

Incitamentet til pensionsopsparing set i lyset af de nye regler for beskatning af pensionsafkast

Peter Guldager

Handelshøjskolen i Århus
Nationaløkonomisk Institut
Fuglesangs Allé 20
8210 Århus V
tlf. 8948 6415, fax 8615 0188
E-mail: GUL@ASB.DK

Resumé

I forbindelse med FL2001 er der vedtaget en række love, som får betydning for valget mellem aktier og obligationer i en pensionsordning og i et frit depot. Ændringerne betyder, at afkast af aktier og obligationer i en kapitalpension fra 2001 bliver genstand for den samme beskatning. Der er fortsat et incitament til at oprette, opretholde og indskyde på en kapitalpension. De gennemførte og foreslåede ændringer vil dog i løbet af perioden 2000-02 påvirke dette incitament afhængigt af, om kapitalpensionen er placeret i aktier eller i obligationer. En kapitalpension, der er placeret i aktier, bliver dårligere beskyttet mod hævnning i løbet af perioden. Dette gælder navnlig, hvis kontohaveren har positiv kapitalindkomst og betaler topskat. Er kapitalpensionen i stedet placeret i obligationer, øges beskyttelsen, og den er for personer med positiv kapitalindkomst og topskat fortsat ganske betydelig. Såfremt ændringerne bevirker, at efterspørgslen efter aktier falder, vil det hovedsageligt gå ud over kurserne på de mindre selskabers aktier. Endelig er en konsekvens af de gennemførte ændringer, at statens provenu fra pensionsbeskatningen vil svinge langt mere fra år til år, end det har været tilfældet tidligere.

JEL Klassifikation: G23, H24, H55

I. Indledning

I forbindelse med FL2001 er der vedtaget en række love, som får betydning såvel for valget mellem placering i obligationer og aktier som for valget mellem placering i en pensionsordning og et frit depot. De ændringer, der vil blive behandlet i det følgende, er

- a) forhøjelsen af satserne for beskatning af aktieindkomst fra 25/40% til 28/43% med virkning fra 2001 (Lov nr 1280 af 20. december 2000)
- b) forhøjelsen af skatten på aktieafkast i pensionsordninger fra 5% til 15% med virkning fra 2001 (Lov nr 1294 af 20. december 2000)
- c) nedsættelsen af skatten på afkast af investeringer i obligationer, pantebreve og kontantindskud i obligationsordninger fra 26 til 15% ligeledes med virkning fra 2001 (Lov nr 1294 af 20. december 2000).¹

Ved indførelsen af realrenteafgiften i 1984 blev afkast i form af udbytte og kursgevinst ved placering i aktier i pensionsordninger fritaget for realrenteafgift. Denne fritagelse varede til vedtagelsen af pinsepakken i 1998, hvor der med virkning fra 2. juni 98 blev indført en skat på aktieafkast på 5%. Realrenteafgiften blev ophævet, og i stedet blev der indført en fast afgift på 26% af afkast fra investeringer i obligationer, pantebreve og kontantindskud (obl. mv.) med virkning fra 2000.

Pinsepakkens ændringer af pensionsbeskatningen kom imidlertid kun til at virke i 2½ år for aktier og 1 år for obligationer. Det er nu vedtaget, at skatten på aktieafkast i pensionsordninger fra 2001 forhøjes fra 5 til 15%, og den faste skat på afkast af obl. mv. nedsættes fra 26 til 15%. Forhøjelsen af skatten på aktieafkast øger selvsagt den samlede beskatning af afkastet i en kapitalpension, der er placeret i aktier, selv om afgiften på 40%, der betales ved ordningens ophævelse, derved giver et lavere provenu. For *aktieafkast* i pensionsordninger sker der således dels en *skærpelse* af den samlede beskatning dels en *fremrykning* i tid. For *afkast af obl. mv.* sker der dels en *lempelse* af den samlede beskatning dels en *udskydelse* i tid.

Som nævnt vil provenuet fra 40% afgiften blive reduceret som følge af forhøjelsen af beskatningen af aktieafkast. Denne form for provenukannibalisme øges selvsagt både med antallet af statslige sugerør og deres diameter (satsernes højde). I tilfældet med forhøjelsen af skatten på aktieafkast er den omtalte kannibalisme betragtelig, nemlig 40%. For hver krone, der opkræves yderligere i skat på aktieafkast, reduceres provenuet af afgiften ved ophævelse med 40 øre. Netto øges provenuet således kun med 60 øre. Lignende mekanismer kan findes andre steder i skattesystemet. Således vil en forøgelse af arbejdsmarkedsbidraget reducere provenuet af kommune-, amts- og statsskat. Lempelsen af beskatningen af obligationsafkast vil naturligvis på tilsvarende måde delvist

¹En af skatteministeren nedsat arbejdsgruppe har foreslået, at 3-års reglen og 100.000-kroners grænsen afskaffes, og at kursgevinster ved salg af aktier i frit depot beskattes som aktieindkomst mod tidligere kapitalindkomst. Arbejdsgruppen foreslår, at ændringerne skal træde i kraft den 1. januar 2002. I de efterfølgende beregninger i nærværende analyse er det forudsat, at disse forslag bliver vedtaget.

