

**לוח ב'1: הפטור ממס שבח - צעדי המדיניות שהוכרו ונחקקו**

הצעד שפורסם	יום ההודעה	יום החקיקה
המצב הראשוני: פטור ממס שבח על מכירת דירה שנייה אחת ל-4 שנים	משנות התשעים	
פטור ממס שבח גם על דירה שנייה ושלישית, ללא תלות בתקופת ההחזקה, אם תימכר עד סוף 2012	16.12.2010	21.02.2011
ביטול הפטור ממס שבח על מכירת דירה שנייה (למעשה - אם תימכר מתחילת 2013)	31.05.2011	לא נחקק ראו הערה
הארכת התקופה להחזקת הדירה לצורך קבלת הפטור על מכירת דירה שנייה מ-4 ל-8 שנים	ראו הערה	1.08.2011

הערה: החקיקה מאוגוסט באה בעקבות ההצעה מיום 31.5.11 לביטול הפטור ממס השבח וכללה שינויים בהצעה.

דירות כאלה, ובכך להפחית את הלחץ להמשך עליית המחירים. ואולם, החקיקה בכנסת ב-1 באוגוסט הייתה שונה: היא לא ביטלה את הפטור על דירת השקעה, אלא החזירה את המצב הראשוני, אך עם הכפלה של תקופת ההחזקה הנדרשת לצורך הפטור – ל-8 שנים במקום 4 שנים במצב הראשוני.

להלן ננתח את האפקטיביות של הצעד שעוגן בחוק באוגוסט לעומת המצב הראשוני, בהינתן מסדרון הזמן של הפטור לשנים 2011–2012.

**2. המסגרת האנליטית**

את שוק הדירות ניתן לחלק לדיירים הגרים בדירות שבעלותם ולדיירים השוכרים את הדירות מידי משקיעים שלהם יותר מדירה אחת.<sup>4</sup> בתיאור זה יש שני שווקים – האחד לדירות בבעלות והשני לשכירות. בשוק הדירות לבעלות חלק מהביקוש הוא של משקיעים, היוצרים את ההיצע בשוק השכירות. התשואה מקניית דירה להשקעה שווה לסכום שכר הדירה הצפוי לאורך תקופת הבעלות עליה ועוד השינוי הצפוי במחירה במועד מכירתה, בניכוי מס השבח. (אנו מתעלמים מגורם הפחת). כדי שמשקיע ירצה לקנות דירה נוספת התשואה מבעלות על דירה צריכה

<sup>4</sup> ישנם כמובן דיירים המשכירים במקום אחד ושוכרים במקום אחר, או תושבי חוץ המשכירים דירות לישראלים; מהם נתעלם.

**ניתוח הצעדים שנקטו במס השבח במהלך 2011 לשם מיתון העלייה של מחירי הדירות**

- כחלק ממכלול צעדים לשם מיתון עלייתם של מחירי הדירות ננקטו - ועוגנו בחוק - שני צעדים מרכזיים בתחום מס השבח: זמן ההמתנה בין מכירת שתי דירות המקנה פטור ממס שבח הוארך מ-4 ל-8 שנים; ניתן פטור במכירת דירה שנייה ושלישית בשנים 2011–2012 – ללא התחשבות בזמן ההמתנה.
- צעדים אלו יביאו להקטנת הביקושים לדירות לשם השקעה ולהגדלת היצע הדירות למכירה מצד מחזיקי דירה שלישית ויותר; הם יתבטאו, בהערכה על פי נתונים חלקיים, בתוספת של כ-6,500 דירות לכמות הדירות בבעלות, וימתנו את עליית המחירים בכ-1–3 אחוזים.

**1. מבוא**

כעיקרון, מכירת דירה חייבת במס שבח של 20 אחוזים מהרווח הריאלי. על דירה ראשונה (יחידה) ניתן פטור<sup>1</sup>. המחזיק יותר מדירה אחת היה זכאי, עד שנת 2010, לפטור ממס שבח גם על דירה שנייה, בתנאי שהיא נמכרה כעבור ארבע שנים לפחות ממועד מכירת דירה אחרת שהייתה ברשותו. לנוכח העלייה של מחירי הדירות ננקטו, מסוף 2010, מספר צעדים בתחום הפטור ממס שבח על מכירת דירות (כפי שמפורט בלוח ב'1), במטרה להפחית את הלחץ להמשך עלייה זו.

