

# מחירי הדירות בערים הגדולות באירופה ממריאים: השלכות עיקריות וקווי דמיון עם השוק בישראל\*

דוח מיוחד | יולי 2019

מידרוג מפרסמת מעת לעת דוחות מיוחדים הנוגעים לענפים או מנפיקים מסוימים. הדוחות המיוחדים אינם מהווים דו"חות דירוג ו/או מתודולוגיות דירוג מבחינת תכנם או כוונתם ואין בהם כדי לשנות את שיטות ההערכה המתוארות במסגרת הדוחות המתודולוגיים. ככלל, דוחות מיוחדים נועדו על מנת: (1) לפרסם את הערכות מידרוג ביחס לנושאים או להתפתחויות הנוגעות למנפיקים מסוימים, (2) לתאר מגמות מאקרו כלכליות או מגמות בענף ולציין את כיוון השפעתם על הדירוגים (למשל: שינוי בביקושים בענף מסוים, התפתחויות בחקיקה או התפתחויות רגולטוריות), (3) להסביר תהליכי דירוג מסוימים על מנת לעזור למשקיעים להבין כיצד נקבע הדירוג, לרבות כיצד נלקחות בחשבון בדירוג מגמות מסוימות.

**אנשי קשר:**

חיריעני, רו"ח  
אנליסט

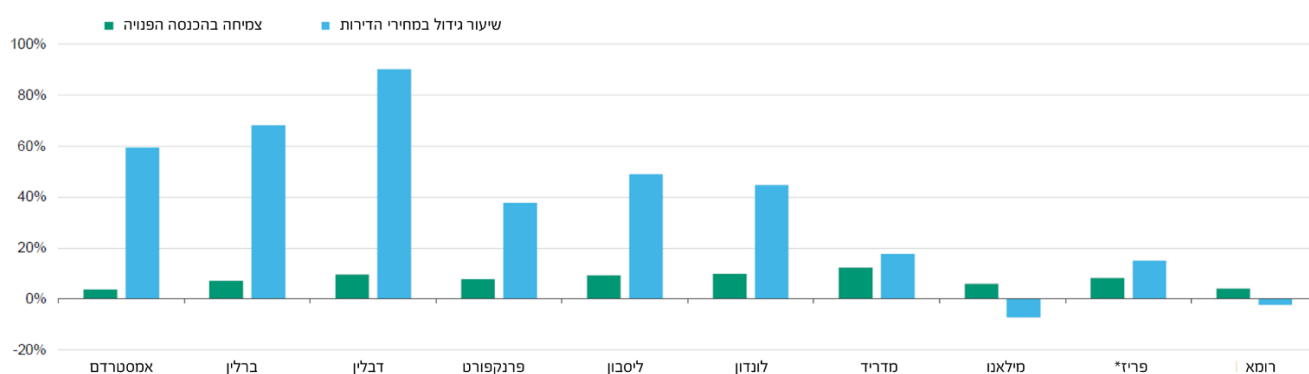
[Hay.riany@midroog.co.il](mailto:Hay.riany@midroog.co.il)

\* דוח זה מבוסס על מאמר של Moody's Investors Services: *Housing affordability is decreasing in major cities, amid high credit quality of mortgages*.

## עלויות המחירים בערים הגדולות באירופה מקשות על רכישת דירות בהן, ומסיטות את הרוכשים לשוק השכירות או לרכישת דירה מחוץ לעיר

