

Vad tror marknaden om skattereformen?

Idag är det väl knappast någon som vet hur vårt framtida skattesystem kommer att se ut. De tre utredningar som, när detta skrivs, arbetar med frågan kommer att lägga fram sina förslag ungefär samtidigt som denna artikel publiceras. I väntan på deras förslag får vi nöja oss med diverse rykten, läckor och mer eller mindre hemligstämplade promemorior som välvilligt ställs till massmedias förfogande. Men inte ens när utredningarnas förslag offentliggörs kommer vi att veta säkert vad som slutligen blir resultatet av deras arbete; då kommer de olika särintressena att marschera upp på bred front, då vidtar remissbehandling, propositionsskrivande och utskottsmangling – och så småningom kan ett riksdagsbeslut fattas i början av 1990. På den vägen kan mycket hända.

I väntan på riksdagsbeslutet kan det vara intressant att kartlägga hur förväntningarna om det nya skattesystemet egentligen ser ut. Det kan vi göra genom att studera utvecklingen på de finansiella marknaderna. Genom en detaljerad analys av priserna på olika finansiella marknader kan man få fram information om de förväntningar om det framtida skattesystemet som finns diskonterade i de marknadspriser vi kan observera idag.

Civilekonom JOHN HASSLER och professor MATS PERSSON är verksamma vid Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet. Mats Persson har i sin forskning främst arbetat med makroekonomi och ekonomisk politik.

En marknad som är speciellt intressant i detta sammanhang är premieobligationsmarknaden. Den löpande avkastningen på en premieobligation är i princip skattefri. Den effektiva avkastningen på en premieobligation bör därför i jämvikt vara lika med nettoavkastningen, efter skatt, på en likvärdig skattepliktig placering. Som ett mått på avkastningen på skattepliktiga placeringar har vi tagit räknan på riksobligationer med samma återstående löptid som de studerade premieobligationerna.¹

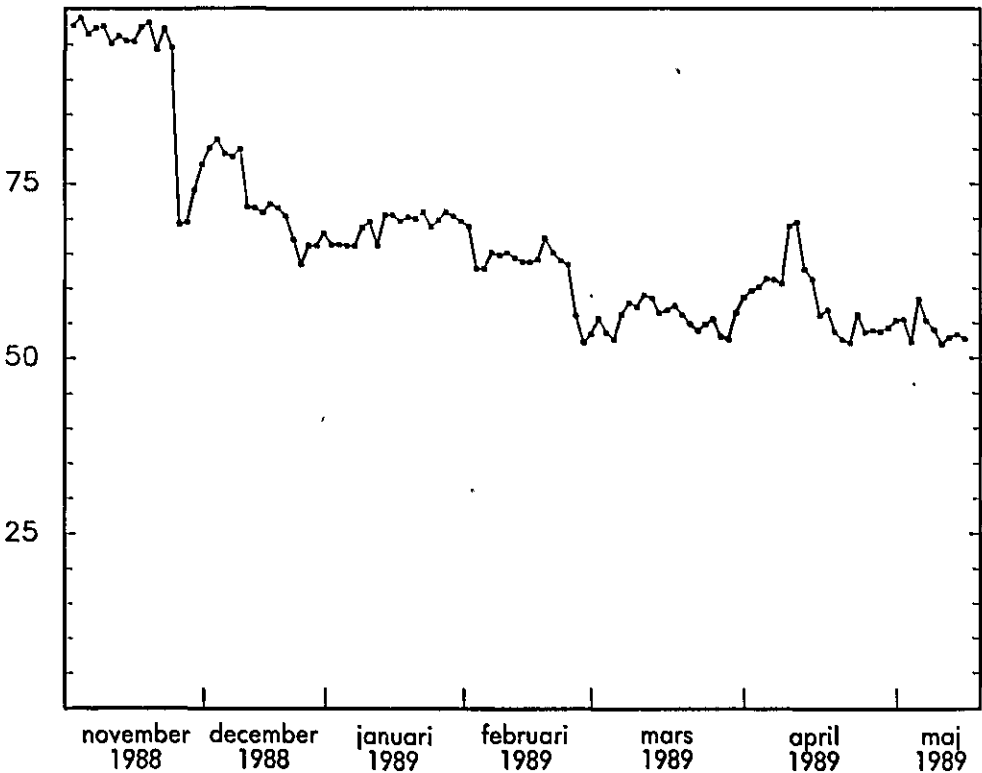
Genom att analysera prisskillnader mellan dessa instrument har vi kunnat räkna ut – dag för dag, under hösten, vintern och våren 1988/89 – vilken effektiv marginalskatt den representativa placeraren på dessa marknader har. Vi har emellertid inte bara räknat ut vilken marginalskatt denne har för närvarande; genom en något mer komplicerad modell, som inkluderar premielån som förfaller under andra hälften av 1990-talet, har vi också kunna räkna ut vilken marginalskatt placeraren förväntar sig ha efter skattereformen den 1 januari 1991.

