

השפעת אג"ח צמודי מחירי נדל"ן על שוק הדיור בישראל:

נייר עמדה¹

פרופ' בעז רונן

דר' צבי ליבר

גב' שני עזריה

מרץ 2015

¹ אנו מודים למכון אלרוב לחקר הנדל"ן עבור התמיכה הכספית במחקר.

1. רקע

1.1 מדינת ישראל מעונינת בירידה משמעותית ומבוקרת של מחירי הדירות. מחירי הדירות הגבוהים מונעים מזוגות צעירים להגיע לדירה ומהווים בעיה חברתית-כלכלית. כמו כן, יש הטוענים כי אנו מגיעים למצב של "בועה" בנדל"ן למגורים, דבר המהווה סיכון הן למשקי הבית שנטלו הלוואות לצורך רכישת דירתם, והן למערכת הפיננסית שמימנה רכישת דירות אלה.

1.2 נתוני משרד הבינוי והשיכון מראים כי כ-24% (רבעון שני 2014¹) ממספר העסקאות הם לצרכי השקעה. חלקם – הקדמת רכישה עבור בן משפחה שעתיד לגור בנכס בעוד שנים, וחלקם כהשקעה פיננסית. הורדת הריבית במשק, ובעקבותיה הורדת הרבית למשכנתאות, התשואה הנמוכה של האג"חים והסיכונים בשוק המניות מובילים משקיעים להשקיע בדירות, דבר הגורם להעלאת מחירי הדירות.

1.3 ניתן להפחית את מחירי הדירות הן על ידי טיפול בצד ההיצע והן על ידי טיפול בצד הביקוש. אנו סבורים כי על מנת להפחית את מחירי הדירות יש להשתמש בשיטות שונות. טענתנו (כפי שתפורט בהמשך) היא כי שיטת הנפקת אג"ח ממשלתי צמוד מחירי הדירות (להלן אג"ח נדל"ן) היא שיטה קלה יחסית, ובכוחה להפחית בצורה משמעותית את הביקושים לצרכי השקעה בדירות. השיטה אינה מחליפה כל שיטה אחרת שמבוצעת או מתוכננת להתבצע. אין בה סיכונים, וניתן להפסיקה בכל עת. האג"ח יהיה בעל התכונות הבאות (פרוט בהמשך העבודה):

1.3.1 האג"ח יונפקו על ידי ממשלת ישראל.

1.3.2 האג"ח יהיו בהיקף של כ-7 מיליארד לשנה.

1.3.3 האג"ח יהיו צמוד למדד שישקף את ממוצע מחירי הדירות למגורים בישראל.

1.3.4 האג"ח יונפקו בבורסה ויסחר מיומו הראשון.

1.3.5 האג"ח יונפקו רק למשקיעים פרטיים.

2. הנחות העבודה

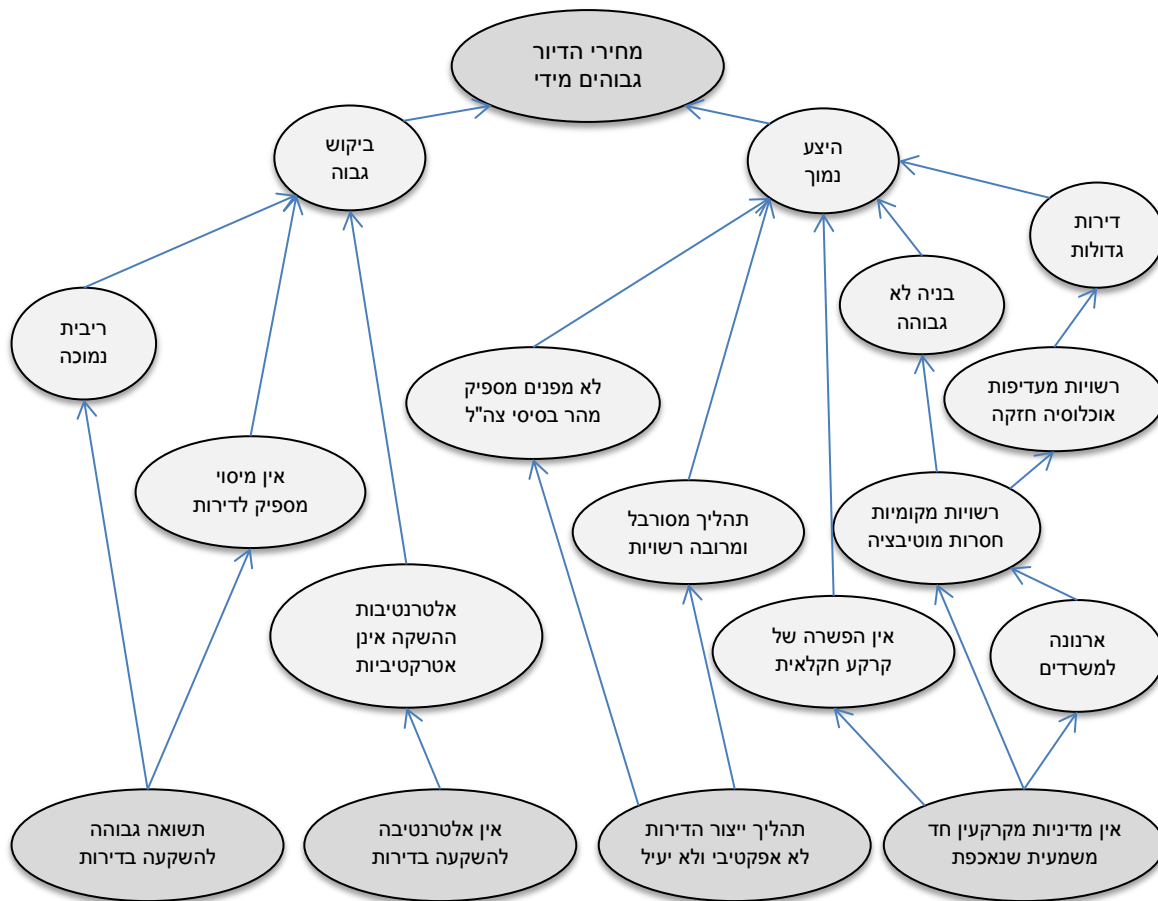
2.1 הנחת היסוד היא שמדינת ישראל מעונינת בירידה משמעותית ומבוקרת של מחירי הדירות.

