



ניתוח מרכיב ההטבה במע"מ 0 לרוכשי דירה ראשונה

בבואנו לחשב את שווייה של אופציית ה-PUT השתמשנו בנתונים הבאים:

מחיר נכס בסיס

במטרה לגלם את שווייה של דירה ממוצעת בישראל בחרנו להשתמש במדד מחירי הדירות של הלמ"ס. מדד זה מפורסם מדי חודש, עם פרסום מדד המחירים לצרכן, ובאחרון של חודשיים. מדד מחירי הדירות של הלמ"ס לחודש דצמבר 2013 עמד על 334.7 נק'.

תקופת החסימה (אורך חיי האופציה)

תקופת החסימה הינה ל-5 שנים מיום אכלוסה. משך הזמן הממוצע לבניית דירה ביוזמה פרטית עמד בחודש הרבעון האחרון של 2013 על 27 חודשים. על כן, תקופת החסימה נע בין-5 ל-7.25 שנים. לכן, תקופת החסימה הממוצעת עומדת על 6.12 שנים.

ריבית חסרת סיכון

היות ותקופת החסימה נעה בטווח, בחרנו בריבית חסרת הסיכון הנגזרת מעקום התשואות הנומינאלי הממשלתי לתקופה החסימה הממוצעת, קרי 6.12- שנים. ריבית חסרת סיכון שנלקחה עומדת על 3.2%.

תשואת הדיבידנד

היות ודירה הינה נכס המניב דמי שכירות, בחרנו לגזור את תשואת הדיבידנד מחלוקת השכירות השנתית הממוצעת במחיר הדירה הממוצעת בישראל. נתונים אלה נלקחו מפרסומי הלמ"ס נכון לרבעון האחרון של 2013. תשואה הדיבידנד שהתקבלה עומדת על 3.48%.

סטיית טקן

סטיית התקן של תשואת הנכס נגזרה מסטיית התקן של התשואה השנתית של מדד מחירי הדירות המפורסם ע"י הלמ"ס עמדה, נכון לדצמבר 2013, על 6.5%.

מחיר מימוש

מחיר המימוש בשתי המתודות התבסס על 50,000 תרחישים שחושבו בעזרת מודל מונטה-קרלו. מחיר המימוש ששימש לחישוב הנכיון עפ"י "פינרטי" מניח ירידה ממוצעת של 7.7% במחירי הדירות בתקופת החסימה ועומד על 311 נק'. מחיר המימוש ששימש לחישוב הנכיון עפ"י "פינרטי" מניח עלייה ממוצעת של 13.3% במחירי הדירות בתקופת החסימה ועומד על 379.35 נק'.

שיעור ה-DLMO

לסיכום. שיעור הנכיון בגין מרכיב אי הסחירות לרוכשי דירה ראשונה במע"מ 0 נע בין 3% עפ"י מודל "פינרטי" ולבין 13.5% עפ"י מודל "לונגסטאף". משמע, בהיקף ההטבה המוענקת לרוכשי דירה במע"מ 0 נעה בסה"כ בין 1.75% ל-12.25%. הרבה פחות מהיקף ההנחה כפי שהיא נתפסת בעייני הציבור וכלכלנים יאומרו – הרבה פחות ממה שצריך בכדי להשפיע על מחירי הדירות.

קשי משה.

*תודה רבה לרועי פולניצר על בניית המודלים.

בחודש שעבר אישר קבינט הדיור מתן הטבה של מע"מ 0% לרוכשי דירה ראשונה. ההצעה קובעת כי עסקה למכירת דירה חדשה לזכאים תזכה בהטבה של מע"מ 0%. הרוכשים יזכו להטבה רק במידה ששווי הדירה לא יעלה על 1.6 מלש"ח כולל מע"מ בשיעור מלא. בסקירה זו נמנע מעסוק בשאלה כיצד המהלך המדובר עשוי להשפיע על מחירי הדיור, היות והורדת המע"מ על דירות לא מיועדת לכלכלנים, וננסה לתמחר את שווי ההטבה הגלומה בהצעה.

פרט לתנאים שיקבעו באשר לסטטוס המשפחתי ו/או לעבר הצבאי של הזכאים להטבה, קבלת ההטבה מותנית בכך שהזכאי לא ימכור את הדירה במשך 5 שנים מיום אכלוסה, אולם הוא יהיה רשאי להשכירה למגורים בלבד. במידה והדירה תימכר לפני סיום התקופה המינימלית שנקבעה, הוא יחויב לשלם את סכום ההטבה כולל הפרשי הצמדה, ריבית וקנס פיגורים החל מיום העסקה. כלומר, ההטבה שמעניקה המדינה לזכאים כוללת בתוכה מרכיב של חוסר סחירות.

