

Samspelet mellem indkomstskatter og inflation

Jørgen Søndergaard

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

SUMMARY: This paper investigates the effects of inflation on the allocation of resources depending on the detailed structure of income taxation. The analysis of long-run effects, capital gains and depreciation, takes as its point of departure a recent contribution by Feldstein on inflation, tax rules and interest rates. In the analysis of short-run effects our main focus is on the creation of gains on real and financial assets. Finally, the inflation proof tax system (taxation of real interest income, indexation of financial assets, depreciation on replacement cost basis etc.) is briefly discussed and it is argued that many of the items in the current debate on an income tax reform originate from the interaction of tax rules and inflation.

1. Indledning

De fleste skattesystemer er designet til en økonomi uden nævneværdig inflation. Det gælder også for indkomstbeskatningen i Danmark. Såfremt inflationens betydning for produktion, indkomst og indkomstfordeling kunne antages uafhængig af skatternes højde og skattereglernes udformning ville emnet højst være af akademisk interesse. Dette er imidlertid ikke tilfældet, hvilket bl.a. kommer til udtryk i den offentlige debat om skattesystemets udformning. Denne debat fokuserer ofte mere på symptomerne end på de bagved liggende årsager. Formålet med denne artikel er at søge at påvise, at mange af disse symptomer kan henføres til skattesystemets manglende hensyntagen til inflationen.

Udgangspunktet for analysen er Feldstein's analyse af inflationens betydning for kapitalakkumuleringen på lang sigt, når renteindkomst beskattes. Til forskel fra Feldstein fokuseres der i det følgende ikke primært på kapitalintensiteten og

Denne artikel bygger på et indlæg på Nationaløkonomisk Forenings konference om indkomstskattesystemet i november 1979. Kommentarer fra konferencedeltagere, kolleger og tidsskriftets redaktør har været til stor hjælp ved udarbejdelsen af denne artikel, men tilbageværende fejl og mangler er naturligvis alene forfatterens ansvar.

Samspelet mellem indkomstskatter og inflation

Jørgen Søndergaard

Økonomisk Institut, Aarhus Universitet

SUMMARY: This paper investigates the effects of inflation on the allocation of resources depending on the detailed structure of income taxation. The analysis of long-run effects, capital gains and depreciation, takes as its point of departure a recent contribution by Feldstein on inflation, tax rules and interest rates. In the analysis of short-run effects our main focus is on the creation of gains on real and financial assets. Finally, the inflation proof tax system (taxation of real interest income, indexation of financial assets, depreciation on replacement cost basis etc.) is briefly discussed and it is argued that many of the items in the current debate on an income tax reform originate from the interaction of tax rules and inflation.

1. Indledning

De fleste skattesystemer er designet til en økonomi uden nævneværdig inflation. Det gælder også for indkomstbeskatningen i Danmark. Såfremt inflationens betydning for produktion, indkomst og indkomstfordeling kunne antages uafhængig af skatternes højde og skattereglernes udformning ville emnet højst være af akademisk interesse. Dette er imidlertid ikke tilfældet, hvilket bl.a. kommer til udtryk i den offentlige debat om skattesystemets udformning. Denne debat fokuserer ofte mere på symptomerne end på de bagved liggende årsager. Formålet med denne artikel er at søge at påvise, at mange af disse symptomer kan henføres til skattesystemets manglende hensyntagen til inflationen.

Udgangspunktet for analysen er Feldstein's analyse af inflationens betydning for kapitalakkumuleringen på lang sigt, når renteindkomst beskattes. Til forskel fra Feldstein fokuseres der i det følgende ikke primært på kapitalintensiteten og

Denne artikel bygger på et indlæg på Nationaløkonomisk Forenings konference om indkomstskattesystemet i november 1979. Kommentarer fra konferencedeltagere, kolleger og tidsskriftets redaktør har været til stor hjælp ved udarbejdelsen af denne artikel, men tilbageværende fejl og mangler er naturligvis alene forfatterens ansvar.

kapitalens marginalprodukt, men i højere grad på hvorledes skattesystemets konkrete udformning influerer på inflationens indvirkning på økonomien. Denne analyse suppleres med en diskussion af kortsigtsvirkningerne i form af kapitalgevinster og gevinster og tab på nominelle fordringer. Diskussionen afsluttes med en påvisning af, at realrentebeskatning og indførelse af indekserede fordringer ville gøre inflationens virkninger helt uafhængige af beskatningens højde.

Det bør understreges, at denne analyse er utilstrækkelig til at vurdere om en skattereform i retning af realrentebeskatning er ønskelig eller ej. Det skyldes dels, at analysen alene inddrager langtidsligevægte, dels at hverken de fordelingsmæssige konsekvenser eller de administrative forhold er omtalt.

2. Konsekvenser på lang sigt af inflation og nominel beskatning

Formålet med den følgende teoretiske diskussion er at nå frem til et grundlag for at vurdere, hvorledes inflationen påvirker produktion og indkomst på lang sigt i en økonomi som den danske med det nuværende skattesystem.¹ Dette spørgsmål er så kompliceret, at en omvej over nogle stærkt forenklede modeller synes anstrengelserne værd.

Spørgsmålet er, hvorledes et skift i den forudsete inflationstakt påvirker økonomien på langt sigt, dvs. når tilpasningerne til de ændrede inflationsforventninger har fundet sted. Dette betyder, at vi diskuterer langsigtsvirkninger af forudset inflation og kortsigtsvirkninger af uforudset inflation, jfr. afsnit 3. Derimod diskuteres langsigtsvirkningerne af successive skift i inflationsforventningerne ikke. Ligeledes forudsætter vi exogene inflationsforventninger.

Analysen af de langsigtede virkninger udføres ofte i monetære vækstmodeller ved komparation af steady-states. Både den reale og den monetære del af disse modeller giver en særdeles rudimentær beskrivelse af den økonomiske struktur, og man kan derfor i bedste fald anvende disse analytiske resultater som en referenceramme for en vurdering af de empiriske forhold.

Af fremstillingsmæssige grunde betragtes først en lukket økonomi, derefter et åbent samfund, hvorefter en række urealistiske modelforudsætninger søges vurderet. Endelig diskuteres opsparingens rentefølsomhed, der er en af de afgørende parametre for analysens resultater.