בסוף 2010 הוכרו על צעד – שעוגן בחוק ב-21 בפברואר 2011 – הפטור ממס שבח את מי שימכור דירה שנייה ושלישית בשנים 2011 ו-2012, ללא תלות בתקופת החזקת הנכס (להלן "מסדרון הזמן")<sup>2</sup>. צעד זה נועד לתמרץ משקיעים למכור דירות שברשותם. ב-31 במאי 2011 הודיע שר האוצר על ביטול הפטור ממס שבח על דירה להשקעה (כלומר דירה שנייה ומעלה המשמשת למגורים) מתחילת 2013. צעד זה (וצעד נוסף<sup>3</sup>), בשילוב עם מסדרון הזמן של הפטור בשנים 2011–2012, נועדו להקטין את התמריץ לרכישת דירות השקעה, ולהגביר את התמריץ למכירת

<sup>1</sup> בתנאי שהדירה נמכרה כעבור 18 חודשים לפחות מיום רכישה.

<sup>2</sup> תקרת הפטור נקבעה ל-2.2 מיליון ש"ח בגין שתי דירות.

<sup>3</sup> ההודעה כללה צעד נוסף: פטור ממס שבח למוכרי דירות שלא שימשו למגורים – בתנאי שיוסבו למגורים – לשנים 2011–2012. בחקיקה מ-1 באוגוסט 2011 נקבעה תקופה זו, המתחילה ביום החקיקה ומסתיימת ב-30 ביוני 2013.

כנגד זאת, ירידת הביקוש להשקעות תקטין את ההיצע בשוק השכירות, ולכן, בהנחות סבירות<sup>5</sup>, היא תביא לעלייה של מחירי השכירות; עלייה זו היא ביטוי נוסף של הפיצוי שהמשקיעים ידרשו על הטלת המס. בסופו של דבר השילוב של ירידת מחירי הדירות ועליית דמי השכירות יבטא תשואה ברוטו (עם המס) גבוהה יותר, או יחזיר את התשואה נטו הנדרשת על השקעה בדיוור לרמה שלפני השינוי במס. עוצמתן היחסית של ההשפעות על מחירי הדירות ועל דמי השכירות תלויה בגמישויות הביקוש וההיצע של שוק הדירות ושוק השכירות.

מאותם שיקולים כלכליים שתוארו לעיל, למשקיעים קיימים הירידה הצפויה של התשואה על דירה להשכרה תביא לעליית ההיצע בשוק הדירות בבעלות. ההשפעה על התשואה היא באותו כיוון, שכן מכירת דירות להשקעה תביא גם היא לירידת היצע הדירות להשכרה, ובכך – לעליית שכר הדירה. בהמשך נתמקד בצד ההיצע בשוק הדירות לבעלות ונבחן את החלטותיהם של משקיעים קיימים.

כיוון שהצעד של החמרת התנאים לפטור ממס שבח אינו נוגע לכל המשקיעים, נפנה עתה לניתוח השפעת הצעדים על משקיעים הנמצאים במצבים שונים, תוך ניסיון לאמוד את ההשפעה הכמותית על מחירי הדירות. זאת בהינתן החלופה הפיננסית והבדלי המיסוי (לוח ב'-2).

### 3. הארכת זמן ההחזקה המינימלי של דירה לצורך הפטור ממס שבח מ-4 ל-8 שנים

#### א. "משקיעים מסורתיים"

הניתוח דלהלן ייסוב על משקיעים המחזיקים בדירה תקופות ארוכות, וכן על מחזיקים בשלוש דירות ויותר. הניתוח ייעשה בהנחה שאין ציפיות לשינוי מחירים מעתה ואילך, אך על הדירה כבר יש רווח הון (מחירה כבר עלה, כפי שמוצג בהמשך). זאת משום שמשקיעים אלו – אשר ניתן לכנותם "משקיעים מסורתיים" – נוטים להעדיף השקעה בדירות על השקעות פיננסיות, כחלק מפיזור תיק נכסיהם; הם מתאפיינים בהחזקת הדירה, ואף כמה דירות,

להיות שווה לפחות לתשואה נטו שניתן להפיק מנכס אלטרנטיבי בעל רמת סיכון זהה.

מס השבח (בתקופת תחולתו) משווה את המיסוי על רווח הוני מדירות למיסוי על רווח הוני ריאלי מהשקעה אלטרנטיבית בשוק ההון; ואולם יש הבדלי מיסוי בעת הרכישה וההחזקה בין השקעה זו להשקעה אלטרנטיבית בשוק ההון: רכישת דירה מקנה יתרון מס בהשכרת הדירה (פטור עד תקרה מסוימת), אך כרוכה במסי רכישה גבוהים. לוח ב'-2 מציג את הבדלי המיסוי בין רכישת ניירות ערך לבין רכישת דירה להשקעה בהנחה שהדירה חייבת בתשלום מס שבח בעת המכירה. חשוב להדגיש שאדם שכבר מחזיק בדירה כבר שילם את מס הרכישה, ולכן מס זה אינו רלוונטי להחלטתו אם למכור, אך הוא נהנה, כאמור, מיתרון מס בהשכרת הדירה.

