraderet grundydelse vil desuden forøge samspilsproblemerne for lavtlønnede og formindske incitamentet til at spare op i arbejdsmarkedspensioner. Da grundpensionen er skattepligtig, er den reelle grundpension endvidere mindre for højindkomstmodtagere end for lavindkomstmodtagere. Der synes i det danske samfund at være bred politisk opbakning til, at der skal være en minimumsydelse, som alle er berettiget til. Ved at det offentlige pensionssystem specialiserer sig i en omfordeling mellem generationer og de andre søjler på pensionsopsparring, opnås således en ønskelig arbejdsdeling.

5.1.4 Tillægsydelse

Ud over grundbeløbet kan pensionister få tillægsydelse, der gradueres efter anden pensionsindkomst og formueafkast. Tillægsydelse udløser samspilsproblemer, der opstår i interaktionen mellem skattesystemet og de sociale ydelse. På den ene side aftrappes en række offentlige ydelse med stigende indkomst, og på den anden side bliver den stigende indkomst beskattet. Af pensionisthusholdningerne fik 62 pct. aftrappet en eller flere indtægtsafhængige ydelse i 1996, og 34 pct. af pensionisthusholdningerne havde en sammensat marginalprocent på 55 eller mere. Siden bruttoficeringen af folkepensionen i 1994 er en større del af folkepensionen indkomstafhængig, og dermed er samspilsproblemet forøget.²⁶

En måde at løse dette problem på er at tilkende folkepensionens tillægsydelse efter strengere kriterier. Med større fremtidige udbetalinger fra arbejdsmarkedspensioner vil færre have behov for tillægsydelse. Mindre udgifter på dette område vil medvirke til, at skattesatserne kan holdes nede, og at den enkelte kan tage et større ansvar for sin alders-

²⁶ Økonomisk Oversigt Maj 1996

forsørgelse. Samtidig vil tillægsydelse i højere grad kunne målrettes til de personer, der ikke har haft overskud til at spare op i den erhvervsaktive alder.

5.1.5 Indeksering

Pensioners relative værdi kan forringes ved at ændre på indekseringen. Det fremgår af beregningerne i kapitel 3, at den valgte indekseringsregel har stor betydning for udviklingen i de offentlige ældreudgifter. Lønindeksering af de samlede per capita-udgifter til de ældre giver den største stigning i ældreskattetrykket. En differentieret indeksering, hvor per capita-indkomstoverførslerne til de ældre følger lønudviklingen, mens per capita-udgifterne til ældreservice følger prisudviklingen, kan kun i beskedent omfang begrænse stigningerne i ældreskattetrykket, jf. tabel 3.4. Prisindeksering af begge udgiftskategorier vil derimod - afhængigt af produktivitetsudviklingen - føre til stabilisering eller direkte fald i ældreskattetrykket.

I mange lande er pensionerne indekserede i forhold til prisudviklingen²⁷. I Danmark reguleres pensionerne i forhold til bruttolønudviklingen i den private sektor. Dette sikrer, at der ikke opstår indkomstforskelle mellem generationerne, men det giver også en stærkere stigning i ældreudgifterne.

Pensionernes relative værdi ville blive forringet betydeligt, hvis man gik væk fra regulering i forhold til bruttoløn og skiftede til regulering i forhold til prisudviklingen, men til gengæld er det muligt, at behovet for de indkomstgraduerede tillægsydelse ville blive større. I Storbritannien steg behovet for sociale ydelser således betragteligt, efter at de statslige pensioners relative værdi i forhold til lønninger begyndte at falde i midten af 1980'erne som følge af prisindeksering.²⁸ En ændret indeksering af pensionerne for at opnå besparelser i de offentlige udgifter skal derfor blandt andet afvejes mod potentielle udgifter ved øget behov for tillægsydelse.

Lønningerne i ældresektoren stiger også i takt med lønningerne i den private sektor. Forholdet mellem de offentlige ældreudgifter og BNP ændres derfor ikke af generelt højere produktivitet i samfundet. Dette

²⁷ I USA, Japan, Frankrig, Italien, Storbritannien, Canada, Australien, New Zealand, Spanien og Sverige er pensionsydelse indekserede i forhold til prisudviklingen. I Tyskland, Holland og Østrig er pensionsydelse indekserede i forhold til nettolønudviklingen, mens der i Finland og Norge bruges en kombination af pris- og lønudvikling. I Belgien bliver pensionsydelse til offentligt ansatte reguleret i forhold til lønudviklingen, mens øvrige pensionsydelse bliver reguleret i forhold til prisudviklingen. (Roseveare m.fl. (1996) og Davis (1997))

²⁸ Miles, 1997

indebærer, at højere BNP-vækst som følge af højere produktivitet ikke i sig selv vil løse problemet med forsørgerbyrden. Men en øget beskæftigelse vil reducere problemerne. Ligeledes vil særlig store produktivitetsstigninger i ældresektoren mindske problemerne. Omvendt vil en mindre produktivitetsstigning i ældresektoren end i det øvrige samfund forøge problemerne.

Folkepensionen er årligt steget med 0,7 pct. enheder mere end real-lønstigningerne i perioden 1971-1993²⁹. Pensionisterne har altså i denne periode forbedret deres relative levestandard i forhold til den erhvervsaktive befolkning. En fortsættelse af denne udvikling fremstår ikke som holdbar på langt sigt, mens det også forekommer urealistisk, at folkepensionen bliver reguleret med mindre end lønudviklingen.

5.1.6 Offentlig pension og incitament

Generelt gælder, at hvis den pension, som den enkelte får udbetalt, er klart relateret til egne bidrag, vil bidragene opfattes som opsparring. Hvis der derimod ikke er sammenhæng mellem de to forhold, vil den enkelte tendere at opfatte bidragene som en skat.

I det danske system får alle en pensionsydelse uanset tidligere indbetalt skat. Borgerne oplever således ingen sammenhæng mellem det indbetalte bidrag til systemet og den fremtidige udbetaling. Dette indvirker negativt på incitamentstrukturen i samfundet og forringer samfundets ressourceanvendelse. Desuden kan det lede til skatteunddragelse samt sort arbejde. Den seneste ændring af reglerne for opsparring i ATP har forstærket dette problem.

Folkepensionen garanterer borgerne en grundindkomst i alderdommen og begrænser forskellene i indkomst mellem generationer. Det er imidlertid vigtigt, at pensionen i den første søjle begrænses for ikke at gå ud over tilskyndelsen til at arbejde og til supplerende opsparring. For at begrænse den første søjle bør folkepensionen være så stor, at den giver en minimum levestandard og samtidig så lav, at den animerer til supplerende privat pensionsopsparring. Herved opnås, at udgiftstrykket holdes nede, og at incitamenterne til at arbejde og spare op forringes mindst muligt.

Pensionens dækningsgrad - målt som forholdet mellem summen af folkepension og ATP og den gennemsnitlige løn - er steget med 20 pct.-points fra ca. 36 pct. til omkring 56 pct. i perioden 1961-1995 ifølge beregninger foretaget af OECD³⁰.

²⁹ Jf. Budgetredegerelsen, 1996

³⁰ OECD Economic Outlook, Juni 1998

Tabel 5.3 Offentlige, obligatoriske alderspensionssystemer: forandringer siden 1960'erne

	Standard pensionsalder ¹⁾		Bruttodækningsgrad summarisk indikator ²⁾		Pensions-optjeningsgrad ³⁾	
	1961	1995	1961	1995	1967	1995
Australien	65 (60)	65 (60)	19,1	40,9	0	0
Østrig	65 (60)	65 (60)	79,5	79,5	13	12
Belgien	65 (60)	65	72,6	67,5	32	15
Canada	70	65	31,1	51,6	23	0
Danmark	67	67	35,9	56,2	2	1
Finland	65	65	34,9	60,0	10	4
Frankrig	65	60	50,0	64,8	25	12
Tyskland	65	65	60,2	55,0	13	11
Irland	70	66	38,6	39,7	0	0
Italien	65 (55)	62 (57)	60,0	80,0	24	10
Japan	65 (55)	60 (58)	24,6	52,1	5	3
Holland	65	65	29,0	41,2	9	9
New Zealand	65	62	32,0	61,3	0	0
Norge	70	67	25,3	60,0	17	9
Spanien	65	65		100,0	0	0
Sverige	67	65	53,8	74,4	21	0
Schweiz	65 (63)	65 (62)	28,4	49,3	12	11
England	65 (60)	65 (60)	33,4	49,8	0	10
USA	65	65	39,1	56,0	0	0

¹⁾ Standard pensionsalder for kvinder i parentes

²⁾ Den summariske indikator for bruttodækningsgraden er et gennemsnit af 4 tilfælde: 2 indtjeningsniveauer (dvs. gennemsnitlig løn og 2/3 af gennemsnitlig løn) og 2 husholdningssammensætninger (dvs. en enlig lønmodtager og en lønmodtager med en afhængig kone). I alle tilfælde forudsættes, at lønmodtageren begynder at arbejde som 20 årig alder, og at han arbejder uafbrudt frem til standard pensionsalderen. Indtjeningsprofilen i den erhvervsaktive periode forudsættes at være flad og indtjeningen tilpasset i forhold til ændringer i gennemsnitlige lønninger.

³⁾ Stigninger i alderspension for en 55-årig ved at arbejde i yderligere 10 år, procentpoint af bruttodækningsgraden.

Kilde: OECD Economic Outlook juni 1998

5.1.7 Finansiering af folkepensionen

I Danmark finansieres det offentlige pensionssystem med skatter, mens finansieringen i mange andre lande foregår over arbejdsmarkedsbidrag. Skattefinansiering er mindre gennemslagskraftig end finansiering ved øremærkede arbejdsmarkedsbidrag. Ved finansiering gennem arbejdsmarkedsbidrag kan man se, hvornår ordningen har et over- eller underskud i modsætning til ved skattefinansiering.

5.1.8 Skal en større del af det offentlige system fundes?

Fundede ordninger kan medvirke til at øge husholdningernes opsparing og kapitalopbygning i modsætning til ordninger med løbende finansiering. En opbygning af præmiereserver vil medvirke til at reducere behovet for et højere skattetryk på længere sigt. Dette vil give effektivitetsgevinster i form af mindre forvriddinger på arbejdsmarkedet.

Når der etableres en opsparingsfinansieret del i pensionssystemet, er der en generation, der - i en vis forstand - kommer til at betale to gange. Denne generation skal dels betale for skattefinansieringen af de løbende pensionsudbetalinger, dels spare op til sin egen pension. I Danmark er denne proces i fuld gang gennem udbredelsen af arbejdsmarkedspensioner. Den nuværende generation betaler således „dobbelt“ ved - via skatterne - at betale for de offentlige, løbende pensionsudbetalinger og samtidig spare op til sin egen private pension. Det skattefinansierede pensionssystem pålægger fremtidige generationer en stor byrde. Det er derfor nødvendigt at udbygge pensionsopsparingen for fremover at få en bedre byrdefordeling mellem nuværende og fremtidige generationer. Udfordringen for den økonomiske politik er at finde den rette afvejning i byrdefordelingen.

Udbredelsen og den igangværende udbygning af det private pensionssystem i Danmark mindsker behovet for en større fundning i det offentlige system. Der kan dog opstå u hensigtsmæssige effekter af en stor del offentligt ejet kapital i pensionsordningerne blandt andet vis risikoen for, at det vil lede til et højere offentligt forbrug. Man kan heller ikke bortse fra muligheden for, at ledelsen bliver udsat for politisk pres, eller at investeringer foretages af politiske årsager. I dag „ejer“ den offentlige sektor indirekte allerede omkring halvdelen af den private pensionsopsparing i kraft af den udskudte skat. Endvidere vil bidragene til en funded offentlig ordning hurtigt kunne komme til at opfattes som en skat med afledte forvriddende effekter, jf. om ATP nedenfor.

ATP og LD kan siges at udgøre den opsparingsfinansierede del af det offentlige pensionssystem. LD er under afvikling, mens ATP er obliga-

torisk for alle lønmodtagere over 16 år, som har en ugentlig arbejdstid på mere end 9 timer. ATP er den mest udbredte supplerende pensionsordning i Danmark. Lønmodtagere, der er fraværende fra arbejdsmarkedet på grund af arbejdsløshed, sygdom eller barsel, betaler også ATP-bidrag. Bidragene er uafhængige af indtægt, men varierer med omfanget af den enkeltes tilknytning til arbejdsmarkedet. Størstedelen af de offentligt ansatte betaler det halve af den sats, som privatansatte bidrager med.

I forbindelse med lovgivningen om den midlertidige tvangsopsparing i ATP i efteråret 1997 indførtes individuelle konti, således at den enkelte vil få udbetalt det akkumulerede opsparede beløb. Med pinsepakken fra juni 1998 blev den særlige opsparing på 1 pct. af lønnen gjort permanent, men således at alle vil få samme beløb udbetalt engang i fremtiden. Dermed forværres incitamentstrukturen idet der ikke længere vil være nogen sammenhæng mellem det nu permanente særlige bidrag på 1 pct. af lønsummen og fremtidige udbetalinger.

For at opsparerer skal kunne opfatte ATP som en form for opsparing og ikke som en skat, er det afgørende, at opsparerer har en ejerret til det opsparede beløb. Desuden er det ønskeligt, at indeståendet kan flyttes efter opsparerens valg. Det vil forbedre incitamentstrukturen. Efter svensk forbillede kunne ATP drage omsorg for forvaltningen af pengene, hvis den enkelte ikke selv foretager et valg.

Ca. 100.000 pensionister og potentielt godt 180.000 erhvervsaktive i stat og kommune var i 1997 omfattet af tjenestemandspension. Ordningen finansieres af det løbende skatteprovenu. Herigennem har staten oparbejdet en skjult gæld på omkring 100 mia.kr. i forpligtelser til fremtidige udbetalinger. Det kan være hensigtsmæssigt, at den offentlige sektor som arbejdsgiver - på lige fod med den private sektor - funder disse pensionsforpligtelser. Herigennem skabes større gennemsigtighed vedrørende omkostningerne ved den offentlige beskæftigelse og det fremtidige udgiftspress reduceres.

5.1.9 Konsolidering

Danmark er i forhold til mange andre lande i en favorabel økonomisk udgangssituation med hensyn til at tackle de opridsede problemer. Men åndehullet er tidsbegrænset, eftersom ældrebyrden begynder at vokse efter år 2005.

Den økonomiske politik bør indrettes på konsolidering af de offentlige finanser. Kun med forbedrede offentlige finanser kan der skabes et større råderum for den økonomiske politik, når problemerne med ældrebyrden begynder at melde sig. Der er således behov for en nedbringelse af den offentlige gæld i løbet af de kommende år. Det er vigtigt, at

der lægges en langsigtet strategi for at komme den fremtidige offentlige „nedsparing“ i forkøbet. Et væsentligt element i denne sammenhæng vil være en reform af det samlede pensionssystem. Formålet med en reform af pensionssystemet er at finde en acceptabel afvejning mellem incitament, omfordeling og forsikring.

Offentlige ydelser bliver hurtigt rettigheder, der politisk er vanskelige at fjerne. Det viser erfaringerne med efterlønsordningen. Modstand mod reformer kan også skyldes en usikkerhed hos borgerne om, hvorvidt en foreslået ændring er tilstrækkelig til at konsolidere systemet og dermed også bliver den sidste.