1. Vi anvender betegnelsen »nominel« om skattesystemer, der beskatter det nominelle formueafkast.

2A. Inflation og beskatning i en lukket økonomi

Litteraturen indeholder en del analyser, der viser, at en stigning i den forventede inflationstakt i en økonomi uden skatter medfører et fald i realrenten.² Feldstein (1976) er et af de få eksempler på en tilsvarende analyse med indkomstbeskatning.³ Diskussionen i det følgende bygger på en lidt forenklet version af Feldsteins model, idet vi her koncentrerer os om tilfældet med beskatning af nominel rente og nominel afkast. Virksomhedernes overskud beskattes med τ , og de skattemæssige afskrivninger svarer til økonomiske levetidsafskrivninger. Husholdningernes indkomst, herunder nominel renteindkomst, beskattes med θ . I modellen, der er en monetær neoklassisk en-sektor vækstmodel med fuld sikkerhed, er endvidere alle investeringer lånefinansierede. Modellen kan sammenfattes i følgende 5 ligninger

Produktionsfunktionen:

$$y = f(k) \quad (1)$$

Offentlig budgetbalance medfører:

$$h = y(1 - \gamma) + nm \quad (2)$$

Steady-state betingelse for kapitalmarkedet:

$$\sigma(r_e)h = nk + nm \quad (3)$$

Profitmaksimeringsbetingelsen:

$$f'(k) = r - \tau p / (1 - \tau) \quad (4)$$

Likviditetspræferencen:

$$m = L(i_e)k \quad (5)$$

De centrale forudsætninger bag modellen er:

(i) Constant returns to scale. Pr. capita produktion y er en funktion (1) af kapitalbeholdning pr. capita k , der er proportional med kapital/arbejdskraft forholdet, idet arbejdsudbuddet forudsættes exogent og konstant pr. capita.

(ii) Det offentlige forbrug udgør en konstant andel af produktionen (andelen γ). Disponibel indkomst, h , er pr. definition lig med produktion minus skatter og det inflationsbetingende fald i realværdien af pengebeholdningen. Det offentlige budgetbalance medfører, at skatterne svarer til offentligt forbrug bortset fra den del

2. Se f.eks. Fischer og Modigliani (1978) og B. Nyboe Andersens (1975) oversigt.

3. Levi & Makin (1978) gennemfører en lignende analyse i en kortsigtet makromodel, men når konklusioner, der kvalitativt svarer til Feldsteins.

heraf, der finansieres ved tilvækst i pengemængden. Derfor kan den disponible pr. capita indkomst udtrykkes ved (2), hvor n er befolkningens vækstrate, m er realværdien af pengemængden pr. capita, og hvor nm kan vises at svare til tilvæksten i pengemængden minus faldet i realrenten af den oprindelige pengemængde (Feldstein p. 811-12).

(iii) Opsparingen forudsættes proportional med den disponible indkomst, men med opsparingskvoten, σ , som en funktion af den disponible realrente, r_e . I steady-state må opsparringen svare til den til befolkningstilvæksten svarende vækst i kapitalbeholdning og pengemængde (realt), jf. (3).

(iv) Virksomhederne forudsættes at profitmaksimere under fuld sikkerhed. Alle investeringer lånefinansieres og det forudsættes, at de skattemæssige afskrivninger svarer til økonomiske levetidsafskrivninger på grundlag af genanskaffelsespriser. I så fald bliver marginalbetingelsen for investeringsomfanget, at virksomhedens afkast efter skat plus den nominelle kapitalgevinst, der forudsættes skattefri, skal svare til den disponible nominelle rente, idet virksomhedens renteudgifter forudsættes fradragsberettigede. Denne betingelse (4) kan alternativt skrives: $(1 - \tau)f'(k) + p = i(1 - \tau)$, hvor f' er kapitalens marginalprodukt fratrukket afskrivninger, p er prisstigningstakten og $i (= r + p)$ er den nominelle rente.

(v) Det forudsættes, at husholdningernes formue alene består af outside money, der ikke er rentebærende samt fordringer på virksomhederne, der netop svarer til kapitalbeholdningen. I så fald kan likviditetspræferencen udtrykkes ved forholdet mellem penge og fordringer lig forholdet mellem penge og kapitalbeholdning, m/k , der i (5) antages at være en (aftagende) funktion af rentedifferencen, der netop er den disponible nominelle rente i_e .

I modellen bestemmes prisniveauet og dermed prisstigningstakten af den udbudte pengemængde for given befolkningstilvækst (denne relation er udeladt her). Der er imidlertid intet til hinder for, at modellens prisstigningstakt fortolkes som den forventede prisstigningstakt med exogene forventninger.

Steady-state ændringer som følge af et skift i inflationstakten (den forventede) kan nu sammenfattes i følgende 5 relationer, hvoraf de tre første er definatoriske med den forudsatte form for beskatning.

$$\frac{di}{dp} = \frac{dr}{dp} + 1 \quad (6)$$

dvs. den nominelle rente ændres netop med ændringen i inflationstakt, hvis realrenten forbliver uændret. Det forekommer helt usandsynligt, at realrenten skulle kunne falde tilstrækkeligt til at give et fald i den nominelle rente. Den nominelle rente efter skat, i_e , der er afgørende for likviditetspræferencen, ændres således:

$$\frac{di_e}{dp} = (1-\theta)\frac{di}{dp} = (1-\theta)\frac{dr}{dp} + (1-\theta) \quad (7)$$

Hvis den nominelle rente øges s.f.a. en stigning i inflationstakt, øges også den nominelle efter-skat rente, dvs. vi får et fald i pengeefterspørgselen forudsat $L'(i_e) < 0$. Ændringer i realrenten efter skat er givet ved

$$\frac{dr_e}{dp} = (1-\theta)\frac{dr}{dp} - \theta \quad (8)$$

Betingelsen for at $dr_e/dp \geq 0$ er $dr/dp \geq \theta/(1-\theta)$. Med indkomstskattesatser som de nuværende danske ($\theta \sim 0,5$) vil realrenten efter skat altså falde, medmindre realrenten stiger ca. et procentpoint for hver procentpoint stigning i inflationstakten, hvilket forekommer helt usandsynligt. Ændringen i realrenten er bestemt af ændringen i kapital/arbejdskraftforholdet, k , og produktionsfunktionens »krumning«, f'' , samt af τ , jf. ligning (4),

$$\frac{dr}{dp} = f''\frac{dk}{dp} + \frac{\tau}{1-\tau} \quad (9)$$

Da f'' er negativ, kan realrenten kun falde, såfremt der sker en betydelig forøgelse af kapital/arbejdskraft-ratioen. Hvis kapitalbeholdningen var tilnærmelsesvis uafhængig af inflationstakten, ville realrenten altså altid blive forøget ved en stigning i inflationstakten. Dette resultat kan indses intuitivt, idet en stigning i inflationstakten ved given realrente gør det mere fordelagtigt at låne med ret til at fratække hele den nominelle renteudgift ved opgørelsen af den skattepligtige indkomst. Hvis producenterne derfor skal undlade at øge investeringsomfanget med det formål at stifte mere gæld, må realrenten stige tilstrækkeligt til at neutralisere stigningen i debitorfordelen.