Kilde: Aktieavancebeskatning. *Redegørelse fra arbejdsgruppen til gennemgang af aktieavancebeskatningsloven*, Betænkning nr. 1392/2000. Skatteministeriet, september 2000.

blive finansieret ved, at provenuet fra 40% afgiften bliver større.

I det følgende vil vi se nærmere på virkningerne af ændringerne i beskatningen af såvel aktieudbytte og -kursgevinster som obligationsafkast ved placering i hhv. en kapitalpensionsordning og et frit depot. For at øge overskueligheden ses der her bort fra selskabsskatten, og vi holder afkastet af aktier og obligationer i en kapitalpension op mod afkastet af aktier og obligationer i et frit depot. Resultatet af sammenligningen er bestemmende for, om der fortsat er et incitament til at opretholde og indskyde på en kapitalpension eller om de skatteydere, som kan hæve deres kapitalpension, dvs. folk mellem 60 og 70 år, i stedet vil gøre dette.²

II. Afkastet af aktier i en kapitalpension og et frit depot

For at analysere incitamentet til at placere i aktier i en kapitalpension og i et frit depot tager vi udgangspunkt i et enkelt taleksempel, hvor en skatteyder, som er mellem 60 og 70 år har en kapitalpensionskonto med et samlet indestående på 1 mill. kr. Vi forudsætter endvidere, at han har hele beløbet placeret i aktier. Han står ved årets begyndelse over for valget mellem at hæve kontoen eller undlade dette. Kursgevinst ved salg af aktier i et frit depot, som har været ejet i mindre end 3 år, beskattes i 2000 og 2001 som kapitalindkomst. Kapitalindkomsten hos den enkelte boligejer er blevet reduceret som følge af, at lejeværdien af egen bolig, der hidtil har været beskattet som kapitalindkomst, fra 2000 er afløst af en ejendomsværdiskat. Herved er kapitalindkomsten hos mange og navnlig yngre boligejere blevet negativ og svarer stort set til nettorenteudgiften (som er negativ kapitalindkomst). I det omfang realiserede aktiekursgevinster ved salg af aktier i frit depot kan rummes inden for den negative kapitalindkomst, er beskatningen i 2000 ca. 36% og i 2001 ca. 33%.³ Som tidligere nævnt forudsættes det, at kursgevinster ved salg af aktier i frit depot fra og med 2002 beskattes som aktieindkomst, dvs. med 28% for aktieindkomst under 38.500 kr. (2001 niveau. Beløbet er det dobbelte for ægtefæller) og med 43% for den del af aktieindkomsten, der ligger over dette beløb.⁴

Der forudsættes af beregningstekniske grunde et samlet afkast på aktier på 10% fordelt på udbytte og kursgevinst i forholdet 1 til 4.⁵ Hvorledes aktieafkastet fordeles på udbytte og kursgevinst har

²Skatteydere under 60 år kan også hæve deres kapitalpension, men indestændet belægges i så fald med en afgift på 60%. Rammes imidlertid kontohaveren af tab af erhvervssevne eller livstruende sygdom, kan kontoen ophæves mod erlæggelse af den sædvanlige afgift på 40%. Kontoen skal hæves senest, når kontohaveren fylder 70 år.

³Samtlige de i beregningerne anvendte skattesatser er hentet fra Skatteministeriets hjemmeside, www.skat.dk. Her er den gennemsnitlige marginalskatteprocent for negativ kapitalindkomst 36,3 i 2000 og 33,2 i 2001. Fradragsværdien af negativ kapitalindkomst reduceres i 2001, fordi negativ kapitalindkomst da ikke mere kan fradrages ved beregningen af den statslige bundskat, mens der er halv fradragsret i 2000.

⁴Det er forudsat, at aktieindkomst beskattes med 28% i 2001 og 02. Mulighederne for efter 2002 at dimensionere summen af aktieudbytte og kursgevinster således, at de for et ægtepar i et enkelt år stort set holdes inden for grænsen på de 77.000 kr. (2001 niveau), er gode for de fleste, da de jo selv bestemmer, i hvilken hastighed de vil realisere deres kursgevinster og derved gøre dem til genstand for beskatning. De valgte forudsætninger indebærer, at den høje sats (43%) først bliver aktuel for et ægtepar, der tilsammen har en kapitalpension på over 1.283.333 kr., før den hæves.

⁵Resultaterne af de efterfølgende beregninger og de konklusioner, der drages, er dog helt uafhængige af valget af størrelsen af aktieafkast.

Tabel 1. Sammenligning af afkast af aktier og obligationer placeret i en kapitalpension og et frit depot, 2000-02.