Den politiske troværdighed om pensionspolitikken er vigtig for at få positive resultater af en opsparingsfremmende politik. En samlet debat om de fremtidige byrder vil give mulighed for at lægge en langsigtet strategi. Jo hurtigere en troværdig strategi kan fastlægges, desto mindre bliver behovet for skatteforhøjelser. Desuden kan en samlet strategi mindske modstanden mod en reform, da de fleste både vil vinde og tabe³¹. Endelig bør en reform implementeres gradvist for at give befolkningen tilstrækkelig tid til at tilpasse sig ændringerne.

5.2 Privat opsparing

Den private opsparing består af selskabssektorens og husholdningernes opsparing, jf. kapitel 2. I det følgende fokuseres udelukkende på husholdningssektorens opsparing.

5.2.1 Udviklingen i husholdningssektorens opsparing

De danske husholdningers opsparingstilbøjelighed er forholdsvis lav. Det resulterer i en betydeligt lavere finansiel nettoformue og en højere bruttogæld i Danmark end i andre lande. Størstedelen af husholdningernes opsparing går til bolig og pensionsordninger. På pensionsområdet står husholdningerne imidlertid forholdsvis godt i sammenligningen³².

Husholdningernes opsparingskvote har været faldende siden 1993. Det er sket på trods af, at den private pensionsopsparing er steget.

Udviklingen er bekymrende, fordi den private opsparing i den nuværende demografiske situation burde stige mere. Det skyldes, at det er de midaldrende (dvs. de 40-60-årige), der forventes at spare mest op, og da de store årgange fra 1940'erne og 1950'erne begynder at nærme sig pensionsalderen, burde den private opsparing derfor være stor og stigende. Den private opsparing burde således først begynde at falde, når

³¹ Jf. Lindbeck, 1997

³² Økonomisk Oversigt, maj 1995

de store efterkrigsårgange går på pension. Den mellemliggende periode skal udnyttes til at øge den samlede opsparring, investeringer og nettofordringer på udlandet for at kunne trække på dem i perioden med en mindre gunstig aldersfordeling.

En stigning i den private opsparring vil have en række gavnlige effekter, jf. kapitel 2. Opsparingsfinansierede pensionsordninger sikrer sammenhæng mellem bidrag og ydelse og dermed undgås de forvridninger på arbejdsmarkedet, som er et resultat af det offentlige system. Desuden udvikler og udbygger opsparingsfinansierede ordninger kapitalmarkedet, jf. kapitel 7. Endelig kan der være en positiv effekt på den samlede opsparring og kapitalopbygning.

5.2.2 Arbejdsmarkedspensioner og frivillige opsparingsordninger

Tabel 5.4 viser, hvor stor en rolle pensioner, der er knyttet til et ansættelsesforhold (dvs. søjle 2), spiller i en række EU-lande. Det fremgår af tabellen, at en forholdsvis stor del af de danske beskæftigede lønmodtagere er omfattet af pensionsordningerne under søjle 2. Blandt EU-landene er det kun Holland og Frankrig, hvor udbredelsen er større end i Danmark. Den franske supplerende ordning er, til forskel fra danske, imidlertid for størstedelens vedkommende løbende finansieret.

Tabel 5.4 Udbredelsesgrad søjle 2

	Udbredelsesgrad i pct. af den samlede beskæftigelse i den private sektor i begyndelsen af 1990'erne ¹⁾	Supplerende pensioner i pct. af de samlede pensioner (1993)	Pensionsfondsaktiver i pct. af BNP (1993)
Belgien	31	8	3,4
Danmark	80	18	20,1
Tyskland	46	11	5,8
Spanien	15	3	2,2
Frankrig ²⁾	Under 10	21	3,4
Irland	40	18	40,1
Italien	5	2	1,2
Holland	85	32	88,5
Storbritannien	75	28	79,4

¹⁾ Frivillige tilsagnsordninger med undtagelse af Danmark, hvor søjle 2 er obligatorisk og bidragsfinansieret, samt Storbritannien, hvor 50 pct. er tilsagnsordninger i tilknytning til virksomhed/erhverv og 25 pct. er personlige bidragsbaserede ordninger.

²⁾ Yderligere 80 pct. af de ansatte i den private sektor dækkes af quasi-obligatoriske løbende finansierede ordninger.

Kilde: Davis, EFRP og Europakommissionen.

Der har eksisteret arbejdsmarkedspensionsordninger i Danmark siden århundredskiftet, men det var først i perioden 1987-1993, at der blev aftalt en række ordninger for LO-medlemmer. Arbejdsmarkedspensionsordninger er resultatet af forhandlinger mellem arbejdsmarkedets parter, og derfor er ordningerne ikke ens. Der er forskel på bidragsprocenterne og på det forsikringsmæssige indhold. Ordningerne har forskellig alder og befinder sig derfor på forskellige stadier med hensyn til opbygningsgrad.

De senere års ordninger er nærmest identisk opbygget, og der stilles ikke helbredskrav. Herigennem undgås, at der opstår mobilitetsproblemer for lønmodtagere ved skift mellem disse ordninger.

Tjenestemandspensionen er en tilsagnsordning, dvs. den udbetalte pension gradueres i forhold til lønnen i den erhvervsaktive alder. I den overvejende del af arbejdsmarkedspensionsordningerne baseres ydelserne derimod på indbetalte bidrag, der for de fleste lønmodtagere i fremtiden vil opgå til 9-15 pct. af indkomsten. I de fuldt udbyggede arbejdsmarkedspensionsordninger går op til 1/3 af indbetalingerne til risikodækning i forbindelse med invalide-, ægtefælle- og børnepension. Generelt gælder, at jo højere forsikringsdækning, desto mindre bliver der tilbage til alderspensionen. Ordningerne er forskellige, hvad angår vægningen af løbende ydelser og kapitalydelse. Endvidere er der stor forskel på ordningerne imellem, hvad angår muligheden for den enkelte til at vælge sammensætningen af sin personlige pensionsordning. I arbejdsmarkedspensionsordninger er sammenhængen mellem bidrag og pensionsudbetaling således større end i det offentlige pensionsystem, men mindre end i helt opsparingsbaserede individuelle ordninger. I sidstnævnte er der herudover også adgang til, at opspareren kan have direkte indflydelse på placering af midlerne.

Antallet af beskæftigede lønmodtagere, der aktivt er omfattet af en arbejdsmarkedspensionsordning, skønnes at udgøre omkring 1½ mio. personer (1994), jf. tabel 5.5. De 1½ mio. personer, der er omfattet af arbejdsmarkedspensionsordninger svarer til godt halvdelen af arbejdsstyrken. Det er således en betydelig del af befolkningen, der er omfattet af arbejdsmarkedspensionsordninger, men der er også en meget stor del, der ikke har nogen dækning i denne form.

Det skønnes, at 90 pct. af lønmodtagerne vil have bidraget til en arbejdsmarkedspensionsordning i længere eller kortere tid, når ordningerne er fuldt udbyggede. Der kan derfor forventes en betydelig spredning i de arbejdsmarkedspensionsydelse, der bliver udbetalt, jf. figur 5.1.

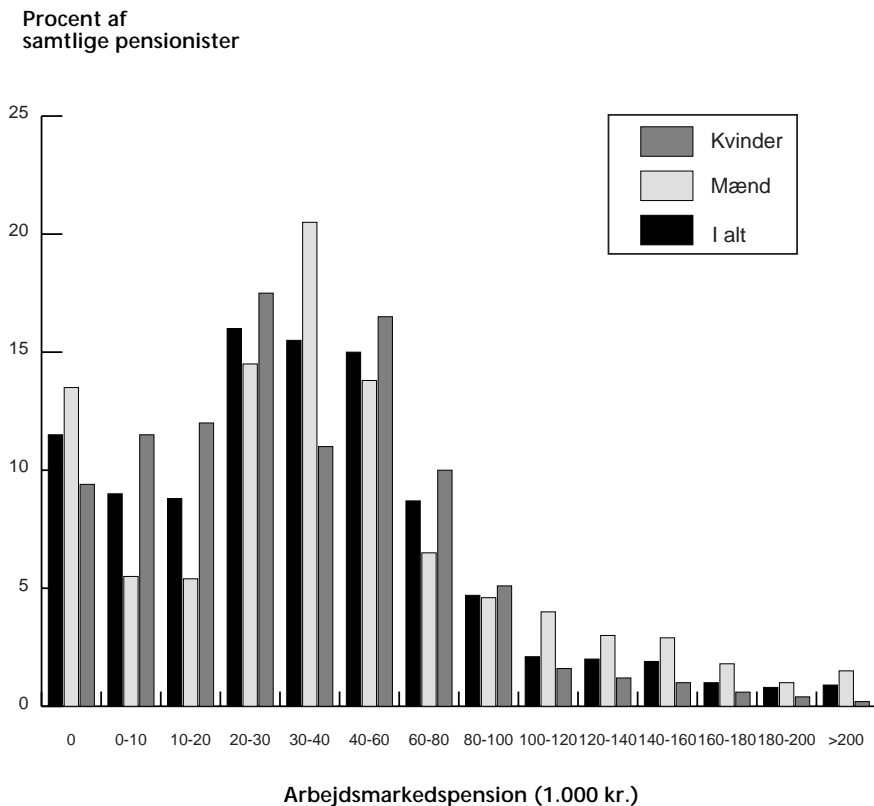
Individuelle ordninger kan oprettes som ratepensioner og som kapitalpensioner. Der har været en mindre stigning i den individuelle pensionsopsparing end i arbejdsmarkedspensionsordningerne i de senere år. I 1997 indbetalte mere end 1 mio. personer i gennemsnit ca. 15.000 kr. til in-

Tabel 5.5 Antal beskæftigede lønmodtagere som er aktivt omfattede af en arbejdsmarkedspensionsordning, 1994

Tjenestemænd	230.000
De „gamle“ ordninger	260.000
89-ordninger	150.000
93-ordninger (inkl. tiltrædelse til 89-ordninger)	500.000
Firmaordninger i livs- og pensionsforsikringselskaber	350.000
Firmapensionskasser	9.000
I alt ca.	1.500.000

Kilde: Supplerende pensioner i Danmark, ATP 1994

Figur 5.1 Størrelsen og fordelingen af arbejdsmarkedspensioner udover ATP blandt fremtidens pensionister



Anm. Fordelingen er vist i 1994-lønniveau

Kilde: Pensionsopsparingens udbredelse og dækning, Arbejdsministeriet m.fl. juni 1995

dividuelle ordninger. Blandt de individuelle ordninger har specielt kapitalpensionsordningerne fået en stigende betydning. Pinsepakken fra juni 1998 indeholdt en begrænsning af den skattemæssige fradragsværdi af indbetalinger til kapitalpensionsordninger.

Det er sandsynligt, at der er mange personer, der sparer op både i arbejdsmarkedspensioner og i individuelle ordninger. Ved udgangen af 1994 var skønsmæssigt 55-60 pct. af den samlede befolkning i alderen 20-66 år omfattet af en arbejdsmarkedspensionsordning og/eller en individuel pensionsordning.³³

En forsigtig investeringspolitik er mere væsentlig i de rent opsparingsbaserede individuelle ordninger end i de andre, da disse sparere ikke i samme grad kan bære investeringsrisikoen. I arbejdsmarkedspensionsordningerne fordeles risikoen i et vist omfang mellem generationerne. Individuelle ordninger dækker dog et bredt spektrum, da de kan være helt opsparingsbaserede, have en begrænset risikodækning eller være rene risikoforsikringer. De individuelle ordninger kan kombineres med forsikring for f.eks. alders-, invalide- og børnepension.

5.2.3 Øges den samlede opsparing af pensionsopsparingen?

Formålet med at oprette en opsparingsfinansieret del i pensionssystemet er at øge den private opsparing i samfundet. Et instrument, som kan bruges, er obligatorisk opsparing. Et andet er at give skatteincitamenter.

Pensionsopsparingen påvirkes af graden af frivillighed. Arbejdsmarkedspensionerne og ATP er i høj grad ufrivillige, da den enkelte ikke kan melde sig ud af ordningerne. For personer med høje indkomster er det lettere at tilpasse sig til den ufrivillige opsparing ved f.eks. at skære ned på anden opsparing. For personer med lave indkomster og uden anden større opsparing kan der være likviditetsbegrænsninger for handlefriheden. Disse grupper tvinges således til at spare op med positiv effekt på den samlede private opsparing. Men det kan ikke udelukkes, at en del i stedet øger deres gældsætning for at bevare deres forbrugsmuligheder, hvorved den private opsparing ikke øges.

Individuelle pensionsordninger er frivillige, men kan også være tvungne, når det gælder arbejdsgiveradministrerede ordninger. Indbetalinger til disse ordninger er højst for de grupper, som nærmer sig pensionsalderen, og denne aldersgruppe sparer også mest op. Det er sandsynligt, at den opsparing, som indsættes i frivillige individuelle pensionsordninger, i høj grad erstatter anden opsparing. Finansministeriet skønner, at 1/3 af indskuddene på kapitalpensionsordninger i

³³ Pensionsopsparingens udbredelse og dækning, Arbejdsministeriet m.fl., juni 1995

1994 var ny opsparing, og at fortrængningseffekten øges med alderen. Kun 20-30 pct. af indskuddene fra 50-60-årige skønnes at være ny opsparing, mens tilsvarende tal for de under 30-årige vurderes til 70 pct.

Skatteincitamentet har stor indvirkning på husholdningernes fordeling af opsparing. Opsparingen koncentrerer sig i opsparingsformer med lav beskatning. Men det er mindre sikkert, i hvilket omfang incitamentet øger den samlede private opsparing eller den totale opsparing i samfundet.

Pinsepakken 1998 vil forringe incitamentet til privat pensionsopsparing ved, at fradraget for indbetaling til kapitalpension reduceres, og afkastbeskatningen af pensionsopsparingen skærpes. Sammenligninger viser, at pensionsopsparingens afkast i Danmark er lavere end i mange andre lande³⁴ blandt andet på grund af afkastbeskatningen. I de fleste andre lande er pensionsafkastet skattefritaget.

Et lavt afkast af pensionsopsparingen betyder, at pensionisternes udbetalinger i fremtiden bliver lavere. Derfor vil der blive et større pres på de fremtidige tillægsydelse.

Som vist i kapitel 2 er husholdningernes øvrige opsparing ud over pensionsopsparing negativ og faldende. Dette tyder på, at den hurtigt voksende pensionsopsparing i høj grad har fortrængt anden opsparing og ikke har medført en tilsvarende stigning i den samlede private opsparing.

Samfundet har en interesse i, at den enkelte sparer op til et minimum indkomstniveau for alderdommen. Herved aflastes de offentlige finanser. Derudover er det i princippet ligegyldigt, om opsparingen foretages som pensionsopsparing eller anden opsparing. Fra dette perspektiv er det ulogisk, at pensionsopsparing skattemæssigt behandles gunstigere end anden opsparing. En opsparingsfremmende politik bør således tilskynde ikke bare til pensionsopsparing men til privat opsparing generelt.

5.2.4 Den private opsparings vilkår

Når den private opsparing ikke er større, end tilfældet er, skal en årsag findes i den private opsparings vilkår. Med høj afkastbeskatning kan det være mere attraktivt at forbruge pengene i dag end at udskyde forbruget til engang i fremtiden. Skattesystemet er endvidere indviklet og for den enkelte borger svært gennemskueligt.

