



תיבה - השקעות בדיור ובשוק ההון: השוואה מפרספקטיבה היסטורית

- בעשור האחרון הניבו השקעות בדיור תשואות גבוהות מאשר השקעות בשוק ההון.
- אולם כאשר מתבוננים על ביצועי ההשקעות באפיקים השונים מפרספקטיבה ארוכת טווח, מוצאים כי בשלושת העשורים האחרונים (1988—2017) הניבו השקעות במניות תשואות ממוצעות גבוהות יותר מהשקעות מקבילות בדיור ובאג"ח ממשלתיות¹. תוצאה זו נותרת בעינה גם לאחר שמביאים בחשבון את העלויות הכרוכות בהשקעות באפיקים השונים.
- חשוב להדגיש כי השקעה בדירה נבדלת מהשקעות בשוק ההון במאפיינים רבים, ביניהם מידת הנזילות, יכולת הפיזור, רמת המינוף, עלויות העסקה וההחזקה, תנאי המיסוי, המתאם עם תשואותיהם של נכסים אחרים ועוד. גם למאפיינים אלה השפעה על החלטות ההשקעה.

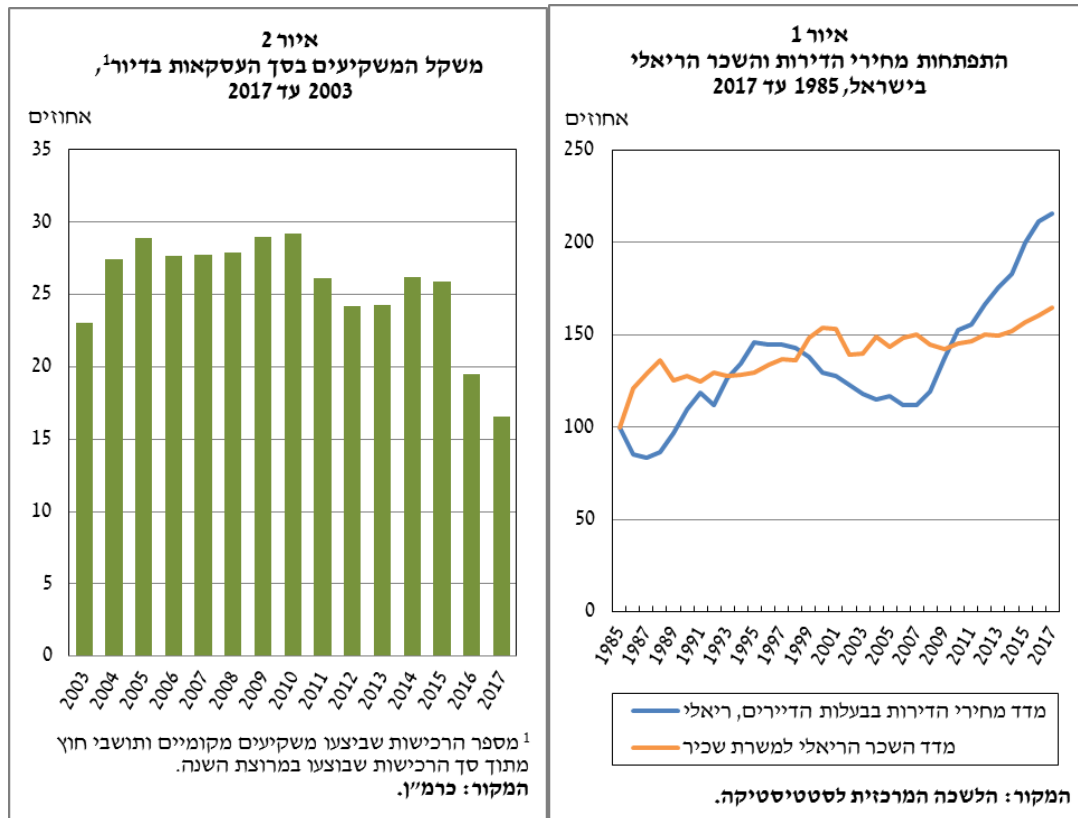
רקע

מאז 2008 עלו המחירים בשוק הדיור במהירות בליווי התרחבות מהירה בהיקף המשכנתאות. כדי להקטין את הלחץ לעליית המחירים נקטו קובעי המדיניות בשנים האחרונות צעדים כלפי המשקיעים בשוק הדיור, ביניהם הכבדה בתנאי המיסוי המוטל עליהם, מתוך מטרה להפחית מאטרקטיביות ההשקעה². אלה הובילו לכך שמשקל המשקיעים בסך עסקאות הרכישה ירד מלמעלה מרבע ב-2014—2015 ל-17% ב-2017³. עליית המחירים, הריבית הנמוכה על המשכנתאות והתשואות הנמוכות באפיקי השקעה אחרים העלו על סדר היום את השאלה אם השקעה בדירה עדיפה על השקעה בשוק ההון.

¹ ראו איור 7.

² בשנת 2014 בוטל הפטור ממס שבח שמשקיעים קיבלו אם הם מכרו דירה לאחר 4 שנים ומעלה מהמכירה הקודמת. בשנת 2015 הועלה למשקיעים מס הרכישה, וב-2016 קוצרה משנתיים לשנה וחצי התקופה שבה משפרי דיור זכאים להחזיק שתי דירות ולקבל הקלה במס רכישה.

³ כולל דירות שרכשו תושבי חוץ. ראו איור 2.



מחקרם של Mehra, Prescott (1985)⁴ משמש אבן דרך בספרות על ההבדלים בין אפיקי השקעה שונים. חוקרים אלה אמדו את פרמיית הסיכון על השקעה במניות ביחס להשקעה בחוב קצר טווח בסיכון נמוך, ובחנו אם ניתן להסבירה באמצעות מודל Arrow-Debreu לשיווי משקל כללי. הם מצאו כי בין 1889 ל-1978 עמדה הפרמיה הממוצעת על השקעה במדד S&P 500 על 6.2%, תוצאה שאינה מתיישבת עם המודל שכן היא גבוהה בהרבה מהצפוי במסגרתו. במחקר המשך התמקדו Dimson, Marsh, Staunton (2016)⁵ ב-17 מדינות בשנים 1900—2005 ומצאו פרמיה ממוצעת נמוכה יותר אך עדיין "גבוהה מדי" – 4.7% ביחס לתשואה מאג"ח ממשלתיות לטווח קצר.

Knoll, Schularick, Steger (2016)⁶ בחנו כיצד התפתחו מחירי הדירות ב-14 מדינות מפותחות ב-1870—2012. הם מצאו כי מאמצע המאה ה-19 ועד אמצע המאה ה-20 נותרו המחירים קבועים במונחים ריאליים, אך בעשורים הבאים הם עלו בחדות. עלייה זו נבעה מעלייה במחירי הקרקעות למגורים, ונמצא כי זהו הגורם העיקרי שקובע את מחירי הדירות בטווח הארוך.