For at få »ringen sluttet« må ændringen i kapital/arbejdskraftratioen ved en ændring i inflationstakten bestemmes. Feldstein viser følgende fortegnsbetingelse, (forudsat opsparingskvoten varierer positivt med realrenten efter skat):

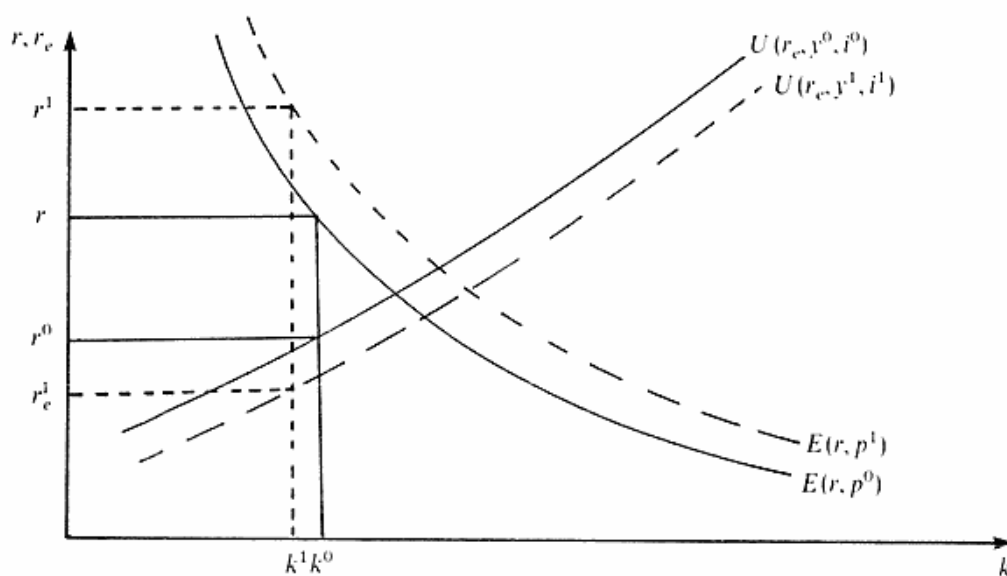
$$\frac{dk}{dp} \gtrless 0 \Leftrightarrow \frac{\frac{\partial L}{\partial i_e}}{\frac{\partial L}{\partial \sigma}} \cdot \frac{\sigma}{L} \gtrless \Delta \frac{\tau - \theta}{(1-\theta)} \quad (10)$$

hvor Δ udtrykker forholdet mellem den samlede formue og pengemængde gange forbrugskvotens.⁴ Da den afledede af pengeefterspørgselen med hensyn til den

4. $\Delta = (m + k)/m(1 - \sigma)$

nomielle rente efter skat forudsættes negativ, mens den afledede af opsparingskvoten med hensyn til realrenten efter skat forudsættes positiv, er venstresiden altså altid negativ. Da L altid er positiv, vil dk/dp derfor altid være positiv, hvis $\tau \geq 0$, hvorimod dk/dp kan blive negativ, hvis θ er tilstrækkeligt meget større end τ .

Lad os illustrere disse resultater ved at betragte ændringerne på kapitalmarkedet. Vi ser umiddelbart, at $d(r - r_e)/dp > 0$, dvs. forskellen mellem realrente og disponibel realrente øges. Imidlertid ved vi fra relation (9), at investorernes kapitalefterspørgsel ved given realrente stiger ved en forøgelse af inflationstakten som følge af stigningen i debitorfordelen. Stock-efterspørgselskurven må derfor forskydes mod højre. Tilsvarende må udbudskurven forskydes mod højre på grund af faldet i pengeefterspørgsel fremkaldt af stigningen i nominal rente efter skat. En indkomststigning vil forstærke denne forskydning af udbuddet på grund af opsparingens positive indkomstelasticitet, mens et indkomstfald vil modvirke forskydningen. Figur 1 viser tilfældet med fald i kapitalbeholdning.



Figur 1. Ændrede inflationsforventningers indflydelse på kapitalbeholdning og realrenter.

I det danske skattesystem er selskabsskattesatserne klart mindre end de personlige indkomstskattesatser, og da der desuden er meget, der taler for, at $\hat{c}L/\hat{c}i_e$ er aftagende med stigende i_e og dermed med stigende inflationstakt, bliver dk/dp givetvis negativ, når inflationstakten er over et vist niveau i udgangssituationen, såfremt $\sigma'(r_e) > 0$. For parameterverdierne $L = 0.08$ og $\sigma = 0.1$, bliver betingelsen identisk med

$$\frac{dk}{dp} \gtrless 0 \Leftrightarrow \frac{\partial L}{\partial i_e} \gtrless 12 \frac{\tau - \theta}{1 - \theta} \frac{\partial \sigma}{\partial r_e} \quad (11)$$

Det følger af (11), at for f.eks. $\theta=0,55$ og $\tau=0,35$ skal den afledede af likviditetskvoten med hensyn til disponibel nominel rente numerisk være ca. 5 gange så stor som den afledede af opsparingskvoten med hensyn til realrenten efter skat, hvis kapitalbeholdningen skal øges ved stigende inflationstakt. Med en inflation på 6-10 procent om året må likviditetskvotens rentefølsomhed formentlig være meget ringe, således at det afgørende for inflationstaktens indflydelse på kapitaldannelsen er fortegnet for $\partial \sigma / \partial r_e$, jf. diskussionen heraf nedenfor.

2. B. Inflation og beskatning i en åben økonomi

Hartman (1979) har undersøgt, hvilke modifikationer til Feldsteins resultater, ophævelsen af forudsætningen om en lukket økonomi medfører. Vi betragter en *lille åben økonomi* og antager, at såvel det udenlandske som indenlandske låneudbud er fuldstændig elastisk overfor ændringer i forholdet mellem udenlandsk og indenlandsk rente. Det forudsættes desuden, at valutakursudviklingen kendes med fuld sikkerhed og i langtidsligevægt afspejler eventuelle forskelle i inflationstakt i indland og udland. Endelig forudsættes det, at skattelovgivningen – såvel den udenlandske som den indenlandske – ikke diskriminerer mellem udenlandsk og indenlandsk indkomst og at valutakursgevinster og -tab beskattes som renteaftast.

