

## בחינת ההשקעה בנדל"ן למגורים בישראל אל מול חלופות פיננסיות, 2016-1998<sup>1</sup>

### תמצית מנהלים

נייר זה בוחן את תוצאות ההשקעה בנדל"ן למגורים בישראל אל מול חלופות השקעה פיננסיות במהלך התקופה 2016-1998.<sup>2</sup> התוצאות המרכזיות מראות כי:

- בחינת ההשקעה בנדל"ן למגורים בישראל לעומת חלופות השקעה פיננסיות מראה כי על פני התקופה 2016-1998 היתה עדיפות להשקעה בנדל"ן. בפרט, בהינתן רמת מינוף (יחס מימון) של 70%, התשואה השנתית הממוצעת שהתקבלה מרכישת דירת 4 חדרים ממוצעת בישראל הייתה כ- 10% לעומת תשואה שנתית ממוצעת של כ- 7% במדד תל אביב 100 ותשואה שנתית ממוצעת בשיעור של כ- 4% בהשקעה במק"מ. עדיפות ההשקעה בנדל"ן על פני תקופה ארוכת טווח היא חריגה ביחס למקובל בעבר הן בישראל והן במקומות אחרים בעולם.
- בין השנים 2007 ל-2016 התשואות על השקעה בנדל"ן למגורים בישראל היו גבוהות במידה רבה מהתשואות שהתקבלו מחלופות השקעה פיננסיות. בפרט, בהינתן רמת מינוף (יחס מימון) של 70%, התשואה השנתית הממוצעת שהתקבלה מרכישת דירת 4 חדרים ממוצעת בישראל הייתה כ-20%, בעוד שהשקעה אלטרנטיבית במניות או במק"מ על פני אותה תקופה הניבה תשואה שנתית ממוצעת של כ-2% בלבד (בכל אחד מאפיקי השקעה אלו).
- התוצאות האמורות בעניין עדיפות ההשקעה בנדל"ן לעומת החלופות הפיננסיות הן תולדה של מספר גורמים מרכזיים, ביניהם עליית מחירי הדיור המתמשכת במהלך התקופה 2016-2007 בשיעור שנתי ממוצע של 8.5% אל מול תשואה שנתית ממוצעת הן של מדד תל אביב 100 והן של המק"מ בשיעור של כ-2%; עלייה של שכר הדירה בשיעור שנתי ממוצע של כ-5%; ומגמת ירידה בריבית על המשכנתאות מרמה של כ-5.5% לכ-3% בלבד על פני התקופה. לזאת יש להוסיף כמובן את העובדה, שלהבדיל מן ההשקעות במניות שנערכה ללא מינוף, ההשקעה בנדל"ן נערכה במינוף של 70%.

### שיטת המחקר:

מחקר זה בוחן את התשואות מנקודת הראות של המשקיע אשר לפניו עומדות שתי חלופות השקעה:

1. רכישת דירה בהון עצמי נתון והשכרתה כאשר העודפים \ החוסרים מתשלומי השכירות ביחס לתשלום המשכנתא החודשיים מושקעים בנכס פיננסי אלטרנטיבי (שילובים שונים של מדד תל אביב 100 ומק"מ לשנה).
2. השקעת ההון העצמי בנכס פיננסי אלטרנטיבי.

המחקר בוחן מהו שווה-הערך השקלי (של נכס הנדל"ן או הנכס הפיננסי) שיהיה בידי המשקיע בכל אחת מהאלטרנטיבות לאורך השנים החל מרגע תחילת ההשקעה ועד לשנת 2016. הניתוח לוקח בחשבון את שיעורי המס השונים באפיקי ההשקעות. נספח א' מציג שיטת הניתוח ונספח ב' מפרט את מקורות הנתונים עליהם התבסס המחקר.

<sup>1</sup> נייר זה נכתב על ידי ד"ר דני בן-שחר, ראש מכון אלרוב לחקר הנדל"ן ומרצה בכיר בפקולטה לניהול באוניברסיטת תל אביב ומר אמתי פרנקל, חוקר במכון אלרוב לחקר הנדל"ן בפקולטה לניהול, אוניברסיטת תל אביב. הניתוח בנייר מבוסס על מחקר שנערך על-ידי דני בן-שחר ודנה כ"ץ נחמני (2009). מועד פרסום הנייר: 19 בדצמבר 2016.