במחקר העדכני ביותר שנערך בתחום Jorda et al. (2017)⁷ משווים בין התשואות ההיסטוריות מהשקעות במניות, באג"ח ממשלתיות ובדיוור, והשוואתם מקיפה 16 מדינות מפותחות במשך 146 שנה (1870—2015). הם מוצאים כי השקעות בדיוור ובמניות הניבו בתקופה זו תשואות ריאליות ממוצעות דומות – 7% ו-6.9%.

⁴ Mehra, R. and E. C. Prescott (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics* 15(2), 145-161.

⁵ Dimson, E., P. Marsh, and M. Staunton (2006). The worldwide equity premium: A smaller puzzle. In R. Mehra (Ed.), *Handbook of the Equity Risk Premium* (pp. 467-514).

⁶ Knoll, K., M. Schularick, and T. M. Steger (2016). No price like home: Global house prices, 1870-2012. *The American Economic Review* 107(2), 331-353.

⁷ Jorda et al. (2017). The rate of return on everything, 1870-2015. *NBER Working Paper 24112*, National Bureau of Economic Research.

בהתאמה – ואילו השקעה באג"ח ממשלתיות הניבה תשואה ממוצעת נמוכה בהרבה – 2.5%. עוד הם מוצאים כי בתקופות מאוחרות יותר הניבו המניות תשואות ממוצעות גבוהות משמעותית מהדיר: 8.3% לעומת 7.4% מאז 1950, ו-10.7% לעומת 6.4% מ-1980 ואילך. אפיק המניות הציג תנודתיות גבוהה בהרבה מהאפיקים האחרים בכל התקופות.

אנו נתרכז בישראל: נבחן את ההבדלים בין השקעה בדירור להשקעות בשוק ההון, ונתייחס הן להיבטי התשואה והסיכון והן להיבטים אחרים במאפייני ההשקעות. נתמקד ב-1988–2017 ונשווה השקעות בדירור להשקעות במדד ת"א 125⁸, במדד S&P 500 השקלי⁹ ובמדד הכללי לאג"ח ממשלתיות.

(1) השיקולים הנוגעים להחלטות ההשקעה

בסעיף זה נדון במאפיינים השונים של השקעות בדירור ובשוק ההון, ונציג בקצרה את היתרונות והחסרונות העיקריים הגלומים בכל אחד מהאפיקים. יתרונות וחסרונות אלה משפיעים מהותית על החלטות ההשקעה, וזאת לצד התשואה והסיכון – היבטים שנסקור בסעיף הבא.

יתרונות ההשקעה בדירה על פני השקעה בשוק ההון

הכנסה שוטפת: השקעה בדירה מניבה הכנסה שוטפת קבועה ויציבה יחסית, וזו נובעת משכר הדירה שמשלם השוכר מדי חודש לאורך תקופת ההשכרה (במידה שהדירה מושכרת והשוכר עומד בהתחייבויותיו). השקעה במניות מניבה הכנסה שוטפת (תשלומי דיווידנד) יציבה פחות: מקורה בתזרימים מפעילות הגוף המנפיק, והתשלום תלוי ברווחיות החברה ובנכונותה לחלק דיווידנד למשקיעים. אומנם משקיע בשוק ההון יכול להפיק הכנסה שוטפת באמצעות מימוש נכסים במנות קבועות, אולם הדבר כרוך בעלויות עסקה ולרוב דורש גם מעורבות פעילה מצד המשקיע, להבדיל מהכנסות משכר דירה.

מתאם עם נכסים אחרים: בין מחירי הדירות למחיריהם של נכסים פיננסיים יש בדרך כלל מתאם חלש (ולעיתים אף שלילי). אם אפוא משלבים בתיק ההשקעות דירור ונכסים פיננסיים וכך מבזרים אותו, הדבר עשוי להפחית את הסיכון הכולל של התיק ולשמור על רמת תשואה יציבה יותר גם בתקופות שבהן שוק ההון מציג ביצועים חלשים או תנודתיים. Jorda et al. (2017) מצאו כי בין 1870 ל-2015 המתאמים הנעים ל-10 שנים בין התשואות מדירור לתשואות ממניות מצויים בטווח שבין 0.1- ל-0.6. אנו מצאנו את המתאמים הכוללים הבאים בין התשואות החודשיות באפיקים השונים:

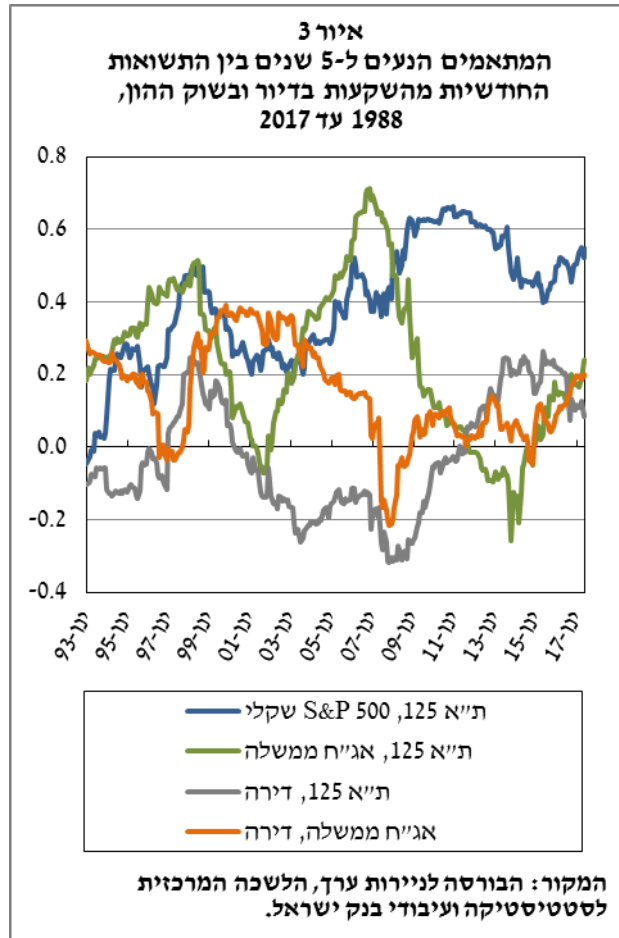
המתאמים בין התשואות החודשיות מהשקעות בדירור ובשוק ההון, 1988 עד 2017

דירה	אג"ח ממשלה כללי	S&P 500 שקלי	ת"א 125	
			1	ת"א 125
		1	0.31	S&P 500 שקלי
	1	0.12	0.22	אג"ח ממשלה כללי
1	0.18	0.03	-0.05	דירה

גם כאשר בחנו את המתאמים הנעים ל-5 שנים בין התשואות החודשיות מדירור לתשואות משוק ההון, מצאנו שבדרך כלל אכן קיים מתאם נמוך בין השקעה בדירור להשקעות בנכסים פיננסיים (איור 3).