לוח ב'-2: המיסוי על השקעה בדירה ובניירות ערך (אחוזים)

השקעה בני"ע	השקעה בדירה	מס רכישה
0	7-5	מס רכישה
0	0 (עד 4,680 ש"ח)	השכרה/ריבית/ דיווידנד
20-15	(לחודש)	20 (הרווח הריאלי)
20-15		רווח הון

הטלת מס שבח על דירה שנייה או יותר רלוונטית למשקיעים, ולא לבעלי דירה יחידה. הארכת תקופת ההחזקה הנדרשת לשם קבלת הפטור מארבע שנים לשמונה מקבילה להעלאה אפקטיבית של המס, שכן שהיא מפחיתה את המחיר העתידי (נטו) שמשקיעים המחזיקים את הדירה פחות משמונה שנים צפויים לקבל כשימכרו אותה. הואיל וההארכה האמורה שוחקת את הרווחיות הצפויה של המשקיעים, הרי, בהינתן תשואה אלטרנטיבית קבועה, הם יהיו מוכנים לרכוש את הנכס רק במחיר נמוך יותר, שיפצה על תשלום המס. מצב זה יביא לירידת הביקוש של המשקיעים, ולכן – לירידה של מחירי הדירות, ובכך תסייע למי שמעוניינים לרכוש דירה למטרות מגורים.

<sup>5</sup> אמנם כתוצאה מירידת מחירי הדירות ועליית שכר הדירה יגדל התמריץ לשוכרי דירות לעבור לרכישה, ומעבר כזה יקוז חלק מעליית שכר הדירה – אך שכר הדירה יהיה, בדרך כלל, גבוה מאשר במצב ההתחלתי.

**ב. השינוי במצב המשקיעים המחזיקים בדירה שנייה פחות מ-8 שנים**

נפנה עתה לניתוח מצב המשקיעים המחזיקים בדירה פחות מ-8 שנים. הניתוח והאפקטיביות של הצעד תלויים בשיעורי המיסוי בהשוואה להשקעות אלטרנטיביות, שיתוארו להלן, ובציפיות לשינוי במחירי הדירות ביחס להשקעות אלטרנטיביות.

לוח ב-3 מציג שתי דוגמאות להבנת הצעד, לאדם שכבר מחזיק בידו דירה שנייה. נניח שהדירה נקנתה בינואר 2009 ב-1 מיליון ש"ח. החישוב שלהלן יהיה בהנחה שחבות המס מתחילה ביולי (להלן היום הקובע), דבר שאינו נזכר במפורש בחוק מ-1 באוגוסט<sup>7</sup>: במועד זה הדירה שווה 1.5 מיליון, ומעלה ואילך המחיר לא ישתנה. הרווח הוא אפוא 500 אלף ש"ח, ולצורך הדוגמה נניח שהוא ריאלי. (נתעלם מהאינפלציה במדד המחירים לצרכן). משמעות הדבר, שאם הדירה תימכר לאחר היום הקובע ולפני ינואר 2017, יחושב המס על הרווח האמור על פי משך זמן החזקה היחסי. ואולם אם הדירה תימכר במסדרון הזמן, הרווח יהיה פטור ממס. הלוח מציג שני מקרים כדוגמאות: במקרה א' הדירה תימכר בינואר 2013; הדירה מוחזקת אפוא 4 שנים, החלק החייב במס הוא 1.5 שנים מהיום הקובע, והמס שישולם יהיה 37,500 ש"ח. זאת אומרת שגם אם מחירי הדירות לא יעלו יותר, ישולם בעת המכירה מס על הרווח שנצבר בעבר (אלא אם כן הדירה נמכרה במסדרון הזמן).

מקרה ב' מניח שהדירה תימכר בסוף 2016, כלומר מעט לפני תום תקופת החזקה של 8 שנים; המס יחושב על פי החלק של 5.5 שנים מהיום הקובע, והמס יהיה 68,750 ש"ח. תשלום המס יילך ויגדל אפוא ככל שהדירה תימכר מאוחר יותר, כפי שמראה מקרה ב', עד לגבול זמן ההמתנה של 8 שנים. בשיטה זו, ככל שהבעלות על הדירה "ותיקה" יותר, המס נמוך יותר: כך, אם אותה דירה נקנתה בינואר 2008 (ולא בינואר 2009), נמכרה בינואר 2013, והרווח עליה הוא עדיין 500 אלף ש"ח, חבות המס תהיה קטנה יותר מאשר לו אותה דירה נקנתה בינואר 2009.

תקופות ארוכות, בדרך כלל 8 שנים ואף יותר<sup>6</sup>, ויוצרים את ההיצע המרכזי והיציב של דירות להשכרה – שוק חיוני למשק, לא רק מבחינת שירותי הדיור, אלא גם מבחינת המוביליות בשוק העבודה. (ראו הסוגיה הראשונה בחלק זה של הסקירה, לעיל).