Beskatningen af opsparing varierer betydeligt. Marginalskatterne på kapitalindkomst varierer således fra 40 til 59 pct. og vil i år 2002 variere mellem 32 og 59 pct., jf. tabel 5.6. Beskatningen af opsparing i aktier varierer mellem 0 og 59 pct. Forskelle i beskatningen påvirker hus-

holdningernes fordeling af opsparing. Der vil være en tendens til at kanalisere opsparing væk fra opsparingsalternativer, der giver det højeste afkast før skat til mindre produktive alternativer der, som følge af skattefordele, giver et højere afkast efter skat. Relative skattefordele kan således øge opsparingen i en bestemt opsparingsform, men omkostningerne er en mindre effektiv allokering af kapital. For at minimere forvriddinger i husholdningernes opsparingsbeslutninger af skattemæssige årsager bør skattesystemet indrettes på en sådan måde, at der er mindst mulig diskrimination mellem forskellige opsparingsformer. Ofte vil resultatet af de nugældende regler være, at den marginale opsparing bliver ramt af høje skattesatser med den konsekvens, at incitamentet til at øge opsparingen er lavt. Skattesystemet bør efterstræbe en så neutral beskatning af forskellige former for opsparing som mulig for at forbedre allokeringen af kapital og således forøge produktiviteten og levestandarden i det lange løb.

Tabel 5.6 Marginalskatteprocenter i Danmark

	1998	1999	2000	2001	2002
Positiv kapitalindkomst ved topskat ¹⁾	58,70	59,70	59,70	59,65	58,90
Positiv kapitalindkomst ved mellemskat ²⁾	46,40	45,90	45,40	44,65	43,90
Positiv kapitalindkomst ved bundskat ³⁾	40,40	39,90	39,40	38,65	37,90
Negativ kapitalindkomst (netto)	46,40 ⁴⁾	39,90	35,90	32,40	32,40
Fradragsværdien af indbetalinger til kapitalpensionsordninger ved mellem- og topskat	58,70 ⁵⁾	45,90	45,40	44,65	43,90
Fradragsværdien af indbetalinger til kapitalpensionsordninger ved bundskat	40,40	39,90	39,40	38,65	37,90

¹⁾ 1998: Positiv indkomst over 251.200 kr.

²⁾ 1998: Positiv indkomst mellem 251.200 kr. og 147.000 kr.

Mellemskattegrænsen forhøjes i 1999-2002 med 8.000 kr. pr. år.

³⁾ 1998: Positiv indkomst under 147.000 kr.

⁴⁾ For 1998: 40,4 pct. ved bundskat.

⁵⁾ For 1998: 46,4 pct. ved mellemskat.

Kilde: Skattepolitisk Oversigt nr. 5, 1998

Den danske kapitalindkomstbeskatning er høj i international sammenligning. De øvrige nordiske lande har f.eks. en væsentligt lavere beskatning af kapitalindkomst. Vore nabolande har desuden valgt beskatningsformer, der er mere gennemsigtige ved at bruge proportionale skattesatser. I Sverige beskattes kapitalindkomst med en proportional skat på 30 pct. Blandt andet på grund af kapitalens mobilitet, og også

Tabel 5.7 Aktieavancebeskatningen for personer (1998-tal)

	Børsnoterede aktier		Unoterede aktier	
Ejertid	Gevinst	Tab	Gevinst	Tab
Under 3 år	Kapitalindk.	Modregning i gevinst på akt. ejet under 3 år i indeværende år og 5 år frem.	Kapitalindk.	Modregning i gevinst på akt. ejet under 3 år i indeværende år og 5 år frem.
Opgørelsesmetode	Aktie-for-aktiemetoden		Gennemsnitsmetoden	
Over 3 år	<kr. 110200 Skattefri >kr. 110200 Aktieindk. 25/40 pct.	<kr. 110200 Intet fradrag >kr. 110200 Modregning i gevinst i indeværende år samt 5 år frem på børs-noterede aktier, ejet i mindst 3 år	Aktieindk. 25/40 pct. kr. 35000<25 pct. kr.35000>40 pct.	Fradrag i anden akt.indkomst. Skatteværdi af negativ aktieindkomst modregnes i slutskat
Opgørelsesmetode	Gennemsnitsmetoden			

Anm: Gennemsnitsmetoden: Lige før et salg beregnes anskaffelsessummen for de aktier, der skal sælges som en forholdsmæssig andel af den samlede anskaffelsessum for de aktier i det selskab, der sælges. Den samlede anskaffelsessum fordeles på de solgte aktier og de aktier, som aktionæren beholder.

Aktie-for aktie metoden: Anskaffelsessummen for den enkelte aktie lægges til grund ved opgørelsen af fortjeneste og tab.

Aktieindkomst: Aktieindkomsten op til kr. 35.000 beskattes med 25 pct. Beløb derudover beskattes med 40 pct. Aktieindkomsten kan overføres mellem ægtefæller.

Kilde: AROS (1996)

for at stimulere opsparingen, er der en trend mod lavere kapitalindkomstbeskatning i andre lande. I Danmark skærpede man ved vedtagelsen af Pinsepakken beskatningen af positiv kapitalindkomst.

Der kan opstå problemer, hvis personlig indkomst med høje marginale skattesatser kan overføres til kapitalindkomst med lavere skattesatser i virksomheder. Dette problem kan dog løses på forskellig måde, jf. erfaringerne i Norge og Sverige og Personbeskatningsudvalgets rapport 1992.

De danske regler for aktieavancebeskatning er endvidere ekstremt komplicerede, jf. tabel 5.7. Det bør være et selvstændigt mål at have enkle skatteregler, som kan gennemskues af befolkningen. Med en højere grad af gennemsigtighed kan opsparingsbeslutninger baseres på et rationelt grundlag. Gevinsten er en mere effektiv allokering af kapital. En større interesse for aktier fra den brede befolkning ville være en fordel for danske virksomheder. I Sverige beskattes aktieavance på lige fod med kapitalindkomst, dvs. en proportional skat på 30 pct. Desuden er selskabsskatten i Sverige (28 pct.) lavere end i Danmark.

5.3 Arbejdsmarkeds- og uddannelsespolitik m.m.

Formålet med en opsparingsfremmende politik er at sikre fremtidens velstandsniveau og en rimelig fordeling heraf mellem generationerne. Problemerne kan imidlertid også i et vist omfang afhjælpes via arbejdsmarkedspolitikken, jf. kapitel 4.

Fremtidens velstandsniveau afhænger blandt andet af antallet af produktive timer, dvs. hvor mange timer, der arbejdes. Antallet af udbudte arbejdstimer er en størrelse, som kan påvirkes gennem forskellige arbejdsmarkeds- og uddannelsespolitiske tiltag. Indførelsen af orlovsordninger i de senere år trækker den modsatte vej, da arbejdsudbuddet herved reduceres.

Erhvervsfrekvensen i Danmark er forholdsvis høj for både kvinder og mænd. Det danske samfund er derfor ikke, som i mange andre lande, i besiddelse af store uudnyttede arbejdskraftreserver blandt kvinderne, som kan mobiliseres i mangelsituationer. Reserverne findes blandt ledige og andre overførselsmodtagere, herunder personer på efterløn. En stigning i det fremtidige antal arbejdstimer kan således primært opnås ved at forlænge den erhvervsaktive periode og ved en stigning i arbejdstiden.

5.3.1 Tilbagetrækningsalder

I Danmark er tendensen til tidligere tilbagetrækning blevet understøttet af indførelsen af efterløn i 1979. Tanken var at tilskynde ældre til at forlade arbejdsmarkedet til fordel for unge ledige. Reelt er det imidlertid en skattefinansieret pensionsordning, der administreres af arbejds-

løshedskasserne. Efterlønnen, som er en ordning for de 60-66 årige, er ikke en universel ydelse men kun tilgængelig for dem, der har været medlemmer af en arbejdsløshedskasse i 20 år. I de første 2½ år kan der udbetales maksimal dagpengesats, dvs. 136.500 kr. (1997), hvorefter ydelsen reduceres til 82 pct. af højeste dagpengesats. Med denne ordning er det således muligt at gå på efterløn til en betydeligt højere ydelse end folkepensionen. Ordningens popularitet viser, at økonomiske incitament virker. Delpension og delefterløn er ordninger, som tillader en delvis tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet. Førtdispension ydes til 18-66-årige, som af helbredsmæssige eller sociale årsager permanent har nedsat erhvervsevne.

Som vist i kapitel 3 kan den største enkelte effekt på de offentlige udgifter for de ældre fås ved at hæve tilbagetrækningsalderen. Gøres det ikke, vil udgifterne for statskassen øges, fordi der ikke bare bliver flere ældre at forsørge, men de vil også trække sig tidligere tilbage fra arbejdsmarkedet. Hertil kommer, at vi lever længere.

Udgifterne til efterløn finansieres over skatten, da staten yder 100 pct. refusion til A-kassernes udgifter til efterløn. I efterlønsordningen er sammenhængen mellem bidrag og ydelse således meget lille. Medlemmer af A-kasser i 20 år kan for deres kontingent få adgang til en ydelse, der i overvejende grad betales af hele befolkningen.

Problemet er komplekst, da det også er et spørgsmål om, hvorvidt der er plads og fleksibilitet nok til de ældre på arbejdsmarkedet. Det er sandsynligt, at arbejdsgivere foretrækker ung arbejdskraft, og at efterlønsordningen har haft den ikke-tilsigtede sideeffekt at slå arbejdsmarkedet for den ældre arbejdskraft i stykker. Af de 60-66 årige var kun 26 pct. beskæftiget i 1996. Den demografiske udvikling med færre i de unge årgange vil formentlig gøre ældre arbejdskraft mere attraktiv på arbejdsmarkedet.

Incitamentstrukturen til at fastholde de ældre på arbejdsmarkedet bør underkastes en kritisk vurdering, inkl. muligheden for delvist at gå på pension. En sådan gennemgang bør have for øje, at der altid skal være en økonomisk fordel ved at arbejde. Der bør således være en nedgang i den samlede indkomst for den enkelte af at gå fra heltid til deltid og en yderligere nedgang ved at gå på pension. Tidligere tilbagetrækning bør være en mulighed, men de økonomiske konsekvenser heraf bør i langt højere grad afspejle de samfundsøkonomiske omkostninger.

5.3.2 Andre måder hvorpå det fremtidige antal arbejdstimer kan øges

Det fremtidige antal produktive arbejdstimer kan også øges ved, at de unge træder tidligere ind på arbejdsmarkedet. I forhold til mange andre

lande bliver den danske ungdom sent færdig med uddannelsen. De unges incitamenter til at blive tidligere færdige med deres studier kan påvirkes gennem ændringer af uddannelsessystemet (optagelsesregler osv.) og af SU-reglerne. Fordelen ved at få de unge ind i arbejdsstyrken på et tidligere tidspunkt skal dog afvejes med den af mindre modenhed og „livserfaring“ hos de yngre medarbejdere.

Antallet af produktive arbejdstimer kan desuden øges ved en bedre udnyttelse af det potentiale, som overførselsindkomstmottagere med fuld eller delvist nedsat erhvervsevne i den erhvervsaktive alder besidder.

Endelig kan en stigning i nettoindvandringen af personer i de erhvervsaktive aldre også reducere problemerne.

5.4. Konklusion

I en international sammenligning har Danmark et forholdsvis godt udgangspunkt for at imødegå den stigende ældrebyrde. Målt ved de fremtidige konsekvenser for udviklingen i skattetryk og i pensionsudgifter ligger Danmark i midterklassen internationalt set. Opbygningen af funderede pensionsordninger er uden tvivl et aktiv i denne sammenhæng. Men et af de højeste skattetryk blandt OECD-landene indebærer, at konsekvenserne af uændret politik kan blive endog alvorligere i Danmark end andre steder. Derfor er en langsigtet troværdig strategi for at øge opsparingen i samfundet påkrævet.

Resultater kan opnås ved at ændre på pensionssystemets indretning. Der er stor opbakning til at folkepensionens grundbeløb skal ydes til alle, men der er muligheder for at ændre indekseringsform for folkepensionen og at tildele tillægsydelse efter betydeligt strengere kriterier. En ændring af opsparingen i ATP, således at opspareren har ejerrettigheder til sin opsparing og mulighed for at flytte den efter eget ønske, vil forbedre pensionssystemet.

Det nuværende pensionssystem indebærer imidlertid også, at der i fremtiden vil være store forskelle mellem dem, der har en supplerende pensionsopsparing, og dem der ingen har. Dette er en konsekvens af pensionssystemets opbygning.

For at få et fremtidigt højere velfærdsniveau er det væsentligt, at den samlede opsparing øges. En generel opsparingsfremmende politik er et væsentligt element i en hensigtsmæssig langsigtet strategi. En afgørende forudsætning herfor er at sikre en sund samfundsøkonomisk udvikling. Derudover kan der peges på behovet for en ensartet, enkel og lavere beskatning af opsparing.

6. Opsparingens realværdi

Kan vi have tillid til, at øget opsparing også vil resultere i bedre fremtidige levevilkår? Hvad skal de fremtidige pensionister leve af? Spørgsmål af denne type dukker hyppigt op i den politiske debat og giver anledning til megen mistro, om det er hensigtsmæssigt at spare op.

Formålet med opsparing er at erhverve sig fremtidige forbrugsmuligheder. Det er således afgørende for incitamentet til at spare op, at der er tillid og troværdighed til, at opsparingen i fremtiden kan omsættes i forbrugsmuligheder. Er dette ikke tilfældet, er det sandsynligt, at private husholdninger vil foretrække sikkert nutidigt forbrug frem for usikkert forbrug i fremtiden.

De fremtidige forbrugsmuligheder vil afhænge af det fremtidige produktionsresultat, og det er derfor afgørende, på hvilken måde opsparing kan sikre en andel i det fremtidige produktionsresultat. Dette rejser for økonomien som helhed spørgsmålet, om samfundet under ét kan øge sine fremtidige forbrugsmuligheder via øget opsparing. Er dette ikke tilfældet, vil det betyde, at en opsparingspolitik ikke er løsningen på de problemer, den stigende forsørgerbyrde skaber.

I afsnit 6.1 betragtes problemstillingen fra en samfundsøkonomisk synsvinkel, mens der i afsnit 6.2 tages udgangspunkt i den enkelte opsparer.

6.1 Opsparing og fremtidige forbrugsmuligheder

Set fra et samfundsøkonomisk synspunkt er det afgørende, om man kan øge investeringerne og kapitalakkumuleringen ved at øge opsparingen. I den økonomiske litteratur gives der traditionelt to velkendte, men modstridende svar på dette spørgsmål. På kort og mellemlangt sigt vil en forøgelse af opsparingen mindske efterspørgslen og dermed aktiviteten. Heraf følger opsparingsparadokset, at en øget opsparingskvote via den depressive effekt på efterspørgslen kan mindske såvel opsparing som investeringer. På det lange sigt er det imidlertid sådan, at en højere opsparingskvote betyder et højere investeringsniveau og dermed øget kapitalakkumulering. Dette bidrager til at øge produktionen. Dette er en central pointe i vækstteori, der også er underbygget empirisk. Øget opsparing (og investeringer) fører til højere vækst³⁵.

I ovenstående ræsonnementer er der imidlertid ikke taget specielt hensyn til betydningen af international handel med varer og kapital. Specielt for en lille økonomi som den danske, der er tæt integreret i in-

ternationale vare- og kapitalmarkeder, er de internationale forhold vigtige. For en såkaldt lille og åben økonomi gælder det således, at en reduktion af den hjemlige efterspørgsel ikke altid betyder et fald i aktiviteten på kort og mellemlang sigt. Årsagen er, at en del af denne efterspørgsel vender sig mod produkter produceret i udlandet. Modsat er mange danske virksomheders produktion lagt an på salg til udenlandske markeder. Empiriske erfaringer viser imidlertid, at ændringer i den indenlandske efterspørgsel har haft stor betydning for aktiviteten i Danmark.