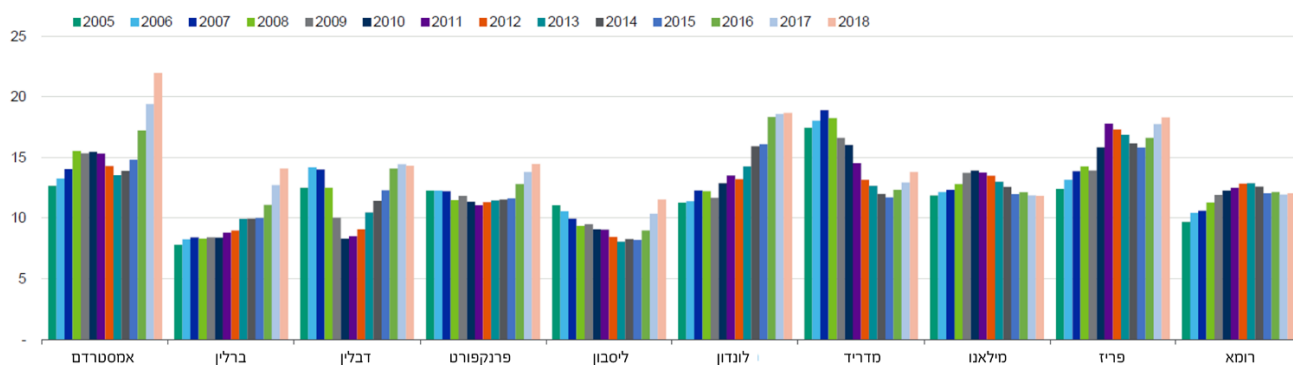
מאז שנת 2012, מחירי הדירות בערים הגדולות באירופה עולים בקצב העולה על שיעור הצמיחה בהכנסות התושבים, ורכישת דירה הופכת יותר ויותר קשה. בשנת 2018, למשל, נדרשו בערים אלה כ-15 שנות הכנסה פנויה במוצע על מנת לרכוש דירה ללא משכנתא, לעומת כ-12 שנות הכנסה פנויה בשנים 2005-07. מדריד הינה יוצאת דופן בהיבט זה, כאשר בשנת 2018 נדרשו דווקא פחות שנות הכנסה פנויה לרכישת נכס ביחס ל-2012, אם כי המגמה משנת 2015 מצביעה גם שם על עלייה.

תרשים 1: שיעור גידול במחירי דירות לעומת צמיחה בהכנסה הפנויה, 2012-2018



מקור: Moody's Investor Services  
\* שיעור הצמיחה בהכנסה הפנויה בפריז מתייחס לשנים 2012-2015.

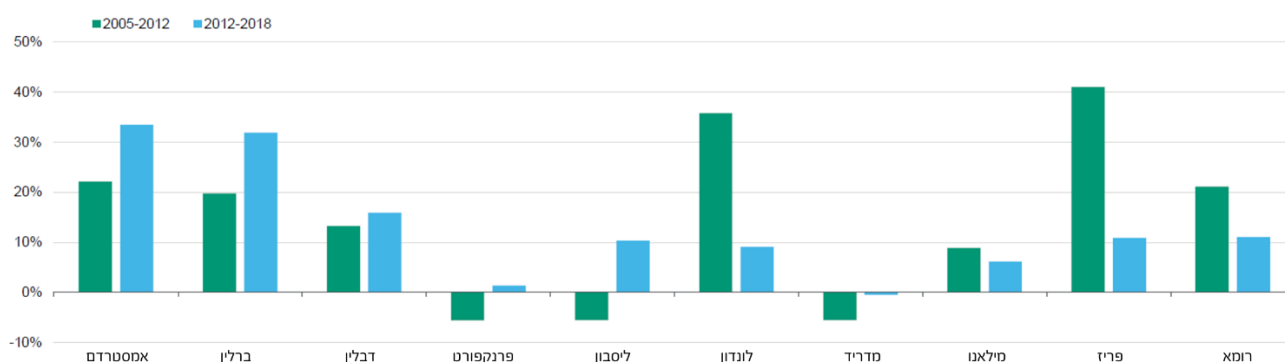
תרשים 2: שנות הכנסה פנויה לרכישת נכס, 2005-2018