Under disse forudsætninger kan der kun være ligevægt på det internationale kapitalmarked, såfremt den indenlandske og udenlandske realrente er ens (forudsat ingen forskelle i transaktionsomkostninger for indenlandske og udenlandske fordringer). Da indlandet forudsættes lille i forhold til udlandet, betyder dette, at den indenlandske realrente på lang sigt er bundet til den for indlandet upåvirkelige udenlandske realrente. Som følge heraf er den indenlandske realrente i det lange løb uafhængig af indenlandske inflationsforventninger, således at relationerne (6), (8) og (9) i Feldstein-modellen ændres til:

$$di/dp = 1 \quad (6')$$

$$dr_e/dp = -\theta \quad (8')$$

$$dk/dp = -\tau/(1-\tau)f'' > 0 \quad (9')$$

(6') viser, at den såkaldte Fisher-hypotese selvsagt må holde under disse forudsætninger. Ifølge (8') vil den indenlandske opsparing falde, forudsat opsparingskvoten varierer positivt med r_e , da realrenten efter skat reduceres ved en stigning i inflationstakten.

Endelig viser (9'), at kapital/arbejdskraft-ratioen øges ved stigende inflationstakt, hvilket er en følge af stigning i debitorfordelen ved uændret realrente. Såfremt $dk/dp < 0$ uden et internationalt kapitalmarked, er det umiddelbart indlysende, at stigningen i kapital/arbejdskraft-ratioen ifølge (9') kommer i stand via tilstrømning af udenlandsk kapital. Er dk/dp derimod positiv både i en lukket og en åben økonomi, kan der ikke siges noget generelt om inflationsforventningernes betydning for de internationale kapitalbevægelser i langtidsligevægten.

2. C. Forholdet mellem model og virkelighed

I det følgende diskuteres de vigtigste årsager til uoverensstemmelser mellem modellen og virkeligheden. I denne diskussion opretholdes af fremstillingsmæssige grunde forudsætningen om en positiv renteelasticitet for opsparingskvoten.

(a) Den danske økonomi kan naturligvis hverken karakteriseres som helt åben eller helt lukket. Derfor må en kombination af resultaterne for den lukkede og den åbne økonomi formodes at give en bedre beskrivelse af virkeligheden end modellerne hver for sig. Forudsætningen om positiv renteelasticitet for opsparingen betyder, at dk/dp er negativ i en lukket økonomi, når θ er (væsentlig) større end τ , men positiv i en lille åben økonomi, hvor der sker kapitaltilstrømning fra udlandet til erstatning for faldet i den indenlandske opsparing. Forskelle i transaktionsomkostninger, usikkerhed og begrænsninger i adgangen til det internationale kapitalmarked kan imidlertid betyde, at faldet i den indenlandske opsparing kun delvist bliver opvejet af kapitaltilstrømning udefra. I så fald fremkommer en vis stigning i realrenten før skat ved en stigning i den forventede inflationstakt. Hvis opsparingen er renteuelastisk, vil der som før nævnt i afsnit 2.B under alle omstændigheder være tendens til øget indenlandsk kapitaldannelse, hvorfor de internationale kapitalstrømme ikke kan bestemmes entydigt.

(b) Feldsteins model forudsætter, at alle investeringer lånefinansieres, således at virksomhederne er debitorer og husholdningerne kreditorer. Denne forudsætning er ophævet i Feldstein m.fl. (1978), hvor modellen til gengæld forudsætter renteufølsomme opsparings- og likviditetskvoter. Det grundlæggende resultat af denne analyse er, at selvfinansieringsandelen tenderer mod at stige (falde) ved stigende inflationstakt, når $\tau < \theta$ ($\tau > \theta$). Da fortegnet på ændringen i selvfinansieringsgrad afhænger af skatteparametrene på samme måde som fortegnet på dk/dp , bliver sandsynligheden for $dk/dp > 0$ næppe påvirket væsentligt af ændringen i finansieringsmønsteret. Derimod bliver den numeriske størrelse af dk/dp reduceret uanset fortegnet, forudsat opsparingskvoten er mere rentefølsom end likviditetskvo-

ten. Det skyldes, at en større selvfinansieringsgrad (for $\tau < \theta$) alt andet lige reducerer renten, hvorved ændringen i opsparings- og likviditetskvoterne, der er afgørende for dk/dp , reduceres i forhold til tilfældet med ren lånefinansiering. Common-sense forklaringen på dette er, at virksomhederne i et vist omfang kan reagere på ændringer i debitorfordelen ved at ændre selvfinansieringsgrad uden ændringer i investeringsomfang.

(c) I det danske skattesystem er rentebeskatningen ikke symmetrisk, idet afkast i form af kursgevinster i de fleste tilfælde er skattefrit. Selvom indkomstskattesatserne er højere end selskabsskattesatserne, kan selskabernes (debitorernes) efter-skat rente (ved kontantlån) godt være lavere end kreditorernes efter-skat rente. Hvis de skattefrie kursgevinster udgør en stor andel af kreditorernes afkast og en beskeden andel af debitorernes rentebetaling, øges sandsynligheden for $dk/dp > 0$ uanset om økonomien er åben eller lukket.

(d) Afskrivningsregler, der bygger på historiske anskaffelsesomkostninger bliver *alt andet lige* mindre favorable, jo højere inflationstakten er. Dette reducerer i såvel en åben som en lukket økonomi eventuelle positive effekter af en højere forventet inflationstakt på kapitaldannelse. Årsagen hertil er, at faldet i værdien af de skattemæssige afskrivninger modvirker de øgede debitorgevinsters positive effekt på investeringstilbøjeligheden.

(e) I praksis forekommer der en betydelig spredning i skattesatserne både for selskaber og personer. Den gennemsnitlige værdi af τ og θ , der er relevante for fortolkningen af modellen, påvirkes naturligvis af bl.a. eksistensen af helt eller delvist skattefrie fonde, pensionskasser, forsikringselskaber etc., hvilket alt andet lige øger sandsynligheden for $dk/dp > 0$.

(f) I praksis beskattes kapitalejernes nominelle værdistigninger i et vist (beskedent) omfang. Denne beskatning trækker alt andet lige i retning af $dk/dp < 0$, idet den øgede debitorfordel ved en højere inflationstakt helt eller delvist opvejes af beskatningen af nominelle værdistigninger på de reale aktiver.

(g) Det er naturligvis en voldsom forenkling at operere med kun en produktionssektor. I praksis er der ganske betydelig forskel på beskatningen af selskaber, personligt ejede virksomheder og f.eks. boligsektoren. Sidstnævnte må i denne sammenhæng opfattes som en produktionssektor for boligydelse. I en økonomi med forskellig beskatning af produktionssektorerne vil en ændring i

inflationstakt uanset påvirkningen af den aggregerede kapitalbeholdning medføre en tendens til reallokering af kapitalbeholdningen over mod de sektorer, som har den mildeste beskatning af nominelle værdistigninger, den største debitorgevinst pr. lånt kr. (og de bedste lånemuligheder, dvs. bl.a. mindst risiko) samt den mildeste beskatning af det løbende afkast. I en situation med en sådan differentieret beskatning af sektorerne vil den samlede produktionsværdi naturligvis falde ved uændret aggregeret kapitalbeholdning, idet kapitalen omfordeles fra sektorer med høj marginalproduktivitet til sektorer med lav marginalproduktivitet. Den danske boligbeskatning synes for eksempel at opfylde alle betingelser for en sådan reallokering af kapital til fordel for boligsektoren, når inflationsforventningerne øges. Omvendt må et fald i inflationsforventningerne formodes at give tendenser til en omallokering af kapital væk fra boligsektoren.

