Hvorfor opstår der kapitalgevinster?

Jørgen Drud Hansen

1. *Problemstillingen*

I de senere år er kapitalgevinsterne meget hyppigt inddraget i debatten om samfundsøkonomiske problemer. Denne betydelige interesse for kapitalgevinsterne hænger sammen med, at der netop i de sidste 10–15 år kan registreres betydelige formueforskydninger, som i det væsentlige er en følge af kapitalgevinster. Kapitalgevinsterne får herved en central placering i en række problemstillinger.

Der er for det første spørgsmålet om kapitalgevinsternes umiddelbare følger for indkomst- og formuefordelingen. En udløber af denne problemstilling indgår i ØD-debatten, idet det her fremhæves, at en ØD-ordning ville sikre, at lønmodtagergruppen i højere grad end nu får del i de kapitalgevinster, der udløses i erhvervsvirksomhederne.

For det andet drøftes kapitalgevinsterne i relation til indretningen af skattereglerne. Det forholder sig her således, at kapitalgevinster kun undtagelsesvis indgår i den almindelige skattepligtige indkomst. Som hovedregel er kapitalgevinsterne enten helt skattefri, eller også pålægges de en moderat beskatning efter reglerne for opgørelse og beskatning af den skattepligtige særlige indkomst.

Endelig rejser der sig for det tredje spørgsmålet om, hvorledes kapitalgevinsterne virker tilbage på samfundsøkonomien, d.v.s., hvorvidt der er virkninger på produktion, beskæftigelse, betalingsbalance og inflationsrate.

Formålet med denne fremstilling er at se nærmere på sondringen mellem indkomst og kapitalgevinst, og i forlængelse heraf at søge at udskille forskellige kategorier af årsager til, at der opstår kapitalgevinster. En undersøgelse af disse forhold er bl.a. af betydning for forståelsen af de fordelingsmæssige virkninger af kapitalgevinster, d.v.s., hvorvidt kapitalgevinsterne udelukkende påvirker formuefordelingen eller, om indkomstfordelingen også påvirkes. Desuden er en sådan analyse af væsentlig betydning for en afklaring af, hvorvidt kapitalgevinsterne påvirker den samfundsøkonomiske tilstand. Aspekter af denne problemstilling vil blive analyseret i en efterfølgende artikel »Er kapitalgevinsterne inflationsdrivende?« Økonomi og Politik 1976, nr. 3.

2. *Indkomst og kapitalgevinstbegrebet*

a. *Skillelinien mellem indkomst og kapitalgevinster.* Indkomsten er et mål for den værditilvækst, der skabes i løbet af en periode som følge af en produktionsindsats, d.v.s. en anvendelse af produktionsfaktorer med henblik på at opnå en aflønning for disse. Med dette som udgangspunkt opstilles en række indkomstbegreber for samfundet som helhed, enkelte sektorer, virksomheder eller personer. Kapitalgevinsten eller kapitaltabet defineres som værdiændringen på allerede eksisterende formuegoder. Dette princip fraviges dog f.s.v. angår værdiændringer på virksomhedernes varelagre, idet disse værdiændringer inkluderes i selve indkomstopgørelsen. I det følgende regnes kapitalgevinsten med fortegn, og dette begreb kan således både dække over formuefremgang og formuetilbagegang.

Sondringen mellem indkomst og kapitalgevinster rejser umiddelbart nogle principielle problemer, idet der undertiden savnes holdepunkter for at afgøre, om en værdistigning skal betragtes som et resultat af en produktiv indsats eller ej. Kan der konstateres en manuel arbejdsindsats i de aktiviteter, der har udløst værdistigningen, klassificeres denne ubetinget som indkomst. Indgår der derimod ikke et forbrug af manuel arbejdskraft, betragtes værdiændringen med visse undtagelser som en kapitalgevinst[1]). Disse undtagelser omfatter foruden værdiændringer på varelagre også deprecieringer af fast realkapital i form af afskrivninger i forbindelse med slid eller forældelse og undertiden også apprecieringer som følge af en vækst eller modningsproces f.eks. værdistigninger af skove.

Opsparingen beregnes ved at fratrække forbruget i indkomsten. Er der tale om opsparingen for en sektor, en virksomhed eller en person, må der dog udover forbruget også foretages et fradrag af direkte skatter. Opsparingen i løbet af perioden angiver ændringen i formuen mellem periodens start og slutning under forudsætning af, at der ikke er opstået kapitalgevinster. Er denne forudsætning ikke opfyldt, er formueændringen lig med opsparingen plus den samlede kapitalgevinst, eller – om man vil – den samlede kapitalgevinst G_t i perioden t er den del af formueændringen, der ikke er forklaret af den præsterede opsparing, d.v.s.

$$G_t = F_{t+1} \div F_t \div S_t \qquad (1)$$

F_{t+1} og F_t er formuen ved periodens slutning og begyndelse og S_t er den i perioden præsterede opsparing. I udtrykket (1) er der tale om nettoformuestørrelser, d.v.s. formuen er opgjort som værdien af alle aktiver minus værdien af alle gældsposter. Opsparingen er ligeledes regnet netto, d.v.s. der er i indkomsten gjort fradrag for afskrivninger på fast realkapital.

1. Måske kan man derfor i sondringen mellem indkomst og kapitalgevinst finde et levn af den klassiske økonomis arbejdsværdilære.

b. *Nominelle og reelle kapitalgevinster.* Kapitalgevinsten beregnes både nominelt og reelt. I udtrykket (1) er formue og opsparing opgjort i nominelle værdier, og det er således den nominelle kapitalgevinst, der beregnes. Den reelle kapitalgevinst udtrykker den relative ændring i eksisterende formuegoders værdi i forhold til det generelle prisniveau. Den samlede reelle kapitalgevinst g_t beregnes ved at måle formue og opsparing i faste priser d.v.s.

$$g_t = \frac{F_{t+1}}{P_{t+1}} \div \frac{F_t}{P_t} \div \frac{S_t}{P_{t+1/2}} = f_{t+1} \div f_t \div s_t \qquad (2)$$

hvor små bogstaver betegner reale størrelser, og P er et indeks for det generelle prisniveau. Formueværdierne er deflateret med prisindekset på de tidspunkter, hvor formueværdien opgøres. Da opsparingen derimod foregår igennem hele perioden, er der deflateret med prisniveauet i midten af perioden. Sædvanligvis lægger man ved beregning af de reelle kapitalgevinster vægt på det forbrugspotentiel, beløbene repræsenterer, og deflateringen foretages derfor ved hjælp af et prisindeks for forbrugsgoder. Det fremgår af (2), at den reelle kapitalgevinst kan fortolkes analogt til den nominelle kapitalgevinst som den del af den reelle formueændring, der ligger ud over realværdien af den præsterede opsparing.