<sup>2</sup> שאלת הכדאיות הפיננסית של ההשקעה בנדל"ן בתקופות שונות ובמדינות שונות כמו גם שיקולים אחרים לעניין שאלת הרכישה אל מול אלטרנטיבת השכירות העסיקו מספר רב ביותר של עבודות מחקר. נייר זה אינו סוקר עבודות אלו, אלא מתרכז כאמור בהשוואה בין השקעה בנדל"ן למגורים לבין חלופות השקעה פיננסיות בשוק הישראלי על פני התקופה 2016-1998.

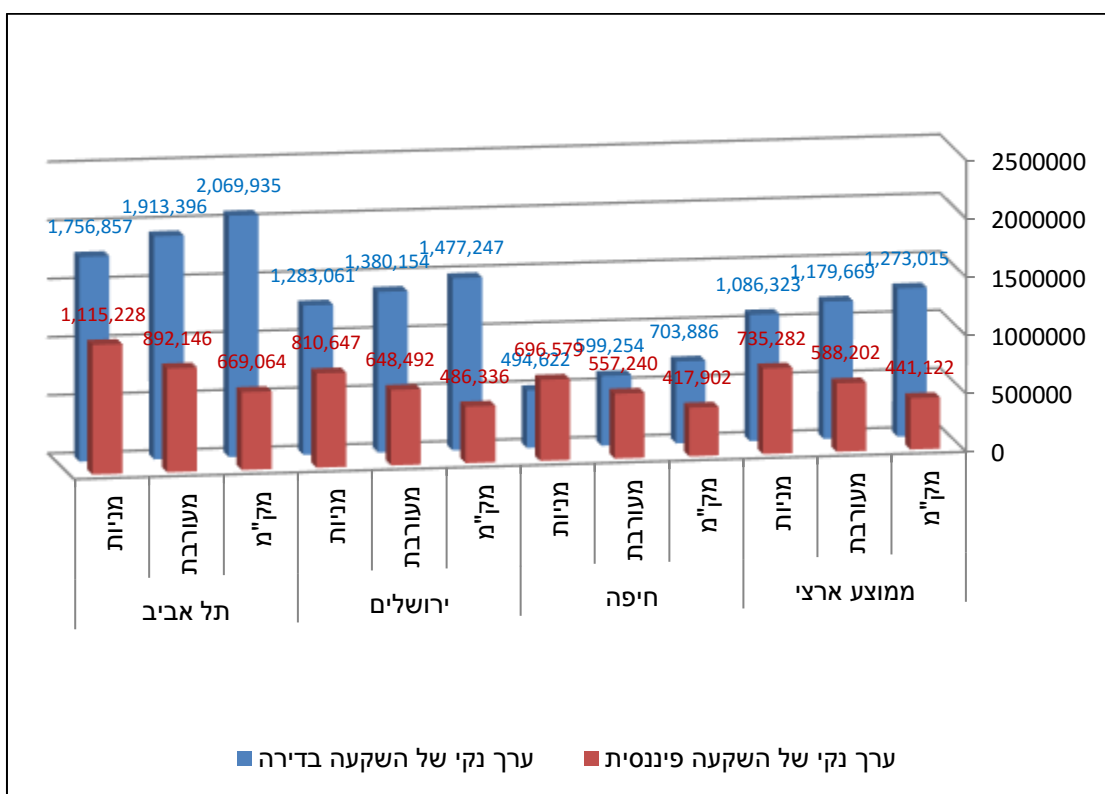
# 1. השוואה בין התשואות על השקעה בדיור והשקעות פיננסיות אלטרנטיביות

1.1 תקופה 1998-2016

גרף 1 מציג את הערך הנקי שנשאר בידיו של משקיע בשנת 2016 לאחר שרכש דירת 4 חדרים ממוצעת בישראל בשנת 1998 בשיעור מימון (LTV) של 70% מערך הדירה לעומת הערך שהיה נשאר בידיו לו היה משקיע את הסכום באותה שנה (שנת 1998) באחת מן החלופות הפיננסיות הבאות: (1) תיק מניות מדד ת"א 100, (2) מק"מ לשנה ו- (3) 50% מניות מדד ת"א 100 ו- 50% מק"מ לשנה. סכום ההשקעה ההתחלתי בשנת 1998 עומד על כ- 211,000 שקלים עבור השקעה בדירה במוצע ארצי, כ- 321,000 בתל אביב, 233,000 בירושלים וכ- 200,000 בחיפה.