2.2 עליית מחירי הדירות או השארותם ברמה הנוכחית מהווה סיכון כלכלי וחברתי.

3. "עץ הווה ממוקד" למחירי הדירות הגבוהים

3.1 עץ הווה ממוקד² (Focused Current Reality Tree) הוא כלי דיאגנוסטי לאיתור בעיות השורש של כל מערכת. עץ הווה הממוקד בשרטוט מס.1 להלן מקשר תופעות בלתי רצויות בקשר לוגי של סיבה-תוצאה, על מנת לזהות את בעיות השורש.

3.2 תופעות בלתי רצויות הן תופעות קיימות ובלתי רצויות, אשר למנהלי המערכת וקברניטיה שליטה או השפעה עליהן.



3.3. עץ ההווה הממוקד בשרטוט מ.ס.1 מזהה ארבע בעיות שורש:

- א. אין מדיניות מקרקעין חד משמעית שנאכפת
- ב. תהליך ייצור הדירות לא אפקטיבי ולא יעיל
- ג. אין אלטרנטיבה להשקעה בדירות
- ד. תשואה גבוהה להשקעה בדירות

4. התמודדות עם בעיות השורש ליקור הדיור

להלן נסקור בקצרה את האפשרויות להתמודדות עם בעיות השורש ולהורדת מחירי נדל"ן למגורים בישראל.

4.1 צד ההיצע

4.1.1 הפשרת קרקעות חקלאיות

הפשרת קרקעות חקלאיות יכולה להגדיל משמעותית את היצע הדירות (ראה דוח הוועדה לרפורמה במדיניות מקרקעי ישראל³). רוב הקרקעות החקלאיות הן בבעלות רמ"י (רשות מקרקעי ישראל – מקודם מינהל מקרקעי ישראל – ממ"י). לרוב הקרקעות החקלאיות גם בעל עניין שהוא המחזיק בשטח – קיבוצים או אגודות שיתופיות במושבים. הפשרת הקרקעות יכולה להיות מהירה מאוד, מותנה בהסכמת בעל העניין, וביכולתה להגדיל את מיידית את ההיצע בעשרות אלפי יחידות דיור – בייחוד בקרקעות שהן בשולי הערים. החסרון של שימוש בקרקעות אלה נובע משעבוד העתיד, מפגיעה אקולוגית ומהפחתת שטחים פתוחים. בנוסף לכך, קיים פוטנציאל להגברת ההיצע ב"שטח המחנה" של הקיבוצים והמושבים. זוהי קרקע שאינה מעובדת ומשמשת למגורים ולצרכי צבור. בניית יחידות דיור נוספות, בייחוד באזורי הביקוש, יכול להביא לשוק אלפי יחידות דיור.

4.1.2. קיצור זמני התכנון והאישורים הסטטוטוריים

תהליך ייצור יחידות דיור הוא תהליך ארוך ומייגע, וכרוך בבעלי עניין רבים – בעלי הקרקע, הרשויות המקומיות, ארגוני איכות סביבה, מגבלות תחבורתיות, שכנים מתנגדים, וכו'. התהליך הכולל יכול לקחת שנים רבות. לשם קיצור התהליכים פועלת היום הממשלה בשלושה כיוונים:

- א. קיצור זמנים לקבלת היתרים (המכונה גם "רפורמת הפרגולות"). רפורמה זאת נועדה לשפר בעיקרה את השירות לאזרח בכך שנושאים קטנים יעברו במסלול ירוק או על ידי דיווח בדיעבד. רפורמה זו לא תשחרר כמות משמעותית של יחידות דיור לשוק, אלא בעקיפין תשחרר קמעה את צווארי הבקבוק המטפלים בהיתרים.
- ב. בשנת 2011 הוקמו וועדות לדיור לאומי (ווד"ל) אשר מקבילות בתפקידן לוועדות התכנון המחוזיות ומטרתן להיות מסלול מהיר לתכנון והקמה של יחידות דיור. עד כה הוד"לים אישרו כ-30,000 יח' דיור והן מתוכננות לפעול עד אוגוסט 2015.
- ג. בחירת פרויקטים גדולים המאושרים בהליך מקוצר באמצעות וועדות לתכנון מתחמים מועדפים (ותמ"ל). בסמכות הממשלה להעביר לתכנון הותמ"ל כל מתחם מגורים בעל למעלה מ-750 יח' דיור על מנת לקצר את משך תהליך התכנון והאישור. ועדות אלו נמצאות כעת בשלבי גיבוש ועדיין לא החלו לפעול.