I undersøgelser over kapitalgevinsternes betydning for udviklingen i formuefordelingen i samfundet, er det den samlede kapitalgevinst for den enkelte person, der søges registreret. Hvis man derimod ønsker at analysere årsagerne til, at der opstår kapitalgevinster, er det kapitalgevinsten på det enkelte formuegode, der må interessere. Den nominelle kapitalgevinst på formuegodet A er givet af udtrykket (3).

$$G_{A,t} = F_{A,t+1} \div F_{A,t} \div (J_{A,t} \div D_{A,t}) = F_{A,t+1} \div F_{A,t} \div I_{A,t} \qquad (3)$$

hvor $F_{A,t+1}$ og $F_{A,t}$ er formuegodets værdi ved periodens slutning og begyndelse og $J_{A,t}$, $I_{A,t}$ og $D_{A,t}$ er perioden bruttoinvestering, nettoinvestering og afskrivning i løbende priser for beholdningen af det pågældende formuegode. Der foretages kun afskrivninger på fast realkapital, d.v.s. bygninger og maskiner. Denne post er begrundet i det værdifald, der forventes at opstå på disse formuegoder som følge af slitage eller forældelse, og afskrivninger fragår derfor som en omkostning i selve indkomstopgørelsen. Den reelle kapitalgevinst på det enkelte formuegode beregnes efter samme fremgangsmåde som for den totale reelle kapitalgevinsts vedkommende d.v.s.

$$g_{A,t} = \frac{F_{A,t+1}}{P_{t+1}} \div \frac{F_{A,t}}{P_t} \div \frac{I_{A,t}}{P_{t+1/2}} = f_{A,t+1} \div f_{A,t} \div i_{A,t} \qquad (4)$$

Udtrykkene (3) og (4) anvendes også ved beregningen af kapitalgevinsten på fordringer, d.v.s. tilgodehavender eller gældsforhold. Investeringen består her af den nettostiftelse af fordringer, der er foregået i periodens løb. Hvis det specielt drejer sig om gældsforhold, er formuebeløbene $F_{A,t+1}$ og $F_{A,t}$ negative størrelser.

c. *Realiserede og urealiserede kapitalgevinster.* Kapitalgevinsten kan være realiseret eller ikke-realiseret. Den realiserede kapitalgevinst er registreret i forbindelse med salg af det konkrete formuegode, medens den ikke-realiserede kapitalgevinst beregnes ud fra et skøn over, hvad det pågældende formuegode i givet fald ville kunne indbringe ved salg. Denne sondring mellem realiserede og ikke-realiserede kapitalgevinster spiller især en rolle inden for skattelovgivningen. På de begrænsede områder, hvor kapitalgevinsterne beskattes, gøres beskatning først gældende, når formuegodet omsættes[2]). Når skattereglerne hviler på dette princip, skyldes det dels, at værdiansættelsen af formuegodet i dette tilfælde er indiskutabel og dels, at skatteyderen som følge af salget må formodes at have likvide midler til at udrede skatten. På den anden side er det åbenbart at disse regler tilskynder til at undgå omsætning og dermed beskatning, og der vil derved kunne opstå forvridninger i et normalt mønster for omsætning.

Vurderes beskatningsreglerne i en bredere sammenhæng forekommer det i det hele taget vanskeligt at finde fordelingspolitiske begrundelser for de gældende regler på dette område. Beskatning efter et evneprincip måtte vel føre til, at skatten udmåles i forhold til periodens indkomst plus den i perioden opnåede reelle kapitalgevinst, uanset om denne er realiseret eller ej. Dette skattegrundlag svarer iøvrigt til forbruget plus den reelle formuefremgang for skatteyderen[3]).

d. *Kapitalgevinster på skyggeformuer.* Der foretages i almindelighed kun beregninger af kapitalgevinster på formuegoder, der værdiansættes åbent, d.v.s. hvor formuevurderingen skan ske ved salg af selve formuegodet. I den økonomiske teori anvendes undertiden et bredere formuebegreb, idet formue betragtes som et udtryk for en indkomstkilde, hvad enten indkomstkilden som sådan kan afhændes, eller der kun kan disponeres over indkomststrømmen. I princippet svarer der m.a.o. efter denne tankegang en formue til enhver indkomststrøm. En del af disse formuer er dog skyggeformuer, d.v.s. formuer, der kun kan opgøres indirekte gennem en tilbagediskontering af den fremtidige fortede indkomststrøm. Det gælder således den menneskelige kapital, d.v.s. den tilbagediskonterede værdi af den forventede fremtidige lønindkomst[4]). Et andet eksempel på skyggeformuer foreligger, hvis markedsprisdannelsen på et om-

2. Grundskyldsbeskatningen udgør dog en undtagelse fra dette princip. De forøgelser af grundværdierne, der er konstateret ved de senere års ejendomsvurderinger, har i almindelighed ført til en stigning i de årlige beløb, der skal udredes i grundskyld til kommunerne, idet grundskyldspromillen sjældent nedsættes i samme omfang som stigningen i grundværdierne.
3. En ændring af skattesystemet i denne retning er foreslået af Hans E. Zeuthen i en artikel »Capital-Income, Inflation and Taxation«, The Swedish Journal of Economics 1975, nr. 1. I artiklen præciseres fremgangsmåden for beregningen af skattegrundlaget nærmere, og desuden diskuteres nogle økonomiske konsekvenser af en sådan ændring af skattesystemet.
4. De teoretiske og praktiske problemer i forbindelse med måling af den menneskelige kapital er behandlet i en artikel af E. Gørtz og J. Vibe-Petersen »Livsindkomstberegninger og deres betydning«. Nationaløkonomisk Tidsskrift 1973, nr. 1.