For en økonomi tæt integreret på de internationale kapitalmarkeder gælder også, at øget opsparing ikke nødvendigvis giver anledning til øgede investeringer og kapitalakkumulering i landet. Med tilnærmelsesvis perfekt integration af de internationale kapitalmarkeder vil afkast og rentesatser tendere at være ens på tværs af landegrænserne. Øget opsparing i et givet land vil blive fordelt ud over de internationale kapitalmarkeder uden nødvendigvis at have nogen nævneværdig nettoeffekt på det indenlandske investeringsniveau. Opsparingen vil blive placeret der, hvor afkastet forventes at blive højest. Tilsvarende vil gunstige investeringsmuligheder i hjemlandet kunne tiltrække kapital både fra indenlandske og udenlandske investorer.

Øget opsparing vil - såfremt investeringseffekten er minimal - give sig udslag i en forbedring på betalingsbalancens løbende poster. Den øgede opsparing går til erhvervelse af fordringer i udlandet eller til tilbagekøb af udlændinges fordringer i det danske produktionsapparat. Set ud fra en opsparingssynsvinkel er det stadig tilfældet, at opsparing giver en andel i - hjemlandets eller udlandets - fremtidige produktionsresultat.

Set fra en samfundsøkonomisk synsvinkel er det således klart muligt at øge de fremtidige forbrugsmuligheder ved at give afkald på aktuelt forbrug.

En fordeling af opsparingen på indland og udland har den umiddelbare fordel, at man kan fordele risikoen. Værdien af ens opsparing afhænger ikke kun af udviklingen i produktionsmulighederne i et enkelt land. En optimal opsparingsdeling vil således tilsi en fordeling af opsparingen på indenlandske og udenlandske investeringer for at mindske risikoen. Det er dog ikke realistisk, at man herved fuldstændigt kan fjerne risikoen, da de forhold, der er afgørende for de fremtidige produktionsmuligheder, er rimeligt ens for de fleste lande.

Forudsætningen om helt perfekt integration af de internationale kapitalmarkeder og dermed uafhængighed mellem opsparing og investeringer holder imidlertid ikke³⁶. Selv om integrationen er stor, og der derfor er en stor påvirkning fra internationale kapitalmarkeder til det

³⁶ Jf. det såkaldte Feldstein-Horioka paradoks, se f.eks. Obstfeld og Rugoff (1996).

danske kapitalmarked, er danske fordringer ikke helt perfekte substitutter for udenlandske fordringer³⁷. Den imperfekte substitution skyldes på den ene side forskellige imperfektioner - herunder information og transaktionsomkostninger - og på den anden side valutakursrisiko. Sidstnævnte opstår, selv om vi følger en såkaldt fastkurspolitik, fordi der stadig er mulighed for valutakursudsving og ændringer i valutakurspolitikken. Substitutionsgraden er således stor, men ikke perfekt. Selv om en del af en øget indenlandsk opsparring fordeles via de internationale kapitalmarkeder, vil der også være en væsentlig del, der påvirker de indenlandske kreditvilkår og dermed investeringsniveauet. Sidstnævnte effekt kan opstå såvel direkte - givet den imperfekte substitutionsgrad, der er mellem indenlandske og udenlandske fordringer - som indirekte, fordi substitutionsgraden øges, da øget opsparring afhjælper betalingsbalancen og dermed gør en fastkurspolitik mere troværdig for investorerne med et fald i rentespændet til udlandet til følge. Disse forhold er med til at forklare, at der kan være en temmelig tæt forbindelse mellem opsparring og investeringer selv i meget åbne økonomier.

Dette betyder, at opsparringen bliver af stor betydning for de fremtidige indenlandske produktionsmuligheder, og at forbrugsmulighederne derfor bliver tæt knyttet til udviklingen heri. Et afgørende spørgsmål bliver, hvorledes opsparringen bliver allokert. De positive dynamiske effekter af en øget opsparring indtræder ikke, hvis den øgede opsparring ikke giver sig udslag i øgede investeringer i produktionsapparatet i den private sektor. Det er imidlertid sandsynligt, at en del af den øgede opsparring vil gå til investeringer i bygge- og anlægssektoren samt til investeringer i varige forbrugsgoder. I en analyse af, hvorledes øget opsparring påvirker de produktive investeringer i USA, konkluderede Summers (1985), at øget opsparring kun havde en moderat effekt på de produktive investeringer. En stor del af opsparingsstigningen gik til finansiering af udenlandske investeringer, og den del af opsparringen, der allokeredes i hjemlandet, gik i væsentlig grad til værdistigninger på jord og fast ejendom samt bygge- og anlægsinvesteringer.

Spørgsmålet om, i hvilken udstrækning en forøget indenlandsk opsparring fordeles på indenlandske investeringer eller udenlandske investeringer (dvs. slår direkte igennem på betalingsbalancens løbende poster), er ikke kun væsentligt i relation til de fremtidige forbrugsmuligheder. Det skyldes primært, at de fremtidige beskæftigelsesmuligheder i Danmark er tæt knyttet til kapitalapparatets ekspansion og dermed investeringerne. Øgede investeringer i økonomien øger beskæfti-

³⁷ Empiri viser, at der er en betydelig „home-bias“ i placeringsmønstrene på de finansielle markeder, se f.eks. Lewis (1996).

gelsespotentialer og produktiviteten. Hermed er der åbnet for en mulig varig forbedring af de økonomiske muligheder, idet der hermed er skabt en indenlandsk produktionskapacitet til at imødekomme den overførsel af efterspørgsel til fremtiden, som den øgede opsparing repræsenterer. Giver den øgede opsparing ikke anledning til øgede investeringer, vil dette ikke være tilfældet. Selv om fordringserhvervelsen (=betalingsbalanceforbedringen) kan finansiere den fremtidige efterspørgsel, opsparringen repræsenterer, vil der ikke være skabt et indenlandsk produktionsapparat til løsning af beskæftigelsesproblemet. Da den økonomiske politik i perioder med ledig arbejdskraft altid vil tillægge beskræftigelsesudviklingen en høj prioritet, kan resultatet derfor blive, at den offentlige sektor må udvides, dvs. den offentlige opsparing må mindskes, og betalingsbalancen forværres. En opsparingspolitik, der også leder til en investeringsfremgang, vil derfor betyde en varig forbedring af spillerummet for den økonomiske politik og dermed skabe større sikkerhed for, at opsparringen kan omsættes i fremtidige forbrugsmuligheder.

6.2. Opsparing og reelt afkast

For den enkelte persons opsparingsovervejelser er det forventede reale afkast efter skat afgørende for incitamentet til at spare op.

I det omfang, opsparringen sker i nominelle fordringer, er der således en usikkerhed knyttet til den fremtidige inflationsudvikling. Vil et stigende inflationsniveau udhule realværdien af opsparringen og dermed de fremtidige forbrugsmuligheder? Med det aktuelle lave inflationsniveau, som dels har opnået stor troværdighed på bl.a. de finansielle markeder, og som for en række lande dels er institutionaliseret i den Økonomiske og Monetære Union, kan det være svært at forestille sig en væsentlig stigning i inflationsniveauet inden for en overskuelig tidshorisont. Stærkt stigende inflation er ikke aktuelt den største trussel mod opsparingsincitamentene. Selvfølgelig kan der spekuleres i mulighederne for et højere inflationsniveau om 20-30 år, når en række vesteuropæiske lande befinder sig midt i aldringsproblemet. Kan det tænkes, at den økonomisk-politiske holdning til inflation ændrer sig, såfremt dette instrument kan bruges til at mindske fordelingsproblemerne mellem erhvervsaktive og ikke-erhvervsaktive og eventuelle offentlige gældsproblemer? Muligheden kan ikke udelukkes. Selvom den ikke for nuværende tillægges stor sandsynlighed, afspejler den klart behovet for, at der tilrettes en langsigtet troværdig opsparingspolitik i forhold til den pensionsbyrde, Danmark i fremtiden står overfor, og i forhold til befolkningens ønsker om økonomisk vækst og forbedret velfærd.

En større usikkerhed knytter sig til beskatningen. Er der troværdighed til, at beskatningen af pensionsopsparing ikke ændres i fremtiden? En mulig skatteforhøjelse vil selvsagt reducere afkastet efter skat og dermed reducere opsparingsincitamenterne. Muligheden kan ikke udelukkes³⁸. Øget beskatning kunne medvirke til at løse fordelingsproblemer både mellem erhvervsaktive og ikke-erhvervsaktive og mellem pensionister med og uden (væsentlig) pensionsopsparing. Ligeledes kunne det tænkes, at belastningen af de offentlige udgifter affødt af en aldrende befolkning blev finansieret ved øget beskatning af f.eks. pensionsopsparing.

Incitamentet til opsparing påvirkes negativt af usikkerhed om de fremtidige beskatningsvilkår. Usikkerheden om den fremtidige beskatning af pensionsopsparing bliver forstærket af det - i internationalt sammenhæng - høje danske skattetryk og den ofte manglende konsistens i det danske skattesystem. Skattesystemet bliver løbende udsat for ændringer/justeringer, hvilket konstant giver anledning til rygter/diskussioner om ændringer af beskatnings- og fradragsregler også på pensionsområdet, hvilket øger usikkerheden.

Et eksempel herpå er spørgsmålet om bruttobeskatning af pensionsudbetalingerne. Da bruttoskatten blev indført, blev det besluttet, at der ikke skulle være fradrag for pensionsindbetalinger. Til gengæld skal udbetalingerne af pension være fritaget for bruttoskat. Dette har imidlertid medført et „konsistens/konsekvens“-problem. Da indførelsen af bruttoskatten var kombineret med en reduktion af indkomstbeskatningen, vil pensionsindbetalinger foretaget før bruttoskattens indførelse nu blive beskattet mere lempeligt som følge af den lavere indkomstbeskatning. Man skulle således i forbindelse med bruttoskattens indførelse have opkrævet bruttoskat af de bestående pensionsordninger. Det har efterfølgende givet anledning til en del forvirring/debat, at regeringen ikke har villet give garanti for, at pensionsudbetalinger i fremtiden ikke vil blive pålagt bruttoskat.

Endelig er det relativt høje skattetryk på såvel arbejdsindkomst som kapitalindkomst med til at skærpe opmærksomheden om muligheden for øget beskatning på andre områder, herunder pensionsområdet. Desuden bevirker det høje skattetryk og den manglende konsistens samtidigt, at skatteområdet har en relativt stor placering i den offentlige debat og dermed i befolkningens bevidsthed.

For en økonomi som den danske med en veludbygget og fintmasket velfærdsstat rejser der sig et særligt problem i relation til forventninger og incitament til pensionsopsparing. I det omfang der er udbredte forventninger til, at samfundet forpligter sig til at forsørge ældre, vil det

private incitament til opsparing selvsagt være mindre. Forventningerne til forsørgelse tilvejebragt af samfundet gælder ikke alene pensionsordninger, men også andre ydelser som ældrepleje, hospitaler etc., som er afgørende for velfærden. Et dilemma for velfærdsstaten er at etablere et system, hvor man kan tilvejebringe sådanne ydelser til dem, der er værdigt trængende, uden nødvendigvis samtidigt at udbrede ordningerne til alle. Sidstnævnte vil være meget omkostningsfyldt og gøre det vanskeligere at målrette en indsats mod dem eller de områder, hvor behovet er størst. I relation til pensionsopsparing er der således et stort tidsinkonsistens problem, da det i forhold til alle unge er optimalt at understrege, at de selv er (med)ansvarlige for deres egen forsørgelse som pensionister. Samtidigt vil man uvægerligt hjælpe ældre, som ikke har sikret sig et forsørgelsesgrundlag. I det omfang, dette forventes af de „unge“, vil incitamentet til at spare op til egen pension blive mindre. Der er således et behov for at privatisere ansvaret for pensionsforsørgelsen. At der her er et væsentligt problem fremgår blandt andet af, at der er en udbredt forventning om, at man kan trække sig ud af arbejdsmarkedet i en alder af godt 60 år og modtage offentlig forsørgelse. Den offentlige debat om den fremtidige pensionsbyrde har også sat sit præg på forventningerne til folkepensionens fremtidige dækning. Ifølge en Greens analyse fra november 1997 er befolkningen dybt usikker på pensionssystemets fremtid. Således forventer godt 60 pct. af danskerne, at folkepensionen i fremtiden vil blive reduceret i større eller mindre omfang, enten ved at folkepensionen bliver gradueret efter indkomst, skåret ned eller helt fjernet.

Ifølge undersøgelsen er de 30-40-årige og personer med indtjening over kr. 250.000 absolut mest skeptiske over for folkepensionens fremtid, mens den største tiltro til den offentlige pension findes hos dem, som er tættest på den, nemlig personer over 60 år. Den stigende usikkerhed omkring værdien af de fremtidige offentlige pensioner har sandsynligvis bidraget til, at flere har en eller anden form for pensionsordning. Således viser Greens-undersøgelse, at lidt over 60 pct. af alle voksne danskere i dag har en pensionsordning mod ca. hver anden for bare to år siden. Men selvom flere får en pensionsdækning via arbejdsmarkedspension, firmapension m.m., falder andelen af danskere, der venter at have pensionsordningen som væsentligste indtægtskilde som pensionister. I stedet sætter fok deres lid til deres egen private opsparing, inklusive boligen. Således venter mere end hver tredje dansker, at den personlige opsparing bliver den væsentligste indtægtskilde i pensionsalderen, mens kun knap 25 pct. sætter deres lid til deres pensionsordninger. I 1995 var situationen stort set lige omvendt, idet 32 pct.

forventede, at de hovedsageligt skulle leve af deres pensionsordning, mens kun 21 pct. anførte egen opsparing, inklusive bolig.

Hvorvidt ovenstående reflekterer de seneste års kurs- og prisstigninger på værdipapirer og ejendomsmarkedet, eller er udtryk for en kraftig stigning i usikkerheden omkring den fremtidige beskatning af pensionsordningerne, er umiddelbart svært at sige, men forskydningen væk fra pensionsordningerne må under alle omstændigheder siges at være bekymrende. For det første fordi kurs- og prisstigningerne ikke er permanente. For det andet fordi pension baseret på egen opsparing frem for en pensionsordning kan være betydeligt mere usikker, ligesom forsikringselementet ved invaliditet og død mistes.

6.3 Konklusion

For såvel inflations- som beskatningsrisikoen gælder, at de økonomisk-politiske problemer med at skabe troværdighed ikke løses ved forsøg på at give garantier for den fremtidige inflation og beskatning. Disse forhold vil afhænge af de beslutningsproblemer, fremtidige økonomisk-politiske beslutningstagere står overfor, og dagens politikere har kun ganske få og svage muligheder for at forpligte fremtidens politikere via tilkendegivelser og verbale garantier. Derimod kan dagens politikere påvirke de fremtidige økonomisk-politiske beslutninger ved at tilrettelægge den økonomiske udvikling på en sådan måde, at man minimerer sandsynligheden for, at fremtidens politikere må ty til løsningsmidler som inflation og øget (pensions-) beskatning. Dette kræver, at der allerede nu tages skridt til at løse de problemer, som den aldrende befolkning skaber i relation til fordelingen af de fremtidige forbrugsmuligheder, jf. kap. 4. Jo længere tid der går uden initiativer, desto større bliver problemerne, og desto større bliver sandsynligheden for, at man i fremtiden må gribe til løsningsmidler som øget inflation og øget beskatning. Den bedste måde at skabe troværdighed på allerede i dag er at tage fat om løsningen af problemerne. Gøres dette, vil det i sig selv lette tilpasningsproblemerne, da øget troværdighed vil øge opsparingsincitamenterne og dermed gøre en løsning nemmere.