קיצור זמני התכנון והאישורים הסטטוטוריים יכול להגדיל את ההיצע, אך נושא בחובו סיכון של חוסר איזון בצרכים השונים של בעלי העניין. הסיכון הוא בכך שאישור פזיז עלול להביא לפגיעה בלתי הפיכה בסביבה או באיכות החיים ובזכויות הבעלות של שכנים או בבעלי עניין אחרים.

4.1.3. שינוי שיטת חלוקת הארנונה להגדלת הבניה למגורים על חשבון בניה לתעשייה ולשירותים

כיום אין כל מוטיבציה לראש רשות מקומית להגדיל באופן משמעותי את הבניה למגורים. תשלומי הארנונה של עסקים, תעשייה או שירותים גבוהים עשרת מונים מתשלומי הארנונה של יחידות מגורים. זאת ועוד – ההוצאות היחסיות למגורים גבוהות מאלה של העסקים. כך נוצר מצב שלראש הרשות המקומית יש מוטיבציה לא לבנות יחידות מגורים נוספות ובכלל לא להתאמץ לצופף ולהגדיל את כמות היחידות למגורים⁴. יצוין כי גם הסבה של מבני משרדים, מסחר, ועסקים אחרים ניתקלת באותה בעיה של מאזן ארנונה שלילי.

שינוי שיטת מיסי הארנונה וחלוקתה באקט ממשלתי יכולה לשנות דרמטית את המוטיבציה של ראשי הרשויות המקומיות בנושא זה.

4.1.4. הקטנת גודל הדירות ע"י הרשויות המקומיות

לראשי הרשויות המקומיות מוטיבציה מובהקת לעודד בניית דירות גדולות על חשבון דירות קטנות על מנת לקבל לישוניהם אוכלוסיות במצב כלכלי טוב. בכך הם עורכים סלקציה של משפחות ומשקי בית מבוססים יותר, ו"מרחיקים" מהרשות אוכלוסיות בעלות רקע סוציו-אקונומי נמוך, בייחוד באזורי הביקוש. באותם אחוזי בניה נתונים ניתן לתכנן ולבנות מספר רב יותר של יחידות דיור קטנות לעומת גדולות. הקטנה תכנונית זו של גודל הדירות יכולה להגדיל בעשרות אחוזים את ההיצע.

4.1.5. התחדשות עירונית: פינוי-בינוי ותמ"א 38

במרכזי הערים, בייחוד באזורי הביקוש, קיים פוטנציאל של הגדלת היצע הדירות בעשרות אחוזים על ידי פינוי-בינוי, התחדשות עירונית, וביצוע פרויקטים במסגרת תמ"א 38⁵. מסלול זה של הגדלת ההיצע מהווה מהלך של win-win לכל בעלי העניין. הכותבים ממליצים על ביצוע תמ"א 38/2, המאפשר הריסת המבנה הקיים

ובניית מבנה חדש על פני שימוש בתמ"א 38/1 המאפשר חיזוק המבנה הקיים והוספת יחידות דיור נוספות. החטרונות במסלול זה הינם תהליך ארוך הנובע מריבוי בעלי עניין והוספה לא גדולה של יחידות דיור. פינוי-בינוי לעומת זאת, מביא להגדלה משמעותית של היצע הדירות, אך כרוך בקשיים הנובעים מבניית מבנים גבוהים, דבר העלול להביא לשינוי צביון הרשות.

כדי לקצר את תהליכי תכנון, אישור והקמה של פרויקטי התחדשות עירונית אושרה הקמת רשות להתחדשות עירונית שתפעל ישירות תחת שר הבינוי והשיכון. רשות זו תוקצבה בכרבע מיליארד שקל והחלה לפעול במספר ערים, בין היתר בדרך של רכישת דירות במתחמים מיועדים לצורך שיכון דיירים בפרויקטים המיועדים לפינוי-בינוי. קבינט הדיור הכריז על 7 מתחמים ראשונים לפינוי בינוי והצפי הוא שהבנייה במתחמים אלה תייצר 34,000 יחידות דיור חדשות.

4.1.6 התמקדות בקידום פרויקטים גדולים תקועים (Top 10)

בנוסף לאמור בסעיף 4.1.2, הדין בפרויקטים חדשים, קיימים כיום פרויקטים גדולים התקועים בשלבים שונים של תהליך ייצור יחידות הדיור. טיפול אינדיבידואלי וממוקד ברמה ממשלתית ב-10 פרויקטים גדולים "תקועים" יכול לשחרר עשרות אלפי יחידות דיור. טיפול זה יעשה באותם מקומות שהפרויקטים אינם "תקועים" בשלב התכנון – מקום בו מטפל הוותמ"ל.