| | Aktier | | Obligationer | |
|---------------------------|------------------|---|------------------|---|
| | Forrentning % | Relativ forrentning Indeks Kap.pens. = 1 | Forrentning % | Relativ forrentning Indeks Kap.pens. = 1 |
| 2000 | | | | |
| Kapitalpens. bevarer | 9,50 | 1 | 7,40 | 1 |
| Kapitalpens. hæves primo | | | | |
| Kap.indk.<0 | 6,62 | 0,70 | 6,40 | 0,86 |
| Kap.indk.>0 og bundskat | 6,30 | 0,66 | 6,00 | 0,81 |
| Kap.indk.>0 og mellemskat | 5,82 | 0,61 | 5,40 | 0,73 |
| Kap.indk.>0 og topskat | 4,70 | 0,49 | 4,00 | 0,54 |
| 2001 | | | | |
| Kapitalpens. bevarer | 8,50 | 1 | 8,50 | 1 |
| Kapitalpens. hæves primo | | | | |
| Kap.indk.<0 | 6,80 | 0,80 | 6,70 | 0,79 |
| Kap.indk.>0 og bundskat | 6,32 | 0,74 | 6,10 | 0,72 |
| Kap.indk.>0 og mellemskat | 5,84 | 0,69 | 5,50 | 0,65 |
| Kap.indk.>0 og topskat | 4,64 | 0,55 | 4,00 | 0,47 |
| 2002 | | | | |
| Kapitalpens. bevarer | 8,50 | 1 | 8,50 | 1 |
| Kapitalpens. hæves primo | | | | |
| Kap.indk.<0 | 7,20 | 0,85 | 6,70 | 0,79 |
| Kap.indk.>0 og bundskat | 7,20 | 0,85 | 6,10 | 0,72 |
| Kap.indk.>0 og mellemskat | 7,20 | 0,85 | 5,50 | 0,65 |
| Kap.indk.>0 og topskat | 7,20 | 0,85 | 4,00 | 0,47 |

Kilde: Bilagstabel 1 og 2.

kun betydning, når de to former for afkast beskattes forskelligt, som det er tilfældet i 2000 og 2001. Efter 1 år gør vi resultatet op i hhv. pensionsordningen og det frie depot. Resultatet er vist i venstre del af tabel 1. Af tabellen fremgår for det første, at afkastet i en kapitalpension, der er placeret i aktier, alt andet lige mindskes fra 2000 til 2001 pga. forøgelsen af skatten på aktieafkast fra 5 til 15%. For det andet fremgår det, at en kontohaver, der har placeret i aktier, vil opnå en større forrentning, såfremt han beholder kapitalpensionen, end hvis han hæver den.⁶ Dette gælder uanset, hvilket af de 3 år, vi betragter. I 2000 vil kontohaverens forrentning, såfremt pensionen hæves, kun være 70% af den forrentning, han kan opnå i ordningen, såfremt han har negativ kapitalindkomst og 66%, såfremt han har positiv kapitalindkomst og kun betaler bundskat til staten.⁷ Har han positiv kapitalindkomst og betaler topskat, bliver hans forrentning i ordningen det dobbelte af den, han kan opnå i et frit depot. Det samme gælder stort set også for sidstnævnte gruppe i 2001. Forskellen i forrentning i ordningen og udenfor mindskes i 2002 for alle fire indkomstgrupper, men langt mest for skatteydere med positiv kapitalindkomst og topskat. I 2002 er forskellen i forrentning i en kapitalpension og i et frit depot den samme for alle fire indkomst kategorier, idet al aktieafkast i frit depot da ifølge forslaget beskattes som aktieindkomst.⁸ Det er navnlig denne ændring, der gør, at incitamentet for skatteydere med positiv kapitalindkomst og topskat til at blive i deres kapitalpension reduceres kraftigt i 2002.⁹

Af tabellen fremgår, at skatteydere mellem 60 og 70 år med en kapitalpension placeret i aktier fortsat har et incitament til at fortsætte i ordningen, men incitamentet er mindre end tidligere. Dette gælder navnlig for personer med positiv kapitalindkomst og topskat. Det følger heraf, at det alt andet lige også kan betale sig fortsat at *indbetale* på en kapitalpensionskonto placeret i aktier fremfor at spare op i et frit depot.¹⁰ Fra 2002 påvirker kontohaverens øvrige indkomstforhold ikke længere hans beslutning om at hæve eller opretholde en kapitalpension.

Begrænsningen af tidshorizonten til 1 år er uden betydning for forrentningen i kapitalpensionen, for her betales skat af udbytte samt realiserede og *urealiserede* kursgevinster. Lagerprincippet anvendes, og realiserede og urealiserede kurstab kan således modregnes. I det frie depot derimod

⁶Det forudsættes, at den skatteyder, der foretrækker aktier (obligationer) i en pensionsordning, også gør det ved placering i et frit depot. Dette udelukker ikke, at der kan findes skatteydere med aktier i kapitalpensionen, som efter ophævelse placerer i obligationer og vice versa.

⁷Grænsen for, hvor der kun betales bundskat, er 177.900 kr. i 2001.

⁸Umiddelbart kan der synes at ligge en rigtig tanke bag denne ændring. Når en sparer skal vælge mellem placering i obligationer eller aktier, vil han holde det forventede obligationsafkast op mod det forventede aktieafkast, som består af et forventet aktieudbytte og en forventet kursgevinst. Man skal imidlertid være opmærksom på problemet med dobbeltbeskatning af udbyttet, idet overskuddet i selskabet i forvejen har været genstand for en beskatning på 30% (fra 2001).

⁹Reduktionen bliver selvfølgelig mindre (og beskyttelsen større), såfremt kursgevinsten eller dele heraf skal beskattes med den høje sats for aktieindkomst (43%), jvf. bilagstabel 1. Det følger heraf, at store kapitalpensioner alt andet lige er bedre beskyttet mod hævning end små. Såfremt forslaget om, at al aktieafkast i et frit depot fra 2002 skal beskattes som aktieindkomst, ikke vedtages, bliver tallene for de fire indkomstgrupper i tabel 1 i 2002 de samme som i 2001.