**למשקיעים שכבר מחזיקים בדירה שנייה 8 שנים ויותר**

אין הבדל בין המצב לאחר החקיקה ובין המצב הראשוני, שכן בשני המקרים המכירה תהיה פטורה ממס. במובן זה מסדרון הזמן, שנועד להגביר את מכירת הדירות, אינו אפקטיבי לגביהם. עם זאת קיימת מבחינתם השפעה שלילית של הצעד על גמישותם בהחלפת דירת מגוריהם. משקיע המוכר את דירת ההשקעה יצטרך להמתין 8 שנים – במקום 4 שנים במצב הראשוני – למכירת דירת מגוריו, כדי ליהנות מפטור ממס שבח. במובן זה השינוי מפחית מהתמריץ להשקיע בדירות, ופועל להקטנת שוק הדירות להשכרה. עם זאת חשוב להדגיש כי ההחלטה אם למכור ולמכור במקרה זה אינה קשורה לפטור ממס במסדרון הזמן, אלא להעדפות ולתוכניות של המשקיע באשר להתאמת דירת מגוריו לצרכיו.

מתקבל אפוא כי גם אצל משקיעים "מסורתיים" לתקופות ארוכות החקיקה פועלת להפחתת התמריץ להשקיע בדירה ביחס למצב הראשוני. דבר זה פועל לצמצום שוק השכירות, שהוא, כאמור, חיוני למשק.

**משקיעים שכבר מחזיקים דירה שלישית – במצב הראשוני**

כדי ליהנות מהפטור ממס שבח על הדירה השלישית המשקיע המחזיק דירה שלישית היה צריך להמתין לפחות 8 שנים, ובתנאי שמכר את שתי דירותיו האחרות בהפרשי זמן של 4 שנים לפחות. עתה, במצב החדש, זמן ההמתנה המינימלי הוכפל, ועל כן מסדרון הזמן שניתן לו, 2011–2012 נעשה כדאי אף יותר. החקיקה מאוגוסט הגדילה אפוא את התמריץ הגלום במסדרון הזמן למחזיק בדירה שלישית.

**למחזיקים בדירה רביעית ויותר מסדרון הזמן אינו רלוונטי,**

ובכל מקרה הוא יהיה חייב בתשלום מס שבח. נזכיר כי עתה מירווח הזמן המינימלי לפטור על דירה רביעית, לאחר מכירת שלוש דירותיו האחרות, הוכפל מ-12 ל-24 שנים.

<sup>7</sup> שינוי החקיקה מ-1 באוגוסט רק שינה את מספר השנים מ-4 ל-8. משמע שלא ברור כלל אם חבות המס תהיה על סך הרווח, או על פי משך הזמן הרווח מיום החקיקה (היום הקובע) עד יום המכירה ביחס לזמן החזקה כולו (מיום הקנייה עד יום המכירה). בחישובינו אנו מניחים שחבות המס תהיה על פי משך זמן החזקה היחסי מהיום הקובע.

<sup>6</sup> אין על כך נתונים מסודרים, אך זה הרושם העולה מבחינה חלקית של נתוני משרד האוצר.

שבח, וכולל את מס הרכישה והטבת המס שבהשכרת דירה) למצב הקודם (ללא מס שבח). הלוח מציג, במונחי המחיר הצפוי ממכירת הדירה, את שחיקת הרווח השקולה להטלת המס בשתי דוגמאות של מחיר הדירה בעת מכירתה: 1 ו-1.5 מיליוני ש"ח. החישוב מלמד כי בין המצב החדש לבין המצב הקודם הטלת המס שקולה לירידת מחיר (ריאלית) כוללת של 0.7–0.8 אחוז לאחר תקופת החזקה של 4 שנים, ושל כ-0.2 אחוז במונחים שנתיים<sup>8</sup>. למחזיק בדירה 5 שנים נדרש אף פחות מכך. כל זאת בהנחה שאין שינוי בשכר הדירה. כשיתר הדברים קבועים שינויים בשיעורים אלו במחיר הצפוי הם אפוא המקסימליים הנדרשים לשקילות מול הטלת המס, כאשר אין שינוי בשכר הדירה. כיוון שככל הנראה גם שכר הדירה יעלה, הרי שגם שינוי קטן יותר במחיר יהיה שקול למס. מכאן ניתן להסיק שהצעד אינו אפקטיבי במקרה שהמשקיע צופה עליית מחירים, אפילו מתונה.