råde af økonomien er suspenderet gennem en offentlig prisregulering. Huslejereguleringen i ældre udlejningsejendomme er et eksempel på dette. Huslejen i disse ejendomme fastholdes gennem lovgivningen på et niveau, der ligger betydeligt under en markedsbestemt husleje, og lejerne er derved tildelt en skyggeformue, der kan opgøres ved at tilbagediskontere lejernes huslejebesparelser i forhold til den markedsbestemte leje. Denne fordel for lejerne modsvares samtidig af forholdsvis lave handelsværdier for de berørte ejendomme, og lejernes skyggeformuer er således opnået på bekostning af den kreds af ejere, der ejede ejendommene den periode, hvor lejereguleringen blev gjort gældende[5]).

Anvendes et sådant bredere formuebegreb, sker der en tilsvarende udvidelse af kapitalgevinstbegrebet, idet der vil kunne opstå kapitalgevinster på skyggeformuer. En ændring i lønnen eller en justering af huslejen i den ældre boligmasse udløser således kapitalgevinster i form af ændringer i skyggeformuerne.

3. *Inflationens betydning for dannelsen af kapitalgevinster*

a. *Definition.* Inflation defineres i almindelighed som en vedvarende og generel stigning i priserne på forbrugsvarer. Inflationens styrke angives ved inflationsraten, d.v.s. den relative ændring i et indeks for prisniveauet for forbrugsvarer. Ved en vurdering af spørgsmålet om, hvorvidt inflation skaber kapitalgevinster, må der sondres mellem virkningerne af selve inflationsraten og virkningerne af en ændring i denne.

b. *Virkninger af en konstant inflationsrate.* Inflationsraten som sådan medfører umiddelbart, at der opstår en permanent strøm af positive nominelle kapitalgevinster på realkapital og jord[6]). Disse kapitalgevinster er dog udelukkende af nominel art og ændrer derfor hverken formuegodets realværdi eller realværdien af formuegodets afkast. Hertil kommer, at kapitalgevinsterne på virksomhedernes beholdning af realkapital i mange tilfælde overhovedet ikke vil blive konstateret, med mindre realkapitalen afhændes. Realkapitalen værdiansættes nemlig i virksomhederne i praksis på grundlag af de historiske anskaffelsesomkostninger med fradrag for afskrivninger, der ligeledes beregnes på grundlag af de historiske anskaffelsesomkostninger. De nominelle kapitalgevin-

5. Der er strengt taget ikke alene tale om en ren omfordeling af formue. Lejere og ejeres samlede formue sænkes noget som følge af huslejereguleringen, idet allokeringseffekten af den forholdsvis lave leje medfører, at skyggeformuen for lejerne er mindre end faldet i ejendommenes handelsværdi. Det forhold, at en del lejere indskrænker deres boligforbrug ved at flytte til en mindre lejlighed ved en tilpasning af den regulerede husleje til en markedsbestemt leje, indebærer nemlig, at forskellen mellem den markedsbestemte og den regulerede husleje overvurderer huslejefordelen ud fra en lejersynsvinkel. Den tilbagediskonterede lejeforskel er derfor i virkeligheden en øvregrænse for værdien af lejernes skyggeformue.
6. Realkapital omfatter fremover udelukkende fast realkapital, d.v.s. bygninger, maskiner samt forbrugernes beholdning af varige forbrugsgoder. Den flydende realkapital eller varelagrene er holdt udenfor, idet værdiændringer for disse beholdninger umiddelbart indgår i indkomstopgørelsen.

ster transformeres således efterhånden over i den almindelige indkomst i kraft af for små afskrivninger, idet afskrivningerne ikke inddækker genanskaffelsesomkostningerne[7]). På langt sigt er der derfor for virksomhederne ingen forskel i relation til indkomstopgørelsen mellem varelagre, maskiner og afskrivningsberettigede bygninger – værdiændringer på disse formuegoder havner i de fleste tilfælde på ét eller andet tidspunkt i selve indkomstopgørelsen. Derimod opstår der ikke en tilsvarende automatisk glidning af kapitalgevinsten over i indkomsten for de ikke afskrivningsberettigede formuegoder d.v.s. for jordværdier, realkapital i boliger samt forbrugernes beholdning af varige forbrugsgoder iøvrigt.

De væsentligste virkninger af selve inflationsraten er dog ikke de nominelle kapitalgevinster, men derimod dannelsen af reelle kapitalgevinster på fordringer som følge af den stadig nedskrivning af fordringens realværdi[8]). Debitor opnår herved periode for periode positive reelle kapitalgevinster på bekostning af kreditorerne. Disse formueforskydninger bør dog ikke vurderes isoleret men må ses i sammenhæng med den virkning, inflationen udøver på rentevilkårene for fordringer. Som det vil fremgå af det følgende, må det antages, at der eksisterer en positiv sammenhæng mellem den nominelle effektive rente og inflationsraten, d.v.s. en høj inflationsrate ledsages sædvanligvis af en høj nominel effektiv rente[9]). Renteydelserne for fordringer, der etableres under de givne inflationsvilkår samt for fordringer med en variabel rente såsom bank- og sparekassemellemværender, vil derfor indeholde et kompenserende element for de reelle kapitalgevinster, der opstår som følge af det stigende prisniveau.

c. *Virkninger af en ændring i inflationsraten.* En ændring af inflationsraten fra ét niveau til et andet vil umiddelbart føre til en ændring i intensiteten af den strøm af kapitalgevinster, der opstår i forbindelse med niveauet for inflationsraten. Hertil kommer, at selve ændringen i inflationsraten formodentlig vil føre til dannelse af reelle kapitalgevinster på yderligere to områder. Der kan for det første opstå reelle kapitalgevinster på fast forrentede fordringer i forbindelse