(h) På kort sigt medfører skift i inflationsforventninger (jf. afsnit 3 nedenfor) en omfordeling mellem debitorer og kreditorer, som kan tænkes at påvirke opsparingen og dermed renten og kapitaldannelsen.

(i) De neoklassiske forudsætninger om fuldkommen konkurrence og fuld sikkerhed er selvsagt urealistiske, hvilket også gælder antagelsen om fravær af »inside money«. Det er vanskeligt at vurdere betydningen heraf uden en alternativ analyse. Hertil kommer at sammenligning af langtidsligevægte, der aldrig realiseres, kun har begrænset interesse for en vurdering af de faktiske konsekvenser.

2. D. Opsparingens rentefølsomhed

Tilbage står at vurdere forudsætningen om en positiv renteelasticitet empirisk. Der synes at være betydelig empirisk belæg for »Denison's lov«, at opsparingskvoten er konstant og dermed uafhængig af renten. Dette verificeres som regel ved at betragte forholdet mellem privat bruttoopsparing og bruttonationalprodukt (bruttoopsparingskvoten) sammenholdt med nominelle (før skat) renter. Som påpeget af Boskin (1978) omhandler teorien snarere nettoopsparingskvoten og den reale disponible rente, hvor nettoopsparingskvoten er forholdet mellem privat nettoopsparing og privat disponibel indkomst. Denne nettoopsparingskvote udviser mere positiv samvariation med den reale disponible rente end bruttoopsparingskvoten, der varierer relativt lidt selv over ret lange tidsperioder.

Boskin har estimeret forbrugsfunktioner med forskellige specifikationer og for nogle variables vedkommende med alternativt konstruerede tidsserier. Resultaterne er positive renteelasticiteter af størrelsesordenen 0,3–0,4. Også Wright (1969) har estimeret en positiv renteelasticitet, men ved anvendelse af den nominelle disponible rente som forklarende variabel.

Der findes ingen danske estimater af forbrugsfunktionen med reale disponible renter som forklarende variabel. Derfor skal der her blot gennemføres en helt partiel undersøgelse af samvariationen mellem nettoopsparingskvote og real disponibel rente. Til dette formål beregnes den gennemsnitlige nettoopsparingskvote for tre delperioder i perioden 1960-76, idet ændringerne i nationalregnskabsdefinitionerne gør det umuligt på nuværende tidspunkt at inddrage den resterende del af 70erne. Disse gennemsnitlige nettoopsparingskvoter er sammenholdt med tilsvarende gennemsnit for den reale disponible rente i tabel 1. Det bør understreges at konstruktionen af begge talserier bygger på ret grove forudsætninger, så enhver konklusion bør tages med forbehold. Desuden kan man naturligvis ikke på grundlag af en sådan partiel analyse konkludere, at opsparingen har en positiv renteelasticitet (på langt sigt), idet andre faktorer, herunder indkomsten, kan være af betydning for den åbenbare partielle samvariation. Tabellen kan dog i det mindste tages som et indicium for, at anvendelse af nettoopsparingskvote i stedet for bruttoopsparingskvote og disponibel realrente i stedet for nominel rente øger muligheden for at eftervise en positiv renteelasticitet.

Tabel 1. Nettoopsparingskvote og disponibel realrente. Delperiodegennemsnit for 1960-76.

Periode	Nettoopsparingskvote ^(a)	Disponibel rente ^(b)	Simpel, partiel renteelasticitet
1960-64	0.1256	- 1.086%	+ 0.34
1965-69	0.1114	- 1.444%	+ 0.19
1970-76	0.0867	- 3.133%	

^(a) Er beregnet ved fra den private bruttoopsparing at trække en andel af afskrivningerne svarende til den private sektors andel af de samlede investeringer. Disponibel indkomst er beregnet som privat forbrug plus den beregnede private nettoopsparing. ^(b) Er beregnet som bankernes gennemsnitlige udlånsrente incl. løbende provision året ultimo multipliceret med 0,5 (1 minus marginalskatteprocenten, der er forudsat konstant for hele perioden) og fratrukket stigningen i forbrugerprisindekset.

Kilde: Statistisk Tiårsoversigt. Evt. interesserede kan få et mere udførligt tabelbilag ved henvendelse til forfatteren.

3. Konsekvenser på kort sigt af inflation og nominel beskatning

En *uforudset* ændring i prisstigningstakten medfører indkomstfordelinger af to principielt forskellige grunde. For det første ændres den disponible realrente både på langt sigt og kort sigt ved en ændring i den forventede inflationstakt. På kort sigt medfører disse renteændringer, at der skabes reale gevinster og tab for indehavere af reale aktiver. For det andet indgås en række forskellige kontrakter – herunder

finansielle fordringer – i nominelle enheder, dvs. på basis af bl.a. forventningerne til den fremtidige prisudvikling. Ved en uforudset ændring i prisstigningstakten skabes der herved gevinster og tab for kontrahenterne. I det følgende diskuteres, i hvilket omfang disse omfordelinger afhænger af skattesystemets udformning.

3. A. Inflationsforventninger og kapitalgevinster

Et skift i inflationsforventninger vil ændre den disponible realrente. I følge afsnit 2 skal overvæltningsgraden for prisforventningernes overvæltning i den nominelle rente være af størrelsesordenen 2 for at den disponible realrente forbliver upåvirket af ændrede inflationsforventninger, hvilket forekommer helt usandsynligt. Da dannelsen af reale kapitalgevinster og -tab er forbundet med ændringer i relative priser og renter,⁵ vil ændrede inflationsforventninger på kort sigt medføre kapitalgevinster/tab for indehavere af reale aktiver.

Den enkleste måde at anskueliggøre dannelsen af reale kapitalgevinster som følge af ændrede inflationsforventninger på, er at betragte et evigtvarende, ikke-producerbart kapitalgode med et konstant reelt afkast på a pr. periode. Med en realrente på r , er den kapitaliserede værdi, K_0 , givet ved

$$K_0 = a \sum_{t=1}^{\infty} (1+r)^{-t} = a/r \quad (12)$$

Hvis både afkast og rente indkomstbeskattes med skattesatsen θ , bliver den kapitaliserede værdi ved uændret realrente uforandret, da

$$K = a(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} (1+r(1-\theta))^{-t} = a/r = K_0 \quad (13)$$

Uden beskatning, men med inflation (inflationstakt p) bliver den kapitaliserede værdi ligeledes uafhængig af p ved given realrente, idet

$$K = a \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{1+p}{1+r+p} \right]^t \approx a/r = K_0 \quad (14)$$

Antag nu at vi i situationen (14) med indkomstbeskatning af både afkast og rente indfører inflation. Den kapitaliserede værdi bliver da

$$K = a(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{1+p}{1+(r+p)(1-\theta)} \right]^t \approx (a(1-\theta)/r(1-\theta)-\theta p) > K_0 \quad (15)$$

5. Se bl.a. Drud Hansen (1976) og Vibe-Pedersen & Zeuthen (1971) for en mere udførlig diskussion af årsager til og konsekvenser af dannelsen af reale kapitalgevinster.