4.1.7 בניה לגובה

על מנת למצות תשתיות תחבורה, חינוך, בריאות ואחרות יש למצות ולעודד בניה לגובה. אם ניקח לדוגמה את מדיניות הבניה באזורים החדשים בפתח תקווה או בנתניה, שם מוקמים מגדלים בני למעלה מ-25 קומות לעומת המדיניות בגוש הגדול ובשכונות אחרות בצפון תל אביב (למשל, שכונת "המשתלה", תל ברוך צפון⁶) בהם מוקמים בניינים בני 8 קומות, נראה מיד את הפוטנציאל הגדול להגברת ההיצע בעשרות אחוזים על ידי עידוד הבניה לגובה. בכל מקרה של בניה גבוהה צריך לדאוג מראש למימון רב-שנתי של תחזוקת הבניין.

4.1.8 מיצוי קרקע במבני ציבור, גנים, בתי ספר

בעבר, כאשר בעיית יוקר הדיור לא היתה קריטית כפי שהיא היום, נבנו מבני ציבור בשיטה שאינה ממצה את משאבי הקרקע. גן ילדים, אשר מספק את צרכיהם של כ-100 ילדים, מאכלס שטח של כחצי דונם. בניה של מבני ציבור, גנים, ובתי ספר באופן חסכוני, בבנינים רבי קומות או בכל צורה אחרת חסכונית יותר מבחינת קרקע, יכולה להגדיל את היצע הקרקע ולתרום להגדלת היצע הדירות למגורים.

4.1.9 פינוי בסיסי צה"ל

לצה"ל חזקה זכויות בשטחים רבים, חלקם באיזורי הביקוש (תל השומר, גלילות, הקריה, כפר סירקין ועוד). הפינוי הוא תהליך ארוך, כאשר יש לדאוג לבניית מחנות חלופיים. הפוטנציאל מוערך בעשרות אלפי יחידות דיור.

4.1.10 "דירה להשכיר"

תוכנית במסגרתה הוקמה חברה ממשלתית אשר תדאג להשכרת עשרות אלפי יחידות דיור, חלקן המחיר מסובסד, באמצעות גופים מוסדיים.

4.1.11 "עידוד" קבלנים לממש את הקרקע שרכשו

יזמים אינם ממהרים תמיד לממש את הקרקע שרכשו מתוך חשיבה שערך הקרקע יעלה מעבר לעלויות המימון. נראה כי אין תמריצים מספיקים לבנות במהירות. לאחר ביטול מס רכוש אין גם תמריצים שליליים למי שרוכש קרקע ולא בונה. לעיתים הדבר נובע מרצונו של הקבלן לפעול להגדלת זכויות הבניה תוך שינוי התב"ע בוועדה המקומית.

4.2. צד הביקוש

4.2.1. מיסוי מקרקעין להשקעה

כ- 30% מההון שהושקע בנדל"ן למגורים בשנים האחרונות הושקע כהשקעה, בין אם זו השקעה ליצירת תשואה או כהקדמת רכישה עתידית ("דירה לבת"). הפעולות שנקטה הממשלה בשנה האחרונה- שינוי בחוק מס שבח מקרקעין והעלאת מס הרכישה לרוכשי דירות להשקעה עשויים לגרום להפחתת הביקושים לנדל"ן למגורים. גם מיסוי דירה שלישית, אם יבוצע בצורה מושכלת, יכול לתרום למגמה זו. להערכתנו, נושא המיסוי טרם הוטמע בציבור, ומומלץ להשקיע משאבים בפירסומו ובהשלכות שיהיו לו על רוכשי דירות להשקעה, או המחזיקים בהם.

4.2.2. הקטנת ביקושים על ידי הגדלת ריבית המשכנתאות

המצב כיום (25 בפברואר 2015) הוא שבנק ישראל הוריד את הריבית לרמה הנמוכה ביותר מאז קום המדינה. עקרונית, העלאת שיעור הריבית על המשכנתאות יבלום ביקושי השקעה ויביא לירידת מחירים.

4.2.3. אג"ח צמוד נדל"ן

זהו נושא העבודה. אג"ח צמוד נדל"ן עשוי להפחית את ביקושי ההשקעה לדירות מגורים.

5. סיווג השיטות השונות להורדת מחיר הדיור

5.1. טבלה מס' 1 מייחסת את הפתרונות האפשריים השונים לבעיות השורש:

תשואה גבוהה להשקעה בדירות	אין אלטרנטיבה להשקעה בדירות	תהליך ייצור הדירות לא אפקטיבי ולא יעיל	אין מדיניות מקרקעין חד משמעית שנאכפת
<ul style="list-style-type: none">מיסוי מקרקעין להשקעההעלאת ריבית המשכנתאות	<ul style="list-style-type: none">אג"ח צמוד נדל"ן	<ul style="list-style-type: none">ווד"לותמ"לרפורמת הפרגולותTop-10פינוי בסיסי צה"ל	<ul style="list-style-type: none">בניה לגובהמיצוי קרקע במבני ציבורהקטנת גודל הדירותווד"לותמ"לתמ"א 38שינוי שיטת חלוקת הארנונהעידוד בניה מהירה

5.2. נסווג כעת את השיטות השונות להורדת מחירי הדיור לפי קלות הביצוע של השיטה ולפי חשיבותה.