מגבלת הסחירות חושפת את רוכשי הדירה לשני סיכונים. הראשון והעיקרי הינו סיכון לא שיטתי. ההטבה המופנת בעיקר לזוגות צעירים המאופיינים ברמת אי הוודאות גבוהה בכל הנוגע לגודל התא המשפחתי וכושר השתכרות העתידי. מגבלת הסחירות מונעת מזוגות אלה לרכוש דירה גדולה יותר במקרה של הרחבת התא המשפחתי או למכור את הדירה במקרה של ירידה ברמת החיים. הסיכון השני הינו סיכון שיטתי המתייחס לסיכון השוק. מגבלת הסחירות מונעת מבעל הנכס לממש את החזקתו במקרה של תנועה חדה במחירו. בהקשר זה נציין, במאמר מוסגר, כי הפרט הרציונאלי לא יהיה מוכן לקבל על עצמו מגבלת סחירות לחמש שנים באם הוא מאמין לשר האוצר המבטיח כי מחירי הדיור יתחילו לרדת כבר בעוד שנה.

עקב הסיכונים הנ"ל, שוויה ההוגן של דירה עליה מוטלת מגבלת סחירות אמור להיות נמוך משוויה ההוגן של דירה שלבעליה מוקנת הזכות לממש את החזקותם בכל רגע נתון. פערי המחיר בין הדירה הסחירה לדירה הלא סחירה מוגדר כשיעור הניכיון בעין מרכיב אי הסחירות (Discounts For Lack Of Marketability - DLMO). על מנת לתמחר את שוויה האמיתי של ההטבה המוענקת לרוכשי דירה ראשונה במע"מ אפס, עלינו לתמחר את שיעור ה-DLMO ולנכות אותו משיעור ההכנסה מתקבלת מרכישה ללא מע"מ, קרי 15.25%. נציין, כי ברכישה ללא מע"מ גובה ההטבה מסתכם בכ- 15.25% (18/118) ולא במלוא גובה המע"מ (18%) כפי שמקובל לחשוב.

הפרקטיקה גורסת, כי מגבלת הסחירות גוזלת למעשה מבעל הנכס את האופציה למכור את החזקתו. על כן שיעור ה-DLMO נגזר משוויה של אופציית מכר (PUT) על הנכס החסום. לתמכור ה-DLMO קיימים שני מודלים מורכבים, הראשון "לונגסטאף" המניח כי הפרט רציונאלי ומסוגל לממש את הנכס בשיאו השני, "פינרטי" גורס כי הפרט אינו יכול לדעת מראש מהו התזמון המושלם והמכירה מתבצעת באקראי במהלך תקופת החסימה. בעזרת שתי המתודות הנ"ל ניתן לקבל את הטווח הסביר לשיעור ה-DLMO.



הסתייגות

פרסום זה נמסר לכם בהיותכם גוף הנמנה על הגופים המפורטים בסעיף 3(א)(11) לחוק הסדרת העיסוק בייעוץ השקעות, בשיווק השקעות ובניהול תיקי השקעות, התשנ"ה-1995 ואין למסרו לכל צד שלישי אחר.

הפרסום הוכן על ידי מחלקת המחקר של הבנק הבינלאומי הראשון לישראל בע"מ (להלן: "הבנק") לצרכי הבנק, ולא הותאם לצרכיו הבלעדיים או המיוחדים של מי ממקבלי הפרסום ואין להסתמך עליו לצורך ביצוע פעולות על פי האמור בו, או כתחליף לייעוץ המותאם לנתוניו, צרכיו ומטרותיו של כל אדם. אין להעביר את פרטי הפרסום והאמור בו לכל צד שלישי שהוא, אלא באישור הבנק בלבד.

הבנק אינו מתחייב כי פעולה בהתאם לפרסום ו/או בהסתמך עליו תניב תשואה מסוימת או מינימאלית, ויתכן כי השקעה בניירות הערך המפורטים בפרסום, ככל שמפורטים, יכול שתהיה השקעה הכרוכה בסיכונים מיוחדים. הבנק לא יהיה אחראי בכל צורה שהיא לנזק ו/או הפסד שיגרם כתוצאה משימוש בפרסום זה ומקבל הפרסום מוותר מראש על כל טענה ו/או דרישה ו/או תביעה מהבנק בנוגע לכך. הבנק, תאגידיים הקשורים אליו, בעלי מניותיו וחברות בשליטתם עוסקים, בין היתר, במתן שירותי חיתום, ניהול השקעות וניהול קופות גמל. מובהר, כי הפרסום עשוי לכלול סקירות של ניירות ערך המונפקים על ידי מי מהתאגידיים האמורים ו/או שהתאגידיים האמורים מחזיקים ו/או יחזיקו ו/או ירכשו ו/או ימכרו ניירות ערך כאמור.