מקור: Moody's Investor Services

בנוסף לעליית המחירים ביחס להכנסה הפנויה, יצוין כי בחלק מהערים הגדולות, קצב ההתייקרות היה גבוה יותר מאשר הממוצע הארצי באותה מדינה. המגמה החלה בהתאוששות מהמיתון בשנים 2007-08, ונמשכת גם בשנים האחרונות. מגמת ההתייקרות מקשה על רוכשים פוטנציאליים, ובהיעדר יכולת לרכוש דירה בעיר גדולה - רבים מהם בוחרים להתגורר בעיר בשכירות, כאשר האחרים פונים לרכישת דירה מחוץ לעיר. מגמה זו מגבירה את הביקושים בשוק השכירות, ובהתאם מעלה את מחירי השכירות בערים הגדולות. אלה הגרים בשכירות אשר אין בבעלותם דירה, ניצבים בפני אתגר גבוה במיוחד, כאשר היכולת לחסוך הון ראשוני לרכישת דירה הולכת ונפגעת יחד עם הגידול בתשלומי השכירות.

תרשים 3: הפער בין שיעור הגידול במחירי דירות בערים לבין שיעור הגידול במחירי דירות בכלל המדינה<sup>1</sup>



מקור: Moody's Investor Services

בדומה לישראל, רוכשי דירה ראשונה יידרשו לשלם חלק ניכר מהשכר שלהם לתשלומי המשכנתא, ולרוב יידרש סיוע מגורם חיצוני (לרבות מהמשפחה) לצורך תשלום ההון העצמי. תוכניות ממשלתיות מסוימות המסייעות ברכישת דירות נוחות הצלחה מוגבלת בלבד בערים גדולות. כך, למשל, תוכנית "Help to Buy" בבריטניה לא הצליחה לסייע לרבים לרכוש דירה בלונדון, בין היתר לאור העובדה שהיא זמינה לדירות חדשות בלבד, במקביל למגבלה על סכום שווי הדירה המבוקשת.

### נוטלי המשכנתאות לרכישת דירות בערים הגדולות מתאפיינים באיכות אשראי גבוהה יחסית, ותומכים בביצועי אג"ח מגובות משכנתאות (RMBS)

החל משנת 2008, מלווים מקשיחים תנאי מימון ונוקטים בהליכי חיתום מחמירים יותר, מדיניות שמובילה למתן אשראי רק ללווים עם פרופיל פיננסי חזק יחסית. בהינתן מגבלות LTV מקסימאלי למתן משכנתאות, לרכישת דירה בעיר נדרש גם הון עצמי גבוה יחסית. כתוצאה מכך, נוטלי משכנתאות לרכישת דירות בערים הגדולות מתאפיינים באיטנות פיננסית גבוהה יותר ביחס ליתר התושבים בסביבתם.

ביצועי אגרות החוב המגובות במשכנתאות (RMBS) המדורגות ע"י Moody's נתמכים באותם לווים, כאשר החשיפה של אותן אגרות חוב לנכסים בערים הגדולות היא משמעותית. כך, חשיפת אגרות החוב לנכסים הנמצאים בדבלין, לדוגמה, מהווה כ-40% מהחשיפה לנכסים באירלנד כולה. המשכנתאות הנכללות בעסקאות איגוח נדרשות לענות על סט קריטריונים רחב המספק שכבות הגנה למחזיקי האג"ח. קריטריונים אלה כוללים, בין היתר, מגבלות מינוף (LTV) של המשכנתא, ביצועי עברלהווה של הנכס ובחינת הכנסות הלווה.