Tolkningen av sådana beräkningar är naturligtvis vansklig, och man måste ta dem med en nypa salt. Ett speciellt problem ligger i det faktum att premiemarknaden är ganska tunn; kurserna kan därför svänga kraftigt dag från dag på grund

¹Premieobligationen har en annorlunda riskprofil än riksobligationen då premieobligationernas kuponger utlottas medan riksobligationernas kuponger är sakra. Denna skillnad kan under vissa antaganden antas inte ge upphov till några prisskillnader eftersom den av lottningen orsakade risken helt kan diversifieras bort.

Figur 1 Effektiv marginalskattesats före skattereformen 1991.

Procent



av mer eller mindre irrationella faktorer, oberoende av marginalskatter, ränteutveckling och andra ekonomiska variabler som vi tagit med i våra formler. Vi har valt att beräkna marginalskatten som ett genomsnitt av de implicita marginalskatter som ges av vart och ett av ett flertal premielån. Förhoppningsvis kan ett sådant genomsnitt jämna ut åtminstone några av de imperfektioner som finns i marknaderna för de individuella premielånen, så att resultatet blir någorlunda tillförlitligt.²

Resultaten av beräkningarna redovisas i Figur 1. Där visas, dag för dag under det senaste halvåret, den effektiva marginalskatt som den representativa placeraren har under tiden fram till skattereformen. Som synes svänger kurvan kraftigt. En del av dessa svängningar kan säkert tillskrivas

ofullkomligheter i marknadens funktionsätt, men en hel del av dem har helt rationella förklaringar. Låt oss ta några exempel!

Dagens skattesystem

I början av vår undersökningsperiod, de första veckorna i november 1988, implicerade de observerade marknadsnotering-

² Det bör också framhållas att vårt val av riksobligationsräntan som ett mått på den skattepliktiga avkastningen *inte* förutsätter att placeraren verkligen har riksobligationer som en alternativ placering. I själva verket finns ett brett spektrum av alternativa, skattepliktiga placeringar, tex inlåning på bank, banklån (vid lånefinansiering) m.m. Avkastningen på dessa placeringar varierar kraftigt, och vi har bara använt riksobligationsräntan som en approximation för denna avkastning.

arna en marginalsatt på omkring 90 procent. En sådan siffra kan tyckas orimligt hög, men man bör här komma ihåg att det inte rör sig om den officiella skattesatsen, utan om den verkliga, den effektiva skatten. Denna inkluderar inte bara inkomstskatten, utan även förmögenhetsskatten, och därför är en skattesats som till och med överstiger hundra procent inte någon orimlighet.

Distinktionen mellan officiell och effektiv skatt är nödvändig i all diskussion av vårt skattesystem, och utan noggranna studier kan vi inte säga vilken av dem som är högst. Effekter av tex förmögenhetsskatten kan leda till att den effektiva skatten är högre än den officiella, medan möjligheterna att utnyttja olika former av skatteplanering skulle kunna leda till motsatsen. Empiriska studier av marknaderna för finansiella tillgångar utgör faktiskt det enda sättet att få reda på vilken av dessa effekter som dominerar, dvs vad skatten verkligen är.

Följer vi så kurvan i Figur 1 vidare under november månad ser vi att någonting dramatiskt inträffade den 23 november. Då höll Kjell-Olof Feldt en presskonferens där han presenterade socialdemokraternas riktlinjer för arbetet inom Inkomstskattekommittén, vilket fick marknaderna att reagera så, att den implicita marginalsakten föll kraftigt. Nu kan man kanske tycka att Feldts utspel, som ju bara avsåg hur skattesystemet ska se ut efter 1991, inte borde påverka den nuvarande marginalsakten. Vad som hände när marknaderna öppnade dagen efter presskonferensen var, att även premielån med merparten av sin löptid före 1991 föll kraftigt i kurs, vilket kan synas omotiverat. Kanske överreagerade marknaden – efter ett par dagar återhämtades också en del av kursfallen – men det finns även en rationell förklaring till det inträffade.