⁸ עד פברואר 2017 – מדד ת"א 100.

⁹ מכפלה של המדד לתשואה הכוללת בשער החליפין ש"ח/ דולר. כך נכללת השפעת השינוי בשער החליפין על שווי ההשקעה.



מינוף: כאשר המשקיע הטיפוסי נוטל משכנתה לרכישת דירה, הוא למעשה ממנף במידה משמעותית את הונו העצמי וכך יכול להשיג תשואה משופרת על ההשקעה. אותו משקיע יתקשה ללוות בהיקף ובתנאים דומים כדי לרכוש ניירות ערך, שכן אלה משמשים למלווה בטוחה יציבה פחות; מסיבה זו הריבית על אשראי למימון השקעה בשוק ההון גבוהה מהריבית על משכנתאות. המינוף נעשה אטרקטיבי אף יותר בתקופות שבהן הריבית נמוכה ומוזילה את מימון ההשקעה. אולם חשוב לזכור כי מינוף טומן בחובו עלייה ברמת הסיכון של ההשקעה, ולכן אין זה ברור כי האפשרות למנף מהווה יתרון: הדבר תלוי בהעדפות הסיכון של המשקיע.

היבטים פסיכולוגיים: חלק מהמשקיעים עשויים להפיק תועלת פסיכולוגית מהשקעה בדירה, למשל דרך תחושות ודאות וביטחון מבעלות על נכס פיזי או משום שהיכרותם עם מאפייני הנכס טובה מהיכרותם עם מאפייניהם של נכסים שנסחרים בשוק ההון.

יתרונות ההשקעה בשוק ההון על פני השקעה בדירה

עלויות עסקה: קנייה ומכירה של דירה כרוכות לרוב בהוצאות עסקה כבדות. אלה כוללות בעיקר שכר טרחה לעורך דין (כ-1% משווי העסקה), עלויות חיפוש (בקנייה – חיפוש דירה, במכירה – חיפוש קונים), ובמקרים רבים גם דמי תיווך (1%–2% משווי העסקה). נוסף לכך יש לשלם במעמד הקנייה מס רכישה, ובהמשך נרחיב את הדיון בכך. לעומת זאת, הוצאות העסקה בקנייה ובמכירה של ניירות ערך כוללות עמלות קנייה ומכירה. אלה משולמות בשיעורים שונים לכל עסקה, ובדרך כלל הן נמוכות משמעותית מהוצאות העסקה בדירה.

מאחר שעסקה בדירה כרוכה בהוצאות גבוהות ובמס רכישה, לרוב אין זה משתלם להשקיע בדירור השקעה קצרת טווח; השפעתן של ההוצאות החד-פעמיות על התשואה נטו פוחתת ככל שעולה משך ההשקעה וההוצאות נפרסות על פני שנים רבות יותר. השקעות בשוק ההון כרוכות בעלויות עסקה נמוכות בהרבה, ולכן עשויות להיות כדאיות גם בטווח קצר.

עלויות החזקה: השקעה בדירה מלווה בעלויות החזקה ניכרות, לרבות הוצאות פחת ותחזוקה, שיפוץ, ביטוח, ועלויות שנובעות מהצורך למצוא שוכרים לאורך תקופת ההשקעה. בהשקעות בשוק ההון עלויות ההחזקה פחותות משמעותית, והן כוללות בעיקר דמי ניהול ועמלות טיפול שונות בשיעורים משתנים.

סיכון אי-השכרה: משקיע בדירה עלול להתקשות במציאת שוכרים ולהיפגע מאובדן תשואה בתקופות שבהן הדירה ריקה מדיירים; יתר על כן, בתקופות אלה יהיה עליו לשאת בעצמו בעלויות המושטות לרוב על השוכר (למשל ארנונה ותשלומים לוועד הבית). הקושי למצוא שוכרים משתנה לפי מאפייני הדירות והאזורים השונים, ובדרך כלל הוא גובר עם המרחק מאזורי הביקוש. משקיע בשוק ההון אינו חשוף לסיכון מסוג זה.

נזילות: בשעה שהקנייה והמכירה של ניירות ערך מהירות ופשוטות יחסית, בשוק הדירור התהליך מסורבל וכרוך בעלויות ובמשאבי זמן משמעותיים. זאת ועוד, את ההשקעה בניירות ערך ניתן לממש לשיעורין לפי צורכי המשקיע, בשעה שאת ההשקעה בדירה אפשר לרוב לממש רק בשלמותה. מכאן שהשקעה בשוק ההון מציעה רמות גבוהות יותר של סחירות ונזילות, ומבחינה זו היא עדיפה (למעשה, נצפה למצוא פרמיית אי-נזילות על השקעה בדירור).

הון מינימלי: מחיר הדירה האופיינית גבוה בהרבה ממחיריהם של מרבית הנכסים הפיננסיים. לכן השקעה בשוק הדירור מצריכה הון התחלתי גדול בהרבה מהשקעה בשוק ההון.

פיזור: משקיע בשוק ההון יכול לפזר בקלות את השקעתו: הוא יכול להשקיע במספר גדול של נכסים ומכשירים פיננסיים משווקים ומענפים שונים, וכך לצמצם את רמת הסיכון שהוא חשוף לה מבלי לפגוע בתשואה הצפויה מההשקעה. לעומתו המשקיע האופייני בדירה צריך להשקיע סכום גדול בנכס בודד, ולכן הוא בדרך כלל יכול לרכוש דירה אחת או לכל היותר מספר דירות קטן. לפיכך יש לו יכולת מוגבלת בהרבה לפזר את ההשקעה, והוא חשוף במידה רבה למתרחש בשוק הדירור. יתר על כן, ביצועי ההשקעה תלויים בלעדית בהתנהגות הדירה המסוימת שבבעלותו, וזו עשויה להיות שונה מהממוצע בשוק הדירור ואף לסבול מתנודתיות גבוהה יותר (אם להשתמש בהקבלה לשוק ההון, הדבר דומה להשקעה במניה בודדת לעומת השקעה מפוזרת בהרכב מגוון של נכסים). מבחינה זו ההשקעה בדירה מסוכנת יותר. סיכון זה אינו משתקף בנתונים שיוצגו בהמשך: אלה נגזרים ממדדים למחירי הדירות ולשכר הדירה ולפיכך מייצגים פיזור על פני כלל הדירות בשוק, אף כי בפועל הפיזור אינו אפשרי בהשקעה ישירה בדירור.