5.2.1. קלות היישום

קלות היישום מבטאת את המאמצים הניהוליים של הממשלה לביצוע השיטה. קלות היישום תוגדר בערכים בין 1 ל-5, כאשר 1 פירושו "קשה מאוד" ו-5 פירושו "קל". קלות השיטה מורכבת בדרך כלל משני אלמנטים:

- המאמץ הנדרש על מנת להביא את השינוי
- ההסתברות שהשינוי יתבצע

5.2.2. חשיבות יישום השיטה

חשיבות יישום השיטה מבטאת את השפעת יישום השיטה על הורדת מחירי הדירות למגורים. חשיבות השיטה מורכבת בדרך כלל משני אלמנטים:

- הזמן שייקח עד שהשיטה תיושם

- מספר יחידות הדיור שהשיטה תביא (על ידי הגדלת ההיצע) או הורדת מחירים על ידי צמצום הביקוש)
חשיבות היישום תוגדר בערכים בין 1 ל-5, כאשר 1 פירושו "השפעה נמוכה" ו-5 פירושו "השפעה גבוהה".

5.2.3. טבלת המיקוד ומטריצת המיקוד

הכותבים העריכו מנסיונם את קלות היישום ואת חשיבותו. טבלה מס' 2 מסכמת את הממצאים. מן הטבלה אנו רואים כי השיטה המוצעת של אג"ח נדל"ן, בעיניהם של הכותבים, היא בבחינת low hanging fruit: בעלת תרומה להורדת המחירים במאמץ קטן יחסית לשיטות האחרות. הנפקת אג"ח נדל"ן אינה מחליפה את השיטות הנסקרות לעיל אלא באה להוסיף עליהן, ואין בין יישום השיטות הללו תלות. להלן טבלת המיקוד ומטריצת המיקוד המסווגות את השיטות השונות של הפחתת מחירי הדיור בישראל, ומקומו של אג"ח נדל"ן יחסית לשאר השיטות:

#	סעיף	תאור	קלות (1-5)	חשיבות (1-5)
1	4.1.1	הפשרת קרקעות חקלאיות	3	5
2	א.4.1.2	רפורמת הפרגולות	4	1
3	ב.4.1.2	וועדות לדיור לאומי (ווד"ל)	3	3
4	ג.4.1.2	וועדות לתכנון מתחמים מועדפים (ותמ"ל)	3	4
5	4.1.3	שינוי שיטת חלוקת הארנונה להגדלת הבניה למגורים	2	3
6	4.1.4	הקטנת גודל הדירות ע"י רשויות מקומיות	2	4
7	4.1.5	התחדשות עירונית: פינוי בינוי ותמ"א 38	3	4
8	4.1.6	התמקדות בקידום פרויקטים גדולים תקועים (Top 10)	3	4
9	4.1.7	בניה לגובה	2	4
10	4.1.8	מיצוי קרקע במבני ציבור, גנים ובתי ספר	3	3
11	4.1.9	פינוי בסיסי צה"ל	2	4
12	4.1.10	"דירה להשכיר"	3	3
13	4.1.11	עידוד בניה מהירה	3	3
14	4.2.1	מיסוי מקרקעין להשקעה	5	3
15	4.2.2	הגדלת ריבית המשכנתאות	4	4
16	4.2.3	אג"ח צמוד נדל"ן	5	4

חשיבות

חשוב מאוד	5			קרקעות חקלאיות				
	4		גודל דירה, בניה לגובה, צה"ל	ותמ"ל, תמ"א 38, Top 10	ריבית	אג"ח נדל"ן		
חשוב מעט	3		ארנונה	ווד"ל, מבני ציבור, דירה להשכיר, בניה מהירה		מיסוי		
	2							
	1				פרגולות			
		1	2	3	4	5	קלות	
							קשה יחסית	קל יחסית

6. תועלות של הנפקת אג"ח צמוד נדל"ן לדיוו

- 6.1. כ-115,000 עסקאות בדירות מגורים (2013¹) מתבצעות מידי שנה. מתוכן - כ-44,000 הן של דירות חדשות, והיתר דירות יד שניה. בהנחה שהמחיר הממוצע לדירה הוא כ-1.3M ש"ח¹ אזי נפח העסקאות השנתי הוא כ-150B ש"ח.
- 6.2. נתח הדירות להשקעה הוא 24%,¹ אזי נפח העסקאות להשקעה הוא כ-36B ש"ח. בהנחה שאג"ח נדל"ן יפחית את הביקושים בכ-20%, מדובר בהפחתת ביקוש של כ-7B ש"ח.
- 6.3. בהיעדר נתונים על עקומת הביקוש של מחירי דירות בישראל ניתן להניח כי הנפקת אג"ח צמוד נדל"ן תביא לירידת בקושים בין 10%-20%, להערכתנו, הדבר יביא בעקבותיו לירידת מחירים בין 5%-20%.