הגרף מראה שהן במוצע ארצי והן בכל אחת משלוש הערים – תל אביב, ירושלים וחיפה – השקעה בנדל"ן כאמור לאורך התקופה הניבה ערך נקי גבוה יותר מכל אחת מן השקעות הפיננסיות (מלבד ההשוואה בין השקעה בדירה בחיפה לעומת השקעה במניות בלבד). כך, השקעה בנדל"ן בערים ירושלים ותל אביב ובמוצע הארצי הניבה ערך נקי הגדול בערך פי 3 מהשקעה במק"מ לשנה. בחיפה השקעה בנדל"ן הניבה ערך נקי הגדול ב-68% מהשקעה במק"מ. ביחס להשקעה מעורבת (50% במדד תל אביב 100 ו- 50 במק"מ לשנה), השקעה בנדל"ן הניבה ערך נקי הגדול ביותר מפי 2 הן במוצע הארצי והן בערים ירושלים ותל אביב, בעוד שבחיפה השקעה בנדל"ן הניבה ערך נקי הגדול ב-10% מהערך הנקי שנותר בידי המשקיע בהשקעה פיננסית מעורבת. ביחס להשקעה במניות בלבד – השקעה בנדל"ן במוצע הארצי, בירושלים ובתל אביב הניבה ערך הגדול בכ-50% מהשקעה במניות. השקעה בנדל"ן בחיפה הניבה בתקופה זו תשואה הנמוכה בכ-30% מהשקעה במניות.

גרף 1: ערך נקי שנותר בידי משקיע בשנת 2016 לאחר שהשקיע בכל אחד ממסלולי ההשקעה בשנת 1998.

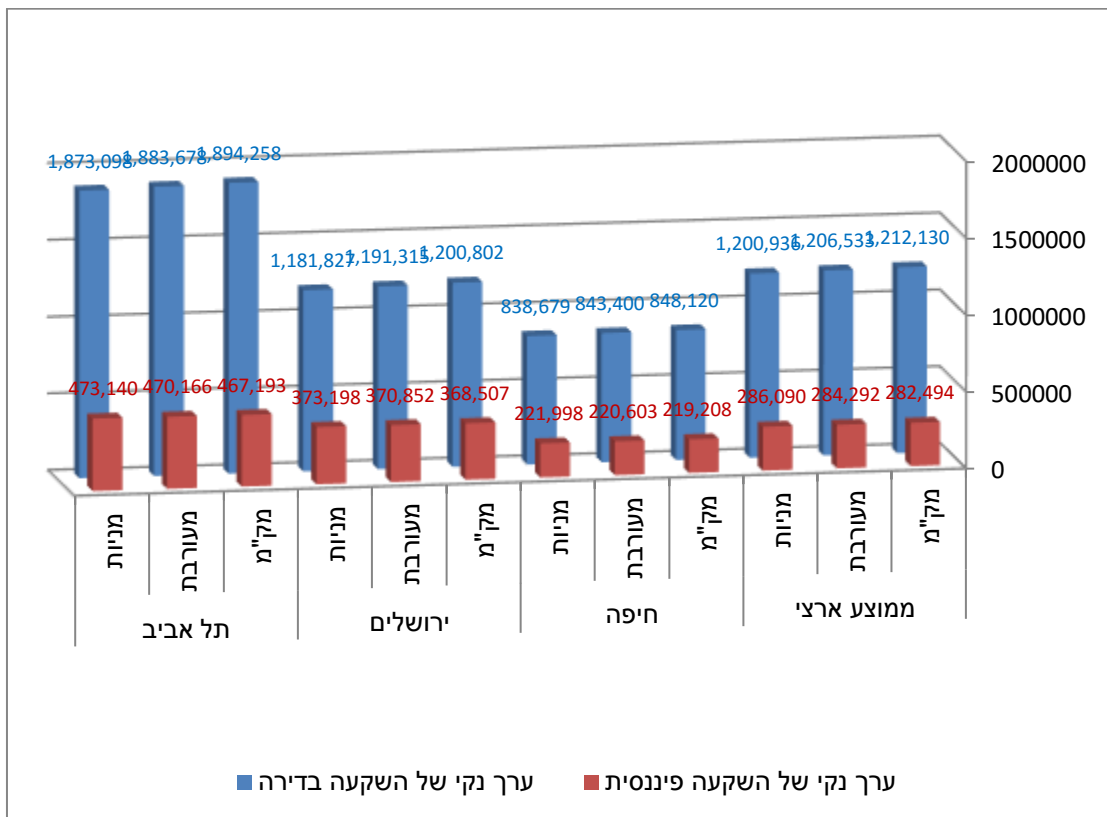


הערות: סכום ההשקעה המקורי בשנת 1998 הוא כ- 211,000 שקלים עבור ההשקעה במוצע ארצי, כ- 321,000 בתל אביב, 233,000 בירושלים וכ- 200,000 בחיפה.