היבטי מיסוי

מיסים על הכנסה שוטפת: תנאי המיסוי על הכנסה השוטפת מהשקעה בדירה – תקבולי שכר הדירה – מקלים יותר מתנאי המיסוי על הכנסה השוטפת מניירות ערך (דיווידנד במניות ותשלומי ריבית באג"ח). בשעה שעל הכנסה משכר דירה יש פטור נרחב ממס¹⁰, הכנסה השוטפת בשוק ההון חייבת במס אחיד

¹⁰ שכר דירה שמגיע עד 5,010 ש"ח בחודש פטור לחלוטין ממס הכנסה; שכר דירה שמגיע עד 10,020 פטור חלקית, הסכום החייב במס ממוסה בשיעור המס השולי החל על כלל הכנסותיו של המשכיר (אך בכל מקרה הוא אינו נמוך מ-31%), והוא מחושב בניכוי הוצאות עסקה והחזקה. לחלופין ניתן לבחור בין שני מסלולים לתשלום מס על כל הכנסה משכר דירה: מס מופחת בגובה 10% ללא ניכוי הוצאות, או מס בהתאם לשיעור המס השולי על כלל הכנסותיו של המשכיר בניכוי הוצאות עסקה, החזקה ופחת.

שיעורו 25% מהרווח הריאלי החל מהשקל הראשון (פרט לאג"ח שקליות, החייבות במס ששיעורו 15% מהרווח הנומינלי). מבחינה זו להשקעה בדירה יתרון על פני השקעה בניירות ערך.

מיסים על רווחי הון: במעמד מכירת דירה משלמים המוכרים מס שבח בשיעור 25% מהרווח הריאלי (ההפרש בין מחיר המכירה למחיר הקנייה בקיזוז הוצאות רכישה והשבחה). בעת מימוש השקעה בשוק ההון משלמים המשקיעים מס על רווחי הון בשיעור 25% מהרווח הריאלי (15% מהרווח הנומינלי במקרה של אג"ח שקליות). מבחינה זו אפוא אין הבדל בין דירות לשוק ההון. אולם מחזיקי דירה יחידה פטורים ממס שבח, והדבר מעניק יתרון מיסויי נוסף להשקעה בדירה כשהמשקיעים אינם מחזיקים בבעלותם דירה נוספת (להשקעה או למגורים).

מס רכישה: רוכשי דירות להשקעה חייבים במס רכישה בשיעור 8% ממחיר הקנייה עד לתקרת מחיר שגובהה 4.97 מיליוני ש"ח, ובשיעור שולי שגובהו 10% מעבר לה¹¹. לעומתם רוכשי דירה יחידה פטורים מתשלום המס עד לתקרת מחיר שגובהה 1.62 מיליון ש"ח, ומעבר לה הם חייבים במס שולי במדרגות עולות¹². משקיעים בשוק ההון אינם נדרשים לשלם מס כלשהו במעמד הרכישה – המיסוי חל על רווחים בלבד. מבחינה זו יש יתרון להשקעה בשוק ההון (למעט כשמדובר ברוכשי דירה יחידה שמחירה מצוי מתחת לסף המס). יתרון זה משמעותי יותר ככל שמשך ההשקעה יורד; לשם המחשה, בהשקעה לשנתיים מס הרכישה מכלה את כל התשואה משכר דירה (בהנחה שגובהה 3%—4% לשנה; ראו לוח בנספח).

קיזוז הפסדים: יתרון מיסויי נוסף לשוק ההון נעוץ ביכולת לקזז הפסדים מהשקעות מסוימות כנגד רווחים מהשקעות אחרות באותה שנה או בשנים עוקבות, וכך להקטין את חבות המס בגין הרווח הכולל. לעומת זאת, הפסד מהשקעה בדירה אי-אפשר לקזז כנגד רווחים מהשקעות בדירות או בנכסים אחרים (אלא אם ההכנסות מדירה מסווגות כעסקיות, שכן אלה מאפשרות לקזז הפסדים כנגד רווחים ממקורות אחרים).

(2) השוואת התשואות מהשקעות בדיור ובשוק ההון

בסעיף זה נשווה בין ביצועיהן של השקעות בדיור ובשוק ההון בשנים 1988—2017. נציג את התפתחות שוויין של ההשקעות בחתכי זמן שונים, את התשואות שהן הניבו, ואת רמות התנודתיות שנלוו להן¹³. נוסף לכך נעריך את העלויות הכרוכות בהשקעות באפיקים השונים כדי לנכותן ולאמוד את התשואות נטו.

את התשואה מהשקעה בדירה חישבנו מתוך מדד מחירי הדירות, המחיר הממוצע לדירה ושכר הדירה הממוצע. אלה מייצגים את הדירה הממוצעת בלבד, ולפיכך לא נוכל להסיק מהם מסקנות לגבי דפוסי ההתנהגות של דירות בעלות מאפיינים ספציפיים שנוגעים למשל למיקום הגיאוגרפי, לגיל או למספר החדרים; בהחלט ייתכן כי דירות מסוג מסוים יציגו ביצועים טובים הרבה יותר או הרבה פחות מהדירה הממוצעת. דוגמה להבדלים בין דירות בעלות מאפיינים שונים מצויה באופן שבו התפתחו מחירי הדירות

¹¹ מס הרכישה למשקיעים הועלה ביולי 2015. לפני כן עמד שיעורו על 5%—7% עד לתקרה שגובהה 4.64 מיליוני ש"ח ועל 8% לסכומים גבוהים מהתקרה.

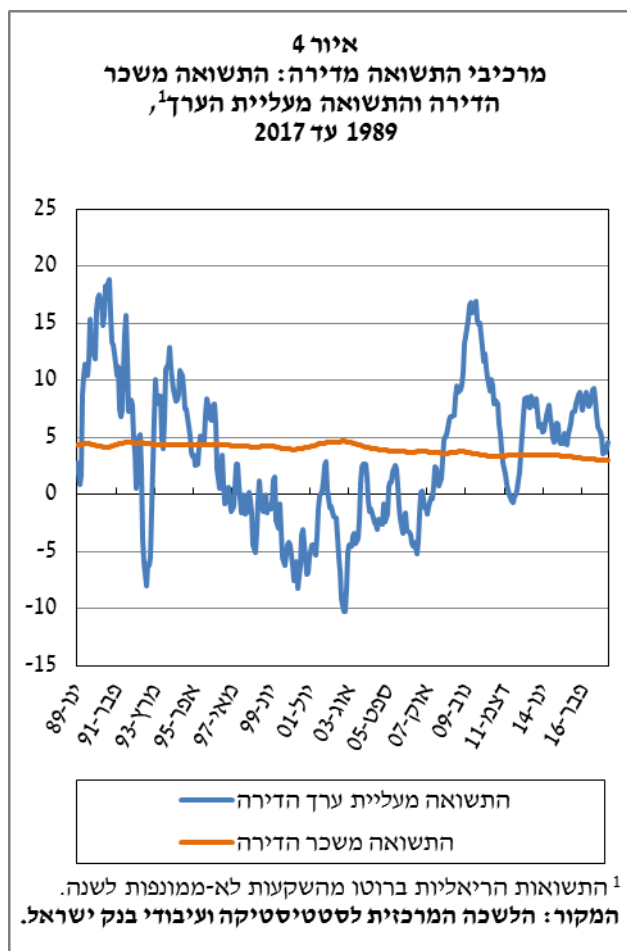
¹² 3.5% עד לתקרה שגובהה 1.93 מיליון ש"ח, 5% עד לתקרה שגובהה 4.97 מיליוני ש"ח, 8% עד לתקרה שגובהה 16.56 מיליוני ש"ח, ו-10% לאחר מכן.