¹⁰Dette gælder, når marginalskatten ved fradrag for indbetaling til kapitalpensionen er højere end afgiften på 40%, der skal betales ved ophævelse. Skatteydere, der kun betaler bundskat og bor i en (billig) kommune, hvor deres marginalskat er mindre end 40%, skal overveje at undlade at indbetale på en kapitalpensionskonto og i stedet oprette en ratepension eller foretage en eventuel opsparing i et frit depot.

betales skat af udbytte og *realiserede* kursgevinster. Realisationsprincippet anvendes, og realiserede kurstab kan således modregnes. Skatteyderen kan således selv bestemme, hvornår skatten af kursgevinster skal betales. Herved kan der i det frie depot ved udskydelse af skatten opnås en merforrentning, som i realiteten betyder, at incitamentet til at blive i kapitalpensionen bliver lidt mindre, end det er angivet i beregningseksemplet (1 år). For nærmere at belyse dette forhold er i bilagstabel 1 angivet tal for forrentning og relativ forrentning, såfremt kursgevinsten i det frie depot først realiseres og bringes til beskatning efter 5 år.¹¹ Det fremgår, at forøgelsen af tidshorizonten til 5 år kun i begrænset grad giver anledning til at modificere de tidligere konklusioner om incitamentet til at undlade at hæve en kapitalpension placeret i aktier.

III. Afkastet af obligationer i en kapitalpension og et frit depot

Resultatet af en helt tilsvarende analyse er vist i højre del af tabel 1 for skatteydere mellem 60 og 70 år, som har en kapitalpension, men som i stedet har valgt at placere denne i obligationer. Der er også her som for aktier valgt en forrentning på 10%. Læseren vil måske her indvende, at det er et for højt afkast for obligationer. Imidlertid er størrelsen af forrentningen også her uden betydning for resultaterne og de konklusioner, der drages i det følgende. Der kan dog være grund til at gøre opmærksom på, at tabel 1 (og bilagstabellerne) skal læses vertikalt for hhv. aktier og obligationer. Tabellen kan ikke bruges horisontalt til at afgøre, hvilken af de to placeringsformer, der er mest fordelagtig.

Af tabellen fremgår for det første, at afkastet i en kapitalpension, der er placeret i obligationer, alt andet lige øges fra 2000 til 2001 pga. nedsættelsen af skatten på obligationsafkast fra 26 til 15%. For det andet ses det, at det også i dette tilfælde i alle 3 år, analysen vedrører, er fordelagtigt at blive i kapitalpensionen, fremfor at hæve denne. Incitamentet for en skatteyder med positiv kapitalindkomst og topskat til at fortsætte i ordningen er allerede betydeligt i 2000, idet afkastet i ordningen er næsten dobbelt så stort som i et frit depot. I 2001 og 2002 er incitamentet endnu større.¹² For skatteydere med negativ kapitalindkomst eller lav personlig indkomst er incitamentet til at blive i ordningen betydeligt mindre, men det øges dog lidt i løbet af perioden. Det følger heraf, at det alt andet lige også kan betale sig fortsat at *indbetale* på en kapitalpensionskonto placeret i obligationer fremfor at spare op i et frit depot.

Indeksobligationer udstedt inden den 31. dec. 1998 er fortsat fritaget for beskatning af renteindtægt og indekstillelæge, men kursgevinster bliver fra 2001 beskattet med 15%. I den hensigt

¹¹Forskellen ville blive større, hvis man valgte en længere periode end 5 år, men man må dog her erindre, at beregningseksemplet gælder for personer mellem 60 og 70 år, hvorfor en meget længere tidshorizont mht. realisation af kursgevinster næppe forekommer relevant.

¹²I regneeksemplet er det forudsat, at al afkast af obligationer i et frit depot beskattes som kapitalindkomst. Imidlertid er kursgevinster på blåstemplede obligationer i et frit depot i realiteten skattefrie. Skatteyderen skal således her for en given tidshorizont placere i de obligationer, der giver det højeste afkast *efter skat* (dvs. under hensyntagen til skattefriheden for kursgevinsten på de blåstemplede obligationer), hvorimod han i en kapitalpension, hvor al afkast beskattes, blot skal placere i de obligationer, der giver det højeste afkast *før skat*. Det vil således ofte ikke være de samme obligationer, der vil blive valgt i en kapitalpension og i et frit depot. Muligheden for at få skattefrie kursgevinster i det frie depot vil alt andet lige betyde, at incitamentet til at opretholde kapitalpensionen vil blive lidt mindre, end det fremgår af regneeksemplet. Når adgangen til at få skattefrie kursgevinster ved placering i et frit depot kun modificerer beskyttelsen i kapitalpensionen forholdsvis lidt, skyldes det, at skattefriheden i betydeligt omfang er kapitaliseret ind i kurserne på de nominelt lavt forrentede obligationer med lavere effektiv rente før skat til følge.

at modvirke en alt for kraftig negativ kursreaktion gives der ved udtrækning af indeksobligationen et fradrag, som svarer til forskellen mellem pari kurs og kursen pr. 1. sept. 2000 således, at forventede kursgevinster undtages fra beskatning. Indeksobligationer bliver dog alt i alt mindre attraktive i forhold til almindelige obligationer i en pensionsordning. Dette har ikke så meget sin årsag i, at kursgevinster på indeksobligationer fra 2001 bliver genstand for beskatning, men mere i det forhold, at skatten af obligationsafkast nedsættes fra 26 til 15%. Balancepunktet mellem obligationer og indeksobligationer forskydes til ugunst for sidstnævnte.