לוח ב'-3: שתי דוגמאות למס שבח (התאריך הקובע: 1 ביולי 2011)

	מקרה ב		מקרה א	
	המחיר (ש"ח)	התאריך	המחיר (ש"ח)	התאריך
קנייה	1,000,000	1/2009	1,000,000	1/2009
מכירה	1,500,000	12/2016	1,500,000	1/2013
הרווח	500,000		500,000	
תקופת אי-הפטור היחסית	5.5/8		1.5/4	
המס הכולל (ש"ח)	68,750		37,500	
עליית מחירים מפצה (%) <sup>1</sup>				
א. לכל התקופה	1.9		2.1	
ב. שנתית	0.35		1.38	

<sup>1</sup> שיעור הפיצוי מביא בחשבון את הטבת המס בדמי השכירות. את משך הזמן מהיום הקובע ועד מכירת הדירה ואת מס השבח הנגבה על הרווח מעליית המחירים.

לוח ב'-4: שינוי במחירי דירות המפצה על המסים ברכישת דירה למשקיע חדש

תקופת ההחזקה (שנים)	מחיר הדירה (מיליוני ש"ח)		מחיר הדירה (מיליוני ש"ח)	
	5	4	5	4
השינוי השנתי	השינוי השנתי	השינוי השנתי	השינוי השנתי	השינוי השנתי
0.55	2.78	0.86	3.48	1
0.63	3.2	0.96	3.89	1.5
0.44	2.23	0.69	2.78	1
0.51	2.6	0.77	3.1	1.5
0.11	0.55	0.17	0.7	1
0.12	0.6	0.19	0.79	1.5

מניתוח זה עולה כי הארכת משך ההחזקה ל-8 שנים תביא לירידת מחירים כוללת של 0.7–0.8 אחוז לכל היותר – השפעה קטנה.

<sup>8</sup> כל החישובים הם פשוטים ואינם מהוונים. היוון בשיעור ריבית חיובי כלשהו היה מקטין עוד יותר את האפקטיביות של הצעד למשקיעים חדשים.

האפקטיביות של הצעד תלויה בציפיות של המשקיעים השונים לגבי המחיר בעתיד ובהבדלי המיסוי מול השקעה אלטרנטיבית בניירות ערך. ננתח להלן את הכדאיות במקרים שונים, על פי הדוגמאות המוצגות בלוח ב'-3.

**(1) צד הביקוש בשוק הדירות בבעלות (משקיעים חדשים)**

**אם משקיע חדש אינו צופה עליית מחירים – מס השבח אינו רלוונטי,** שכן הוא מוטל על רווחי הון מהדירה (כלומר על עליית ערכה, המתבטאת במכירה).

**אם משקיע חדש צופה עליית מחירים –** הטלת המס שקולה לשחיקת המחיר העתידי ביחס לציפיותיו טרם הצעד. האטרקטיביות למשקיעים חדשים ירדה אפוא. ואולם, את הרווח הצפוי לאחר שחיקה זו, מנקודת ראותו של המשקיע החדש (כולל שכר הדירה), יש להשוות לתשואה הפיננסית האלטרנטיבית (באותה רמת סיכון), ואם הוא עדיין גבוה מהתשואה על האלטרנטיבה הפיננסית - הרי שתימשך כניסת משקיעים חדשים, ולכן הצעד אינו אפקטיבי. אם התשואות משתוות, המשקיע אדיש, ואפקטיביות הצעד חלשה. רק אם הפער בין התשואות הצפויות באלטרנטיבה הפיננסית גבוהות מהתשואה הצפויה מהשקעה בדירה לאחר שחיקה זו, הצעד הוא אפקטיבי.

לוח ב'-4 משווה את המצב העומד בפני משקיע חדש הצופה עליית מחירים לתקופת החזקה של 4 ו-5 שנים (עם מס

בדוגמה של לוח ב'3- לעיל, וכל ירידה גדולה יותר מצדיקה את מכירת הדירה.

המסקנה העולה מניתוח זה לגבי מחזיקים בדירה פחות מ-8 שנים היא כי הארכת זמן החזקת הדירה המזכה בפטור מ-4 ל-8 שנים שקולה לירידת מחירים של כ-2 אחוזים לכל היותר.

להארכה, יחד עם הפטור במסדרון הזמן – אין השפעה משמעותית על כניסת משקיעים חדשים ועל משקיעים קיימים הצופים עלייה מתונה של מחירי הדירות בכאחוז אחד לשנה ואף פחות מכך, במונחים ריאליים, ביחס לציפיותיהם לפני הצעדים. צעדים אלו הם אפקטיביים רק מבחינתם של משקיעים קיימים הצופים יציבות (ובוודאי ירידה) במחירים.