¹³ כדי ליצור בסיס אחיד להשוואה בין האפיקים חישבנו את התשואות בהנחה שהון עצמי משמש מקור יחיד להשקעות, וזאת אף על פי שמשקיעים בדירה נעזרים לרוב במשכנתה. השקעות ממונפות (ובכללן רכישת דירה במשכנתה) עשויות להניב תשואות גבוהות מאלה המוצגות להלן, אך הן כרוכות בסיכון גדול יותר.

באזורים השונים מתחילת 2007: מחירי הדירות בגוש דן עלו מאז ועד היום פי 2.8, בשעה שבאזורים אחרים הם עלו בשיעורים מתונים יותר (פי 2.2 בדרום הארץ, פי 2.4 בצפון, ופי 2.5 במרכז ללא גוש דן)¹⁴.

ניתן לחלק את התשואה מהשקעה בדירה לשני מרכיבים קשורים: התשואה השוטפת משכר הדירה והתשואה מהעלייה שחלה בערך הנכס בין הקנייה למכירה (רווח הון). בשעה שתקבולי שכר הדירה נפרסים לאורך תקופת ההשקעה וזמינים למשיקיע לשימוש שוטף, הרווח (או ההפסד) ההוני מתקבל עם מכירת הדירה ואינו מובטח עד למועד מימוש ההשקעה.

כדי לחשב את התשואה מעלייה בערך הדירה נטלנו את שיעור השינוי שחל בתקופת ההשקעה במדד מחירי הדירות בבעלות הדיירים, וניכינו ממנו את השינוי במדד המחירים לצרכן באותה תקופה. כדי לחשב את התשואה משכר הדירה נטלנו את סך התקבולים השנתיים משכר הדירה (על פי שכר הדירה הממוצע שמחשבת הלמ"ס)¹⁵, וחילקנו אותו בערך הדירה השוטף (לפי מחיר הדירה הממוצע שמחשבת הלמ"ס). לכל אורך התקופה הנסקרת נעה התשואה הריאלית משכר הדירה בטווח יציב יחסית – בין 3% ל-4.6%¹⁶. לעומתה התשואה מעלייה בערך הדירות הציגה תנודתיות גבוהה הרבה יותר (איור 4).



קצת נשווה בין ביצועי השקעות באפיקים השונים בכמה תקופות. כדי לחשב את התשואות בשוק ההון השתמשנו במדדי מניות ואג"ח המחושבים בהנחה שההכנסה השוטפת (תקבולי הריבית או הדיווידנד)

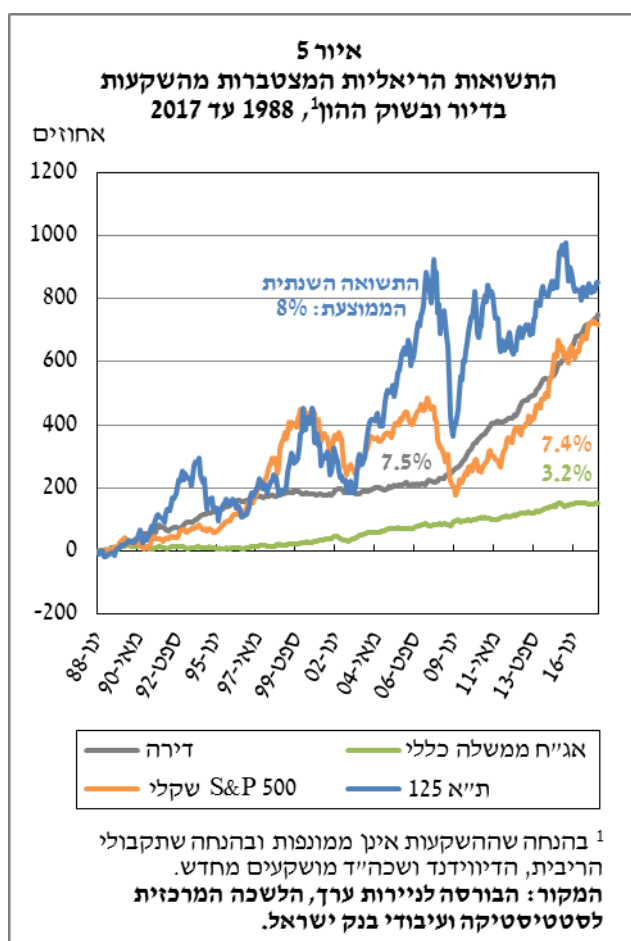
¹⁴ לפי המחירים הנומינליים החציוניים לדירות בנות 1.5—5 חדרים, מתוך כרמ"ן.
¹⁵ הנתונים אינם זמינים לפני 1998. כדי לקבל אומדן לשכר הדירה הממוצע ב-1988—1997 שרשרנו את נתוני 1998 לפי מדד מחירי הדיור (שמשקף את עלות שירותי הדיור בהתבסס על חוזי שכירות).
¹⁶ בהנחה שהדירה מושכרת ברצף לאורך כל תקופת ההשקעה. מבחינה זו מדובר באומדן יתר לתשואה משכר הדירה.

מושקעת מחדש במדד. במטרה ליצור השוואה תקפה בין האפיקים נניח כי גם תקבולי שכר הדירה מושקעים מחדש במלואם, במקרה זה בתשואת הדירה בתקופות הבאות. בהנחה ששכר הדירה מתקבל אחת לחודש ומושקע מחדש בסוף אותו חודש, המדד לשווייה הכולל של השקעה בדירה יחושב באופן הבא:

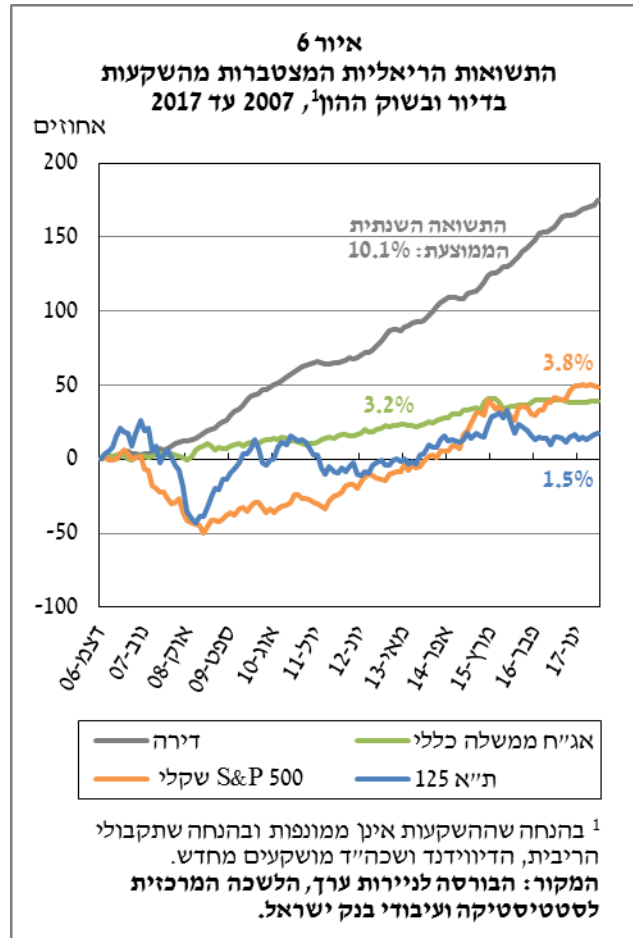
$$V_t = V_{t-1} * \left(\frac{P_t}{P_{t-1}} + R_t \right)$$

כאשר V_t מייצג את שווי ההשקעה הכולל בחודש t , P_t מייצג את מחיר הדירה בחודש t , ו- R_t מייצג את התשואה החודשית משכר דירה בחודש t . בהקשר זה יש להעיר כי השקעה מחדש של ההכנסה השוטפת מדירה מעשית פחות מהשקעה מחדש בשוק ההון, ומשמעותה רכישת "חלקי דירה" בתקבולי שכר הדירה או השקעתם בשיפוץ הנכסים הקיימים.¹⁷

ראשית נתבונן בהשקעות שהחלו בינואר 1988, ונבחן את התשואות הריאליות המצטברות ברוטו בארבעת האפיקים שהתמקדנו בהם (איור 5). בהסתכלות זו ההשקעה במדד ת"א השיגה את התשואה הגבוהה ביותר, ההשקעות בדירה ובמדד S&P 500 השיאו תשואות דומות, והאג"ח הממשלתיות הניבו את התשואה הנמוכה ביותר. אולם מתוצאה זו אי-אפשר להסיק מסקנות כלליות לגבי התשואות באפיקים השונים, שכן היא נקודתית ותלויה בכך שבחרנו ב-1988 כנקודת מוצא. אם נבחן לדוגמה את התשואות הריאליות המצטברות ברוטו מהשקעות שהחלו בראשית 2007, ערב המשבר הפיננסי העולמי, נקבל תוצאות שונות משמעותית – כפי שמראה איור 6.

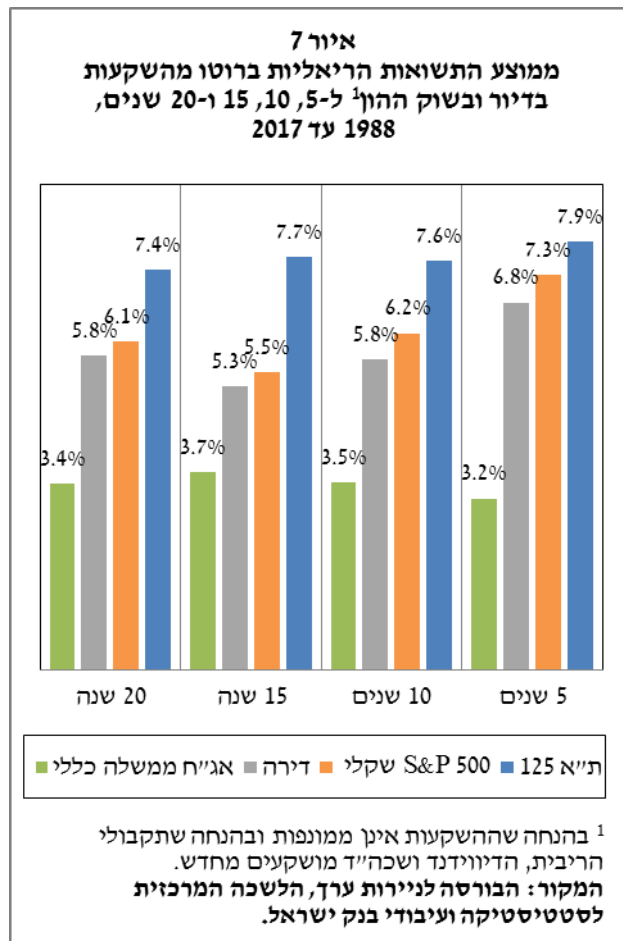


¹⁷ ללא השקעה מחדש של התקבולים משכר דירה התשואה מהשקעה בדירה נמוכה מזו המוצגת (בהשקעות ל-10 שנים התשואה הריאלית הממוצעת נמוכה בכ-1.25 נקודת אחוז).



הפעם אנו רואים כי מדדי המניות ספגו מכה קשה בתחילת התקופה, ועד ראשית 2009 הם איבדו קרוב למחצית מערכם ההתחלתי. לעומתם שווייה של השקעה בדירה עלה במהירות לאורך התקופה, ותוך עשור הוא הגיע לרמה גבוהה פי 2.7 מרמתו ההתחלתית. העלייה במחירי הדירות החלה לאחר עשור של ירידת מחירים ריאלית, ומסבירים אותה בין השאר המחסור שנוצר בהיצע עקב מיעוט של התחלות בנייה והעובדה שהריביות בישראל ובעולם הופחתו לשפל היסטורי במהלך התקופה. הריבית הנמוכה סייעה לתהליך משני כיוונים – היא הוזילה את תשלומי הריבית על משכנתאות ובמקביל הפחיתה את התשואות האלטרנטיביות בשוק האג"ח – וכך העלתה את הביקוש לדירות כמוצרי השקעה. כל אלה דחפו מעלה את מחירי הדירות, והפכו את ההשקעה בהן בתחילת התקופה לכדאית בהרבה מהשקעות ביתר האפיקים.

ההבדלים בין התוצאות באיורים 5 ו-6 מעידים כי הן רגישות מאוד לבחירה בנקודת המוצא ולתקופת ההשקעה. הסתכלות כזו אינה מציגה אפוא את התמונה המלאה ומקשה עלינו להשוות בין האפיקים מפרספקטיבה רחבה. כדי לערוך השוואה רחבה נתייחס לממוצע התשואות השנתיות הנובעות מהשקעה בכל אפיק כאשר משך ההשקעה קבוע (5, 10, 15, או 20 שנים), אך מועדי תחילת ההשקעה וסיומה משתנים ברמה חודשית במהלך התקופה (1988–2017). בדרך זו נחשב את ממוצע התשואות שהניבו השקעות במועדים רבים, ונקבל תמונה מייצגת יותר של התשואות האופייניות בכל אפיק לאורך 30 השנים האחרונות. תמונה זו מוצגת באיור 7.