7. Kapitalmarkederne

Uanset om de fremtidige pensioner baseres på et PAYG-princip eller på funderede ordninger, vil den forventede aldring af befolkningen påvirke kapitalmarkederne.

Hvis der fortsat lægges vægt på offentlige PAYG-ordninger, vil den øgede ældrebyrde i stigende omfang belaste de offentlige finanser. Hvis der ikke foretages tilpasninger i pensionsalder og/eller dækningsgrader, eller hvis skattetrykket ikke øges, vil dette føre til stigende budgetunderskud. Dermed skal staten i fremtiden sælge flere obligationer på markedet, hvilket kan påvirke kapitalmarkederne blandt andet i form af et pres opad på renteniveauet.

Hvis der i stedet satses på en øget anvendelse af funderede ordninger - i offentligt eller privat regi - vil opbygningen af pensionsreserver påvirke kapitalmarkederne i form af øget efterspørgsel efter obligationer, aktier m.v. Denne opbygning vil i de fleste vestlige lande kunne strække sig over de kommende 20-30 år.

I opbygningsperioden vil aktiv-priserne kunne blive presset op, og afkastet tilsvarende blive presset ned. De stigende finansielle balancer vil også påvirke den måde, de finansielle markeder fungerer på, herunder den relative betydning/vægt, som de finansielle aktører har på markederne.

Det er i de foregående kapitler blevet konkluderet, at den stigende ældrebyrde med stor sandsynlighed vil føre til en øget anvendelse af funderede pensionsordninger. I dette kapitel ses derfor alene på konsekvensen for kapitalmarkederne af en accelereret opbygning af pensionsreserver over de kommende år.

I en kapitalmarkedssammenhæng giver det næppe mening at oprettholde en skelnen mellem på den ene side isolerede danske problemstillinger, og på den anden side de internationale problemstillinger. Det skyldes den fortsatte integration på de internationale finansielle markeder og for Europas vedkommende ikke mindst, at den kommende møntunion vil føre til en sammensmeltning af de europæiske kapitalmarkeder.

For så vidt angår strukturen på kapitalmarkederne, det vil sige hvilke aktører der optræder på markederne, og hvilke instrumenter der udbydes og efterspørges af henholdsvis låntagere og investorer, må også ventes en øget integration.

Møntunionen vil accelerere integrationen på de finansielle markeder, men vil næppe ændre afgørende på problemstillingerne vedrørende den stigende pensionsbyrde.

Danmark deltager ikke i ØMU'en, når den begynder i 1999, og det er usikkert, om - og i givet fald hvornår - Danmark kunne komme til at deltage. Med en tidshorisont på for eksempel ti år kan det dog ikke udelukkes, at den danske befolkning har valgt at lade Danmark deltage i den fælles mønt. Uanset om Danmark kommer med i den kommende europæiske møntunion eller ej, må de danske finansielle markeder i fremtiden forventes at være tæt integrerede med de internationale finansielle markeder. Det betyder, at den danske renteutvikling, og i stigende grad også de danske selskabers aktiekurser, vil være bestemt af forhold uden for Danmark.

Spørgsmålet er, om de offentlige financers stilling i de enkelte EU-lande kan få en øget aktualitet, når forskelle i demografi og pensionssystemer begynder at slå igennem på landenes budgetunderskud. Men dette emne falder uden for denne rapports rammer.

I dette kapitel analyseres kapitalmarkedsimplikationerne af opbygningen af pensionsreserverne. I afsnit 7.1 betragtes således konsekvenserne af den øgede pensionsopsparing på den relative aktivefterspørgsel på kapitalmarkederne. Afsnit 7.2 ser nærmere på, hvilken betydning fradragsretten for indbetalinger til pensionsordninger har for henholdsvis kapitalmarkedet og erhvervslivet. I 7.3 fokuseres på de forventede ændringer af kapitalmarkedernes struktur og produktudbud.

7.1 Øget pensionsformue

I kapitel 2 blev der argumenteret for, at:

- den danske pensionsformue skal stige til henved det dobbelte af BNP, hvis der skal opbygges en fuldt finansieret privat pensionsordning. En del af denne balancestigning skyldes, at der sker en opbygning i form af ikke-beskattede midler. Denne formue vil komme til at ligge i institutionelle pensionsordninger. Derimod vil den „frie“ formue i den private sektor blive klemmt.

Der er stor forskel på, hvorledes man i forskellige lande har valgt at investere de bestående pensionsformuer. Der er to hovedtraditioner, den angelsaksiske tradition (UK og USA) og den kontinentaleuropæiske tradition, hvor blandt andre Tyskland og Danmark hører hjemme.

I den angelsaksiske verden er pensionsopsparingen traditionelt blevet placeret i aktier, mens der i Kontinentaleuropa har været en overvægt af obligationsinvesteringer. Som det fremgår af tabel 7.1 er der meget stor forskel mellem investeringsmønstrene i de enkelte lande.

De store forskelle mellem landene må langt hen ad vejen tilskrives tidligere eller stadig gældende lovregulering af pensionsforvalternes in-

Tabel 7.1 Pensionsformuens fordeling på aktivklasser
(søjle 2) i pct. 1994

	Aktier	Fast- forrentede	Fast- ejendom	Kortfristede anbringelser	Pct. af uden- landske aktiver
Belgien	36	47	7	10	35
Danmark	22	65	9	4	7
Tyskland	11	75	11	3	6
Spanien	4	82	1	13	5
Frankrig	14	39	4	40	5
Irland	55	35	6	4	37
Italien	14	72	10	5	5
Holland	30	58	10	2	25
Sverige	32	47	8	13	12
Storbritannien	80	11	6	3	30
USA	(52)	(36)	4	8	10
Japan	(29)	(63)	3	5	foreligger ikke

(Tallene i parentes er skøn).

Kilder: Royal Institute of International Affairs, UBS og EFRP

vesteringsmuligheder. Desuden spiller regnskabsregler for værdisætning af porteføljen en rolle. I lande, hvor porteføljen skal optages til markeds-værdi i regnskabet, er porteføljeforvalterne mindre tilbøjelige til at vælge aktier, fordi værdien på kort sigt på aktier kan svinge mere end for obligationer og dermed give mere svingende regnskabsresultater.

I de fleste lande opleves der i disse år en øget interesse for aktieinvesteringer.

I Danmark var der indtil for nylig et loft for aktieinvesteringer på 40 pct. for pensionskasser og på 35 pct. for de halvoftentlige kasser ATP og LD. Pinsepakken fra juni 1998 indebærer blandt andet, at loftet forhøjes til 50 pct. for alle. Så længe der er et loft, vil de institutionelle investoreres muligheder for et frit porteføljevalg være hæmmet, og det kan resultere i et lavere afkast end det ellers mulige. Intentionen med aktie-loftet er at begrænse den samlede risiko.

Det er meget vigtigt, at der i videst muligt omfang sikres en sådan konkurrence mellem pensionsforvaltere, at de tvinges til at gøre deres yderste for at sikre et langsigtet højt afkast af de pensionsmidler, de forvalter. Pensionskasserne er i øvrigt også underlagt en begrænsning, der siger, at mindst 80 pct. af investeringerne skal være i kroner (50 pct. kan dog være i ecu, senere euro).

Hvis den samlede pensionsformue i Danmark stiger til henved 200 pct. af bruttonationalproduktet som omtalt ovenfor, og hvis aktieinveste-

steringernes andel stiger til f.eks. 40 pct., vil pensionsmarkedets efterspørgsel efter aktier stige til et niveau på 800 mia.kr.

Dette skal ses i forhold til værdien af det samlede danske aktiemarked, der medio 1998 var på ca. 800 mia. kr.

Det må forudses, at en stigende andel af de samlede danske aktieinvesteringer vil blive foretaget på udenlandske aktiemarkeder.

På europæisk plan må der forventes en tilsvarende stærk stigning i efterspørgslen efter aktier til pensionsopsparing. Her falder ikke mindst den meget lave andel af aktieinvesteringer i de tyske pensionsordninger på omkring 11 pct. i øjnene.

Det taler for, at der mellem de fleste markeder vil være en tendens til udligning af forskelle i forventede afkast. En øget internationalisering vil derfor næppe kunne ændre afgørende på det afkast, som de danske pensionsopparere umiddelbart kan forvente at realisere.

Der vil dog fortsat være gode argumenter for at foretage en del af pensionsinvesteringerne internationalt. Først og fremmest vil en spredning af aktieinvesteringerne kunne give investor et bedre forhold mellem risiko og afkast (diversifikation).

Der er også andre grunde til, at udviklingen hen mod stigende pensionsopsparing vil påvirke den relative efterspørgsel efter aktivtyper. Som omtalt i kapitel 2 vil en stor del af den stigende opsparing i pensionssektoren blive modsvaret af en faldende „fri“ opsparing i den private sektor. Det betyder, at en større del af den samlede private opsparing vil blive foretaget af professionelle investorer, som må forventes at sammensætte deres porteføljer med en større andel aktier, end private investorer ville have gjort med deres enkelt-porteføljer. De sidstnævnte porteføljer vil i højere grad være placeret i likvide aktiver, herunder bankindskud.

Aldringen af befolkningen er som nævnt ikke et isoleret dansk fænomen. I Miles (1997) er der foretaget konsekvensberegninger, som omfatter Europa.

Miles viser, at aldringen af befolkningen har følgende virkninger:

- Hvis dækningsgraden i de offentlige PAYG-systemer skal opretholdes, skal skatteprocenten stige med 12 pct.-point fra 1995 til 2050.
- Opsparingsraten i den private sektor falder i takt med, at andel af ældre stiger. Det skyldes, at ældre antages at nedbringe deres formue, mens de yngre generationer opbygger deres finansielle nettoformue. Faldet sætter for alvor ind omkring år 2010.
- Uanset det demografisk betingede fald i opsparingskvoten stiger forholdet mellem formue og indkomst frem til omkring år 2030,

fordi de yngre generationer sparer op. Stigningen er fra en kvote på knap 5 til en kvote på 5.4-5.5.

- I takt med den øgede kapitalakkumulation falder realrenten. Miles beregner et fald i realrenten på ca. 0,4 pct. frem til 2030. Derefter stiger den igen.

Der er i ovennævnte beregninger ikke taget hensyn til, at der kan ske ændringer i dækningsgraden eller i de enkelte generationers opsparingsplaner, når omfanget af den stigende ældrebyrde begynder at gå op for folk.

Miles anfører, at udviklingen i den samlede opsparing og dermed de finansielle balancer afhænger meget af, hvilke forudsætninger der gøres vedrørende folkepensionens dækningsgrad. Jo mere dækningsgraden trappes ned, jo mere dæmpes faldet i opsparingskvoten og jo større bliver stigningen i formue-/indkomstforholdet. Realrentefaldet bliver også større.

Det fremgår ikke, om konklusionerne vedrørende de finansielle størrelser ville blive ændret, hvis USA og Japan, der også rammes af aldringen, blev inddraget i beregningerne.

7.2 Konsekvenser af skattemæssig fradragsret for pensionsindbetalinger³⁹

7.2.1 Kapitalmarkedsimplikationer af fradragsret

Hvis der er fradragsret for indbetalinger til pensionsordninger, bliver den akkumulerede pensionsopsparing en „før-skat-opsparing“. Dette har umiddelbare konsekvenser for underskuddet på de offentlige budgetter og størrelsen af den offentlige sektors gæld.

Der er økonomer (Ricardos ekvivalensteori og Barros udlægning heraf), der anser, at statens underskud og gæld er ligegyldig, idet den private sektor tager størrelsen af statens underskud og gæld med i sine opsparingsovervejelser. Dette synspunkt er dog ikke udbredt og har heller ikke mange tilhængere blandt praktikere i centraladministrationen. Det har ført til en voksende interesse for at korrigere statsgæld og statsunderskud for størrelsen af statens „tilgodehavende“ i form af udskudt skat på pensionsformuerne.⁴⁰

³⁹For en nøjere diskussion heraf, herunder også overvejelser vedrørende en åben økonomi, se Michael Møller og Niels Chr. Nielsen (1994).

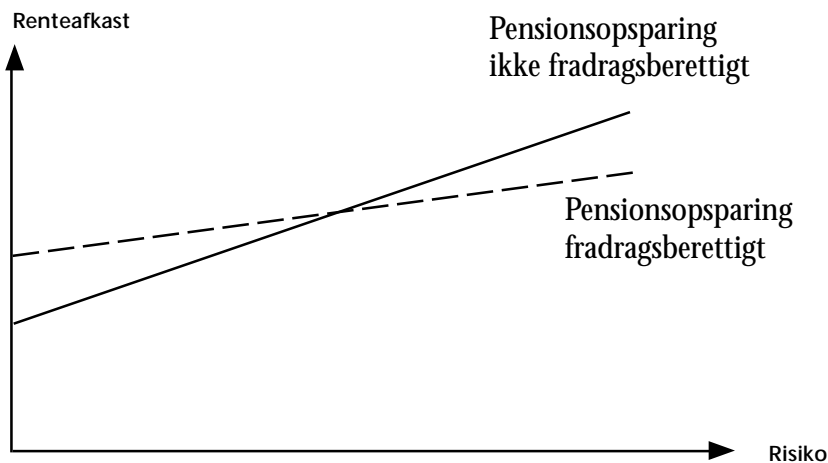
⁴⁰For en nøjere diskussion heraf, se dels Nationaløkonomisk Tidsskrift 1993, nr. 1: „Pensionsopsparing og Statsgæld“, dels Finansredegørelsen 1993, hvor der foretages en ganske dybtgående analyse af spørgsmålet.

Det er ikke tilstrækkeligt for at sikre neutralitet på kapitalmarkedet, at statens tilgodehavender i form af udskudt skat i pensionskasserne modsvares af en tilsvarende større statsgæld, således at det aggregerede værdipapirudbud og den aggregerede værdipapirefterspørgsel øges med samme beløb. Kapitalmarkedsneutralitet kræver også den samme *sammensætning* af udbuds- og efterspørgselsforøgelsen, hvilket ikke er sandsynligt.

Pensionsopsparerne vil typisk - ved samme relativpriser (forventet afkast af obligationer ctr. aktier) - holde den samme relative fordeling af deres opsparing på obligationer og aktier. Det vil være resultatet, hvis de blot går ud fra, at en vis andel af pensionsformuen tilhører staten. Staten vil derimod finansiere det større underskud ved at udstede obligationer.

Mens efterspørgsels relative sammensætning på aktier og obligationer vil være uændret, vil udbuddet af værdipapirer således ændres i retning af en større obligationsandel, hvis pensionsopsparing er fradragsberettiget.