7. Dette gælder kun ubetinget for virksomheder, der ikke ekspanderer. Drejer det sig om stærkt ekspanderende virksomheder, og er de maksimalt tilladte afskrivninger betydelige i de første år efter realkapitalens anskaffelse, er det muligt, at de foretagne afskrivninger periode for periode svarer til det faktiske værdifald på den samlede beholdning af realkapital beregnet på grundlag af genanskaffelsesomkostningerne. De nominelle kapitalgevinster vil i dette tilfælde blive kumuleret i form af skjulte reserver i disse virksomheder. Spørgsmålet om afskrivninger under inflation er iøvrigt behandlet i en oversigtsartikel af H. Hauch »Regnskaber og inflation« Nationaløkonomisk Tidsskrift 1975, nr. 2. Cf. også Hans E. Zeuthen 1975, op. cit.
8. Fordringsbegrebet er i det følgende indsnævret til udelukkende at omfatte pengefordringer d.v.s. beholdninger af penge, bankindeståender, obligationer og pantebreve. Ejerandelsbeviser såsom aktier og andelsbeviser er holdt udenfor, idet der er tale om komplekse formuegoder, der dækker over de aktiver og passiver, ejerandelsbeviset foreskriver medejendomsret over. Der kan derfor ikke opstilles nogen selvstændig teori for kapitalgevinsterne for denne kategori af papirer.
9. Den nominelle effektive rente omtales overalt i det følgende blot som den nominelle rente. Dette begreb må derfor ikke forveksles med den pålydende eller påtrykte rente for fast forrentede fordringer. Som følge af kurstab er den påtrykte rente sædvanligvis betydeligt lavere end den nominelle effektive rente.

med en tilpasning af den nominelle rente til de ændrede inflationsvilkår, og for det andet kan der opstå reelle kapitalgevinster som følge af forskydninger i forholdene omkring realrenten, d.v.s. den nominelle rente minus den forventede inflationsrate. Det er dog karakteristisk for begge disse to kategorier af kapitalgevinster, at de kun opstår i en begrænset periode, nemlig i den periode, hvor ændringen i den nominelle rente eller i realrenteforholdene finder sted.

Hvis inflationsraten stiger til et højere niveau, må man gå ud fra, at det vil blive fulgt op af en højere nominel rente. Det kan der være flere grunde til. Er den stærkere inflation et rent indenlandsk fænomen, må der regnes med en forringelse af stillingen på betalingsbalancens løbende poster. Sædvanligvis finansieres en væsentlig del af det løbende underskud på betalingsbalancen ved kortfristede forretningskreditter i forbindelse med udenrigshandelen. I den situation, den danske økonomi har befundet sig i igennem adskillige år med en betydelig kortfristet gæld til udlandet, må det forventes, at Nationalbanken reagerer på et øget underskud på de løbende poster ved at hæve den nominelle rente og derved gøre det mere tillokkende for virksomhederne at optage lån i udlandet. Hvis der er fuld beskæftigelse i økonomien, vil Nationalbanken have endnu et motiv til at justere renten. Den stærkere inflation vil nemlig umiddelbart medføre en forøgelse i investeringernes afkast i løbende priser, og holdes renten uændret, vil investeringernes finansieringsomkostninger være konstante. Der må derfor forventes en stigning i investeringerne, som i givet fald ville kunne føre til en endnu kraftigere inflation eller en endnu mere ugunstig udvikling på betalingsbalancens løbende poster. En sådan udvikling vil Nationalbanken dog kunne forhindre, idet det ventede investeringsopsving vil kunne afværges, hvis Nationalbanken gennemfører en forhøjelse af den nominelle rente.

En stigning i den nominelle rente påvirker umiddelbart forholdet mellem debitorer og kreditorer. For fordringer med variabel rente samt for fast forrentede fordringer, der etableres efter justeringen af den nominelle rente, vil den øgede strøm af reelle kapitalgevinster fra kreditor til debitor blive delvist kompenseret af øgede renteydelser. For fast forrentede fordringer, der er etableret før stigningen i den nominelle rente, er forholdene mindre gunstige for kreditorerne og tilsvarende mere gunstige for debitorerne. Renteydelserne er her beløbsmæssigt fikserede, og tilpasningen til den ændrede nominelle rente sker derfor gennem kursfald for disse fordringer. I den periode, hvor den nominelle rente stiger, vil der således opstå reelle kapitalgevinster som følge af kursfald, hvorved der på denne type fordringer sker en formueoverførsel fra kreditorer til debitorer.

Da fast forrentede fordringer næsten udelukkende anvendes ved finansieringen af fast ejendom, og da lånevilkårene som hovedregel kan videreføres uændret selv om ejendommen afhændes, vil debitorgevinsterne ved en stigning i den nominelle rente manifestere sig som en særlig kraftig prisstigning på den

finansierede ejendom. Denne sammenkobling af fast ejendom med bestemte financieringsvilkår fører således til, at der registreres reelle kapitalgevinster på fast ejendom ved en stigning i den nominelle rente, selv om disse kapitalgevinster rettelig udspringer af fordringsforholdene.

Det er noget mere usikkert, hvorledes realrenten påvirkes af en forøget inflationsrate, idet dette både afhænger af udviklingen i den nominelle rente og udviklingen i den forventede inflationsrate. Da den forventede inflationsrate er en subjektiv størrelse, er det normalt meget vanskeligt at skønne over størrelsen af denne variabel. Problemstillingen er dog her forenklet, idet det er forudsat, at den faktiske inflationsrate øges fra ét niveau til et andet, hvorefter inflationsraten igen er konstant. Det er derfor nærliggende at antage, at der sker en tilsvarende ændring i den forventede inflationsrate, efterhånden som befolkningen vænner sig til den stærkere inflation. Imidlertid er stigningen i den nominelle rente sandsynligvis også af samme størrelsesorden som stigningen i den faktiske inflationsrate, og der vil således næppe opstå væsentlige ændringer i realrenten bortset fra eventuelle kortsigtede variationer[10]). Afgørende for kapitalgevinstdannelsen er dog ikke ændringen i realrenten, men derimod ændringen i den disponible realrente, d.v.s. realrenten korrigeret for skat, og den udvikling, der her er skitseret med tilnærmelsesvis lige store ændringer i den nominelle rente og den forventede inflationsrate, indebærer med de givne skatteregler et fald i den disponible realrente.