Man måste komma ihåg att våra beräkningar avser den effektiva skattesatsen, och inte den officiella. En sänkning av den officiella skatten efter 1991 kan på-

verka dagens effektiva skatt. Vi vet att det finns många sätt att skjuta upp beskattningen av en inkomst som intjänas idag, så att den kan komma att beskattas med 1991 eller 1992 års skattesatser. De omdiskuterade planeringskontona som bankerna just nu erbjuder oss utgör bara ett exempel bland många. Därför är det tämligen naturligt att även dagens effektiva skatt påverkas av framtidens skatteskalor, och den kraftiga nedgång i kurvan som ägde rum den 23 november kan vara ett uttryck för detta.

Sedan händer ingenting särskilt på några månader; under vintern ligger skattesatsen och pendlar kring 70 procent – med en viss nedgång kring årsskiftet – och nästa större förändring inträffar i februari 1989. Då faller skattesatsen relativt kraftigt och når ett minimum på drygt 50 procent i månadsskiftet februari/mars. Vad denna nedgång beror på är svårt att säga. Kanske är det planeringskontona, vilka då slår igenom på marknaden, som får den effektiva marginalsakten att falla. Sedan Finansdepartementet låtit förstå att planeringskontona inte ses med blida ögon ökar mot slutet av mars skattesatsen till 60-70 procent.

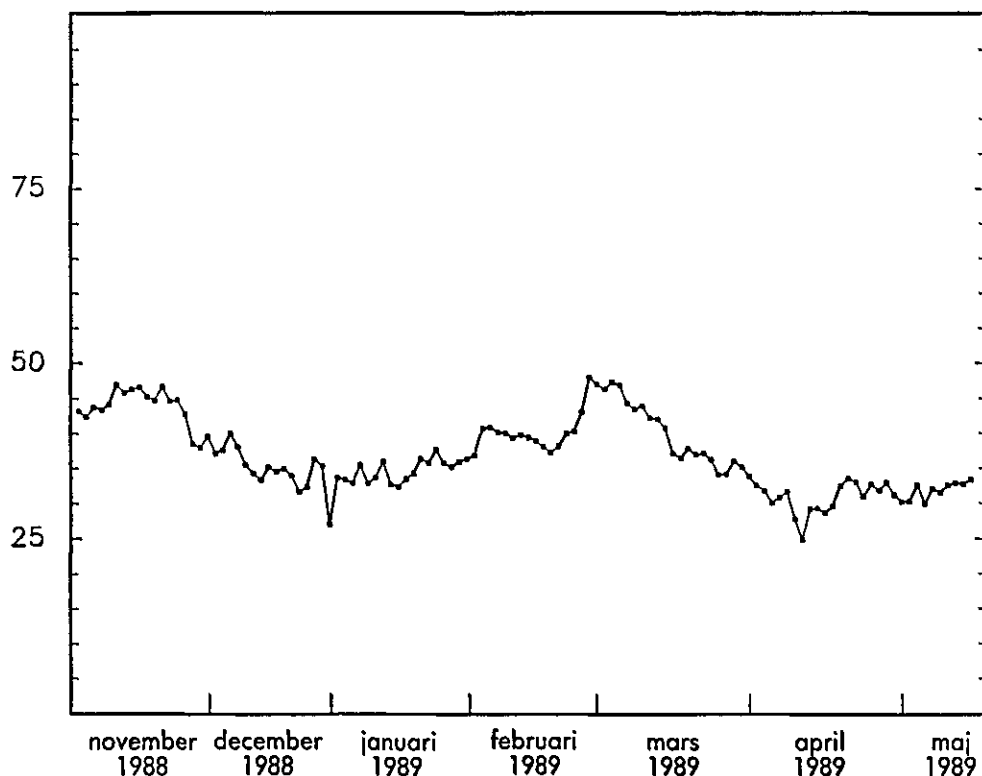
Efter skattereformen

Figur 1 visar således den marginelle placerares effektiva skattesats före 1991. Väl så intressant är vilken skattesats placerares förväntar sig efter 1991. Denna visas i Figur 2. Vi ser att den förväntade marginalsakten låg kring 40-50 procent under första delen av november. Den 23 november, när Kjell-Olof Feldt höll sin presskonferens och sade att marginalsakten på kapitalinkomster bör vara 30 procent efter 1991, föll givetvis skattesatsen kraftigt. Det är dock intressant att notera, att den inte föll så lågt som till 30 procent. Det kan ha berott på att marknaden inte bedömde reformgenomförandet som säkert.

Om marknaden bedömer att det finns

Figur 2 Förväntad effektiv marginalskattesats efter skattereformen 1991.