גרף 2 מציג את הערך הנקי שנותר בידי משקיע בשנת 2016 לאחר שהשקיע בכל אחד ממסלולי ההשקעה האמורים לעיל בשנת 2007. כלומר, הערך שנשאר בשנת 2016 בידי משקיע לאחר שרכש ב-2007 דירת 4 חדרים בשיעור מימון (LTV) של 70% מערך הדירה לעומת הערך שהיה נשאר בידיו לו היה משקיע את הסכום באותה שנה (שנת 2007) באחת מן החלופות הפיננסיות הבאות: (1) תיק מניות מדד ת"א 100, (2) מק"מ לשנה ו- (3) 50% מניות מדד ת"א 100 ו- 50% מק"מ לשנה. סכום ההשקעה ההתחלתי בשנת 2007 עומד על כ- 245,000 שקלים עבור השקעה בדירה בממוצע ארצי, כ- 406,000 בתל אביב, 320,000 בירושלים וכ- 190,000 בחיפה.

כצפוי התוצאות בגרף זה מקצינות את המגמות העולות מגרף 1. עתה, הערך שמקבל משקיע בנדל"ן למגורים (דירת 4 חדרים ממוצעת) גדול פי 3-4 ממה שהיה מקבל לו השקיע בחלופות הפיננסיות. בפרט, בממוצע הארצי הערך שמקבל המשקיע בנדל"ן גדול פי 4.2 מהערך שהיה מקבל לו השקיע בהשקעה פיננסית (יש לשים לב שהתשואה שמתקבלת ממדד ת"א 100 שווה בממוצע על פני התקופה לתשואה שמתקבלת מהשקעה במק"מ ועומדת על כ- 2% לשנה – לפיכך אין חשיבות של ממש לעניין זה באיזו השקעה פיננסית היה בוחר המשקיע). בתל אביב הערך שמקבל המשקיע מהשקעה בנדל"ן גדול פי 4 מהערך שהיה מקבל מהשקעה פיננסית; בירושלים הערך שמקבל מהשקעה בנדל"ן גדול פי 3.2 מהערך שהיה מקבל מהשקעה פיננסית; ובחיפה הערך שמקבל מהשקעה בנדל"ן גדול פי 3.8 מהערך שהיה מקבל מהשקעה פיננסית. הסיבות המרכזיות לפערים האמורים כוללות את העלייה השנתית הממוצעת במחירי הדירה בשיעור של 8.5% על פני התקופה לעומת תשואה שנתית ממוצעת הן של מדד ת"א 100 והן של המק"מ בשיעור של כ-2%. בנוסף עלו במהלך התקופה מחירי שכר הדירה בשיעור שנתי ממוצע של כ-5%. ולבסוף, ירדה ריבית המשכנתאות מרמה של כ-5.5% בראשית 2007 לרמה של כ-3% בתקופה 2015-2016.

גרף 2: הערך הנקי שנותר בידי משקיע בשנת 2016 לאחר שהשקיע בכל אחד ממסלולי ההשקעה בשנת 2007