7. אתגרים בהנפקת אג"ח נדל"ן

- מספר שאלות ואתגרים עולים בקשר להנפקת אג"ח נדל"ן:
- 7.1. רצון משקיעים לרכוש "פיסית" דירה במקום מסוים עבור בן משפחה
הנפקת אג"ח צמוד נדל"ן אינו פותר את בעיותו של משקיע זה. לכן, אנו סבורים כי אג"ח צמוד נדל"ן יפחית את ביקוש ההשקעה ב-10% עד 20% בלבד.
- 7.2. עליית המחירים אינה שווה באיזורים השונים בארץ
המדד אליו יוצמד האג"ח הוא מדד מחירי הדירות⁷ המופק על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס). לאורך השנים קיימת עליית מחירים דיפרנציאלית באזורים שונים בכל תקופה⁸. הכוונה היא שהאג"ח יהיה פשוט וקל להבנה, ועל כן נבחר מדד אחד המשקלל את מחירי הדירות בישראל.

7.3. חשיפת המדינה כמנפיקה

המדינה, כמנפיקת האג"ח, חושפת את עצמה לעליית מחירי הנדל"ן בין 7-8 מיליארד ש"ח לשנה. אולם, המדינה מוגנת ומגודרת בהיותה בעלת קרקעות בהיקפים שהם בסדרי גודל הרבה יותר מהחשיפה.

7.4. קביעת גובה הריבית

אחת הסוגיות היא קביעת גובה הריבית של האג"ח. אם הריבית תהיה נמוכה מידי, האג"ח לא יהיה אטרקטיבי מספיק למשקיעים. אם הריבית תהיה גבוהה מדי, ירכשו את האג"ח גם כאלה שאינם משקיעי נדל"ן, והאג"ח יתחרה בהשקעות אחרות, ביניהם גיוס הון זול יותר של המדינה. כיום, תשואת השכרת דירה היא כ- 3.5%⁹. מאידך, קיים מאמץ המושקע בתהליך ההשכרה, סיום השכירות וכו'. תשואת אג"ח ממשלתי צמוד מדד ל-25 שנה עומדת היום על כ-1.3% לשנה. התשואה בה בחרנו להמליץ בהנפקת האג"ח בשלב הראשון היא 2%. מומלץ כי גודל ההנפקה יהיה בשלב זה 1-2 מיליארד ש"ח, ואורך החיים של האג"ח יהיה ל-25 שנה. במהלך הדרך יכולה המדינה להכניס שינויים בתנאי האג"ח. אנו ממליצים כי האג"ח יהיה סחיר מיום הנפקתו.

7.5. הפחתה של הנפקות אחרות של המדינה

אין ספק שהנפקת ניירות ערך צמודי נדל"ן מהוות אטרקציה הן למשקיע המוסדי והן למשקיע הפרטי. בכך, יש לקחת בחשבון כי חלק מההון שיושקע באג"ח צמודי הנדל"ן יגרום לשינוי בהרכב גיוס הכספים של המדינה והגוונתו מבלי לפגוע בהיקף הגיוס של הממשלה. יש לקחת בחשבון, כי הן משקיעים פרטיים והן משקיעים מוסדיים ירצו לגוון את תיקיהם באג"ח זה, ללא קשר עם השקעה אלטרנטיבית בנדל"ן. ההמלצה היא להנפיק את האג"ח רק לפרטיים.

7.6. השקעה בנכס "פיסי"

קיימת נטיה אצל חלק משקיעי הנדל"ן להשקיע בנכס פיסי על פני השקעה ב"נייר" שלא תמיד ברור אם בעת משבר יהיה לו כיסוי. אכן, קיים אז יתרון להחזקה בנכס פיסי. אולם, חלק אחר מהמשקיעים ישקיעו באג"ח נדל"ן.

7.7. אי קיום מדד מהימן למחירי הדירות

אחת הטענות שנשמעו על ידי האוצר¹² כנגד הנפקת אג"ח צמוד נדל"ן היא חוסר קיום מדד מהימן. המדד אותו אנו מציעים הוא מדד מחירי הדירות⁷ המופק על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס). מדד זה הוא good enough לצרכי ההנפקה (ראה עבודותיו של H.A.Simon בנושא Satisficer¹⁰). זהו מדד המופק על ידי גוף מקצועי ואובייקטיבי על פי מודל סטטיסטי מבוסס ומקובל בעולם¹¹, גם אם אינו מדד מושלם. הממשלה תערוך גילוי נאות לציבור על יתרונותיו וחסרונותיו של המדד.

8. השוואה בין רכישת דירה לרכישת אג"ח צמוד נדל"ן

טבלה מס' 3.0 מראה את ההבדלים בין רכישת דירה להשקעה לבין רכישת אג"ח צמוד נדל"ן.