Figur 7.1 Effekt af fradragsret



⁴¹Det modsvarende billede er, at statens reelle statusbalance også ændrer sig, idet staten (den offentlige sektor) reelt lånefinansierer aktiekøb (og køb af fast ejendom), eftersom statens „pensionstilgodehavende“ finansieres ved udstedelse af statsobligationer. Staten foretager altså en gearet investering i aktier og fast ejendom. Det er naturligvis muligt at foretage en mere sofistikeret Ricardoansk udlægning af de kapitalmarkeds-mæssige konsekvenser af „statens gearede aktieinvestering“, nemlig at den private sektor fuldt ud gennemskuer statens reelle porteføljepolitik og, da statens penge og statens gæld jo er alles penge og alles gæld, foretager modgående private porteføljedispositioner. Herved neutraliseres konsekvenserne af statens gældspolitik for prisdannelse på de finansielle markeder. Vi er skeptiske overfor en sådan enkel neutralitetsteori, men i sidste instans er det naturligvis et empirisk spørgsmål, i hvilket omfang alt hvad vi gør, ingen konsekvenser har, fordi andre er snedige nok til at gennemskue vore handlinger fuldt ud og neutralisere deres konsekvenser. I en sådan verden er der hverken plads til „corporate veil“ eller „government veil“, og slet ikke plads til noget, der bare mindre om almindelig naivitet.

Denne forskydning må give sig udslag i prisdannelsen på aktier i forhold til obligationer. Er der tale om en lukket økonomi, må det antages, at renteniveauet vil stige, medens risikopræmien vil falde, når der er fradragsret, jf. den skitserede sammenhæng i figur 7.1.⁴¹

Det kan således konkluderes, at den måde pensionssystemet indrettes på - om pensionsopsparing er fradragsberettiget eller ej - påvirker ikke alene statsfinansernes udseende, men også *prisdannelsen* på de finansielle markeder. Udtrykt i generelle termer, så vil fradragsret gøre det billigere og dermed også mere attraktivt at gennemføre risikobehæftede investeringer i den private sektor, da investors krævede kompensation for at påtage sig risiko reduceres.

Fradragsret for privat pensionsopsparing indebærer:

En balanceoppustning af den finansielle sektor, som i væsentlig grad bliver en „før-skat-sektor“ i stedet for en „efter-skat-sektor“.

Relative ændringer af udbuddet af værdipapirer.

En reduceret risikopræmie og et højere aktiekursniveau, hvilket gør børsnotering relativt mere attraktivt.

Når den offentlige sektor privatiserer, kan det i et vist omfang siges at modvirke den relative knaphed på aktier, der opstår ved øget udbredelse af fradragsberettigede opsparingsordninger. Det svarer til, at staten finansierer sit underskud ved aktieudstedelse i stedet for ved obligationsudstedelse. I det store billede er dette dog et overordentligt beskedent element.

7.2.2 Erhvervspolitiske implikationer af fradragsret

De erhvervspolitiske konsekvenser af fradragsret for pensionsindbetalinger er i vidt omfang et spejlbillede af de kapitalmarkedsmæssige konsekvenser. Ændringer i udbud og efterspørgsel og ændrede relativpriser på kapitalmarkedet har realøkonomiske og erhvervspolitiske konsekvenser.

Når de institutionelle investorer får en større ejerrolle i samfundet, er det ikke blot, fordi der sker en stigende udbredelse af privatfinansierede pensions- og forsikringsordninger, men i høj grad også på grund af den måde pensions- og forsikringssystemet er indrettet på, som bevirker at disse institutionelle investorer kommer til at administrere en udskudt skat.

I analysen af de erhvervsøkonomiske implikationer er det hensigtsmæssigt at sondre mellem store og små virksomheder.

Både den institutionelle og den private pensionsopsparing vil imidlertid primært være orienteret mod større virksomheder. Det gælder i særdeleshed ved helt private ordninger (individuelle kapitalpensions- og rateopsparingsordninger), hvor det længste, man kan gå i retning af

risikotagning, er investering i børsnoterede aktier⁴². Ved indirekte opsparing (ATP, LD, pensionskasser og forsikringselskaber) er der også mulighed for at investere i unoterede selskaber. Investering i mindre virksomheder betyder imidlertid væsentlige kontrol- og overvågningsomkostninger, hvorfor man helt naturligt ser, at de større institutionelle investorer er meget tilbageholdende m.h.t. at investere i mindre virksomheder. Faktisk synes der at være tale om en stigende tilbageholdenhed.

Spejlbilledet af, at den institutionelle - og også den individuelle - pensionsopsparing vokser og i stigende grad kanaliseres til større virksomheder, er de relativt ringere finansieringsvilkår for mindre virksomheder.⁴³

Ved indskud af egenkapital i mindre virksomheder er kontrol- og overvågningsomkostningerne væsentlige. Den bedste måde at reducere disse omkostninger på er ved, at ejeren selv har en betydelig egenkapital. Behovet for egenkapital accentueres af, at „få-mands-bedrifterne“ over tiden er blevet større, mere kapitalintensive og mere specialiserede. Landbruget er et godt eksempel. Den moderne landbrugsbedrift er en kapitalintensiv og specialiseret virksomhed med få ansatte og med en betydelig konjunkturrisiko på grund af specialiseringen og det store kapitalapparat. Med andre ord: Den, der vil drive effektiv landbrugsvirksomhed for egne penge, skal i realiteten være millionær. Og på grund af de ovenfor nævnte kontrol- og styringsomkostninger er der i realiteten ikke andre end landmanden selv, der kan og vil stille op med den nødvendige egenkapital. Samme udvikling kan observeres i fiskerierhvervet og i den mindre industri.

Dette skaber imidlertid et problem. For det første er den nødvendige kapital til at starte/købe en mindre virksomhed så stor, at den kan være vanskelig at fremskaffe ved egen opsparing.⁴⁴ Dertil kommer, at de pågældende, som ønsker at starte/købe egen virksomhed, i realiteten har to opsparingsmotiver. Dels ønsker de at spare op til (og senere konsolidere) egen virksomhed, dels har de et behov for pensionsopsparing. Der er en konflikt mellem disse to opsparingsmotiver, idet investering i egen virksomhed på grund af den betydelige risiko er en uegnet form for pensionsopsparing.

⁴²Ved ændring af bank- og sparekasseloven i juni 1997 blev der åbnet mulighed for placering i unoterede aktier og erhvervsobligationer, der omsættes på en autoriseret markedsplads. Finanstilsynet har dog endnu ikke godkendt nogle danske markedspladser for ovenstående.

⁴³Fradragsret for pensionsopsparing betyder en relativ forskydning af udbuddet af risikovillig kapital i retning af store virksomheder, primært fordi den samlede efterspørgsel efter aktier stiger, og denne forøgede efterspørgsel retter sig primært efter aktier udstedt af større virksomheder. En helt anden sag er, at selve eksistensen af pensionsopsparing ved den heraf følgende reduktion af almindelig privat opsparing kan indebære forringede muligheder for egenkapitalfinansiering af mindre virksomheder.

⁴⁴I landbruget løses dette problem normalt ved forfordeling ved arv. Nytilgangen til landbrugserhvervet kommer derfor også fra landbruget selv og ikke fra andre erhverv.

I det omfang pensionsopsparing begunstiges relativt i forhold til anden form for privat opsparing, bliver det desuden relativt mindre eftertragtet at spare op til egen virksomhed. I det omfang pensionsopsparingen gennemføres ved tvang, falder evnen til at spare op til egen virksomhed.

Det kan ikke afvises, at der ved vækst i fradragsberettiget pensionsopsparing (gennem incitamenter og obligatoriske ordninger) sker en relativ forringelse af egenkapitalfinansieringsmulighederne for mindre virksomheder. Det er blevet relativt mere attraktivt at foretage andre former for opsparing end opsparing til egen virksomhed. Samtidig har egenkapitalbehovet for at starte som selvstændig som nævnt været voksende.

Der er ingen enkel løsning på dette problem. De mindre virksomheders finansieringsproblemer løses ikke særligt godt af et offentligt subsidieret udbud af risikovillig kapital, således som det på forskellig måde har været forsøgt. Hovedproblemet er ikke mangel på risikovillig kapital, men derimod især informations- og kontrolomkostninger. En måde at løse dette problem på er ved at forbedre mulighederne for, at ejerne selv kan tilvejebringe en tilstrækkelig egenkapital, dvs. ved forbedrede muligheder for privat opsparing udover pensionsopsparing. Et offentligt subsidieret udbud af risikovillig kapital er derfor formentlig en samfundsøkonomisk tabsgivende måde at forsøge at løse problemet på.

7.3 Kapitalmarkedernes struktur og produkter

Den omfattende opbygning af pensionsaktiver kan føre til forskydninger inden for de brancher, der tilsammen udgør den finansielle sektor.

Den øgede pensionsopsparing vil føre til en forskydning hen mod pensionskasser og livsforsikringsselskaber, som har en høj præference for langtløbende placeringer. Det kan betyde, at pensionskasser m.v. i stigende omfang vil efterspørge aktiver, der traditionelt har hørt hjemme i bankernes bøger. For eksempel kunne store, solide erhvervsvirksomheder i stigende grad finansiere sig via udstedelse af erhvervsobligationer m.v. Det vil alt andet lige reducere banksektorens beholdning af de mest solide udlån.

Tabel 7.2 De finansielle aktørers balancesum i pct. af BNP.

	1990	1997
Pensionskasser	15,4	16,3
Livsforsikringsselskaber	28,4	41,1
Banker	144,4	115,8
Realkredit	102,6	95,9

Kilde: Finanstilsynet

Da den frie, private opsparing samtidig vil være under pres, jf. kapitel 2, kunne den stigende pensionsopsparing resultere i forskydninger i banksektorens balancesammensætning: Færre stabile indskud og færre solide udlån. I udenlandsk litteratur peges på risikoen for, at banksektoren dermed under ét vil stå tilbage med en mere risikobehæftet balancesammensætning.

Det er dog langt fra givet, at den skitserede udvikling medfører risiko for svagheder i det danske finansielle system. Det skyldes, at udviklingen på de finansielle markeder samtidig går i retning af en integration på tværs af de traditionelle grænser i finansielle koncerner. Disse omfatter i stigende grad både bank og realkredit samt forsikring, herunder livsforsikring og pensionsopsparing. Den større forretningsmæssige bredde kan medvirke til at stabilisere resultatudviklingen for virksomhederne i den finansielle sektor.

Den stigende pensionsopsparing kombineret med en stigende præference for aktieinvesteringer vil også kunne påvirke magtforholdet mellem virksomhederne og deres ejere. Ejerkrædsen vil i stigende grad blive professionelle porteføljeformidlere, der stiller konkrete krav til virksomhedernes resultater og udbytter og som løbende sammenligner virksomhedernes præstationer med hinanden.

Generelt kan der forventes at opstå en øget interesse for de problemstillinger, der knytter sig til ledelse af aktieselskaber (corporate governance).

Internationalt er der stor forskel på, hvorledes institutionelle investorer opfatter og håndterer deres ejerrolle. Nogle har valgt en hands-off position, hvor de blandt andet afstår fra at medvirke ved rekonstruktioner og fusioner. Andre står for en mere aktiv rolle, hvor man medvirker ved disse transaktioner, hvis man mener, at dette er den bedste måde at sikre værdien af den investerede kapital.

I Danmark forholder de institutionelle investorer sig overvejende passivt i forhold til ledelsesdispositioner i de virksomheder, de har aktier i, men det vil måske blive ændret i takt med, at der kommer stigende fokus i aktiemarkedene på shareholder value, det vil sige hvorledes virksomheden skal drives, for at aktieinvestor opnår det bedste udbytte og de højeste kursstigninger.

Diskussionen om shareholder value kommer dog næppe til at stå alene, idet der også er stigende interesse for, hvorledes de forskellige interessegrupper omkring virksomheden (bl.a. ejere, bestyrelse, direktion, medarbejdere og kunder) spiller sammen, og hvilke interesser virksomheden i sidste ende skal tilgodes. Nogle investorer mener f.eks., at bløde værdier (etisk, miljø, m.v.) skal veje med i virksomhedernes forretningsstillægelse.

Der er ovenfor argumenteret for, at der kan opstå et pres mod den private, frie opsparing og dermed være risiko for stigende problemer med finansiering af enkeltmandsvirksomheder. Et rigeligt udbud af risikovillig kapital, som det for eksempel ses i USA, anses for at være en vigtig faktor for et lands langsigtede, økonomiske udvikling. Imod at en sådan udvikling vil ske taler dog dels de dårlige vilkår for almindelig privat opsparing, dels at de institutionelle investorer ofte foretrækker at investere i store aktieselskaber med let omsættelige aktier. En stor omsættelighed (likviditet) giver investor mulighed for hurtigt at trække sig ud, hvis han mister tilliden til selskabets forretningsstrategi eller ledelse.

7.4 Påvirkning af de finansielle markeder

Pensionsforvaltere må forventes at få en øget rolle som markedsdeltagere på de finansielle markeder, det vil sige inden for handlen med obligationer, aktier, valuta og afledte finansielle instrumenter. Der kan i den forbindelse peges på, at:

1. Udviklingen af nye finansielle instrumenter kan blive påvirket. Den stigende pensionsformue kan føre til en øget efterspørgsel efter instrumenter, der kan anvendes til at sikre et stabilt afkast. Der er dog ikke grund til at tro andet end, at de finansielle markeder vil være i stand til at udvikle de instrumenter, der måtte blive efterspørgsel efter. Den øgede anvendelse af obligationer til direkte finansiering af virksomheder er et eksempel herpå. Man kan også forestille sig, at der kunne opstå et marked for handel med kreditderivater.

2. De stigende finansielle ressourcer/balancer i pensionssektoren kunne øge risikoen for ustabilitet på de finansielle markeder. Det bliver tilfældet, hvis de porteføljeansvarlige bliver ofre for lemmingeffekter, hvilket vil sige, at alle på samme tid enten vil købe eller sælge. Det kan give store udsving i renter eller aktiekurser. Der er en vis risiko for, at en stigende koncentration af kapital i pensionssektoren kan føre til finansielle bobler, idet konkurrencen mellem selskaberne vil trække i retning af, at de sammensætter deres portefølje, så den ikke afviger for meget fra gennemsnittet.

Omvendt kan der argumenteres for, at pensionsinvestorerne lange investeringshorisont sætter dem i stand til at træde ind med stabiliserende modspekulation, når et marked er kommet for langt væk fra en fundamentaløkonomisk ligevægt.

3. Koncentration af kapital hos de institutionelle investorer kan føre til ændringer i den finansielle infrastruktur, det vil sige den måde de enkelte markeder er organiseret på.

Der kan for eksempel være tale om, at de institutionelle investorer søger at påvirke den måde, de enkelte børser regulerer handel, medlemskaber m.v. Disse ændringer vil dog ske i en periode, hvor der samtidig må forventes en fortsat internationalisering af de finansielle markeder.

4. De øgede finansielle balancer i forhold til BNP kunne umiddelbart skabe forventning om stigende beskæftigelsesmuligheder i den finansielle sektor. Der må dog forventes at være betydelige stordriftsfordele inden for pensionsforvaltning, hvorfor forventningerne på dette område formentlig ikke skal sættes for højt. Det må i øvrigt forventes, at en del af det øgede forretningsvolumen vil tilfalde virksomheder fra et af de store europæiske finansielle centre, herunder ikke mindst London.