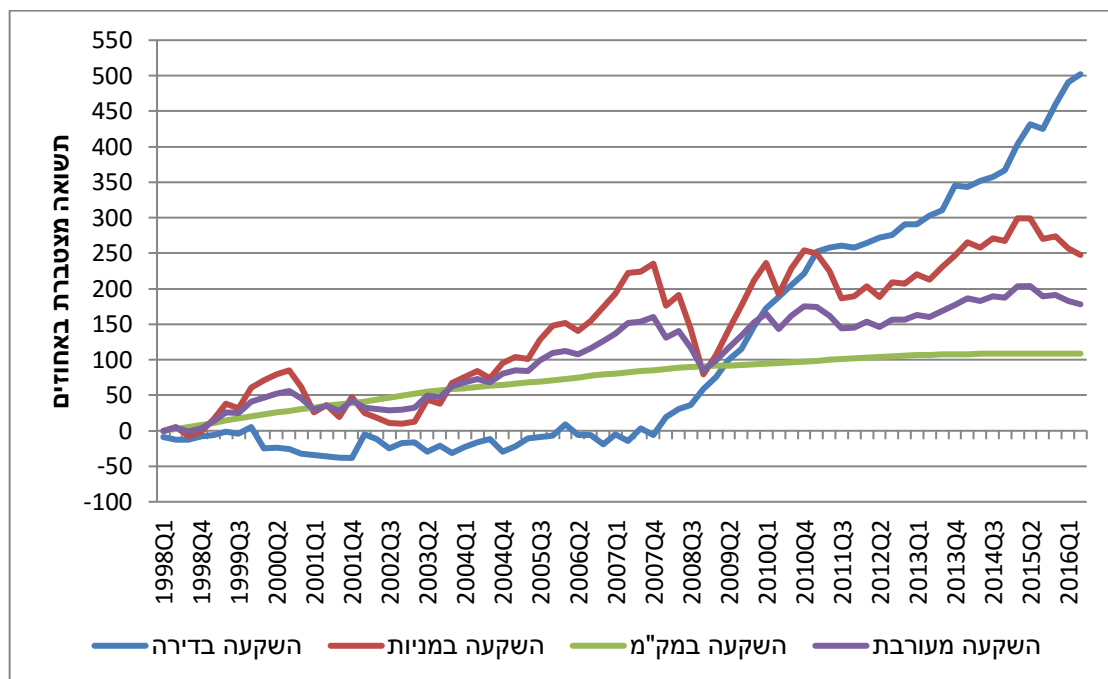
הערות: סכום ההשקעה ההתחלתי בשנת 2007 עומד על כ- 245,000 שקלים עבור השקעה בדירה בממוצע ארצי, כ- 406,000 בתל אביב, 320,000 בירושלים וכ- 190,000 בחיפה.

### 1.3 תשואה מצטברת החל מ- 1998 בכל אחד מאפיקי השקעה

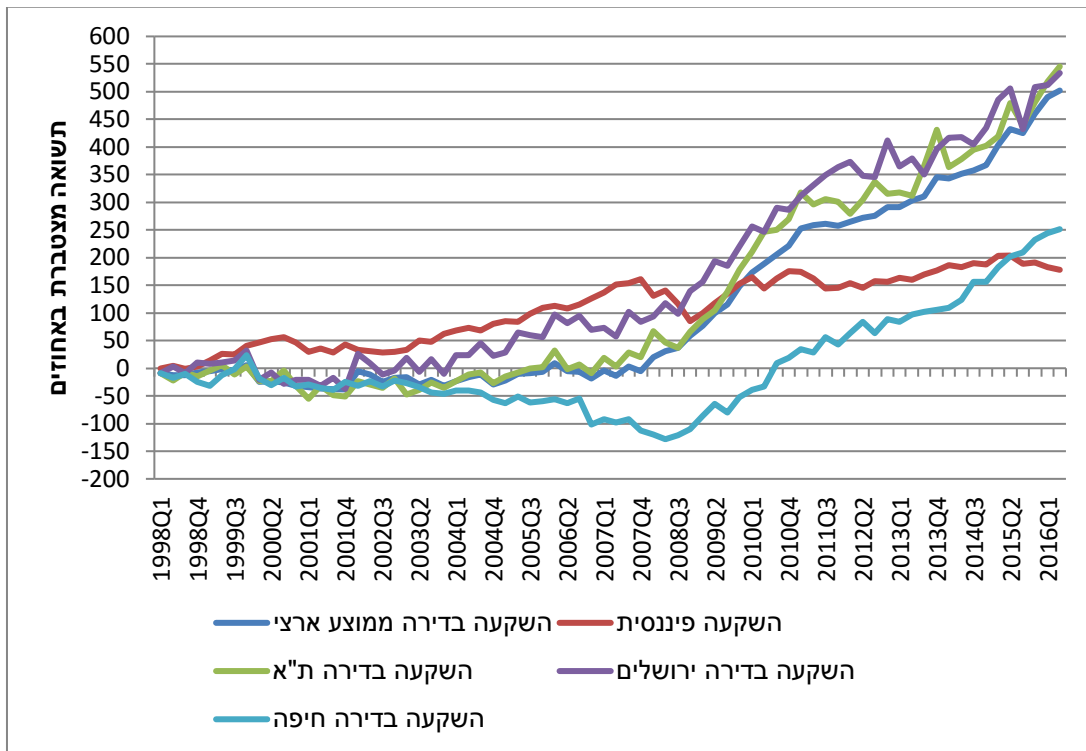
גרף 3 מציג את התשואה המצטברת על כל אחת מן ההשקעות הפיננסיות שנבחנו אל מול השקעה בנדליין בממוצע ארצי לכל משך תקופה שתחילתה ב- 1998. בדומה, גרף 4 מציג התשואה המצטברת משהשקעה בנדליין על פני אותה תקופה בחתך עירוני (תל אביב, ירושלים וחיפה) בהשוואה להשקעה פיננסית מעורבת (50% מדד ת"א 100 ו- 50% מק"מ לשנה).