IV. Sammenligning af virkningerne for de to placeringsformer

Af det foregående ses for det første, at det stadig kan betale sig at oprette, opretholde og indbetale på en kapitalpensionskonto, idet afkastet af såvel aktier som obligationer her er højere, end det er tilfældet i et frit depot. De gennemførte ændringer virker dog forskelligt på afkastet i en kapitalpension afhængigt af, om denne er placeret i aktier eller i obligationer. Afkastet af aktier falder, mens afkastet af obligationer øges. Dette skyldes, at skatten på aktieafkast forhøjes fra 5 til 15%, og skatten på obligationsafkast nedsættes fra 26 til 15%.¹³ Fra 2001 er beskatningen af afkastet af aktier og obligationer i en pensionsordning således den samme. Hertil kommer, at den relative forskel på at ophæve eller blive i en kapitalpension, der er placeret i aktier, indsnævres fra 2000 til 2002. Dette sidste gælder navnlig for skatteydere, som har positiv kapitalindkomst og betaler topskat.

Det forhold, at det stadig er en fordel at opretholde en kapitalpension, betyder ikke, at de gennemførte ændringer ingen virkninger har. Den relative begunstiggelse af beskatningen af obligationer vil alt andet lige bevirke, at efterspørgslen drejes bort fra aktier og over mod obligationer. Det betyder ej heller, at antallet af kontohavere mellem 60 og 70 år, der hæver deres kapitalpension, ikke vil blive påvirket. De fleste, der opfylder alderskravet (60 år), vil ofte enten allerede have forladt arbejdsmarkedet eller gøre dette inden for en overskuelig tid. Mange af disse har gennem indbetalingsperioden planlagt, hvorledes de vil anvende det opsparede beløb, fx. til privat forbrug over en eller anden årrække, mens de endnu føler, de har fantasi hertil. Beslutningen om, hvornår kontoen skal hæves, vil for denne gruppe kontohavere formentlig bl.a. være afhængig af den relative forrentning i et frit depot sammenlignet med forrentningen i en kapitalpension. For denne kategori af skatteydere kan ændringerne medføre, at de fremrykker ophævelsen af deres kapitalpension. Den tidligere omtalte fremrykning i tid af beskatningen af aktier vil i så fald blive øget yderligere.

En kapitalpension er fortsat omgivet eller beskyttet af en barriere eller et dige, som bidrager til at man holder pengene i kapitalpensionen fremfor at anbringe dem i et frit depot.¹⁴ Digeets højde er imidlertid ikke den samme for alle typer af skatteydere. For skatteydere med *aktier* i deres

¹³Der ses bort fra de locking-in effekter, der er indbygget i kapitalpensionsordningen i form af dels, at hele indestændet skal hæves på én gang dels, at retten til fremtidige indskud på kontoen bortfalder. Der ses endvidere bort fra, at der er visse administrative fordele ved placering i en kapitalpension fremfor et frit depot.

¹⁴Digehøjden, dvs. beskyttelsen mod hævning af en kapitalpension placeret i aktier eller obligationer, kan anskueliggøres som den reciprokke af indekset for den relative forrentning for de fire indkomst kategorier i tabel 1. Digehøjden i 2001 og 02 afhænger naturligvis af forudsætningen om fordelingen af aktieafkastet på udbytte og kursgevinst. Ændres forholdet fx. fra 1:4 til 1:3, mindskes digehøjden lidt i begge år og mest for skatteydere med positiv kapitalindkomst og topskat.

kapitalpension mindskes digehøjden i perioden 2000-02, men langt mest for dem, der har positiv kapitalindkomst og betaler topskat. Også for personer med *obligationer* i kapitalpensionen er diget højest for dem, der har positiv kapitalindkomst og betaler topskat og lavest for dem, der har negativ kapitalindkomst eller lav personlig indkomst. Digehøjden er i perioden svagt stigende for alle fire indkomst kategorier. Ændringerne i beskatningen resulterer således i, at alle indkomst kategorier fortsat har en tilskyndelse til at opretholde en kapitalpension, men tilskyndelsen for personer med en positiv kapitalindkomst og topskat er langt svagere, hvis kapitalpensionen er placeret i aktier, end hvis den er placeret i obligationer. Generelt bevirker ændringerne altså, at digehøjden *mindskes* for aktier og *øges* for obligationer. Dette gælder alle indkomst kategorier.