Vi får altså, at den kapitaliserede værdi af aktivet bliver forøget ved en stigning i den forventede inflationstakt ved uændret (forventet) realrente. Årsagen hertil er som nævnt, at realrenten efter skat falder ved given realrente før skat. Derfor ville der ikke blive dannet kapitalgevinster ved et skift i inflationsforventningerne, hvis ikke inflationskomponenten i den nominelle rente blev beskattet, jf. diskussionen nedenfor i afsnit 4.

Nogle få bemærkninger er på sin plads her. For det første er forudsætningen om uændret realrente før skat næppe helt i overensstemmelse med de empiriske forhold i Danmark i de seneste 2 årtier, hvor der har været tale om en vis stigning i realrenten sideløbende med stigningen i inflationstakten. Desuden er der specielt i 70'erne på en række områder søgt gennemført kreditrationering, der svarer til en stigning i skyggerealrenten. Begge disse forhold trækker i retning af mindre kapitalgevinster end svarende til analysen ovenfor, men i en periode med både stigende inflationsforventninger og stigende marginalsattesatser har disse modifikationer været utilstrækkelige til at hindre dannelse af betydelige kapitalgevinster. Tilsvarende vil en periode med aftagende inflationsforventninger medføre kapitaltab.

For det andet bør det understreges at analysen omfatter ikke-producerbare omsættelige kapitalgoder. De producerbare kapitalgoder kan dog give anledning til kapitalgevinster, såfremt produktionsudvidelsen svarende til efterspørgselsstigningen fremkaldt af forøgede inflationsforventninger tager tid og giver anledning til en stigning i de gennemsnitlige produktionsomkostninger.

3. B. Inflationsforventninger og nominelle kontrakter

Det forhold, at mange kontrakter indgås i nominelle enheder, medfører naturligvis, at uforudsete prisændringer giver sig udslag i en ikke-forventet indkomstfordeling mellem parterne. For de fleste kontraktstyper er disse omfordelinger imidlertid ikke – eller i hvert fald kun indirekte – afhængige af skattesystemets udformning. Den væsentligste undtagelse herfra er finansielle fordringer, men også uforudsete prisændringers indflydelse på den funktionelle indkomstfordeling kan tænkes via løndannelsen at afhænge af skattesystemets udformning. I det følgende vil vi imidlertid koncentrere os om indkomstfordelinger via de finansielle markeder.

Afhængig af inflationsforventningernes overvæltning i den nominelle rente sker der naturligvis en omfordeling mellem debitorer og kreditorer ved en uforudset ændring i den forventede inflationstakt. Til illustration af denne omfordelings afhængighed af indkomstbeskatningen, betragter vi et fast lån, der forrentes med en på forhånd aftalt nominal rente i_0 i hele lånets løbetid. Med indkomstskattesatsen θ , en markedsrente på i , samt en restløbetid på T perioder er dette låns (denne fordrings) nutidsværdi pr. kr. hovedstol N_0 , dvs.

$$\begin{aligned}
 N_0 &= i_0(1-\theta) \sum_{t=1}^T (1+i(1-\theta))^{-t} + (1+i(1-\theta))^{-T} \\
 &= \frac{i_0}{i} + \left(1 - \frac{i_0}{i}\right) (1+i(1-\theta))^{-T}
 \end{aligned} \tag{16}$$

Ændringen i nutidsværdi ved en ændring i inflationstakten p bliver

$$\frac{dN_0}{dp} = \frac{i_0}{i^2} [(1+i(1-\theta))^{-T} - 1] \frac{di}{dp} + \left(\frac{i_0}{i} - 1\right) T(1-\theta) [(1+i(1-\theta))^{-(T+1)}] \frac{di}{dp} \tag{17}$$

(17) viser, at ændringen i nutidsværdi, alt andet lige, er mindre, jo højere skattesatsen er, hvilket skyldes, at en given ændring i den nominelle rente medfører en mindre absolut ændring i den disponible rente, jo højere skattesatsen er.⁶ For at undersøge dette nærmere betragtes først nogle specialtilfælde:

$$\lim_{T \rightarrow \infty} dN_0/dp = -(i_0/i^2) di/dp \tag{18a}$$

$$\begin{aligned}
 dN_0/dp &= -[i_0(1-\theta)^2 + (1-\theta)] (1+i(1-\theta))^{-2} di/dp \\
 &\text{for } T = 1
 \end{aligned} \tag{18b}$$

$$\begin{aligned}
 dN_0/dp &= \left(\frac{i_0}{i^2} ((1+i)^{-T} - 1) + \left(\frac{i_0}{i} - 1\right) T(1+i)^{-T+1} \right) di/dp \\
 &\text{for } \theta = 0
 \end{aligned} \tag{18c}$$

$$dN_0/dp = 0 \quad \text{for } \theta = 1 \tag{18d}$$

Af (18a) følger, at beskatningen er helt uden indflydelse på ændringen i nutidsværdien, når løbetiden bliver uendelig stor. (18b) viser, at beskatningen modererer ændringen i nutidsværdi som følge af en ændring i inflationstakten ved en løbetid på 1 periode. Dette kan ligeledes udledes af (18d), der viser, at konfiskatorisk marginalbeskatning helt ophæver inflationstaktens betydning for nutidsværdien af fordringen. (18c) viser situationen uden beskatning. For at få et indtryk af størrelsesordenen for beskatningens modererende indflydelse er (17) udregnet for forskellige parameterkombinationer i tabel 2.