בחינת הפרמטרים הפיננסיים של נוטלי משכנתאות לרכישת דירה בערים הגדולות מצביעה על איתנותם ביחס ללווים אחרים. ראשית, הם מתאפיינים לרוב בהכנסה גבוהה יחסית בזכות רמות השכר הגבוהות באזורים עירוניים ביחס לאזורים אחרים, וכן לאור תנאי החיתום המחמירים של המלווים הדורשים רף הכנסה גבוה יחסית. יחס כיסוי המשכנתא LTI (Loan-to-Income)<sup>2</sup> של אותם לווים בדרך כלל מהיר משל לווים אחרים, כאשר ברוב הערים היחס לא נפגע בשנים האחרונות, אף על פי עליות מחירי הדירות בערים אלה (למעט בפריז ובלונדון). יחס ההחזר החודשי מסך ההכנסה DTI (Debt-to-Income)<sup>3</sup> של לווים לרכישת דירה בעיר מסתכם בשנים 2015-18 ברוב הערים המרכזיות בכ-20% או פחות, ובולט לחיוב ביחס למקסימום האפשרי העומד על כ-35%-40%, כאשר בין היתר סביבת הריבית הנמוכה מקלה על הלווים. מדריד, פריז ומילאנו מתאפיינות ביחסים מעט גבוהים יותר (22%-24%). יצוין, כי לווים רבים

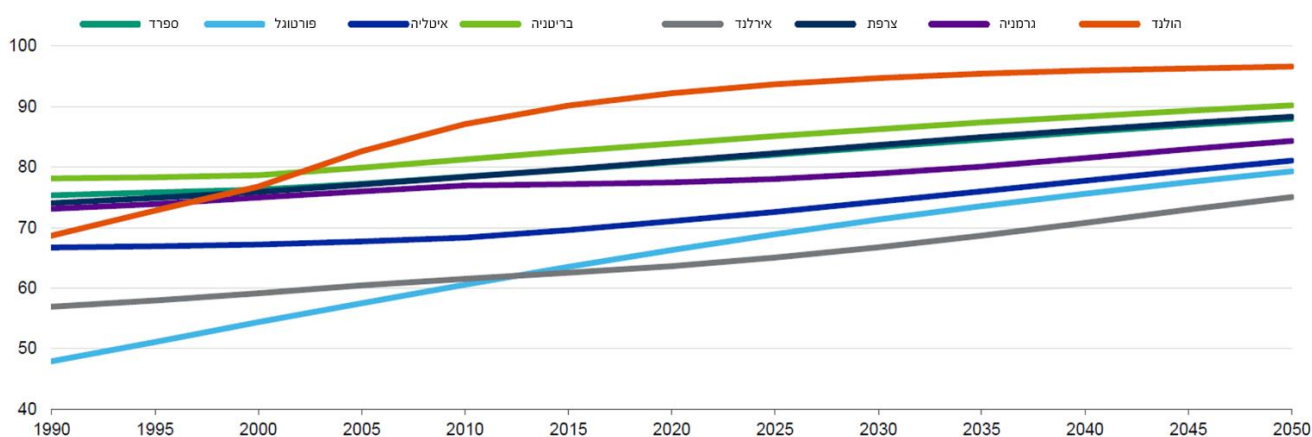
<sup>1</sup> מחושב כשיעור עליית המחירים בעיר בניכוי שיעור עליית המחירים במדינה.  
<sup>2</sup> היחס מודד את מספר שנות ההכנסה הפנויה הנדרשות לכסות את הלוואה.  
<sup>3</sup> היחס מודד את היחס שבין תשלום המשכנתא (קרן וריבית) להכנסה.

בערים הגדולות רוכשים דירות יחד עם שותפים על מנת להגביר את יכולתם לעמוד במחירי, כאשר במוצע ישנם 1.5-1.8 לווים למשכנתא.

### ביקושים גוברים בערים הגדולות, לרבות בשוק השכירות, מפחיתים את הסיכון לירידת מחירי הדירות

ערים גדולות מהוות אבן שואבת לפעילות כלכלית רחבה ולתעסוקה, ומושכות אליהן, בין היתר, תושבים המבקשים לגור בסמיכות למקום העבודה שלהם. בשנים האחרונות, שיעור הגידול באוכלוסיה ברוב הערים הגדולות היה גבוה מהשיעור הארצי. להערכת Moody's, תהליך העיור צפוי להמשיך באירופה, ושיעור הגרים בערים מכלל האוכלוסיה צפוי להמשיך ולעלות, ובעיקר במדינות כפריות יחסית כמו אירלנד ופורטוגל.