På trods af, at der således næppe foreligger nogen entydig sammenhæng mellem inflationsrate og realrente, ses der i det følgende for enkeltheds skyld først på kapitalgevinstdannelsen som følge af en ændring i realrenten i en økonomi, hvor der ikke opkræves skatter. En lavere realrente vil utvivlsomt her virke stimulerende på efterspørgslen efter formuegoder, jord og realkapital, idet offeromkostningerne ved at eje disse formuegoder sænkes som følge af den lavere realrente. I denne sammenhæng forstås der ved efterspørgselen ønsket om at besidde formuegodet til alternative priser. Er udbuddet, d.v.s. beholdningen af formuegodet begrænset, vil efterspørgselsstigningen alene slå ud i prisen, og der vil da opstå en positiv reel kapitalgevinst. En sådan udbudsbegrænsning foreligger, først og fremmest for landbrugsjordens vedkommende og delvis også for jord med særlige kvaliteter f.eks. af rekreativ art. Hvad angår realkapitalen er det specielt inden for kategorien af varige forbrugsgoder, at der i mange tilfælde eksisterer udbudsbegrænsninger. Det gælder typisk for en række samlerobjekter, såsom gamle frimærker og mønter, samt antikviteter og kunstværker.

10. Det kan vises inden for rammerne af komparativ statisk makroøkonomisk model, at en stigning i den forventede inflationsrate for given pengemængde nok vil øge den nominelle rente, men at overvæltningen kun vil foregå delvis således, at realrenten vil falde. Jfr. Bodil Nyboe Andersen »Prisforventningernes indflydelse på renten« Nationaløkonomisk Tidsskrift 1975, nr. 1. Udviklingn i den nominelle rente ved en ændring i inflationsraten må dog snarere ses som et resultat af en bevidst politik fra Nationalbankens side end som et resultat af en automatisk overvæltningsmekanisme, hvor Nationalbanken er tildelt en fuldkommen passiv rolle.

Hvis udbuddet derimod ikke er begrænset, aktiverer realrentefaldet en investeringsproces og herved indsnævres mulighederne for, at der overhovedet kan dannes reelle kapitalgevinster. For langt den overvejende del af realkapitalen kan beholdningen suppleres gennem fremstilling af nyt realkapital. Da der her udelukkende ses på virkningerne af realrenteændringer i forbindelse med inflation, lades tekniske fremskridt og andre faktorer, der kan skabe forældelsesvirkninger, ude af betragtning. Bortset fra afskrivninger som følge af slitage vil prisen på den eksisterende realkapital da være spundet forholdsvis fast til fremstillingsomkostningerne for nyt realkapital ved normal kapacitetsudnyttelse i virksomhederne i investeringssektoren, og bortset fra ændringer i fremstillingsomkostningerne relativt til det generelle prisniveau skulle reelle kapitalgevinster derfor ikke kunne forekomme.

Der knytter sig således i relation til spørgsmålet om kapitalgevinster størst interesse til virkningerne af realrentefaldet for de ikke-producerbare formuegoder. Prisdannelsen på disse formuegoder beskrives i reglen ved hjælp af en investeringskalkule, hvor prisen på selve formuegodet fremkommer ved at tilbagediskontere værdien af alle fremtidige afkast fra formuegodet. Drejer det sig om prisen på landbrugsjord, er udgangspunktet for prisberegningen jordrenten, d.v.s. det overskud, der fremkommer til jordejeren pr. ha pr. år. Forudsættes det, at jordrenten i faste priser i al fremtid forventes at udgøre h kr./ha år, den nominelle rente r og den forventede inflationsrate e, bestemmes jordprisen H kr./ha ved en tilbagediskontering efter fremgngsmåden i (5).

$$H = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{h(1+e)^i}{(1+r)^i} \simeq \sum_{i=1}^{\infty} \frac{h}{(1+r\div e)^i} \longrightarrow \frac{h}{(r\div e)} \qquad (5)$$

Jordprisen er således omvendt proportional med realrenten (r÷e), hvilket indebærer, at selv beskedne ændringer i realrenten vil føre til følelige ændringer i jordprisen. Det følger umiddelbart, at de reelle kapitalgevinster, der opstår ved ændringer i realrenten, ikke berører formuegodets reale afkast, idet den reale jordrente i eksemplet forudsat er konstant. Disse kapitalgevinster har derfor ingen konsekvenser for indkomstfordelingen. Det må desuden understreges, at kapitalgevinsterne i dette tilfælde relaterer sig til formuegoderne i ubelånt tilstand. Er formuerne belånt, vil der, som tidligere omtalt, yderligere kunne opstå debitorgevinster som følge af et stigende prisniveau og eventuelt også som følge af kurstab på prioriteringen.

Generaliseres disse sammenhæng ved at tage hensyn til beskatning, vil efterspørgslen efter jord og realkapital være bestemt af disse formuegoders disponible afkast sammenholdt med den disponible rente. Beskattes al indkomst med en proportional skattesat t, er den disponible rente r(1÷t) og den disponible realrente (r(1÷t)÷e). I eksemplet fra før er jordprisen således givet ved en tilbagediskontering af den disponible reale jordrente h(1÷t) m.h.t. den dispo-

nible realrente. Jordprisen udledes herved som den disponible reale jordrente divideret med den disponible realrente.

$$H = \sum_{i=1}^{\infty} \frac{h\,(1\div t)\,(1+e)^{i}}{(1+r(1\div t))^{i}} \simeq \sum_{i=1}^{\infty} \frac{h\,(1\div t)}{(1+r\,(1\div t)\div e)^{i}} \longrightarrow \frac{h\,(1\div t)}{r\,(1\div t)\div e} \qquad (6)$$

Det følger umiddelbart, at selv om stigningen i inflationsraten ikke påvirker realrenten, fordi stigningen i den nominelle rente viser sig at være lige så stor som stigningen i den forventede inflationsrate, vil den disponible realrente falde, og herved skabes der positive reelle kapitalgevinster på jordværdier og andre udbudsbegrænsede goder. Erfaringerne fra Danmark i de senere år synes at give holdepunkter for at antage, at en sådan udvikling netop har fundet sted. Den kraftigere inflation i slutningen af tresserne og begyndelsen af halvfjerdserne har uden tvivl medført en væsentlig sænkning af den disponible realrente, og dette har medført et ønske i befolkningen om at placere formuer i reale goder[11]).