רכישת דירה להשקעה	רכישת אג"ח צמוד נדל"ן	
תהליך איתור דירה מתאימה, דמי תווך עד 2%, תהליך משא ומתן, מימון (משכנתא), עריכת התקשרות חוזית, שכ"ט עו"ד עד 1%, תשלום מס רכישה	הוראת קניה בבנק, עמלת רכישת ני"ע עד 0.5%	תהליך הרכישה
תהליך איתור שוכרים מתאימים, עריכת התקשרות חוזית, גביית שכ"ד, הוצאות תחזוקה (תיקונים, שיפוצים, השתתפות בהוצאות הבניין וכו'), בלאי ופחת	דמי ניהול	ניהול ותחזוקה
בינונית	גבוהה	נזילות
רישום בטאבו	רישום בתיק ני"ע בבנק	רישום בעלות
תשואה ממוצעת משכ"ד (ברוטו לפני הוצאות ניהול ותחזוקה) 3.5% לשנה	אג"ח בריבית 2%	תשואה
תשלום מס שבח במידת הצורך, תשלום מס הכנסה פירותית משכ"ד מעל 5,080 ש"ח	תשלום מס הכנסה מרווחי הון	מיסוי
הון עצמי המאפשר רכישה של יחידת דיור אחת לפחות	אין סכום מינימלי להשקעה	חסמי כניסה
סיכון מרוכז ביחידה ספציפית	סיכון "מפוזר" בין יחידות רבות	פיזור סיכון

9. ניהול סיכוני המדינה וסיכוני המשקיעים

טבלה מס. 4 מראה את סיכוני המדינה וסיכוני המשקיעים בתרחישים שונים.

ניהול סיכוני המשקיעים	ניהול סיכוני המדינה	
בממוצע עליית מחיר דירה להשקעה תהיה זהה לעליית ערך האג"ח ולכן המשקיע אדיש מבחינה זו	עליית מחירים כרוכה בתשלום גבוה יותר למחזיקי האג"ח בפדיון. המדינה מגודרת כנגד סיכון זה באמצעות מלאי הקרקעות לשיווק שברשותה אשר ערן יעלה בדומה לעליית מדד ההצמדה	עליית מחירים
השפעה דומה (מבחינת הסיכון) לרכישת ומכירת דירה	הנפקת ופירעון אג"ח בדומה להנפקות הרגילות	יציבות מחירים
בממוצע ירידת מחיר דירה להשקעה תהיה דומה לירידת ערך האג"ח ולכן המשקיע אדיש מבחינה זו	רווחי המימון מירידת ערך האג"ח ותשלום פרעון נמוך יותר למשקיעים מגדרת את הסיכון אליו חשופה המדינה כמחזיקת קרקעות לשיווק	ירידת מחירים

10. טיפול קודם בסוגיית אג"ח צמוד מחירי הדיור

הצעתו של חבר הכנסת לשעבר כרמל שאמה-הכהן¹² שנידונה בוועדת הכלכלה של הכנסת ה-18 בשנים 2010-2011 היא ההצעה הראשונה בנושא שהועלתה לסדר היום הציבורי. הצעה זו נידונה בוועדת הכספים של הכנסת, אך לא באה לידי מימוש. לטענתו של כרמל שאמה-הכהן¹³, הוא קיבל את תמיכתם של פרופ' יוג'ין קנדל, ראש המועצה הלאומית לכלכלה, ושל סטנלי פישר, נגיד בנק ישראל. באוצר, לעומת זאת, לא התלהבו מהרעיון. הבעיה העיקרית שעמדה אז היתה

לאיזה מדד יש להצמיד את האג"ח. כמו כן לא נמצא נושא משרה בכיר (כגון ראש הממשלה, שר האוצר, שר השיכון) שיקדם את ההצעה לאחר שהוצגה בוועדת הכספים של הכנסת.

11. טענות שהועלו בוועדת הכספים כנגד אג"ח נדל"ן

מספר טענות הועלו בוועדת הכספים ביום 15.6.2011¹²:

11.1. "קיים קושי למצוא מדד מדויק שישקף את מחירי הדירות": כאמור לעיל, המדד אותו אנו מציעים הוא מדד מחירי הדירות המופק על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (הלמ"ס). מדד זה הוא כאמור good enough לצרכי ההנפקה. זהו מדד המופק על ידי גוף מקצועי ואובייקטיבי על פי מודל סטטיסטי מבוסס ומקובל בעולם¹¹, גם אם אינו מדד מושלם.

11.2. "הנפקת אג"ח נדל"ן תיצור חוסר בהנפקות מסוג אחר, למשל גליל": אכן, הנפקת אג"ח נדל"ן תיצור הנפקה קטנה יותר של אג"ח, אך היא יוצרת הגוונה. סך כמות הכסף הכולל שתקבל המדינה יהיה זהה לסכום שהיתה מקבלת בלי מהנפקה זו.