תרשים 4: שיעור המתגוררים באזורים עירוניים באמצע השנה, 1990-2050 (תחזית)



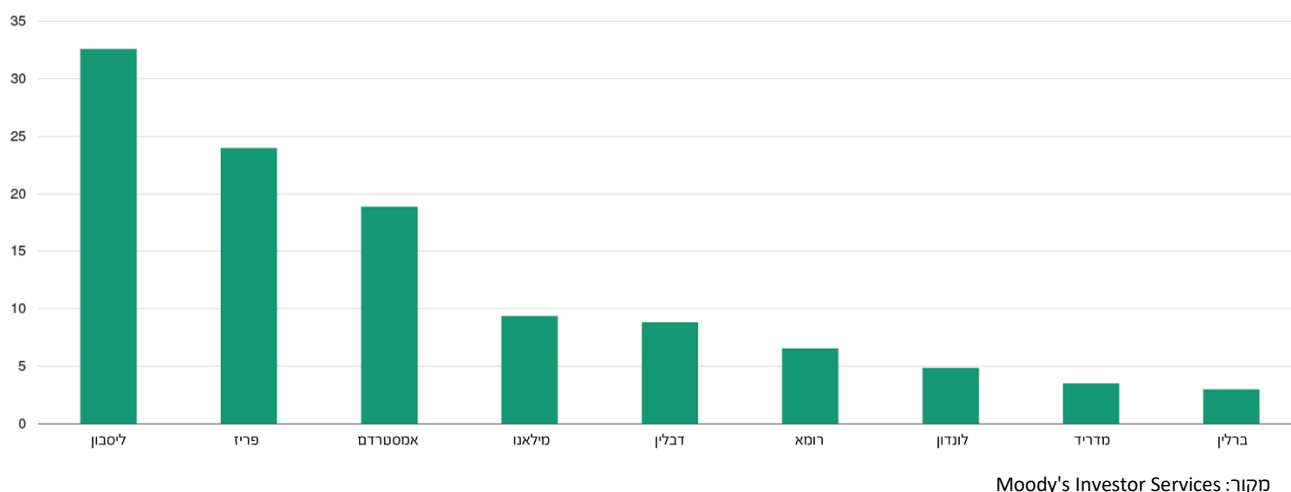
מקור: Moody's Investor Services

בערים רבות, השקעות זרות משפיעות גם הן על מחירי הדירות. למשל, "ויזות זהב"<sup>4</sup> ותמריצים אחרים בספרד ופורטוגל מביאים יותר ויותר רוכשים זרים.

במקביל, הביקושים בשוק השכירות גדלים, כאשר צעירים רבים שאינם יכולים להרשות לעצמם לרכוש דירה בוחרים להתגורר בעיר בשכירות. בנוסף, ביקוש גבוה מצד תיירים לדירות בערים אלה תומך גם הוא ברמות המחירים, כאשר ליסבון, פריז ואמסטרדם מובילות בשיעור דירות Airbnb ביחס לאוכלוסיה.

<sup>4</sup> ויזת זהב מאפשרת ליחידים שאינם אירופאיים לקבל תושבות קבע לאחר השקעה בנדל"ן.

תרשים 5: מספר דירות Airbnb לכל 1,000 תושבים



מצד ההיצע, היקפים נמוכים של התחלות בניה של דירות חדשות מביאים להיצע מצומצם של דירות חדשות, ורוב העסקאות בשוק הינן לדירות יד שניה. כך למשל, עסקאות לרכישת דירות יד שניה במדריד מהוות כ-80% מסך העסקאות.