I analysen af prisdannelsen på landbrugsjord kan jordrenten opgøres direkte, d.v.s. uden at skele til jordens handelsværdi. Dette hænger umiddelbart sammen med, at afkastet fra jorden omsættes som led i en almindelig erhvervsvirksomhed. Det er derimod karakteristisk for de fleste af de øvrige formuegoder, hvor der foreligger en udbudsbegrænsning, at formuegodets afkast konsumeres direkte af ejeren. Det afkast, der ligger i at kunne benytte en frimærkesamling eller en grund i et rekreativt område, værdiansættes i almindelighed ikke direkte. Investeringskalkuler som (5) og (6) skifter herved karakter. De er ikke længere et redskab, hvor prisen på formuegodet kan forklares ud fra kendskab til værdien af afkastet. Derimod er man i stand til at skønne over værdien af formuegodets skyggeafkast gennem prisen på selve formuegodet. Om formuegodets afkast er implicit eller eksplicit konstaterbart, spiller dog ingen rolle for sammenhængen mellem realrenten og formuegodets pris. En sænkning af den disponible realrente vil under alle omstændigheder føre til dannelse af positive reelle kapitalgevinster på disse formuegoder. På disse områder gælder der i øvrigt det særlige forhold, at skyggeafkastet som hovedregel er skattefrit eller beskattes meget lavt. Kun for ejerboliger herunder også fritidshuse indgår der et lavt vurderet skyggeafkast i den skattepligtige indkomst. Konsekvensen af denne skattemæssige diskriminering er, at der opstår en særlig høj pris på formuegoder, hvor der kun foreligger skyggeafkast, og hvor udbuddet i øvrigt er be-

11. For et betydeligt antal skatteydere har den disponible nominelle rente minus den faktiske inflationsrate i længere perioder været negativ. Når dette ikke har udløst en uendelig stor efterspørgsel efter f.eks. jord, kan det have flere årsager. Det kan således tænkes, at den faktiske inflationsrate undervurderes i en sådan grad, at den disponible realrente trods alt har været positiv. Mere væsentligt er det utvivlsomt, at der i disse år samtidig har været opretholdt en vis kreditrationering, hvorved efterspørgslen efter reale goder har været holdt tilbage af begrænsede finansieringsmuligheder.

grænset. Øges skattesatsen, gøres disse formuegoder automatisk mere attraktive i forhold til formuegoder, hvor afkastet beskattes, og skattestigningen fører herved til positive reelle kapitalgevinster på den førstnævnte gruppe af formuegoder. Disse kapitalgevinster har dog intet med inflation at gøre, men må nærmest tilskrives vækst i den offentlige sektor med de konsekvenser, dette har for skattetrykket.

4. *Kapitalgevinster og økonomisk vækst*

a. *Definition.* Den økonomiske vækst er karakteriseret ved et kompleks af udviklingstendenser for samfundet som helhed vedrørende ressourceforsyningen og teknologiske og organisatoriske forhold. Resultatet af disse forandringer er som oftest en større samlet realindkomst, ikke alene totalt, men også pr. indbygger, og herved påvirkes såvel omfanget som sammensætningen af den samlede efterspørgsel efter varer og tjenester. Det er desuden muligt, at realrenten påvirkes under vækstforløbet som følge af ændringerne i produktionsbetingelser og forsyningen med realkapital i forhold til arbejdskraft.

Disse omfattende forandringer i økonomien kan af flere grunde føre til dannelse af reelle kapitalgevinster. Der kan udskilles tre typer af sammenhænge, hvor de reelle kapitalgevinster må tilskrives forholdene omkring den økonomiske vækst.

Der kan for det første opstå reelle kapitalgevinster i forbindelse med ændringer i realrenten. Sammenhængen mellem realrenten og dannelse af reelle kapitalgevinster er behandlet i det foregående afsnit, og vil derfor ikke blive berørt yderligere her[12]). En anden type reelle kapitalgevinster opstår for udbudsbegrænsede reale goder som følge af ændringer i disse formuegoders fysiske afkast eller ved ændringer i prisen på afkastet relativt til det generelle prisniveau. Disse kapitalgevinster afsætter sig ganske vist på de samme formuegoder som ved realrenteændringer, men i dette tilfælde er kapitalgevinsten forårsaget af en ændring i indkomststrømmen fra formuegodet. Den tredie gruppe reelle kapitalgevinster vedrører realkapital, der fortsat kan fremstilles, men hvor der sker ændringer i de reale fremstillingsomkostninger, eller hvor der opstår forældelsesvirkninger, som ikke følger det gennem afskrivningsreglerne fastlagte mønster for værdifald på realkapital. Holdes realrenteændringer udenfor, berører de vækstinducerede reelle kapitalgevinster således ikke alene de reelle formueforhold, men også realindkomststrømmene påvirkes.

b. *Udbudsbegrænsede formuegoder.* For formuegoder, hvor beholdningen ikke kan suppleres gennem den løbende produktion, må der skelnes mellem de til-

12. Hertil kommer, at studier over vækstforløbet i udviklede lande ikke synes at tyde op nogen generel udviklingstendens for realrenten. De vækstfaktorer, der påvirker realrenten, synes derfor at have neutraliseret hinanden.

fælde, hvor formuegodets fysiske produktivitet er bestemt en gang for alle, og de tilfælde hvor det er muligt at ændre den fysiske produktivitet, eller hvor der rent faktisk opstår ændringer i denne som følge af tekniske fremskridt. Den første gruppe omfatter bl.a. en række samlerobjekter samt jord til rekreative formål, idet det fysiske afkast i disse tilfælde består i, at formuegodet er til rådighed alle årets dage[13]). En øget efterspørgsel efter at kunne disponere over afkastet vil derfor i disse tilfælde umiddelbart slå ud i prisen på formuegodet. Da afkastet fra disse formuegoder i almindelighed har en høj indkomstelasticitet, vil den stigende realindkomst via virkningen på efterspørgslen føre til dannelse af betydelige reelle kapitalgevinster på dette område. Denne kapitalgevinstdannelse stimuleres, som tidligere omtalt, yderligere af de beskatningsmæssige forhold, idet afkastet fra disse formuegoder er undtaget fra beskatning eller beskattes meget lempeligt.