7.5 Konklusion

På grund af aldringen af befolkningen må der forventes en stigende pensionsopsparing de kommende år både i Danmark og i de fleste andre industrialiserede lande. De kommende år vil også være præget af en tiltagende internationalisering af de enkelte nationale kapitalmarkeder. Tendensen til øget opsparing vil trække i retning af lave realrenter. Beregninger peger på et muligt fald i realrenten i størrelsesordenen knap $\frac{1}{2}$ pct.-point. Den overvejende del af den øgede opsparing må forventes at blive placeret hos professionelle porteføljeforvaltere, der vil prioritere aktieinvesteringer højere end private investorer. I modsat retning trækker, at en stor del af pensionsopsparingen vil ske i fradragsberettigede ordninger, hvilket vil medføre en forværring af de offentlige finanser og dermed et øget obligationsudbud. Den danske pensionsopsparing har en højere andel af obligationsinvesteringer end pensionsopsparingen i UK og USA, men har dog en lavere aktieandel end Tyskland. De institutionelle investoreres stigende balanceomfang kan forrykke strukturen på de finansielle markeder, idet de traditionelle banker vil blive udsat for en stigende konkurrence på både udlåns- og indlånsiden. Hvis de institutionelle investorer opretholder den nuværende præference for placeringer med høj likviditet og sikkerhed, kan der måske opstå problemer med tilførslen af risikovillig kapital (egenkapital) til nystartede eller helt små virksomheder. Det er usikkert, hvorvidt en øget volumen hos de institutionelle investorer vil medføre en øget eller mindsket volatilitet på de finansielle markeder.

8. Sammenfatning og anbefalinger

Dansk økonomi vil som de fleste andre vesteuropæiske lande blive udsat for store demografiske forskydninger i de kommende år. Andelen af ældre vil stige i forhold til antallet af erhvervsaktive. Denne tendens forstærkes af, at tilbagetrækningsalderen fra arbejdsmarkedet er faldende. Den forsørgerbyrde, der skabes ved disse forandringer, kan imødegås via opsparing. Det gælder for den enkelte, at forbrugsmulighederne efter den erhvervsaktive alder kan øges ved opsparing, og det gælder for samfundet som helhed, at en øget samlet opsparing forbedrer de fremtidige forsørgelsesmuligheder. Samfundets opsparing sker enten ved øgede investeringer og dermed en udvidelse af produktionskapaciteten eller ved erhvervelse af fordringer på udlandet og dermed en andel af udlandets produktionsresultat.

For en økonomi, som står over for en forudset stigning i forsørgerbyrden, vil man forvente at se en stigende opsparing. Dansk økonomi har i mange år haft et opsparingsproblem, og der har ved økonomisk politiske indgreb været gjort forsøg på at styrke opsparingen. Midlerne hertil har været en række ændringer i skattesystemet, hvorunder blandt andet nedsættelse af den skattemæssige værdi af rentefradragsretten (Skattereformer i 1987, 1993 og Pinsepakken). Samtidig er der indført arbejdsmarkedspensioner for en del af de erhvervsaktive, ligesom der har været opstillet målsætninger om en forøgelse af den offentlige opsparing. Selvom der er indtrådt en vis stigning i opsparingen, er den relativt beskeden og slet ikke af en størrelsesorden, som den stigende pensionsbyrde betinger. Særligt påfaldende er det, at den øgede pensionsopsparing - såvel tvungne private opsparinger i form af blandt andet arbejdsmarkedspensioner som andre ordninger for pensionsopsparing - i stort omfang synes at være blevet modgæet af et fald i den øvrige private opsparing - den såkaldt frie opsparing. Opsparingspolitikken har haft større effekt på opsparingens sammensætning end på dens niveau (jf. kapitel 2).

Den ændrede sammensætning af den private opsparing afspejler sig i institutionelle ændringer i form af opbygningen af pensionskasser m.m. Dette kan også have en selvstændig betydning for den økonomiske udvikling grundet store institutionelle investorers investeringspolitik. En fordel kan være, at der også bliver foretaget en opsparing af personer, der ellers ikke ville foretage en sådan opsparing, samt at der kan være øgede muligheder for risikospredning og dermed en bedre sikring

af de reale forbrugsmuligheder som pensionist. Store institutionelle investorer vil imidlertid typisk have et andet investeringsmønster end individuelle småsparere. Særligt kan der være grund til at fremhæve tendensen til investeringer i store, kendte og likvide typer af fordringer. Opsparing foretages imidlertid ikke alene med det formål at sikre forbrugsmuligheder som pensionist, men også som led i muligheden for at starte egen erhvervsvirksomhed.

I praksis er det vanskeligt at starte en betydende erhvervsaktivitet alene ved fremmed kapital, og en betydelig egen finansiering er påkrævet. Binds opsparringen i pensionsopsparingsordninger, gør man det vanskeligere at akkumulere den tilstrækkelige kapital til opstart af egen virksomhed. Hermed bremses etableringsaktiviteten og dermed dynamikken i erhvervslivet. Af en række grunde vil det være vanskeligt for store institutionelle investorer at sikre en kapitaltilførsel til denne type af virksomheder til erstatning af den manglende egenkapitalfinansiering.

Opsparing til pension er et særligt problem i Danmark, fordi vi befinder os i en overgangsfase fra et pensionssystem overvejende baseret på offentlige pensioner, finansieret via skattesystemet, til et system, der også inkluderer såkaldte fundede ordninger som f.eks. arbejdsmarkeds-pensionerne. Sidstnævnte er relativt nye og endnu langt fra fuldt udbyggede. Et offentligt pensionssystem finansieret via skatterne - et såkaldt „Pay-As-You-Go“ system - er karakteriseret ved, at de erhvervsaktive løbende via skattebetalinger finansierer pensionerne til pensionisterne, hvorimod der i et fundet system sker en forudgående opsparring til dækning af pensionsydelse. Et PAYG system har den fordel, at den muliggør en omfordeling både inden for og mellem generationer og dermed en mulighed for at sikre en rimelig indkomstfordeling eller risikofordeling mellem forskellige generationer. Man kan derfor sige, at det er naturligt i et velfærdssamfund med store ambitioner med hensyn til fordeling at have et PAYG system. Systemet er imidlertid sårbart over for demografiske ændringer, der øger antallet af pensionister relativt til antallet af erhvervsaktive. I en sådan situation kan kraftige skat-testigninger blive nødvendige for at sikre den fornødne finansiering. Et individualiseret funded system er ikke i samme grad følsomt over for demografiske ændringer, da pensionerne netop er baseret på en forudgående opsparring. Til gengæld giver et sådant system ikke direkte mulighed for at tilgodese fordelingspolitiske målsætninger.

Med det eksisterende system i Danmark viser beregninger, at de demografiske ændringer vil belaste de offentlige finanser dels på grund af de stigende udgifter til pensioner, og dels på grund af stigende udgifter til sygepleje, hjemmehjælp m.m., som følge af et stigende antal ældre og et stigende antal meget gamle. Dette forhold gør, at man undertiden

taler om, at der er en pensionsbombe under de offentlige finanser, og der bliver stillet spørgsmålstegn ved, om vi har råd til denne udvikling. Forstås der hermed, at udviklingen vil underminere de offentlige finanser og føre til en statsbankerot eller andre meget drastiske situationer, er det let at afmontere pensionsbomben. I en absolut vurdering har vi råd til denne udvikling, men dette er ikke det samme, som at det er fornuftigt at overlade udviklingen til sig selv. Gøres dette, vil det have en lang række uheldige effekter, og på en række områder berøre forhold af central betydning for muligheder for at opretholde et højt og rimeligt fordelt velstandsniveau - en hovedmålsætning for velfærdssamfundet.

Disse problemer kan illustreres ved en række dilemmaer for prioriteringerne i den økonomiske politik:

- (I) De stigende ældreudgifter kan finansieres via øgede skatter. Dilemmaet er, at skatterne i forvejen er høje, hvorfor denne løsning vil reducere folks disponible indkomster yderligere og forstærke de forvriddninger, skattesystemet skaber. Beregninger i kapitel 3 viser, at de øgede ældreudgifter kræver en permanent stigning i skattetrykket på mellem 1 og 4 procentpoint for at undgå en stigning i den offentlige gæld (relativt til BNP). En permanent stigning i skattetrykket i dette niveau svarer til en engangsudgift på mellem 17 og 68 pct. af et års BNP og udgør dermed et betragteligt beslag af ressourcer. Vælges skattestigninger som løsningsinstrument, rejser der sig yderligere dilemmaer i den økonomiske politik. For det første gør den demografiske udvikling, at ældreudgifterne først falder, før stigningen tager til - det såkaldte demografiske pusterum. Der er således en risiko for, at reduktionen af de offentlige udgifter i denne periode disponeres til andre formål frem for at blive opsøret til dækning af stigende ældreudgifter i fremtiden. For det andet vil de nødvendige skattestigninger og de dermed forbundne ulemper blive væsentligt større, såfremt man venter med at øge skatterne, til udgifterne faktisk stiger. Det kan imidlertid være politisk vanskeligt at øge beskatningen allerede i dag begrundet i, at der forudses fremtidige udgiftsstigninger.
- (II) Pensioner og andre ydelser til ældre kan fastfryses på det eksisterende købekraftsniveau, det vil i praksis sige, at ydelserne løbende reguleres med prisstigningstakten. Det betyder, at væksten automatisk vil løse problemerne, idet produktivitetstigninger vil øge den samlede velstand i samfundet, og derfor vil det til trods for et relativt færre antal erhvervsaktive være muligt at finansiere

de stigende pensionsudgifter - samfundskagen bliver tilstrækkelig meget større til også at kunne klare disse udgiftsstigninger. Denne løsning udløser det dilemma, at pensionisternes levestandard relativt til de erhvervsaktives reduceres - pensionisternes levestandard holdes fast på det eksisterende niveau, mens erhvervsaktive vil opleve en forbedring fremkaldt af produktivits- og dermed lønstigninger. Dette er næppe politisk realistisk. Under den forudsætning, at pensionerne m.m. vokser i samme takt som lønninger - og dermed fastholder pensionisternes relative position i forhold til i dag - vil væksten ikke løse problemet (jf. kapitel 3).

- (III) De øgede udgifter til ældre kan også finansieres ved en tilsvarende reduktion af andre offentlige udgifter. Det er imidlertid et dilemma, da det offentliges forbrug relativt til BNP har ligget stort set konstant siden slutningen af 80'erne. Samtidigt er der på en række områder et stort behov og voldsomt pres for øgede aktiviteter, blandt andet inden for sygehusvæsenet. Denne løsningsmodel betyder, at der ikke kan gøres noget væsentligt ved det offentlige forbrug og forsinkes dermed forbedringer på en række områder, der normalt prioriteres højt i vores velfærdssamfund.
- (IV) Øget spillerum i de offentlige finanser kan også skabes ved at øge antallet af erhvervsaktive og dermed reducere antallet afhængige af offentlige transfereringer. Dette kan specifikt ske ved at hæve tilbagetrækningsalderen fra arbejdsmarkedet og generelt ved at øge andelen af erhvervsaktive. Dette involverer den generelle arbejdsmarkedspolitik, men også spørgsmålet om tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet som del af pensionsproblematikken. Der er her behov for en prioritering - desto kortere vores aktive arbejdsliv (øget fritid), desto mindre vil den materielle velstand være. Valget mellem disse to er en politisk afgørelse, men den må ske under klarhed om, at øget „fritid“ mindsker den materielle velstand, der kan fordeles. Eksisterende ordninger for tidlig tilbagetrækning fra arbejdsmarkedet så som efterlønsordningen implicerer, at de, der vælger at forlade arbejdsmarkedet, ikke betaler den fulde pris for den øgede fritid - nok er efterlønsydelse mindre end arbejdsindkomsten, men ikke i forhold til den øgede fritid. Ordningen giver derfor reelt en subsidiering af fritid og belaster dermed skattebyrden for de erhvervsaktive. Hvorfor skal den arbejdsduelige person, der foretrækker fritid, subsidieres på bekostning af den, der godt vil arbejde for at opretholde en højere materiel velstand, og som samtidigt via skattebetalinger bidra-

ger til samfundshusholdningen? Er det hensigtsmæssigt med en sådan subsidiering i en situation, hvor de unge årgange bliver mindre, og hvor de offentlige finanser er under pres?

- (V) En passiv videreførelse af det eksisterende pensionssystem vil også rejse det dilemma, at det vil frembringe ulige vilkår for fremtidens pensionister, idet der trods opbygning af arbejdsmarkeds-pensionsordninger og udbredelsen af andre pensionsordninger stadig er mange, der enten ikke eller kun i meget ringe udstrækning har sparet op til deres pension. Samtidig er der andre grupper, der har en relativ høj opsparing. Sådanne uligheder vil være svære at acceptere og samtidigt svære at løse på en politisk acceptabel måde. Udover uligheden mellem pensionister vil der være en betydelig ulighed imellem generationerne (jf. kapitel 4 og 5). Begge dele kan gøre, at der i fremtiden kan opstå problemer med at sikre en politisk opbakning til systemet.

Elementer til en opsparingsreform

De udfordringer dansk økonomi står overfor i fremtiden stiller krav om en styrkelse af opsparingen. Den økonomiske politik påvirker den samlede opsparing dels via dens direkte betydning for den offentlige opsparing, dels via den indirekte effekt på den private opsparing. Pensionssystemet og skattesystemet er to af de mest centrale forhold af betydning for den samlede opsparing i samfundet. Pensionssystemet påvirker de offentlige finanser og dermed opsparing via de offentligt finansierede pensioner og ydelser til ældre, og disse har samtidig stor betydning for det private incitament til opsparing. Tilsvarende har indretningen af skattesystemet direkte betydning for den offentlige opsparing, ligesom det har afgørende indflydelse på afkastet af opsparingen og dermed den private opsparing.

Umiddelbart kunne man spørge, hvorfor opsparingsproblematikken overhovedet bør tilægges nogen vægt i den økonomiske politik. Kan man ikke overlade til den enkelte selv at afveje, hvorledes forbrugsmulighederne skal fordeles over livsforløbet? Når der er en grænse for, hvor langt man kan gå i at overlade opsparingsbeslutningen til det frie initiativ, hænger det sammen med velfærdssamfundets fordelingspolitiske målsætninger. Samfundet vil altid sikre en minimumslevestandard. Dette gælder både for personer, der enten ikke tænker over, at der kan være en dag i morgen, og de, der ikke sparer op til egen pension, fordi de forventer, at deres behov som gamle vil blive sikret af det offentlige. Begge grupper vil blive opfanget af velfærdssamfundets sikkerhedsmå-

sker i lighed med alle andre, der udsættes for en social hændelse. Den fremtidige forsørgerbyrde for det offentlige afhænger derfor kritisk af opsparingen. Yderligere er en samfundsmæssig interesse for det samlede opsparingsniveau begrundet ved den betydning, det har for investeringsaktiviteten og dermed dynamik og vækst i samfundet.

En passiv videreførelse af det eksisterende pensionssystem er en mulighed, men det vil, som det er fremgået ovenfor, dels være utilstrækkeligt, dels have en række uheldige konsekvenser. Der er grund til at overveje en reform af pensionssystemet, dels for at sikre en fornuftig udvikling i de offentlige finanser, dels for at sikre, at man kan leve op til velfærdssamfundets målsætninger for niveauet og fordelingen af pensionisternes økonomiske vilkår. Da det ikke er realistisk og dermed heller ikke troværdigt, at man i fremtiden vil kunne acceptere store uligheder blandt pensionister, og da man ej heller uden problemer kan finansiere pensionsudgifterne med et „Pay-As-You-Go“ system, er det vigtigt at indrette pensionssystemet således, at man sikrer sig mod, at der i fremtiden vil være en gruppe af medborgere med meget dårlige pensionsvilkår.

I det følgende skitseres nogle elementer til en reform, der vil medvirke til at skabe en bedre balance i pensionssystemet og samtidig aflaste de offentlige finanser. Udgangspunktet for nedenstående reformforslag er, at et offentligt pensionssystem har til formål at sikre, at alle i pensionisttilværelsen kan oppebære en økonomisk uafhængighed og anstændig levestandard. Det er naturligt, at indretningen af pensionssystemet spiller en central rolle i et velfærdssamfund.