6. Forudsat di/dp er uafhængig af θ .

Tabel 2. Et fast låns nutidsværdi, N_0 , og dennes inflationsafhængighed, dN_0/dp for forskellige parameterkombinationer, når $di/dp=1$

T, θ		$T=1$			$T=5$			$T=20$		
		θ			θ			θ		
i_0, i		0,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,6	0,0	0,3	0,6
	$i_0=0,1$	N_0 :	100	100	100	100	100	100	100	100
$i=0,1$	dN_0/dp :	-0,91	-0,65	-0,38	-3,79	-2,87	-1,78	-8,51	-7,42	-5,44
$i_0=0,05$	N_0 :	95	97	98	81	86	91	57	63	73
$i=0,1$	dN_0/dp :	-0,87	-0,73	-0,38	-3,31	2,60	-1,68	-5,61	-5,40	-4,47

Tabel 2 viser, at beskatningen har en ret betydelig modererende indflydelse på faldet i nutidsværdi for fordringer med kort løbetid (faldet i nutidsværdi er mindre end det halve for $\theta=0,6$ sammenlignet med $\theta=0$). Ved en løbetid på 20 perioder medfører beskatning med en marginalskatteprocent på 60 derimod kun en reduktion på ca. $\frac{1}{3}$ i faldet i nutidsværdi. Desuden viser tabellen, at det relative fald i nutidsværdi alt andet lige er større, jo lavere nutidsværdien er. Samtidig er beskatningens modererende indflydelse mindre, jo lavere nutidsværdien er.

Ovenstående analyse af beskatningens betydning for faldet i nutidsværdi ved en stigning i inflationstakten for et fast lån tyder på, at omfordelingen mellem kreditorer og debitorer ved ændringer i inflationstakten ikke er uafhængig af beskatningsforholdene – i det mindste ikke når kreditorer og debitorer har forskellige marginalsattesats. Der er dog grund til at gøre opmærksom på, at beskatningens effekt på ændringen i nutidsværdi ved given ændring i inflationstakt og nominel rente delvist kan opvejes af inflationens overvæltning i den nominelle rente. Før der drages en endelig konklusion, må desuden også andre fordringstyper analyseres.

4. Et inflationsneutralt skattesystem

Et inflationsneutralt eller reelt skattesystem er defineret ved at den reale beskatning af en given real transaktion er uafhængig af inflationstakten.⁷ Inflationsneutral beskatning af det reale formueafkast indebærer, at det skattepligtige afkast opgøres ved *konstant real formue*, dvs. den andel af afkastet, der måtte være nødvendig for at opretholde den reale formue uændret, holdes uden for beskatning. På tilsvarende måde er kun den reale renteudgift fradragsberettiget for debitorer.

7. Se Aaron (1976) for definitionen af et reelt skattesystem. Søndergaard (1979) diskuterer visse aspekter af valget mellem reelt og nominelt skattesystem.

I det følgende skal det vises, hvorledes et reelt skattesystem i modsætning til det nominelle skattesystem, vi hidtil har behandlet, medfører, at ændringer i inflationsforventningerne har (kvalitativt) samme indflydelse på bruttoindkomsterne uanset størrelsen af skattesatserne.

4. A. Real beskatning og inflationsforventningernes indflydelse på lang sigt

Lad os først illustrere konsekvenserne af real beskatning i Feldsteins model for en lukket økonomi. Skattesatserne τ og θ anvendes nu alene for reale renteudgifter og -indtægter. Relationerne (6)-(10) ændres følgelig til

$$\frac{di}{dp} = \frac{dr}{dp} + 1 \quad (6'')$$

$$\frac{di_e}{dp} = (1 - \theta) \frac{dr}{dp} \quad (7'')$$

$$\frac{dr_e}{dp} = (1 - \theta) \frac{dr}{dp} \quad (8'')$$

$$\frac{dr}{dp} = f'' \frac{dk}{dp} \quad (9'')$$

$$\frac{dk}{dp} > 0 \quad \text{for} \quad \frac{\partial K}{\partial i_e} < 0 \quad \text{og} \quad \frac{\partial \sigma}{\partial r_e} \geq 0 \quad (10'')$$

Konsekvenserne af en stigning i den forventede inflationstakt i en lukket økonomi med real beskatning er, at en større del af den samlede formue allokeres til reale aktiver. Dette medfører et fald i realrenten, hvilket medfører et fald i opsparingskvoten, som delvist modvirker stigningen i realkapitalbeholdning. Disse ændringer opstår uanset skattesatsernes højde, men størrelsen af dk/dp og dermed størrelsen af renteændringerne afhænger naturligvis af skattesatserne.

I en åben økonomi medfører real beskatning derimod komplet neutralitet, idet realrenten og dermed realkapitalbeholdningen her er uafhængig af inflationsforventningerne. Derfor bliver inflationsforventningernes indflydelse på de disponible renter uafhængig af skattesatserne.

4. B. Real beskatning og inflationsforventningernes indflydelse på kort sigt

Lad os først se på den kapitaliserede værdi af et evigtvarende ikke producerbart kapitalgode med et konstant reelt afkast på a pr. periode. Både afkastet og den reale rente r beskattes med θ , mens den nominelle værdistigning ikke beskattes. Den kapitaliserede værdi bliver derfor

$$\begin{aligned}
 K &= a(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} \left[\frac{1+r}{1+r(1-\theta)+p} \right]^t = a(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} (1+r(1-\theta))^{-t} \\
 &= a/r = K_0
 \end{aligned} \tag{15'}$$

hvor K_0 er den kapitaliserede værdi i tilfældet uden inflation og beskatning. Med real beskatning påvirkes den kapitaliserede værdi altså kun i det omfang, realrenten ændres ved ændringer i inflationsforventningerne.

Lad os endelig se på den kapitaliserede værdi af fordringer med på forhånd aftalt rente. Realrentebeskatning kan her indføres såvel med som uden samtidig indeksering af fordringerne. *Uden indeksering*, dvs. hvor den skattepligtige realrente opgøres som den faktiske rente minus prisstigningstakten, bliver nutidsværdien af et fast lån med en på forhånd aftalt nominal rente på i_0

$$\begin{aligned}
 N_0 &= (i_0 - p)(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} (1 + (i-p)(1-\theta))^{-t} + (1 + (i-p)(1-\theta))^{-T} \\
 &= \frac{i_0 - p}{i - p} + \frac{i - i_0}{i - p} (1 + (i-p)(1-\theta))^{-T}
 \end{aligned} \tag{16'}$$

For $di/dp = 1$ dvs. konstant realrente bliver ændringen i nutidsværdi ved en ændring i p

$$\frac{dN_0}{dp} = \frac{i}{i-p} (1 + (i-p)(1-\theta))^{-T} - 1 \tag{17'}$$

Man kan naturligvis ikke undgå, at ændringer i inflationstakten medfører omfordelinger mellem debitorer og kreditorer, når fordringen er nominal. (17') viser netop, at nutidsværdien falder ved en stigning i p , og at denne ændring, som det er tilfældet med nominal beskatning, afhænger af skattesatsen.