Derimod er den fysiske produktivitet for landbrugsjordens vedkommende, f.eks. målt i kornproduktionen pr. ha pr. år, ingenlunde konstant. På kort sigt er det muligt at variere kornproduktionen pr. ha pr. år ved at indsætte flere eller færre produktionsfaktorer på det givne jordareal, og på længere sigt øger de tekniske fremskridt kornproduktionen pr. ha pr. år for given indsats af produktionsfaktorer. En øget efterspørgsel efter korn vil således på markedet blive mødt af et øget udbud. På kort sigt vil en øget efterspørgsel efter korn uden tvivl føre til en højere kornpris, idet en øget pris vil være en nødvendig betingelse for at fremlokke et øget udbud. På længere sigt opløses derimod denne entydige sammenhæng, idet produktions-, omkostnings- og udbudsforholdene ændres fundamentalt af tekniske fremskridt. Hvorledes jordrenten og dermed jordens pris udvikler sig på længere sigt, kan således ikke afklares, med mindre der opstilles flere forudsætninger, hvor vækstprocessen specificeres nærmere. Det vil her ikke alene være et spørgsmål om kornprisens udvikling men også om udviklingen i produktionsomkostningerne (eksklusiv jordrente) pr. kg korn. Den økonomiske vækst fører således ikke med enkle forudsætninger til klare konklusioner m.h.t. dannelse af reelle kapitalgevinster på landbrugsjord.

c. *Producerbare formuegoder.* Denne mangel på entydighed gælder også i konklusionerne om den økonomiske vækst betydning for dannelse af reelle kapitalgevinster på realkapital, der fortsat kan produceres. Da problemstillingen omkring afskrivninger og inflation er behandlet i et tidligere afsnit, antages det her, at det generelle prisniveau er konstant.

13. Dette spørgsmål er dog ikke helt så enkelt. Det fører i virkeligheden tilbage til den opfattelse, der ligger til grund for indkomstbegrebet. Hvis der lægges vægt på produktions- eller udbudssiden, er den fysiske produktivitet bestemt som det samlede antal dage i året. Gøres indkomstbegrebet derimod efterspørgselsorienteret, må der kun medregnes den tid formuegodet benyttes. Det fysiske afkast af rekreativt område er efter en efterspørgselsorienteret opfattelse således afhængig af bl.a. omfanget af fritid og transportfaciliteter. Dette spørgsmål drejer sig med andre ord om indkomsten skal omfatte hele træets frugt uafhængigt af, om frugten plukkes eller destrueres ubenyttet.

Hvis nyt og gammelt realkapital består af helt identiske enheder, bortset fra slitage på brugt realkapital, vil prisen på den eksisterende realkapital være bestemt af fremstillingsomkostningerne for nyt realkapital med fradrag af værdifaldet som følge af slitage. Forudsættes det videre, at afskrivningsskalaen, d.v.s., de procenter, hvormed afskrivning gøres gældende, giver et korrekt billede af prisen på brugt realkapital i forhold til genaskaffelsesomkostningerne, vil dannelsen af reelle kapitalgevinster afhænge af udviklingen i fremstillingsomkostningerne for den pågældende type realkapital. Er fremstillingsomkostningerne konstante, vil der ikke opstå reelle kapitalgevinster. Hvis der derimod sker en gradvis stigning eller fald i fremstillingsomkostningerne, vil der opstå positive eller negative reelle kapitalgevinster. Hvorvidt fremstillingsomkostningerne for realkapitalen under et i øvrigt stadigt generelt prisniveau er konstante eller gradvis ændrer sig, afhænger i det væsentlige af styrken af de tekniske fremskridt i den sektor, der fremstiller den pågældende type realkapital, sammenlignet med styrken af tekniske fremskridt i økonomien under ét. Hvis den pågældende investeringssektor kun i ringe grad begunstiges af tekniske fremskridt, vil fremstillingsomkostningerne stige, og omvendt må der regnes med faldende fremstillingsomkostninger, hvis de tekniske fremskridt er forholdsvis stærke i denne sektor.

I mange tilfælde er det imidlertid ikke muligt at opfatte ældre realkapital som værende identisk med ny realkapital bortset fra slitagen. Den allerede eksisterende realkapital mangler ofte evnen til at kunne tilpasse sig ændrede markedsvilkår, og herved kan der opstå forældelsesvirkninger.

En sådan manglende tilpasningsevne kan skyldes en snæver binding mellem realkapitalen og en bestemt udformning af produktet. Hvis de tekniske fremskridt bevirker, at der opstår nye varer eller nye kvaliteter af varen, som udkonkurrerer de hidtil fremstillede varer, forældes den realkapital, der er bundet til fremstilling af varer i ældre kvalitetsudformninger. Den typiske årsag til forældelse er dog en manglende tilpasning i anvendelsen af produktionsfaktorer. Hvis enheder af den eksisterende realkapital forudsætter en bestemt bemanding for at kunne fungere, er produktionen pr. mand teknologisk bestemt. Et sådant anlæg forældes, hvis reallønnen på et eller andet tidspunkt overstiger værdien af produktionen pr. mand. Risikoen for forældelse er således knyttet til reallønsudviklingen, og sædvanligvis fører den økonomiske vækst netop til en stigende realløn som følge af den tekniske udvikling og den øgede anvendelse af realkapital i forhold til arbejdskraft. Gennem afskrivninger søger man ganske vist at tage hensyn til værdifaldet som følge af forældelse, men ved at anvende uforandrede afskrivningsregler gennem tiden vil afskrivningerne kun være en unøjagtig måde at korrigere på. Lad os antage, at afskrivningerne hidtil har givet et korrekt billede af værdifaldet som følge af forældelse. Hvis den økonomiske vækst på denne baggrund intensiveres, og reallønstigningen tager til, indsnævres levetiden for den eksisterende realkapital. Med givne afskrivningsregler