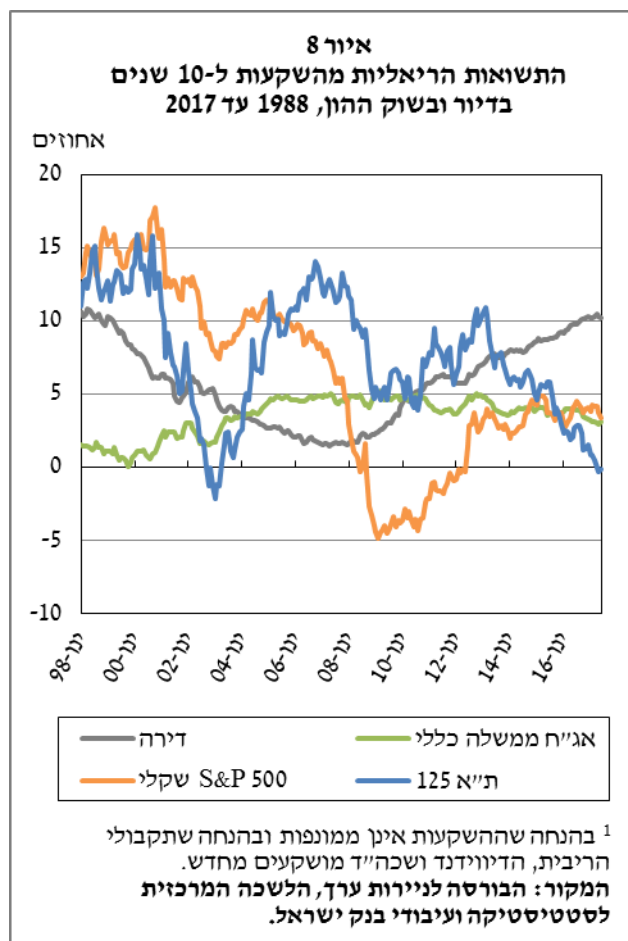
האיור מראה כי בכל ארבע התקופות, נשמר דירוג זהה לתשואות הממוצעות שהניבו האפיקים: מדד ת"א 125 מניב את התשואה הגבוהה ביותר, ההשקעות במדד S&P 500 ובדירה מניבות תשואות ממוצעות דומות, והאג"ח הממשלתיות משיגות את התשואה הנמוכה ביותר. מבחינה זו התוצאות מזכירות את אלה שקיבלו Jorda et al. (2017) בתקופות המאוחרות יותר: תשואות הממוצעות במניות גבוהות מאשר בדירור, ובשניהם הן גבוהות משמעותית מאשר באג"ח ממשלתיות.

נבחן גם את מידת התנודתיות הכרוכה בהשקעות בכל אפיק, על פי סטיות התקן של התשואות שהם הניבו בשנים 1988—2017¹⁸. כצפוי, השקעה במניות תנודתית בהרבה מהשקעות ביתר האפיקים: סטיות התקן של התשואות במדד ת"א 125 ובמדד S&P 500 עומדות על 20.9% ו-14.3% בהתאמה¹⁹, בשעה שבדירור ובמדד הכללי לאג"ח ממשלתיות הן עומדות על 4.4%. אולם יש להיזהר כשמפרשים את סטיית התקן של התשואות מדירור. כזכור, חישובנו אותן מתוך המדדים למחירי הדירות ולשכר הדירה, ואלה ממצעים את התשואות של כלל הדירות בשוק. לכן התוצאה שהצגנו לעיל אינה משקפת כראוי את תנודתיות התשואה מהשקעה בדירה ספציפית: זו עשויה להיות גבוהה יותר ולגלם סיכון רב יותר עקב פיזור הנמוך.

התוצאות לעיל משקפות רק את ממוצע התשואות בתקופה שנבדקה, אולם מעניין לבחון גם את התפתחותן במהלכה ולזהות מגמות. לצורך כך נתבונן בתשואות מהשקעות ל-10 שנים בכל אחד מארבעת

¹⁸ חישובנו את סטיות התקן מתוך התשואות החודשיות בארבעת האפיקים, והמרנו את התוצאה למונחים שנתיים.
¹⁹ בחנו כזכור את מדד S&P 500 בגרסתו השקלית. סטיית התקן מהשקעה במדד זה אינה נובעת רק מהתנהגות המדד המקורי אלא גם משינויים בשער החליפין ש"ח/דולר. בפועל מצאנו סטיות תקן דומות בתשואות המדד הדולרי והמדד השקלי, כמו גם תשואות ממוצעות דומות בכל התקופות.

האפיקים (איור 8)²⁰. אפשר לראות כי השקעות בדירה הניבו תשואות נמוכות מהשקעות במדד ת"א 125 לאורך מרבית התקופה, ורק השקעות בדיוור שהסתיימו באוקטובר 2013 ואילך הניבו בעקביות תשואות גבוהות מהתשואות ביתר האפיקים. עוד אפשר לראות כי מגמת העלייה החדה בתשואה מדירה החלה עם ההשקעות שהסתיימו במהלך 2008, כלומר בתחילת המחזור הנוכחי של העלייה במחירי הדירות. בהשקעות מוקדמות יותר התשואה מדיוור גבוהה מהתשואה המקבילה ממדד ת"א 125 רק ב-20% מהמקרים, ובכולם היא נמוכה מהתשואה ממדד S&P 500 השקלי.



כעת ננסה לאמוד כיצד העלויות שכרוכות בהשקעות באפיקים השונים (הוצאות עסקה, החזקה ומס) משפיעות על התשואות המתקבלות. נתבונן בהשקעות של מיליון ש"ח ל-10 שנים בשלושה אפיקים – במדד ת"א 125, במדד הכללי לאג"ח ממשלתיות ובדירה לפי מדד מחירי הדירות²¹ – ונפחית את העלויות מתשואות הברוטו שמצאנו לעיל כדי לאמוד את התשואה הריאלית נטו בכל אפיק.

לגבי ניירות ערך נניח כי (א) עמלות הקנייה והמכירה עומדות על 0.1% משווי העסקה, והן נגבות פעמיים בלבד לאורך ההשקעה, בתחילתה ובסופה²²; (ב) דמי הניהול השנתיים עומדים על 0.05% מהשווי השוטף של התיק; (ג) מס רווחי ההון עומד של 25% מהרווח הריאלי במכירה. לגבי השקעה בדירה נניח כי (א) מס הרכישה עומד על 8% ממחיר הרכישה (זהו שיעורו הבסיסי כיום); (ב) ההוצאות על עו"ד ותיווך עומדות

²⁰ בכל נקודת זמן בתרשים מוצגות התשואות השנתיות הריאליות מהשקעות ל-10 שנים שהסתיימו באותה נקודת זמן. למשל, בינואר 2017 מוצגות התשואות מהשקעות בתקופה שבין ינואר 2007 לינואר 2017.