Betragter vi i stedet en indekseret fordring af i øvrigt samme type som ovenfor, dvs. med en på forhånd aftalt realrente r_0 og en løbetid på T perioder, bliver nutidsværdien

$$\begin{aligned}
 N_0 &= r_0(1-\theta) \sum_{t=1}^{\infty} (1+r(1-\theta))^{-t} + (1+r(1-\theta))^{-T} \\
 &= \frac{r_0}{r} + \frac{r-r_0}{r} (1+r(1-\theta))^{-T}
 \end{aligned} \tag{17''}$$

For $dr/dp=0$ ændres nutidsværdien af en indekseret fordring naturligvis ikke, idet

$$\frac{dN}{dp} = 0 \tag{18''}$$

Det følger heraf, at et reelt skattesystem er inflations neutralt, såfremt fordringerne indekseres, men ikke ved realrente beskatning uden indeksering, idet uforudsete ændringer i inflationstakten medfører omfordelinger mellem kreditorer og debitorer i sidstnævnte tilfælde. Uanset om fordringerne indekseres eller ej, medfører real beskatning, at ændrede inflationsforventningers betydning for dannelsen af kapitalgevinster/tab på kort sigt og på kapitalakkumulation på lang sigt bliver uafhængig af skattesatserne, såfremt realrenten ikke påvirkes af ændrede inflationsforventninger.

5. Afslutning

Det forhold at et reelt skattesystem kombineret med indekserede fordringer giver fuldstændig inflationsneutralitet er naturligvis ikke ensbetydende med at inflation bliver virkningsløs. Derimod bliver beskatningens indflydelse på økonomien uafhængig af inflationen. Om det er vigtigt afhænger bl.a. af såvel gennemsnit som varians for prisstigningstakten. Der synes imidlertid at være en voksende forståelse for, at det nuværende skattesystem ikke kan opretholdes – især ikke reglerne for beskatning af formueafkast, jf. Sørensen (1979). Ovenstående analyse er et forsøg på at vise, at skattesystemets manglende hensyntagen til inflationen, er en grundlæggende årsag til mange af de fænomener, der diskuteres i den politiske debat om indkomstskattesystemets udformning. En analyse af de fordelingsmæssige konsekvenser af samspillet mellem inflation og skattesystem ville yderligere kunne understrege dette forhold.

Litteratur

- Aaron, H. J. 1976. Inflation and the Income Tax. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 66 nr. 2, pp. 193-199.
- Andersen, B. Nyboe. 1975. Prisforventningers indflydelse på renten. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 113: 39-54.
- Boskin, M. J. 1978. Taxation, Saving, and the Rate of Interest. *Journal of Political Economy* vol. 86, Supplement, pp. S3-S27.
- Drud Hansen, J. 1976. Hvorfor opstår der kapitalgevinster. *Økonomi og Politik* 50: 160-74.
- Feldstein, M. S. 1976. Inflation, Income Taxes, and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis. *American Economic Review*. 66: 809-20.
- Feldstein, M. S., J. Green & E. Sheshinski. 1978. Inflation and Taxes in a Growing Economy with Equity and Debt Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 86, Supplement, pp. S53-S70.
- Fischer, S. & F. Modigliani. 1978. Towards an Understanding of the Real Effects of Inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 114: 810-33.
- Hartman, D. G. 1979. Taxation and the

Det følger heraf, at et reelt skattesystem er inflations neutralt, såfremt fordringerne indekseres, men ikke ved realrente beskatning uden indeksering, idet uforudsete ændringer i inflationstakten medfører omfordelinger mellem kreditorer og debitorer i sidstnævnte tilfælde. Uanset om fordringerne indekseres eller ej, medfører real beskatning, at ændrede inflationsforventningers betydning for dannelsen af kapitalgevinster/tab på kort sigt og på kapitalakkumulation på lang sigt bliver uafhængig af skattesatserne, såfremt realrenten ikke påvirkes af ændrede inflationsforventninger.

5. Afslutning

Det forhold at et reelt skattesystem kombineret med indekserede fordringer giver fuldstændig inflationsneutralitet er naturligvis ikke ensbetydende med at inflation bliver virkningsløs. Derimod bliver beskatningens indflydelse på økonomien uafhængig af inflationen. Om det er vigtigt afhænger bl.a. af såvel gennemsnit som varians for prisstigningstakten. Der synes imidlertid at være en voksende forståelse for, at det nuværende skattesystem ikke kan opretholdes – især ikke reglerne for beskatning af formueafkast, jf. Sørensen (1979). Ovenstående analyse er et forsøg på at vise, at skattesystemets manglende hensyntagen til inflationen, er en grundlæggende årsag til mange af de fænomener, der diskuteres i den politiske debat om indkomstskattesystemets udformning. En analyse af de fordelingsmæssige konsekvenser af samspillet mellem inflation og skattesystem ville yderligere kunne understrege dette forhold.

Litteratur

- Aaron, H. J. 1976. Inflation and the Income Tax. *American Economic Review*, Papers and Proceedings, vol. 66 nr. 2, pp. 193-199.
- Andersen, B. Nyboe. 1975. Prisforventningers indflydelse på renten. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 113: 39-54.
- Boskin, M. J. 1978. Taxation, Saving, and the Rate of Interest. *Journal of Political Economy* vol. 86, Supplement, pp. S3-S27.
- Drud Hansen, J. 1976. Hvorfor opstår der kapitalgevinster. *Økonomi og Politik* 50: 160-74.
- Feldstein, M. S. 1976. Inflation, Income Taxes, and the Rate of Interest: A Theoretical Analysis. *American Economic Review*. 66: 809-20.
- Feldstein, M. S., J. Green & E. Sheshinski. 1978. Inflation and Taxes in a Growing Economy with Equity and Debt Finance. *Journal of Political Economy*, vol. 86, Supplement, pp. S53-S70.
- Fischer, S. & F. Modigliani. 1978. Towards an Understanding of the Real Effects of Inflation. *Weltwirtschaftliches Archiv* 114: 810-33.
- Hartman, D. G. 1979. Taxation and the

- Effects of Inflation on the Real Capital Stock in an Open Economy. *International Economic Review* 20: 417-26.
- Levi, M. D. & J. H. Makin. 1978. Anticipated Inflation and Interest Rates: Further Interpretation of Findings on the Fisher Equation. *American Economic Review* 68: 801-12.
- Søndergaard, J., 1979. Skatte- og boligpolitik i en inflationsøkonomi. *Juristen og Økonomen*. 61: 116-24.
- Sørensen, C. 1979. Skattepolitiske perspektiver for 80erne. *Nationaløkonomisk Tidsskrift* 117: 409-16.
- Vibe-Pedersen, J. & H. E. Zeuthen. 1971. En note om inflationsgevinster og indkomstfordeling. *Socialt Tidsskrift*. 47: 280-89.
- Wright, C. 1969. Saving and the Rate of Interest. I Harberger, A. C. & M. J. Bailey, *The Taxation of Income from Capital*, Brookings, pp. 275-300.