Efterspørgslen efter danske aktier kan tænkes at blive reduceret af flere grunde. For det første fordi ændringerne indebærer en relativ forringelse af placering i aktier i en pensionsordning sammenlignet med den eksisterende situation. Det vil alt andet lige mindske efterspørgslen efter aktier. For det andet vil de gennemførte og foreslåede ændringer medføre, at en kapitalpension placeret i aktier af en person mellem 60 og 70 år bliver mindre beskyttet mod at blive hævet end tidligere. For det tredje vil forslaget om en afskaffelse af 3-års reglen øge den effektive beskatning af aktier i frit depot og dermed mindske private investorers interesse for disse. Dette gælder måske navnlig dem med de mindre aktieporteføljer. I modsat retning trækker dannelsen af innovationsforeninger, som sigter mod at øge interessen for placering af risikovillig kapital i de mindre virksomheder, den lavere beskatning af kursgevinster på aktier i frit depot fra 2002, forhøjelsen af pensionskassernes aktieandel fra 50 til 70%, fjernelsen af 3-års reglen for selskabsaktionærer samt, at selskabsskatten nedsættes fra 32 til 30% i 2001. Hvis der er flere, der går ud af en kapitalpension, som er placeret i aktier, vil efterspørgslen efter aktier alene af den grund falde, da ophævelsen af kapitalpensionen udløser en afgift på 40%, og skatteyderen har således kun 60% af det oprindelige beløb til at købe aktier for. Bliver resultatet, at efterspørgslen efter aktier falder, må det forventes, at de danske selskaber bliver ramt forskelligt afhængigt af, om der er tale om store eller små selskaber. Kurserne på de store selskabers aktier, fx. de 20 i KFX-indekset, er i væsentlig grad bestemt af udlandets efterspørgsel, hvorimod kurserne på de mindre selskabers aktier i højere grad bestemmes af efterspørgslen fra de indenlandske investorer. Det vil således først og fremmest være kursen på disse selskabers aktier, der vil falde, hvis interessen for danske aktier mindskes.

Endelig kan der være grund til at slå fast, at der (fortsat) er to grunde til at tegne, opretholde og indbetale på en kapitalpensionskonto. Den ene er, at kapitalpensionen ud over selve afkastet af placeringen for skatteydere, der betaler mellemskat, er født med en positiv intern rente.¹⁵ Den anden, og nok så væsentlige grund, er, at afkastet i en kapitalpension som vist er højere end afkastet i et frit depot. Fra rådgivere på området høres undertiden, at en kapitalpension (og ratepension) giver mulighed for "gearing", "flere penge at investere", etc. Argumenter af denne art kan man roligt se bort fra.

¹⁵Til sammenligning kan nævnes, at såfremt skatteyderen har samme marginalsat ved udbetaling som ved indbetaling, har en ratepension ud over selve afkastet af placeringen en intern rente på nul.

V. Provenuvirkninger for staten

Hvis tendensen i retning af stigende andel af aktier og faldende andel af obligationer i den samlede pensionsformue var fortsat i de kommende år, ville resultatet med uændrede beskatningsregler blive en svækkelse af statens provenu pga. den betydelige forskel i beskatningen (5% mod 26%) af afkastet fra de to placeringsformer. Forøgelsen af beskatningen af aktieafkast kan ses som et værn mod en sådan udhuling af provenuet af pensionsbeskatningen. De omtalte ændringer af beskatningen til en ens beskatning af pensionsafkast (15%) vurderes af ministeriet i bemærkningerne til loven til stort set at være provenuneutrale.¹⁶ Det må imidlertid bemærkes, at ændringerne af beskatningen fører til, at statens provenu nu alt andet lige vil variere betydeligt mere fra år til år, end det har været tilfældet hidtil. Afkastet af aktier svinger langt mere over tiden end afkastet af obligationer, og med den skønnede fordeling af obligationer og aktier (48%/42%) ult. 2000 hos alle pensionskasser og kontohavere og et normalt afkast af obligationsdelen i pensionsformuen vil provenuet fra den samlede pensionsbeskatning med de nye regler falde til nul, såfremt aktiekurserne i gennemsnit blot falder 10%, idet der regnes med, at udbyttet andrager ca. 2% af aktiekursen. Den enkelte pensionskasse eller kontohaver kan naturligvis have en obligationsandel, der er (langt) større end det nævnte gennemsnit (48%), og fra disse kategorier vil staten selv i et meget dårligt aktieår kunne få et vist provenu.

I de senere år har afkastet af aktier været meget stort, men så sent som i 1990 faldt aktierne i verden målt ved Morgan Stanleys verdensindeks i gennemsnit med 29% regnet i danske kroner. I 1990 og 92 faldt de danske aktier hhv. 13% og 26%. Den hidtidige pensionsbeskatning beskyttede i langt højere grad statens provenu mod kraftige svingninger. Med udgangspunkt i ministeriets egne skøn over afkast af og fordeling mellem obligationer og aktier for 2000 kunne aktiekurserne med den hidtidige beskatning falde 42%, før statens provenu faldt til nul. Heraf ses, at provenuets følsomhed over for aktiekursændringer er blevet stærkt forøget som følge af ændringen i pensionsbeskatningen. Det gør ikke problemet mindre, at aktiekurserne i modsætning til obligationskurserne næppe kan karakteriseres som konjunkturmodløbende. Et kraftigt fald i aktiekurserne kommer sjældent alene, men vil ofte falde sammen med et omsving i økonomien i negativ retning med de negative virkninger, dette i øvrigt har for statens budgetsaldo. Resultatet bliver, at konjunkturfølsomheden i det offentliges samlede provenu, der i forvejen er større end de fleste andre landes, øges yderligere.