11.3. "אם מחירי הנדל"ן יפסיקו לעלות, מי שיקנה את האג"ח היום, עלול לסבול הפסד הון משמעותי": ראשית, אנו רוצים להפנות משקיעים מהשוק "הפיסי" לשוק ההון, כך שמשקיעים כאלה היו סופגים הפסדים גם אם היו רוכשים דירות. שנית, כל הקונה את האג"ח ידאג לניהול הסיכונים האישי שלו. דר' אבי שמחון, יועץ שר האוצר דאז הוסיף: "שוו בנפשכם שאנחנו עכשיו – המדינה מנפיקה אג"חים כאלה, האזרחים קונים אותם, ואחרי 5-10 שנים מוצאים עצמם מופסדים. איזו צורה תהיה למדינה, כאילו המדינה בעצם משתמשת בידע העודף שלה להטעות את האזרחים". לדעתנו, ניתן להבהיר לרוכשים את הסיכון הכרוך ברכישת האג"ח מול הסיכון הכרוך ברכישת דירות, שגם בהם קיימים סיכונים. בניהול הסיכונים של הפרט ושל המדינה ניתן לבצע את ההנפקה בצעדים קטנים, ובהתגלה סיכון מהותי ניתן גם לעצור אותה. אין בהנפקה סיכונים מהותיים.

11.4. "הנפקת האג"חים האלה היא הכי אפקטיבית כשהמחירים מתחילים לעלות": אכן, כן. יחד עם זאת, גם כיום הם יכולים לתרום תרומה משמעותית להוזלת הדירות.

11.5. "בעיתוי הנוכחי זה לא הזמן, והמדינה צריכה לנקוט בפעולות אחרות": הנפקת אג"ח נדל"ן אינה עומדת בסתירה לכל פעילות אחרת, כמצוין לעיל. שוק הדיור הוא שוק תנודתי במבט של שנים ארוכות. בסופו של יום במהלך השנים הבאות צפויות לנו תקופות של ירידה במחירי הדירות, שילוו בתקופות של עליה בהן. המדינה צריכה להיות מוכנה עם כלי זה.

11.6. "אג"ח נדל"ן אינה הפתרון לבעית מחירי הדיור הגבוהים, אלא זה חלק משכלול השוק": אכן, בין היתר משמשת הנפקת אג"ח נדל"ן לשכלול השוק. אין ההנפקה משמשת פיתרון יחיד לבעית יוקר הדיור, אך משמשת כלי נוסף למאמץ להוריד את מחירי הדירות.

12. סיכום

הנפקת אג"ח צמוד נדל"ן יכולה להפחית ביקושים ולסייע בהורדת מחירי הדיור הישראלי. הניתוח מראה כי הסיכונים בהנפקה זו אינם משמעותיים, ובכל מקרה של סיכון שיתגלה ניתן להפסיק את ההנפקה או לשנות את תנאי ההנפקות העתידיות. בנייר עמדה זה בחנו את השיטות השונות להורדת מחירי הדירות, סיווגנו אותם, וראינו כי הנפקת אג"ח נדל"ן היא קלה יחסית ובעלת ערך. נייר העמדה מאפיין את תכונות האג"ח ומציע להתחיל מיידית בהנפקה.

מקורות

1. עסקות בדירות במשק, רבעון שני 2014, מידע סטטיסטי, משרד הבינוי, http://www.moch.gov.il/meйда_statisti/habikush_beshuk_hadiyur/Pages/iskot_bedirot_bameshek.aspx
2. רונן בעז ופס שמעון, "ניהול ממוקד: לעשות יותר עם מה שיש", הוצאת הוד עמי, הרצליה, 2013 מהדורה רביעית
3. הועדה לרפורמה במדיניות מקרקעי ישראל, משרד התשתיות הלאומיות, 1997
4. "מחירי הדירות כל הזמן עולים, והם ימשיכו לעלות", שלומית צור, גלובס 6.10.14, <http://www.globes.co.il/news/article.aspx?did=1000976263#FromSearchPage>
5. תכנית מתאר ארצית לחיזוק מבנים קיימים בפני רעידת אדמה – תמ"א 38, חוק התכנון והבניה התשכ"ה – 1965, נוסח משולב מאי 2012 http://www.moin.gov.il/SubjectDocuments/tama38/%E2%80%8F%E2%80%8Fnosah_me_shulav.pdf
6. "תנו לקבלנים לבנות לגובה", יעקב עמיהוד, דמרקר 21.6.10, <http://www.themarket.com/markets/1.572825>
7. מדד מחירי דירות סדרה 040010, מדד המחירים לצרכן, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה
8. מחירי דירות לפי מחוז ותקופה, לוח א.1, משרד הבינוי והשיכון – אגף מידע וניתוח כלכלי
9. "משתלם להשקיע: דירה קטנה בקריות מניבה הכי הרבה תשואה", יעל דראל, כלכליסט 15.9.14 http://www.calcalist.co.il/real_estate/articles/0,7340,L-3640715,00.html
10. Simon, H.A., 1957. Models of Man. New York, NY: John Wiley and Sons
11. מדדי מחירי דיור: מתודולוגיה ונתונים, דורון סייג ראש תחום מקצועי, לשכת הסטטיסטיקאי הממשלתי, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, יום עיון בנק ישראל והלמ"ס, 17.10.10 http://www1.cbs.gov.il/kenes/kns_2_10_01.pdf
12. "הנפקת אגרות חוב צמודות למחירי הדיור", הכנסת ה-18, מושב שלישי, פרוטוקול מס' 541 מישיבת ועדת הכלכלה 15.6.2011
13. ראיון טלפוני עם ח"כ לשעבר כרמל שאמה-הכהן, 28.10.2014