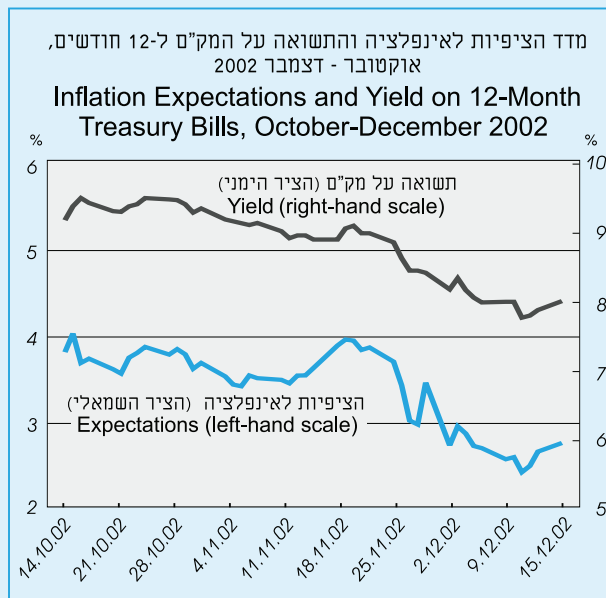


## תיבה 2: השפעת הרפורמה במס על הציפיות לאינפלציה הנמדדות לפי שוק ההון

הפער בין התשואה על איגרות חוב "גילון" הממוסות החל מינואר 2003 לבין איגרות "גילון" הפטורות ממס, פער שמקורו ברפורמה במס בלבד<sup>2</sup>. ירידת התשואה על המק"ם, שמקורה ביתרון המס, הביאה לירידה מקבילה בציפיות לאינפלציה הנמדדות משוק ההון (כפי שמראה הדיאגרמה). צפוי כי השפעה זמנית זו של תקופת המעבר על הציפיות תדעך ככל שמועד החלת המס על המק"ם (תחילת 2004) יתקרב, וכך יקטן יתרון היחסי של איגרות אלו במונחי מס<sup>3</sup>.



החל מה-1 בינואר 2003 מופעלת הרפורמה במס, המטילה מס בשיעור של 15 אחוזים על תשואות הנכסים הצמודים למדד ומס של 10 אחוזים על תשואות הנכסים הלא-צמודים. המיסוי משפיע על התשואות היחסיות של הנכסים השונים - השפעה שהחלה עוד לפני החלת הרפורמה: במודל של ציפיות רציונליות היה צפוי כי תהליך ההתאמה יתחיל עם היוודע הכוונה לבצע את הרפורמה - עוד באמצע 2002 - אולם על רקע קשיים ביישום רפורמה כזאת בעבר, הוא לא התחיל אלא בנובמבר, כשהפרטים העריכו ברמת וודאות גבוהה כי הרפורמה במס אכן יוצאת לדרך.

החלת מס על כלל הנכסים הנסחרים בשוק ההון תארך זמן; איגרות חוב מסוג מק"ם פטורות ממס בשנת 2003, דבר המקנה להן יתרון מס ופועל להפחתת תשואתן. אחד המשתנים המושפעים מיתרון מס זה הוא הציפיות לאינפלציה לשנה, הנמדדות כפער שבין התשואה על מק"ם ל-12 חודשים לתשואה על איגרות חוב צמודות לשנה.

תשואות המק"ם החלה לרדת במחצית השנייה של נובמבר, ובתוך שלושה שבועות נרשמה בה ירידה חדה, כנקודת אחוז. ירידה מהירה זו, בימים שבהם לא הייתה התפתחות חריגה בשער החליפין של השקל ובאיגרות החוב הצמודות, אנו מייחסים בעיקר למעבר של משקיעים מנכסים לא-צמודים, שעליהם מוטל מס החל מראשית 2003, למק"ם, הפטור ממס בשנה זו<sup>1</sup>. את השערותנו מחזק גידול

<sup>2</sup> "גילון" היא איגרת חוב לא-צמודה הנושאת ריבית משתנה.

<sup>3</sup> בתום תקופת המעבר ייתכן שיהיה מקום להכניס תיקונים במדד הציפיות לאינפלציה, מפני השפעת המיסוי החדש והפטור ממס הניתן לגופים מוסדיים על התשואות בשני השווקים - הצמוד והלא-צמוד.

<sup>1</sup> תשואות המק"ם ירדה בין סוף אוקטובר לסוף דצמבר בשתי נקודות אחוז. חלק מהירידה מיוחס לייסוף השקל באותה תקופה ולציפיות להפחתת ריבית בנק ישראל.