לוח ב'5- מסכם באופן כללי את אפקטיביות הצעדים במקרים השונים שנתחו לעיל. הצעדים אפקטיביים בעיקר למחזיקי דירה שלישית; להם יהיה כדאי לנצל את מסדרון הזמן. הדבר הבולט הוא ששילוב הצעדים אינו אפקטיבי לגבי משקיעים חדשים וקיימים לתקופות קצרות יחסית – שאליהם בעיקר כוונו הצעדים – אם הם צופים עליית מחירים (שכן אפילו עליית מחירים מתונה תפצה על תשלום מס השבח). לעומת זאת, אם הציפיות הן ליציבות או ירידה במחירים, הצעדים עלולים להאיץ את קצב הירידות. למחזיקים בדירה מעל 8 שנים (משקיעים מסורתיים) הצעדים אינם רלוונטיים, אך גמישות ההתאמה של דירת המגורים של המשקיע נפגעת מהארכת משך ההמתנה לקבלת הפטור ממס שבח מ-4 ל-8 שנים.

עוד מסקנה מרכזית העולה מכאן היא, כי צעדי מיסוי כגון אלו שננקטו מוגבלים מאוד ביכולתם להשפיע על שוק הדירות בעת ציפיות לעליית מחירים מהירה, כזו ששררה בישראל מאז 2009.

## (2) צד ההיצע בשוק הדירות בבעלות (משקיעים קיימים)

למשקיעים קיימים מס הרכישה אינו רלוונטי, שכן הוא כבר שולם. נבדוק עתה אם ועד כמה מסדרון הזמן אפקטיבי לגבי משקיעים קיימים. נבחן זאת על פי הדוגמאות בלוח ב'3-, שבהן כבר קיים רווח של 500 אלף ש"ח.

בדוגמאות של לוח ב'3- הטלת מס שבח שקולה לירידת מחיר של 2.1 ו-1.9 אחוזים במקרים א' ו-ב', בהתאמה, מהיום הקובע ועד יום המכירה – שהם של 0.4–1.4 אחוזים לשנה, בהתאמה, במונחים ריאליים<sup>9</sup>; כיוון שמחירי השכירות יעלו אף הם, שינוי המחיר בשיווי משקל יהיה אף נמוך מזה. על ידי ניצול מסדרון הזמן יוכל המשקיע להימנע משחיקה זו, ואם ירדת מחיר הדירה במכירה תהיה נמוכה משיעורים אלו גם הפגיעה בו כתוצאה מהטלת המס תהיה קטנה יותר. גם מצב זה מתבטא אפוא בירידת מחיר כוללת של כ-2 אחוזים לכל היותר, אף שהדוגמאות מניחות רווח גדול מאוד של 50 אחוזים; בכל רווח נמוך יותר שינוי המחיר בשיווי משקל יהיה קטן עוד יותר. מדובר אפוא בסדרי גודל דומים לאלה של מקרה המשקיע החדש הצופה עליית מחירים.

להלן ננתח את המצב מהיבט נוסף, כשהמצב אינו של שיווי משקל.

**אם המשקיע הקיים צופה עדיין עליית מחיר** – הרי אם העלייה הצפויה היא מעבר לשיעורים אלו (2.1 ו-1.9 אחוזים במקרים א' ו-ב', בהתאמה), הצעד שננקט אינו אפקטיבי (שוב, בהינתן התשואות והסיכונים בהשקעה אלטרנטיבית בשוק ההון).

**אם המשקיע הקיים צופה ירידת מחיר** – ודאי שכדאי למכור בתוך מסדרון הזמן וליהנות מהפטור ממס שבח. עוד נציין כי אפילו ללא הצעד שננקט, ערך הפטור ממס על השכרת דירה לשנה שקול לירידת מחיר של 0.6 אחוז

<sup>9</sup> גם כאן החישוב מביא בחשבון את הטבת המס מדמי שכירות, בהנחת תשואת שכר דירה של 3.7 אחוזים; את תקופת הזמן מהיום הקובע ועד מכירת הדירה; ואת תוספת מס השבח הנובעת מעליית המחירים. החישוב נעשה בצורה פשוטה וללא היוון הסכומים, אך הדבר אינו מפריע, שכן מימוש רווחי המכירה ותשלום מס השבח יהיו שניהם בסוף התקופה; זאת ועוד, זרם תקבולי שכר הדירה הוא במהלך התקופה, כך שזרמי התקבולים המהווים יהיו אף גבוהים יותר באופן יחסי בשיעור ריבית נתון.

לוח ב'5: סיכום האפקטיביות<sup>1</sup> של הצעדים לעומת המצב לפנייהם - סיכום כללי

מצב המשקיע	כללי	ציפיות לעליית מחירים	ציפיות ליציבות/ירידה במחירים
1. מעל 8 שנים	לא אפקטיבי/ רלוונטי <sup>2</sup>		
2. דירה שלישית	אפקטיבי		
3. דירה רביעית ויותר	לא רלוונטי		
4. פחות מ-8 שנים			
א. משקיעים חדשים	לא אפקטיבי	לא רלוונטי	
ב. משקיעים קיימים	לא אפקטיבי	אפקטיבי	

<sup>1</sup> אפקטיבי משמעותו שכדאי למכור בעקבות הצעדים.