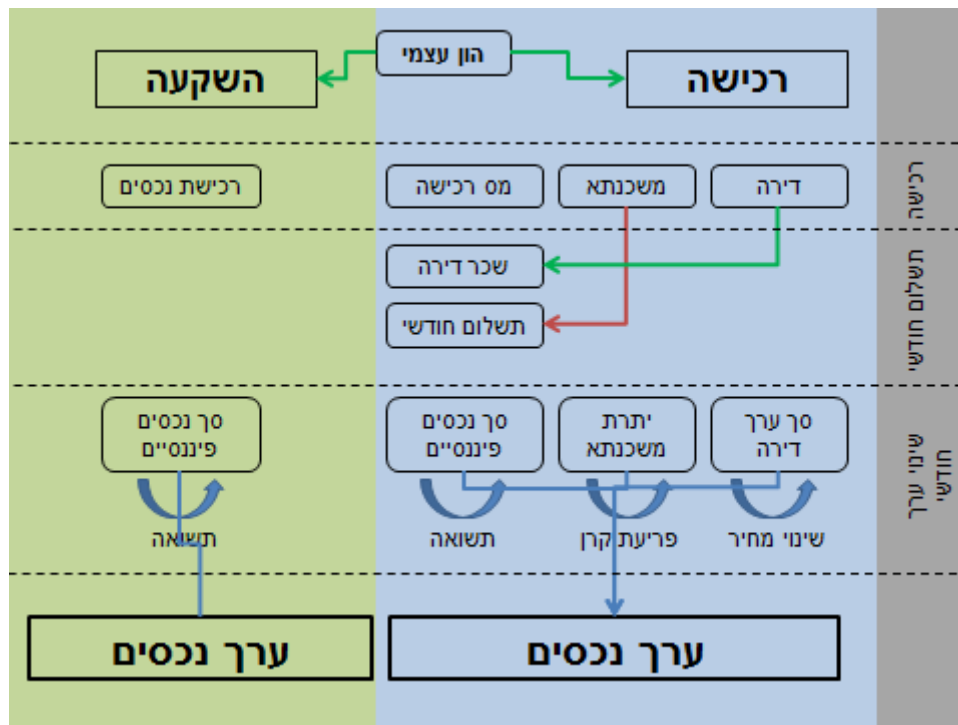
שני הגרפים מציגים שינוי מגמה חד שמתרחש בשנים 2007-2008. בעוד שעד לשנת 2007 השקעה בנדליין למגורים הניבה תשואה שלילית, משנת 2007 התשואה על השקעה בנדליין החלה לנסוק. לעומת זאת, תשואת ההשקעה במניות היתה במגמת עלייה עד לשנת 2007, אך בעקבות הירידה והתנודתיות שבאה לאחר מכן השיגה במצטבר תשואה נחותה במידה נכרת מתשואת ההשקעה בנדליין. במקביל תשואה המק"מ לשנה נבלמה במידה רבה מאז 2008-2009 כאשר ירדה משיעור שנתי של כ- 4% ויותר לשנה עד לשנת 2007 לשיעורים נמוכים של 1%-3% החל מסוף שנת 2008. הגרפים מראים בבירור שהתשואות העודפות בהשקעה בנדליין נובעות במידה רבה מהעלויות שחלו במחירי הדיוור לאחר שנת 2007. לעליית מחירי הנדליין יש להוסיף גם העלייה בשכר הדירה ואת הירידה שהתרחשה בריבית המשכנתאות מרמה של כ- 6.5% ויותר בשנת 1998 לרמה של כ- 3% בשנת 2016.