Procent



en sannolikhet större än noll att skattereformen inte genomförs torde detta medföra att den i marknadspriserna avlästa förväntade marginalskattesatsen är högre än 30 procent. Skillnaden mellan den avlästa förväntade marginalskattesatsen och de utlovade 30 procenten kan därför tolkas som ett uttryck för marknadens bedömning av Feldts trovärdighet.

En annan möjlig förklaring ligger i att förmögenhetsskatten drar upp den effektiva skattesatsen över den officiella.

Under vintern 1988/89 förväntade marknaden en marginalskattesats efter 1991 på mellan 30 och 40 procent. Ingenting speciellt händer förrän i början av februari, då den förväntade skattesatsen börjar öka. Orsakerna till denna uppgång kan man givetvis spekulera om. Den sam-

manfaller dock i tiden med en intensiv debatt om skattereformen inom det socialdemokratiska partiet. I början av februari publicerade de två s-ekonomerna Villy Bergström och Jan Södersten en uppmärksamman artikel i *LO-tidningen*, där de kritiserade Feldts skatteförslag för att vara alltför generöst mot höginkomstgarna. Under de närmaste veckorna följde fler liknande artiklar av olika författare i massmedia, och man ser tydligt i figuren hur marknaden diskonterar utfallet av den debatten. Den förväntade marginalskatten stiger i omgångar fram till början av mars månad, då den når en maximinivå på omkring 50 procent. Därefter har den åter fallit, och under april pendlade den mellan 25 och 35 procent. Det kan dock vara rimligt att hysa en viss

skepsis mot de enstaka noteringarna under 30 procent.

Den 16 mars läckte det omskrivna PM 100 ut till massmedia. I den debatt som följde kring detta PM hävdade många att det innebar en skärpning av kapitalbeskattningen i jämförelse med det tidigare PM 50, som hade läckt ut i november. Denna åsikt, som framfördes av åtskilliga företrädare för kapitalmarknaden, har emellertid inte fått något stöd i de förväntade skattesatser vi kan läsa ut ur börsnoteringarna på premieobligationsmarknaden; i själva verket faller skattesatserna tydligt nedåt ungefär samtidigt som PM 100 blir allmänt bekant. Detta faktum kan eventuellt tolkas på följande sätt.

PM 100 innebar visserligen på många punkter en reträtt från de enkla och symmetriska lösningar som hade kännetecknat PM 50. Detta kan av marknaden ha tolkats så, att det fanns en benägenhet hos utredarna att ge efter för vissa opinionsyttringar, vilket i sin tur skulle kunna leda till att hela skattereformen urholkades. Oro för en sådan utveckling borde då ha drivit upp de förväntade skattesatserna. En sådan effekt kan emellertid ha motverkats av det faktum att PM 100 trots allt visade, att det fanns ett konkret och detaljerat förslag utarbetat, vilket kan ha lugnat marknaden och drivit ner skattesatserna. Och utvecklingen av skattesatserna i Figur 2 tyder på att det var den senare effekten som dominerade.

Några slutsatser

Vad kan man då lära sig av den utveckling som har illustrerats ovan? För det första bör man utfärda en varning. Premiemarknaden är mycket speciell, det finns ingen

anledning att tro att den fungerar särskilt effektivt, och man bör därför inte lita alltför mycket på skatteberäkningar av det slag vi här har redogjort för. Icke desto mindre bör vi göra sådana beräkningar; premiemarknaden, hur ineffektiv den än må vara, är den enda marknad som kan ge oss några informationer om förväntningar om framtida skattesatser. Och det är möjligt att sådan information, även om den brister i detaljer, trots allt är någorlunda tillförlitlig i sina huvuddrag.

Med dessa reservationer utsagda vill vi hävda att marknaden trots allt ger intryck av att vara ganska förnuftig. De implicita skattesatserna reagerar på ny information, och skattekurvor av det slag som vi sats ovan kan användas som ett slags termometer för den politiska debatten. När något händer i debatten, ger det i regel omedelbart utslag på kurvan.

Detta leder i sin tur till en viktig slutsats. Man behöver inte oro sig särskilt mycket för övergångsproblemen i samband med skattereformen. Det är ingen risk att till exempel premiekurserna eller villapriserna eller priserna på några andra tillgångar plötsligt ska falla den 1 januari 1991. Marknaden är inte dum. Många ögon följer den politiska debatten dag för dag. När väl skattereformen genomförs, kommer en stor del av den nödvändiga pris Anpassningen redan att ha ägt rum.

Referens

Hassler, J & Persson, M, [1989], "The Computation of Implicit Tax Rates from Bond Market Data". Stencil. Institutet för internationell ekonomi, Stockholms universitet.