<sup>2</sup> רלוונטי משום שתיתכן השפעה עקב פגיעה בגמישות ההחלפה של דירת מגורי המשקיע.

המשקיעים בפיזור תיקי נכסיהם<sup>11</sup>. ניתן אפוא להעריך כי משקיעים "ספקולטיביים" הרוכשים לטווחים קצרים יחסית מחזיקים רק אחוזים בודדים ממלאי הדירות הקיים.

לעומת זאת ייתכן שבמונחי זרם העסקאות בדירות משקלם גדל בגל עליית המחירים האחרון. קירוב לאומדן הכמותי הוא התנודות ברכישות של משקיעים בנתוני העסקאות בדירות. בשלוש השנים האחרונות מספר העסקאות הוא כ-100 אלף לשנה. מנתונים חלקיים עולה כי עסקאות להשקעה (רוכשים) היו 31 אחוזים באחד מחודשי השיא בשנת 2010; בנתוני חודש מארס 2011 הן ירדו ל-25 אחוזים – ככל הנראה בהשפעת הצעדים שנקטו בסוף 2010. ניח שחלק זה – 25 אחוזים – הוא חלק יציב, שאינו מושפע ממחזורי המחירים בשוק הדירות. (נתון זה גם תואם את אחוז משקי הבית הגרים בשכירות, כאמור לעיל). בגישה זו שיעורו של החלק הספקולטיבי בעסקאות הוא 5 אחוזים.

הניתוח לעיל הראה שהצעד הוא אפקטיבי כלפי משקיעים חדשים שאינם צופים המשך עליית מחירים. ניח שכולם צופים כך, ולכן הביקוש שלהם יקטן ב-5 אחוזים מהעסקאות (ירידה מ-30 אחוזים ל-25 אחוזים מסך העסקאות), שמשמעותם 5,000 דירות לשנה.

אשר לקבוצת המחזיקים בדירה שלישית – על פי אומדן המתבסס על נתונים חלקיים של האוצר, ובהנחה ש-10

4. הערכת גודל השוק הרלוונטי

סעיף זה מציג כיוון נוסף לניתוח ההשפעה של צעדים אלו על מחירי הדירות, באמצעות פילוח המשקיעים השונים ומידת האפקטיביות של הצעדים לגביהם, כפי שמסכם לוח ב'5. הלוח מראה כי הצעד משפיע בעיקר על מחזיקי דירה שלישית. אם הציפיות הן ליציבות מחירים, הצעדים גם ימנעו כניסת משקיעים חדשים. נעריך להלן את ההשפעה הכמותית האפשרית של שתי קבוצות אלו, ולאחר מכן – את ההשפעה על המחירים.

אחוז המתגוררים בדירות שבבעלותם בישראל מוערך סביב 69 אחוזים<sup>10</sup>. כ-25 נוספים גרים בשכירות בדירות שהן בדרך כלל בבעלות של יחידים, והיתר – בדירות המושכרות על ידי חברות וחברות ממשלתיות משכנות. (ראו הרחבה בסוגיה הראשונה לעיל). ואולם גם בתקופות שפל (או תקופות נורמליות) מלאי הדירות להשקעה הוא סביב 25 אחוזים, כפי שעולה מנתונים אלו וכן ממפקד 2008. ככל הנראה, חלק גדול ממלאי הדירות להשקעה אינו קשור למחזורי המחירים בדירות, ומבטא את העדפותיהם של

<sup>11</sup> נוסף על כך, חלק מהדירות המושכרות הן דירות ירושה, שאינן מגיבות על תמרוצים, משום שהן מעוכבות בגלל הליכים משפטיים שונים או הסדרים בין כמה יורשים.

<sup>10</sup> נתוני הלמ"ס לשנים 2009–2006, על פי קובצי הארנונה. בשנים אלו לא ניכרת מגמה של ירידה באחוזי הבעלות, וגם לא עלייה במגמה של נתוני הדירות שבשכירות.