Der er imidlertid en afgørende forskel mellem aldring og alle andre sociale hændelser, som velfærdssamfundet dækker os ind overfor, nemlig at vi alle blive ældre. Samtidig er aldring en forudsigelig hændelse, og - om end den kan være forbundet med erkendelsesmæssige problemer - dermed noget, der kan forberedes. Forsikrings - eller omfordelingsbehovet i forbindelse med aldring er således af en anden natur end andre sociale hændelser. Det er derfor naturligt, at den enkelte selv foretager en opsparing med henblik på at sikre sig forbrugsmuligheder som pensionist. Velfærdssamfundets opgave er at sikre, at alle får en rimelig levestandard som gammel - dette mål kan opfyldes enten ved en offentligt finansieret pensionsydelse eller ved at sikre, at folk sparer op til deres pension. Sidstnævnte kan gøres ved at gøre pensionsopsparing obligatorisk. Derved forhindrer man, at nogle satser på, at andre „vil betale regningen for en“, idet alle vil have en pensionsopsparing, og samtidig aflastes de offentlige finanser. Det er vigtigt at bemærke, at denne opsparing vil være individualiseret, og dermed ikke vil blive opfattet som en skat. Dette er væsentligt for den måde, hvorpå den påvirker den individuelle adfærd og samfundets ressourceallokering.

Indbetalingerne til den obligatoriske pensionsopsparing kan enten udmåles som et fast beløb eller som en procentdel af indkomsten. For førstnævnte taler, at dette er, hvad der skal til for at sikre, at man har sparet op til en pension, der giver en anstændig levestandard som pensionist - om man vil spare mere op, er en frivillig sag. Derimod kan det for personer med en beskeden indkomst være vanskeligt at indbetale tilstrækkeligt store bidrag til at sikre en rimelig pension. For sidstnævnte taler, at det kan være en mere gennemskuelig og praktisk administrerbar ordning. Desuden vil den tvungne opsparing automatisk variere over tiden ved ændringer i indkomsten. En sådan ordning implicerer, at forskelle i lønninger i de erhvervsaktive år bliver transformeret over i forskelle i pensioner, og der vil derfor med denne model fortsat tilbagestå et fordelingspolitisk problem. For begge ordninger gælder, at de enkelt kan kombineres med muligheden for yderligere individuel opsparing. Nedenstående skitse forudsætter en model, hvor alle indbetaler et fast procentvis bidrag af indkomsten.

En mulighed vil være at fastsætte de obligatoriske pensionsbidrag på et sådant niveau, at man som pensionist vil kunne oppebære en levestandard, der anses for acceptabel i henhold til velfærdssamfundets normer. Pensionsopsparingen bliver herved fuldstændig privatiseret, og alder bliver ikke længere betragtet som en social hændelse, der berettiger til særlige økonomiske fordele. Ældre vil, selvfølgelig på lige fod med alle andre, have adgang til offentlige ydelser så som sygehusvæsen m.m. En sådan ordning er ikke realistisk for lavindkomstgrupper, da en meget stor del af den løbende indkomst ville skulle indbetales for, at der herved kunne skabes grundlag for en pension af en acceptabel størrelse. En modificeret udgave af systemet bibeholder en offentligt finansieret „grundpension“, sådan at summen af denne „offentlige grundpension“ og den obligatoriske private pensionsopsparing tilsammen sikrer det minimumsniveau for forbrugsmuligheder, som samfundet ønsker for dets ældre. En acceptabel fordelingspolitisk profil vil nødvendiggøre et system med en grundpension og en indtægtsreguleret tillægsydelse. Dette system implicerer en kombination af et „Pay-As-You-Go“ system og et fuldt „funded“ system. Når det foreslås at bibeholde et element af „Pay-As-You-Go“ er det for at sikre omfordeling (solidaritet) inden for og mellem generationer via skattesystemet. Hertil kommer, at en fuld overgang til et funded system ikke er realistisk inden for en overskuelig tidshorisont.

En reform af pensionssystemet må ses i sammenhæng med mulighederne for at forlade arbejdsmarkedet før den normale pensionsalder. Offentlige transfereringer er knyttet til permanent afgang fra arbejdsmarkedet via mulighederne for førtidspensionering og gennem efter-

lønsordningen. Det er væsentligt at sondre mellem afgang fra arbejdsmarkedet betinget af (hel eller delvis) tab af arbejdsevne og ønsket om øget „fritid“. I førstnævnte tilfælde er det en oplagt opgave for det offentlige - efter nærmere fastlagte kriterier for definitionen af arbejdsevne - at stille transferinger til rådighed. Dette er derimod ikke oplagt i sidstnævnte tilfælde, og det er her rimeligt med en egenfinansiering for de, der vælger at øge forbruget af „fritid“ på bekostning af „materielt forbrug“. Med de eksisterende ordninger er der ikke en klar sondring mellem de to hovedgrunde til at forlade arbejdsmarkedet. Der foreslås en skarp sondring mellem de to motiver til permanent at forlade arbejdsmarkedet. Det offentlige bør alene have en forpligtelse overfor personer, der forlader arbejdsmarkedet på grund af nedsat arbejdsevne. Det har ligget udenfor dette udvalgs rammer, at overveje detaljerne i en reform af reglerne for førtidspensionering.

En reform som skitseret ovenfor vil betyde et 3-strengt pensionssystem bestående af:

- (I) Den offentlige grundpension
- (II) Obligatorisk privat pensionsordning
- (III) Frivillige private pensionsordninger

De to første elementer har til formål at sikre et minimumsniveau for pensionisternes økonomiske vilkår, mens det tredje element indeholder de individuelle muligheder for at spare op ud over dette minimumsniveau. Det bemærkes, at de krav der er til den obligatoriske pensionsopsparing er minimumskrav og derfor - selvfølgelig - vil være opfyldt såfremt man, f.eks. via en arbejdsmarkedspensionsordning, har en pensionsordning, der opfylder disse krav.

Den obligatoriske private pensionsordning bør indrettes efter følgende principper:

- (I) Obligatoriske indbetalinger for alle fra f.eks. det fyldte 25. år
- (II) Der indbetales en fast procentdel af indkomsten pr. måned.
- (III) Udbetalinger fra ordningen fastsættes aktuarisk. Ved tidligere tilbagebetaling fra arbejdsmarkedet, dog tidligst fra f.eks. det fyldte 62. år, nedsættes udbetalingerne tilsvarende.

- (IV) For personer udsat for „sociale hændelser“, der udløser offentlige ydelser eller erstatning for mistet indtjeningssevne, skal ydelsen eller erstatningen inkludere bidrag til den obligatoriske private opsparingsordning.
- (V) Der er fradrag for indbetalinger, og udbetalingerne indkomstbeskattes.
- (VI) Der indbetales på „individuelle“ konti i pengeinstitutter, forsikringselskaber, pensionselskaber eller lignende. Systemet er fuldt funded.
- (VII) Den enkelte har ejerrettigheden til det opsparede beløb (præmiereservesystem), hvorfor indbetalinger vil være opsparing og ikke skat, hvilket er væsentligt for den måde, hvorpå de påvirker individuel adfærd og samfundets ressourceallokering.
- (VIII) Forsikringsydelser kan knyttes til systemet mod særskilt præmiebidrag.

Herudover kan der frivilligt - eventuelt arbejdsmarkedstilknyttet - tegnes pensionsordninger til supplerende af grundpensionen (folkepensionens grundbeløb + obligatorisk privat pensions ordning).

Bag det her skitserede forslag ligger et ønske om at styrke såvel den offentlige som den private opsparing. Den private opsparing styrkes via den obligatoriske pensionsopsparing, og samtidig skabes der en mulighed for at aflaste „ældrebyrden“ på de offentlige budgetter. I forhold til den private opsparing er der også behov for ændringer i skattesystemet for at øge incitamenterne til individuel privat opsparing herunder at skabe troværdighed om, at opsparingen kan omsættes i fremtidige forbrugsmuligheder. For at nå disse mål er det afgørende, at skattesystemet er gennemskueligt og troværdigt. Det vil derfor være logisk at kombinere en pensionsreform med en reform af skattesystemet. Der foreslås en revision af skattesystemet efter følgende principper:

- (I) Beskatningsreglerne for kapitalafkast indrettes så *enkelt* som overhovedet muligt med størst mulig beskatning ved *kilden* (ved rentebetalinger, i selskaber), således at kapitalafkast i det store og hele ikke vedrører den enkeltes selvangivelse.

- (II) Al opsparing beskattes (tilnærmelsesvis) ens, uanset hvordan den placeres. Det gælder
- direkte ejerskab af finansielle aktiver
aktier
obligationer
andre finansielle aktiver
 - indirekte ejerskab af finansielle aktiver (f.eks. pensionsopsparing)
aktier
obligationer
andre finansielle aktiver
 - direkte ejerskab af reale aktiver (for ejerboliger dog beskatning via den kommunale ejendomsværdiskat)
- (III) Ensartethed, enkelhed og beskatning ved kilden taler stærkt for en proportional beskatning af kapitalindkomster. I den forbindelse bør det bemærkes, at langt det meste af den opsparing, der foretages i dag, allerede beskattes proportionalt. Et særligt problem opstår derved, at kapitalafkastet fra direkte ejerskab af reale aktiver i personligt ejede virksomheder er vanskeligt at fastlægge, da det ikke umiddelbart kan adskilles fra arbejdsindkomst. Både i Sverige og Norge praktiserer man dog regler, der foretager en sådan nødvendig opdeling af arbejdsindkomst og kapitalafkast.
- (IV) Locking-in effekter, hvor beskatning efter realisationsprincippet hæmmer omsætningen af finansielle aktiver, bør videst muligt omfang undgås. Lagerprincippet har derfor visse beskatningsmæssige fordele, men vil kun kunne anvendes på institutioner og virksomheder.
- (V) Der forekommer ikke at være væsentlige grunde til at afkastet på opsparing i pensionsordninger og afkastet på andre former for opsparing beskattes forskelligt.

Litteratur

Arbejdsministeriet m.fl., Pensionsopsparingens udbredelse og dækning, 1995

Auerbach, A., Gokhale, J., & Kotlikoff, L., Generational Accounts - a Meaningful Alternative to Deficit Accounting, i Bradford, D., red., Tax Policy and the Economy, Cambridge, Mass., 1991

ATP, Supplerende pensioner i Danmark, 1994

ATP, Årsberetning

Barro, R., On the Determination of Public Debt, Journal of Political Economy, vol. 87, 1979

Blanchard, O., Chouraqui, J., Hagemann, R. & Sartor, N., The Sustainability of Fiscal Policy: New Answers to an Old Question, OECD Economic Studies, vol 15, s 736, 1990

Bovenberg, A.L. & van der Linden, A.S.M., Can We Afford to Grow Old?, Netherlands Bureau for Economic Policy Analysis, 1997

BörschSupan, A., Aging Populations, Economic Policy, vol 12, 1991

Chand, K. Sheetal & Jaeger A., Aging Populations and Public Pension Schemes, IMF, 1996

Cutler, D., Poterba, J., Sheiner, L. & Summers, L., An Ageing Society: Opportunity or Challenge, Brookings Papers on Economic Activity, no. 1, 1990

Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger, Befolkning og Valg, 1993

Danmarks Statistik, Statistiske Efterretninger, Social sikring og retsvæsen

Danmarks Statistik, Nyt nationalregnskab 1988-1996, 1997

Davis, E. Philip, *Can Pension Systems Cope?*, The Royal Institute of International Affairs, 1997

Det økonomiske Råd, *Dansk økonomi*, 1995

Dreyer Lassen, D. & Nielsen, S-B., *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, Bind 134, nr. 3, 1996

EU-Kommissionen, *Supplerende pensioner i det indre marked*, 1997

Finansministeriet, *Budgetredegørelsen* 1996

Finansministeriet, *Finansredegørelse*, 1996, 1997

Finanstilsynet, *Årsberetning*, diverse årgange

Gylfason, T., *Understanding Economic Growth*, SNS-förlag, Stockholm, 1998

Holzmann, Robert, *On Economic Benefits and Fiscal Requirements of Moving from Unfunded to Funded Pensions*, *European Economy*, No 4, 1997

Højgaard, Jens og Dorthe Blaabjerg Andersen, *Ældre og velfærdssamfundet*, *Ældresagen*, 1998

Jensen, S.H., B. Raffelhüschen, P. Jacobsen og M. Junge, *Et Generationsregnskab for Danmark*, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol 134, 1996

Jensen, S.H. og B. Raffelhüschen, *Generational and Gender-Specific Aspects of the Tax and Transfer System in Denmark*, *Empirical Economics*, vol 22, 1997

Jensen, S.H. og B. Raffelhüschen, *Public Debt, Welfare Reforms and Intergenerational Distribution of Tax Burdens in Denmark*, fremkommer i Auerbach, A., L. Kotlikoff and W. Leibfritz (Eds.), *Generational Accounting Around the World*, Chicago University Press, 1998

Jensen, S.H., N. P. Hansen og M. Junge, Government Solvency, Social Security and Debt Reduction in Denmark, fremkommer i Andersen, T.M., S.H. Jensen and O. Risager (Eds.), *Macroeconomic Perspectives on the Danish Economy*, Macmillan Press, London, 1998

Jensen, S.H. og C. Motzfeldt, Offentlig Gæld og Budgetunderskud i Danmark - Er Finanspolitikken Holdbar?, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, vol 132, 1994

LD, Årsberetning

Lewis, K.K., Puzzles in International Financial Markets, in *Handbook of International Economies*, G. Grossman and K. Rogoff (eds), ch 37, vol B, North-Holland, Amsterdam, 1996

Lindbeck, Assar, Welfare State Dynamics, *European Economy*, No 4, 1997

Mackenzie, G.A., Philip Gerson & Alfredo Cuevas: Pension Regimes and Saving, IMF, 1997

Miles, David, The Implications of Switching from Unfunded to Funded Pension Systems, *National Institute Economic Review*, 1997

Møller, Michael og Nielsen, Niels Chr., Pensionsopsparring og statsgæld, *Nationaløkonomisk Tidsskrift*, nr. 1, 1993

Møller, Michael og Nielsen, Niels Chr., Finansielle markeder - incitamentsstrukturer og ressourceallokering, *Handelshøjskolens Forslag*, 1997, ISBN 87-16-13384-6

Møller, Michael og Nielsen, Niels Chr., Opsparingsstruktur: Formueudvikling og formuefordeling i Danmark de kommende år, *Samfundsøkonomen*, September 1997:5

Obstfeld, M. & K. Rogoff, *Foundations of International Macroeconomics*, MIT Press (Cambridge, Mass.), 1996

OECD, *Economic Outlook*, June, 1998

OECD, *Maintaining Prosperity in an Aging Society*, 1998

OECD, Aging Populations the Social Policy Implications, Paris, 1998

OECD, Economic Outlook, December, Paris, 1993

OECD, Economic Outlook, June, Paris, 1994

Roseveare, Deborah, Willi Leibfritz, Douglas Fore & Eckhardt Wurzel, Ageing Populations, Pension Systems and Government Budgets: Simulations for 20 OECD Countries, OECD Working Paper No 168, 1996

Socialkommissionen, De ældre - en belysning af ældregenerationens forsørgelse, DBK bogdistribution, København, 1993

World Bank, Averting the Old Age Crisis, 1994

Økonomiministeriet, Økonomisk Oversigt, maj 1995, maj 1996