²¹ הפעם מדד S&P 500 לא נבחן. העלויות הכרוכות בהשקעה בו עשויות להיות גבוהות במעט מעלויות ההשקעה במדד ת"א 125 אך הן אינן שונות מהותית.

²² לפי עמלות המסחר בארבעה בתי השקעות גדולים בישראל.

יחד על 1.5% משווי העסקה והן משולמות פעמיים, בקניית הדירה ובמכירתה; (ג) ההוצאות על תחזוקת הדירה והפסד שכר הדירה בתקופות שבהן היא ריקה משוכרים מגיעים יחד בכל שנה לשכר הדירה המשולם תמורת שבועיים; (ד) מס השבח מגיע ל-25% מהרווח הריאלי במכירה, וההכנסות משכר הדירה פטורות ממס הכנסה שכן על יסוד התשואה הממוצעת משכר דירה לאורך התקופה, הן נמוכות מ-5,010 ש"ח בחודש.

בהנחות אלה מתקבלות התוצאות הבאות (ראו פירוט בנספח):

התשואה השנתית הממוצעת, ברוטו ונטו, מהשקעה ל-10 שנים

ההפרש בנקודות אחוז	התשואה הריאלית נטו	התשואה הריאלית ברוטו	ההשקעה
1.53	6.06%	7.59%	מדד ת"א 125
0.83	2.66%	3.48%	מדד אג"ח ממשלה כללי
0.88	4.87%	5.76%	דירה

אנו רואים כי גם בשקלול השפעתן של עלויות ההשקעה, דירוג האפיקים לפי רמת תשואה נותר זהה. כאשר בוחנים את ההפרש בין התשואות ברוטו ונטו בכל אפיק, מתברר כי עלויות ההשקעה שחקו את ההשקעה במניות במידה הרבה ביותר, ואילו ההשקעות באג"ח ממשלתיות ובדיוור נשחקו פחות.

התשואה נטו מהשקעה בדירה מציגה את הרגישות הרבה ביותר למשך ההשקעה: ככל שהוא מתקצר כך גוברת השפעתם של הוצאות העסקה ומס הרכישה והתשואה נטו יורדת. בהשקעות ארוכות פוחתת השפעתן של הוצאות העסקה, בשעה שהטבת המס על ההכנסה משכר דירה הופכת למשמעותית יותר. התשואה נטו מהשקעות בשוק ההון מושפעת פחות ממשך ההשקעה: הוצאות העסקה נמוכות יותר וההכנסה השוטפת ממוסה במלואה. מכאן שבהשקעות לתקופות קצרות ייווצר פער גדול יותר בין התשואות נטו מהשקעות במניות לתשואות נטו מהשקעות בדיוור.²³

לסיכום, ב-1988—2017 הניבו השקעות במניות לתקופות שונות תשואות ממוצעות (ברוטו ונטו) גבוהות מהשקעות מקבילות בדיוור וגבוהות משמעותית מהשקעות באג"ח ממשלתיות. נזכיר שוב כי כמפורט בחלקה הראשון של התיבה, מסלולי ההשקעה השונים אינם נבדלים אלה מאלה רק בתשואות שהם מניבים למשקיעים אלא גם במאפיינים מהותיים נוספים, לרבות רמות סחירות ונזילות, מימון ומינוף, פיזור, מיסוי והיבטים פסיכולוגיים.

²³ לשם המחשה נתבונן בהשקעות ל-5 שנים שתשואת הברוטו עליהן זהה. במקרה זה התשואה הריאלית נטו מדירה יורדת מ-4.87% ל-3.78%, בשעה שהתשואות נטו ממניות ומאג"ח משתנות במידה מתונה יותר (מ-6.06% ל-5.82% ומ-2.66% ל-2.59%, בהתאמה).

נספח: התשואות נטו מהשקעות ל-10 שנים לאחר הוצאות עסקה, החזקה ומס (*)

הנחות	השקעה בדירה	השקעה באג"ח – המדד הכללי לאג"ח ממשלתיות	השקעה במניות – מדד ת"א 125	
	1,000,000	1,000,000	1,000,000	סכום ההשקעה
				הוצאות עסקה
0.1% משווי העסקה בקנייה ובמכירה		2,408	3,079	עמלות קנייה ומכירה
8% ממחיר קניית הדירה ⁽¹⁾	80,000			מס רכישת דירה
1.5% משווי העסקה בקנייה ובמכירה	32,624			הוצאות על עו"ד ותיווך
				הוצאות החזקה
0.05% משווי התיק השוטף		607	764	דמי ניהול ני"ע, בשנה
שכ"ד לשבועיים ⁽²⁾	1,662			תחזוקה + הפסד שכ"ד מדירה ריקה, בשנה
				מיסוי הכנסה שוטפת
0% ^{(1) (3) (4)}	-			מס על הכנסה משכ"ד
				מיסוי רווחי הון
25% מהרווח הריאלי במכירה ^{(1) (5)}	11,421	99,944	267,006	מס רווחי הון / מס שבח
				סה"כ
	5.76% ⁽⁶⁾	3.48%	7.59%	התשואה הריאלית השנתית, ברוטו
	140,663	108,417	277,728	הוצאות העסקה, ההחזקה, והמס בכל התקופה
	4.87%	2.66%	6.06%	התשואה הריאלית השנתית, נטו
	0.88	0.83	1.53	ההפרש בין התשואות נטו וברוטו, בנקודות אחוז

- (1) לאורך התקופה שנבחנה חלו מספר שינויים במס הרכישה, במס השבח ובמס על רווחי הון. הנתונים בלוח מחושבים בהנחה שדנים בדירה שנייה בתנאי המיסוי העכשוויים.
- (2) בהנחה שאין הוצאות שיפוץ והשבחה, למעט תחזוקה שוטפת.
- (3) בהנחה שתקבולי הריבית והדיווידנד מושקעים מחדש, תשלום המס בגינם מחושב בסוף התקופה כחלק ממס רווחי הון.
- (4) פטור מלא לשכר דירה נמוך מ-5,010 ש"ח בחודש.
- (5) הוצאות העסקה וההחזקה מוכרות לצורכי מס.
- (6) התשואות הריאליות הממוצעות ברוטו מהשקעות ל-10 שנים.
- (*) החישוב מתעלם מגורם ההיוון. התחשבות בהיוון מקטינה את כדאיות ההשקעה בדירה יחסית לכדאיות ההשקעה בניירות ערך, כיוון שברכישת דירה חלק גדול יותר מההוצאות משולם בראשית התקופה, בשעה שהוצאות המס בסוף התקופה גדולות יותר בהשקעה בניירות ערך.