Mens der således ikke kan herske er tvivl om, at pensionsbeskatningens bidrag til statens budgetsaldo vil variere meget mere, end man er vant til, må betydningen heraf dog ikke overvurderes. Den realøkonomiske virkning på kort sigt af en ændring i provenuet fra beskatningen af pensionsformuen er mindre end en ændring i provenuet fra næsten enhver anden skat eller afgift. Noget andet er så, om de finansielle markeder har en udpræget tilbøjelighed til at vurdere betydningen af et givet offentligt underskud efter, hvorledes underskuddet er fremkommet.

¹⁶ Ministeriet skønner, at den samlede pensionsformue ved udgangen af 2000 vil andrage ca. 1.500 mia kr. Det er ministeriets vurdering, at ca. 48% er placeret i obligationer og ca. 42% i aktier. Ministeriet skønner i sine beregninger, at obligationer giver et afkast på 7% p.a. i gennemsnit og aktier 9%.

VI. Konklusion

Den skattemæssige fortrinsstilling, realrenteafgiftsloven i 1984 gav afkast hidrørende fra aktier (aktieudbytte og kursgevinster), er blevet reduceret i to omgange, dels ved indførelsen af skatten på aktieafkast den 2. juni 1998 (5%), og dels ved forhøjelsen af samme skat (til 15%) fra 2001. Endvidere indebærer ændringerne, at afkast af aktier og obligationer i en kapitalpension fra 2001 bliver genstand for den samme beskatning, hvilket er en lempelse af beskatningen af obligationsafkast, men en skærpelse af beskatningen af aktieafkast i forhold til de hidtil gældende regler.

Der er fortsat et incitament til at oprette, opretholde og indskyde på en kapitalpension. De gennemførte og foreslåede ændringer vil dog i løbet af perioden 2000-02 påvirke dette incitament afhængigt af, om kapitalpensionen er placeret i aktier eller i obligationer. For skatteydere, der har placeret i aktier, *falder* incitamentet, men dette gælder navnlig for dem, som har positiv kapitalindkomst og betaler topskat. Har de i stedet placeret deres kapitalpension i obligationer, *øges* incitamentet til at blive i kapitalpensionen, og dette gælder for alle indkomstgrupper. Skatteydere med positiv kapitalindkomst og topskat har et endog meget stort incitament til at undlade at hæve deres kapitalpension, da forrentningen herved bliver ca. det dobbelte af, hvad den ville være i et frit depot. Skatteydere med negativ kapitalindkomst eller lav personlig indkomst har en mere begrænset interesse i at bevare kapitalpensionen, men den *øges* svagt i løbet af perioden.¹⁷ Ændringerne bevirker således, at en kapitalpension, der er placeret i aktier, bliver dårligere beskyttet mod hævning i løbet af perioden. Dette gælder navnlig, hvis kontohaveren har positiv kapitalindkomst og betaler topskat. Er kapitalpensionen i stedet placeret i obligationer, *øges* beskyttelsen, og den er for personer med positiv kapitalindkomst og topskat fortsat ganske betydelig.

Såfremt efterspørgslen efter aktier falder, vil det ikke ramme de danske selskaber over en bred bank. Kurserne på de store selskabers aktier er i væsentlig grad bestemt af udlandets efterspørgsel, og et efterspørgselsfald må derfor formodes i højere grad at gå ud over kurserne på de mindre selskabers aktier.

De i det foregående omtalte ganske omfattende ændringer af reglerne for pensionsopsparring gennemføres over en så kort periode som tre år (2000-2002). Det ville være ønskeligt, om vilkårene for den mere langsigtede opsparring, som kapitalpension jo må betegnes som, i årene efter 2002 ikke ændres med samme hastighed, som det har været tilfældet i de tre forudgående år.

Udtrykket den (gryende) danske aktiekultur referer til privates (øgede) interesse for placering i aktier såvel i pensionsordninger som i frie depoter. Betragter man de gennemførte og foreslåede ændringer og disses virkninger på denne gruppes incitament til at investere i aktier, synes resultatet at være negativt. Det ville derfor være en overdrivelse at hævde, at de gennemførte ændringer bidrager til at gøde jordbunden for aktiekulturen i Danmark.

Endelig er en konsekvens af de gennemførte ændringer, at statens provenu fra pensionsbeskatningen vil svinge langt mere fra år til år, end det har været tilfældet tidligere.

¹⁷For denne indkomstgruppe, hvis kapitalpensioner må formodes at være mindre end gennemsnittet, kan den tidligere omtalte locking-in effekt tænkes at være afløst af en locking-out effekt henset til, at ophævelse af en kapitalpension for de fleste er en forudsætning for at få udbetalt et evt. indestående i Lønmodtagernes Dyrtdidsfond.