vil man da undervurdere forældelseseffekten, og der vil opstå negative reelle kapitalgevinster. Der vil på tilsvarende måde opstå positive reelle kapitalgevinster, hvis den økonomiske vækst tager af i styrke, og reallønstigningerne bliver mindre. Det er derfor nok så meget ændringen i den økonomiske vækst som selve den økonomiske vækst, der fører til dannelse af reelle kapitalgevinster via en systematisk overvurdering eller undervurdering af forældelsesvirkningen gennem afskrivningsproceduren. Afslutningsvis skal dog understreges, at kapitalgevinsterne på disse områder vil i almindelighed efterhånden blive transformeret over i selve indkomstopgørelsen på samme måde som rent nominelle kapitalgevinster som følge af, at afskrivningerne foretages på grundlag af de historiske anskaffelsesomkostninger.

5. *Andre årsager til kapitalgevinster*

Inflation og økonomisk vækst er begge udtryk for meget omfattende forandringer i økonomien og kommer derfor i første række i en analyse af årsagerne til dannelse af kapitalgevinster. Der kan dog peges på en række andre forhold, der også bidrager til udløsningen af kapitalgevinster, og som ikke direkte har noget at gøre med inflation eller vækst.

Der er således en sammenhæng mellem konjunktursituationen og den samlede vurdering af aktiverne i virksomhederne. I en opgangskonjunktur øges forventningerne til virksomhedernes indtjening, og dette afspejler sig i form af positive reelle kapitalgevinster i virksomhedernes egenkapitaler. Omvendt dannes der i reglen negative reelle kapitalgevinster i virksomhedernes egenkapital i en nedgangskonjunktur. Disse kapitalgevinster er særlig iøjnefaldende på aktiemarkedet, hvor der daglig gennem kursnoteringen foretages en økonomisk vurdering af egenkapitalerne.

De konjunkturbestemte reelle kapitalgevinster knytter sig til egenkapitalerne for virksomhederne i drift, og må derfor nærmest siges at vedrøre de immaterielle aktiver. Hvis en virksomhed eksempelvis i en periode afholder ekstraordinært store udgifter til en reklamekampagne eller i forbindelse med opbygningen af en forskningsafdeling, har dette konsekvenser for afsætning og indtjening i adskillige perioder fremover. En væsentlig del af disse udgifter burde derfor rettelig betragtes som en investering, men ikke desto mindre afskrives disse beløb traditionelt fuldt ud i indkomstopgørelsen i det år, hvor udgifterne afholdes. Følgen af denne praksis er derfor, at i de år, hvor en virksomhed afholder særlig store udgifter til disse formål, ansættes indkomsten forholdsvis lavt som følge af forvekslingen af investeringsudgifter med driftsomkostninger, og dette modsvares samtidig af, at egenkapitalen øges gennem en positiv reel kapitalgevinst. Omvendt må man gå ud fra, at egenkapitalen falder ved en negativ reel kapitalgevinst, hvis virksomheden kun har anvendt unormalt få udgifter til disse formål.

Dannelse af reelle kapitalgevinster kan også skyldes helt specielle forhold. Der opstår således kapitalgevinster i forbindelse med ændringer i markedsformen. Indgår en gruppe virksomheder en konkurrencebegrænsende aftale, eller starter de tværtimod en priskrig, vil det utvivlsomt få konsekvenser for egenkapitalerne i de berørte virksomheder. Den offentlige sektors skattepolitik er et andet eksempel på indgreb, der spiller en umiddelbar rolle for dannelse af kapitalgevinster på specielle områder. Det klassiske eksempel er her ændringer i grundskyldsbeskatningen, der må antages direkte at føre til ændringer i jordværdierne.

6. *Afsluttende bemærkninger*

Sondringen mellem reale goder, der kun foreligger i en bestemt beholdning og reale goder, der kan suppleres gennem produktion, spiller en vigtig rolle i analysen af årsagerne til dannelse af reelle kapitalgevinster. De reelle kapitalgevinster på de udbudsbegrænsede formuegoder opstår i hovedsagen i forbindelse med ændringerne i efterspørgselsforholdene i økonomien, medens årsagerne til reelle kapitalgevinster på goder, der fortsat kan fremstilles, nærmest må søges i ændrede produktions- og udbudsforhold såsom ændringer i de relative fremstillingsomkostninger for den pågældende type realkapital.

Denne opdeling af de reale goder er dog i praksis ikke helt skarp. Der kan være udbudsbegrænsninger, som mere er af institutionel end teknologisk art, og et sådant institutionelt fastsat udbud kan fra tid til anden tænkes at blive ændret. Eksempler på dette er især at finde inden for fast ejendom, hvor de offentlige myndigheder gennem planlægningen regulerer udbuddet af byggegrunde og udlægning af fritidsarealer i rekreative områder. Desuden sløres skillelinien generelt af det forhold, at produktionen af realkapital er tidkrævende. På helt kort sigt kan produktionen af realkapital negligeres, og udbuddet er dermed begrænset til den eksisterende beholdning. På længere sigt må en stor del af realkapitalen derimod betragtes som producerbar, og selv inden for de områder, hvor der foreligger en absolut begrænsning i beholdningen af selve formuegodet som for landbrugsjordens vedkommende, vil der enten autonomt eller induceret af de økonomiske forhold opstå tekniske fremskridt, således at begrænsningen i beholdningen af selve formuegodet kompenseres af variabilitet i formuegodets fysiske produktivitet.

Længden af den tidshorisont, der må lægges til grund for klassifikationen mellem de udbudsbegrænsede og de producerbare goder, kan ikke fastlægges én gang for alle, men vil bl. a. afhænge af realrenten. En høj realrente formindsker betydningen af de økonomiske forhold på længere sigt. Tidshorisonten er derfor kort, og de fleste goder må betragtes som udbudsbegrænsede. En lav realrente vil derimod omvendt indsnævre gruppen af udbudsbegrænsede goder.