גרף 3: התשואה המצטברת (באחוזים) על ההשקעה – השקעה בנדליין למגורים אל מול החלופות הפיננסיות, 1998-2016



גרף 4: התשואה המצטברת (באחוזים) על ההשקעה – השקעה בנדליין למגורים (ממוצע ארצי, תל אביב, ירושלים וחיפה) אל מול השקעה פיננסית מעורבת (50% מדד ת"א 100 ו- 50% מק"מ לשנה), 1998-2016





שיטת החישוב עליו מתבסס הניתוח מוצגת בתרשים 1. ראשית, אנו מניחים כי במסלול ההשקעה בנדל"ן קיים בבעלות המשקיע הון עצמי המספיק לרכישת דירה ממוצעת בשיעור מימון (LTV) נתון. ההון העצמי מושקע ברכישת דירה ממוצעת, או לחילופין מושקע בנכסים פיננסיים. בתרחיש של רכישת דירה, תזרים המזומנים של המשקיע מורכב מהכנסות שכר הדירה שבעלותו, מהלוואת המשכנתא וההחזרים השוטפים בגינה, ומנכסים פיננסיים העומדים לרשותו להשקעה שמקורה בתקבולים מהדירה ותשלום מס רכישה. לעומת זאת, בתרחיש שבו המשקיע בוחר להשקיע בנכסים פיננסיים נכסי המשקיע מורכבים משינוי בערך הנכסים פיננסיים בלבד בניכוי מס רווחי הון.

יש לשים לב שהשינוי החודשי בנכסי המשקיע מורכב מתקבולי השכירות על הדירה ומתשלום המשכנתא החודשי, כאשר כלל התשלומים והתקבולים מושקעים או ממומנים באמצעות נכסים פיננסיים. בנוסף, ערך הדירה וערך הנכסים הפיננסיים משתנה לפי ההתפתחות ערכם בשוק.

בסיכום, ניתן לחשב את ערך הנכסים נטו של המשקיע. בתרחיש של רכישת דירה מדובר בסכום של הנכסים הפיננסיים ושל ערך הדירה בניכוי יתרת המשכנתא. בתרחיש של ההשקעה בנכסים הפיננסיים מדובר בערך הנכסים הפיננסיים. מערך הנכסים הפיננסיים מנוכה מס רווחי הון.

ועוד, במסלול ההשקעה בנדל"ן, הנחנו כי הלוואת המשכנתא היא בשיעור מימון (LTV) של 70%, כאשר מחצית מההלוואה נלקחת בריבית קבועה צמודת מדד ומחצית בריבית משתנה כל חמש שנים צמודת מדד. המשכנתא נלקחת ל-20 שנה.

- מחירי הדירות: נתוני מכון אלרוב, שמחושבים על בסיס נתוני רשות המיסים. לפירוט על אופן חישוב ערך דירת 4 חדרים ממוצעת בישראל ראו מסמך "מדד היכולת לרכוש דירה" ([http://alrov.tau.ac.il/?page\\_id=2221](http://alrov.tau.ac.il/?page_id=2221)).
- מחירי שכירות: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, מחירים ממוצעים של שכר דירה חופשי. נתוני דירות 3.5-4 חדרים: ממוצע ארצי, ירושלים, תל אביב וחיפה.
- ריבית המשכנתאות: בנק ישראל. ריבית קבועה ל-20 שנה, וריבית משתנה ממוצעת. לשנים 2011-2015 מתוך: דו"ח חודשי על הלוואות לדיור. לשנים 2003-2011 מתוך: הריבית על משכנתאות, מקורות ושימושים במגזר הצמוד למדד. לשנים 1998-2003 מתוך: הריבית הממוצעת על משכנתאות צמודות למדד (בשנים אלה קיים נתון בודד על הריבית, ללא פילוח בין ריבית קבועה לריבית משתנה). הריבית השנתית עבור כל רבעון חושבה כממוצע הריבית השנתית בכל חודש.
- מדד ת"א 100: אתר הבורסה. נתוני סוף רבעון.
- מק"מ: בנק ישראל. תשואות מק"מ לשנה ברוטו. הנתונים הרבעוניים לפי נתוני החודש האחרון ברבעון.
- מדד המחירים לצרכן: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.