Bilagstabel 1. Sammenligning af afkast af aktier placeret i en kapitalpension og i et frit depot over en periode på 1 år.

| | Indestående primo | Aktieafkast i perioden | Skat af aktieafkast | Indestående ultimo | Ejers andel ultimo | Forrentning % | Relativ forrentning Indeks Kap.pens.=1 |
|--------------------------|-------------------|------------------------|-----------------------------|--------------------|--------------------|---------------|--|
| 2000 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,05 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 5.000 | 1.095.000 | 657.000 | 9,50 (9,50) | 1 (1) |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Aktie-/ kap.indk. | Skat af aktie/ kap.indkomst | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,25/0,36 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 20.280 | | 639.720 | 6,62 (6,96) | 0,70 (0,73) |
| Sats | | 0,1 | 0,25/0,40 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 22.200 | | 637.800 | 6,30 (6,67) | 0,66 (0,70) |
| Sats | | 0,1 | 0,25/0,46 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 25.080 | | 634.920 | 5,82 (6,21) | 0,61 (0,65) |
| Sats | | 0,1 | 0,25/0,60 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 31.800 | | 628.200 | 4,70 (5,13) | 0,49 (0,54) |
| 2001 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | Aktieafkast i perioden | Skat af aktieafkast | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,15 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 15.000 | 1.085.000 | 651.000 | 8,50 (8,50) | 1 (1) |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Aktie-/ kap.indk. | Skat af aktie/ kap.indkomst | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,28/0,33 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 19.200 | | 640.800 | 6,80 (7,12) | 0,80 (0,84) |
| Sats | | 0,1 | 0,28/0,39 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 22.080 | | 637.920 | 6,32 (6,68) | 0,74 (0,79) |
| Sats | | 0,1 | 0,28/0,45 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 24.960 | | 635.040 | 5,84 (6,23) | 0,69 (0,73) |
| Sats | | 0,1 | 0,28/0,60 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 32.160 | | 627.840 | 4,64 (5,06) | 0,55 (0,60) |
| 2002 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | Aktieafkast i perioden | Skat af aktieafkast | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,15 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 15.000 | 1.085.000 | 651.000 | 8,50 (8,50) | 1 (1) |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Aktie- indkomst | Skat af aktieindkomst | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,28 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 16.800 | | 643.200 | 7,20 (7,49) | 0,85 (0,88) |
| Sats | | 0,1 | 0,43 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 25.800 | | 634.200 | 5,70 (6,06) | 0,67 (0,71) |

Note: I 2000 og 2001 antages udbyttet at udgøre 1/5 af det samlede aktieafkast, og denne del er i de to år beskattet med hhv. 25 og 28%. De 4/5 af aktieafkastet er i de to år beskattet som kapitalindkomst. I 2002 forudsættes al aktieafkast beskattet som aktieindkomst. Tallene for forrentning og relativ forrentning gælder for en periode på 1 år. De tilsvarende tal for en periode på 5 år er anført i parentes, hvor tallene for forrentning er pro anno.

Bilagstabel 2. Sammenligning af afkast af obligationer placeret i en kapitalpension og i et frit depot over en periode på 1 år.

| | Indestående primo | Obl. afkast i perioden | Skat af obl.afkast | Indestående ultimo | Ejers andel ultimo | Forrentning % | Relativ forrentning Indeks Kap.pens.=1 |
|--------------------------|-------------------|----------------------------|-------------------------|--------------------|--------------------|---------------|--|
| 2000 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | 0,1 | 0,26 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 26.000 | 1.074.000 | 644.400 | 7,40 | 1 |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Kapitalindkomst 0,1 | Skat af kap.indk. 0,36 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 21.600 | | 638.400 | 6,40 | 0,86 |
| Sats | | 0,1 | 0,40 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 24.000 | | 636.000 | 6,00 | 0,81 |
| Sats | | 0,1 | 0,46 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 27.600 | | 632.400 | 5,40 | 0,73 |
| Sats | | 0,1 | 0,60 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 36.000 | | 624.000 | 4,00 | 0,54 |
| 2001 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | Obl. afkast i perioden 0,1 | Skat af obl.afkast 0,15 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 15.000 | 1.085.000 | 651.000 | 8,50 | 1 |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Kapitalindkomst 0,1 | Skat af kap.indk. 0,33 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 19.800 | | 640.200 | 6,70 | 0,79 |
| Sats | | 0,1 | 0,39 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 23.400 | | 636.600 | 6,10 | 0,72 |
| Sats | | 0,1 | 0,45 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 27.000 | | 633.000 | 5,50 | 0,65 |
| Sats | | 0,1 | 0,60 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 36.000 | | 624.000 | 4,00 | 0,47 |
| 2002 | | | | | | | |
| Kapitalpens. bevares | | | | | | | |
| Sats | | Obl. afkast i perioden 0,1 | Skat af obl.afkast 0,15 | | | | |
| Kr. | 1.000.000 | 100.000 | 15.000 | 1.085.000 | 651.000 | 8,50 | 1 |
| Kapitalpens. haves primo | | | | | | | |
| Sats | | Kapitalindkomst 0,1 | Skat af kap.indk. 0,33 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 19.800 | | 640.200 | 6,70 | 0,79 |
| Sats | | 0,1 | 0,39 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 23.400 | | 636.600 | 6,10 | 0,72 |
| Sats | | 0,1 | 0,45 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 27.000 | | 633.000 | 5,50 | 0,65 |
| Sats | | 0,1 | 0,60 | | | | |
| Kr. | 600.000 | 60.000 | 36.000 | | 624.000 | 4,00 | 0,47 |