## מגמות ברווחיות של חברות יצואניות ולא-יצואניות

- שיעור הרווח הגולמי (הנקי) הממוצע של החברות היצואניות עמד בשש השנים האחרונות על 20 אחוזים (0.7 אחוז) מסך ההכנסות, ואילו שיעור הרווח הגולמי (הנקי) הממוצע של החברות הלא-יצואניות היה גבוה יותר – 25 אחוזים (3 אחוזים) מסך ההכנסות.
- שיעור הרווח הגולמי (הנקי) של החברות היצואניות הגדולות – כשלוש חברות, שמשקלן בסך הכנסות החברות היצואניות הוא 40 אחוזים – עמד בשש השנים האחרונות על 27 אחוזים (12 אחוזים), והוא במגמת עלייה.
- בדיקה פרטנית מעלה ששער החליפין הריאלי משפיע על רווחיות החברות היצואניות הקטנות, שהן כל החברות היצואניות למעט שלוש הגדולות.
- מאחר שכושר ההסבר של שער החליפין לגבי רווחיות היצואנים מוגבל, ניתן לשער שהרווחיות מושפעת בעיקר מגורמים אחרים (ביניהם, כנראה, פרוץ החברה וכוח השוק).

להלן מוצג מדד לרווחיות של חברות יצואניות. מגזר היצוא נחשב לאחד מקטרי הצמיחה העיקריים של המשק הישראלי, ומכאן שמעקב שוטף אחר רווחיותו חיוני לצורכי המדיניות. המדד מאפשר לעקוב אחר שיעור הרווחיות של חברות בורסאיות יצואניות ולא-יצואניות בתדירות רבעונית מייד לאחר פרסום הדוחות הרבעוניים של החברות. ישנם כיום מספר מדדי רווחיות אחרים של המגזר המייצא, הבנויים על בסיס סיווג של ענפי המשק לענפים מייצאים ולא מייצאים<sup>1</sup>. לעומת זאת הסיווג המוצג כאן הוא על בסיס היצוא ברמת החברה הבודדת, ועל כן הוא, כנראה, מדויק יותר<sup>2</sup>.

לצורך בניית המדד עשינו שימוש בנתוני חברות בורסאיות, שאותן סיווגנו לשתי קבוצות: חברות מייצאות וחברות הפועלות רק בשוק המקומי. המדד לרווחיות החברות חושב כממוצע שיעור הרווח הגולמי<sup>3</sup> מההכנסות בכל

אחוזים מהמחזיקים ימכרו את הדירה השלישית, מדובר בכ-1,500 דירות.

מהאומדן הגס של שתי קבוצות אלו עולה גידול של כמות הדירות למכירה, או ירידת ביקוש, של 6,500 דירות. כדי לספק המחשה להשפעה על המחירים, ניתן לגזור קירוב מהמודל של נגר וסגל (2011)<sup>12</sup>, המכיל משתנה של מלאי הדירות. (נדגיש כי המודל הוא ליניארי): התרגיל שאנו עושים הוא הגדלת מלאי הדירות במשק ב-6,500 דירות, ללא שינוי מקביל באוכלוסייה. גידול כזה יפעל להפחתת המחירים בשיעור של כ-3 בממוצע<sup>13</sup>. עם זאת אפשר שהשפעה משנית של מעבר משכירות לרכישה – כתוצאה מעליית מחירי השכירות וירידת מחירי הדירות, כפי שהראתה המסגרת האנליטית – תמתן חלק מירידה זו. נדגיש שזהו אומדן גס, שכן במודל אין פונקציית ביקוש והיצע; במקרה הנידון מדובר בתזוזה של עקומת הביקוש שמאלה ומטה מהצד ה"ספקולנטי" ובתזוזה ההיצע ימינה ומטה מצד המחזיקים 3 דירות ויותר.

נציין כי במקרה של ציפיות לירידת מחירים הצעדים שננקטו אף עלולים להאיץ את הירידה של מחירי הדירות. לבסוף, חשוב לציין כי ניתוח השינויים במחירים אינו מביא בחשבון תופעות של אינרציה במחירים בטווחים הקצרים יותר.

<sup>1</sup> ראו לדוגמה: הערכת רווחיות היצוא התעשייתית – ההתפתחויות הכלכליות בחודשים האחרונים 122, מאי עד אוגוסט 2008, בנק ישראל.

<sup>2</sup> נוסף על כך, בעוד שהמדדים הקיימים כיום מגדירים את הרווחיות כשיעור התמורה להון בתפוקה, המדד הנוכחי מגדיר את הרווחיות כשיעור הרווח הגולמי של החברה מההכנסות.

<sup>3</sup> הרווח הגולמי מוגדר כסך ההכנסות מפעילות הליבה של החברה פחות סך ההוצאות מפעילות זו.

<sup>12</sup> ויצמן נגר וגיא סגל (2011), "מה מסביר את התפתחות מחירי הדירות ושכר הדירה בישראל, 1999-2010", יפורסם בקרוב.

<sup>13</sup> כמובן, סביב הערכה זו קיימות שונות. בהנחה של ליניאריות, בחישוב של סטיית תקן אחת מתקבלת 0.6 נקודת אחוז מסביב לממוצע; ועבור 2 סטיות תקן – 1.2 נקודות סביב הממוצע, כלומר ירידת מחירים של 2-4 אחוזים.