## הזווית הישראלית

### המגמה באירופה יכולה ללמד על סיכוי נמוך לירידת מחירים משמעותית בישראל, בעיקר באזורי הביקוש

לצד חוסר הוודאות בענף הדיור בישראל, בפרט לקראת הבחירות הקרובות לכנסת וסימני השאלה לגבי עתידה של תכנית "מחיר למשתכן", ניתן לראות מספר קווי דמיון בין המגמות בערי אירופה לבין ישראל. על אף עליות המחירים החדות בעשור האחרון, ההיצע בארץ, ובפרט באזורי ביקוש, מצומצם, כאשר התחלות הבניה בירידה משנת 2016 ורוב הבניה הפעילה מיוחסת לזוכים בהגרלות מחיר למשתכן (ובוודאי הקרקעות המשווקות מאז). במקביל, הביקוש לדירות הולך וגדל יחד עם גידול האוכלוסיה (כ-2% בשנה במוצע). הערכות גסות מצביעות על צורך של מעל לכ-50 אלף דירות חדשות בשנה, כמות גבוהה משמעותית מקצב הבניה הנוכחי. השפעה משמעותית על צד הביקוש צפויה להגיע עם סיום אפשרי של תכנית מחיר למשתכן, באופן מלא או באופן חלקי, שיחזיר לשוק החופשי עשרות אלפי זכאים שלא שפר מזלם בהגרלות לאורך השנים. בנוסף, גורמים חיצוניים נוספים עשויים להביא לגידול בביקוש לדיור, כמו למשל עליה בשיעור המתגרשים.

בשוק השכירות, היצע הדירות הושפע לשלילה לאור עזיבת משקיעים את השוק בשנים האחרונות, כפועל יוצא מגזרות והכבדות שהוטלו על ידי הממשלה. מנגד - היקף העסקאות לרכישת דירות הצטמצם לאור הקיפאון בשוק כתוצאה מתוכנית מחיר למשתכן, והדבר הסיט רוכשים פוטנציאליים רבים של דירות לשוק השכירות. כתוצאה מכך, מדדי שכר הדירה השונים מצביעים על עליות מחירים בשנים האחרונות.

הערים המרכזיות בישראל צפויות להמשיך להתפתח, כאשר בנייה מאסיבית של מגדלי משרדים באזורי הביקוש צפויה לאכלס עוד ועוד עובדים, שחלקם הגדול יעדיף להתגורר בקרבת מקום העבודה. בהקשר זה, פרויקט הרכבת הקלה בגוש דן צפוי להביא ביקושים גבוהים למגורים בסמוך לתחנות, על מנת לחסוך בזמני הנסיעות היומיות לעבודה וחזרה.

לסיכום, נראה כי בדומה לאירופה, לפחות ביחס לערים הגדולות, גם בישראל לא צפויות ירידות משמעותיות לאורך זמן.

תאריך הדוח המיוחד: 08.07.2019

## סולם דירוג מקומי לזמן ארוך

Aaa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aaa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Aa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Aa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה מאד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
A.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים A.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי גבוה יחסית למנפיקים מקומיים אחרים.
Baa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Baa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי בינוני יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם עלולים להיות בעלי מאפיינים ספקולטיביים מסוימים.
Ba.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ba.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים.
B.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים B.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש מאוד יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים.
Caa.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Caa.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש ביותר יחסית למנפיקים מקומיים אחרים והם בעלי מאפיינים ספקולטיביים משמעותיים ביותר.
Ca.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים Ca.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי חלש באופן קיצוני והם קרובים מאוד למצב של כשל פירעון עם סיכויים כלשהם להחזר קרן וריבית.
C.il	מנפיקים או הנפקות המדורגים C.il מציגים, על פי שיפוט של מידרוג, כושר החזר אשראי החלש ביותר ובדרך כלל הם במצב של כשל פירעון עם סיכויים קלושים להחזר קרן וריבית.

הערה: מידרוג משתמשת במשתנים מספריים 1,2,3 בכל אחת מקטגוריות הדירוג מ-Aa.il ועד Caa.il המשתנה '1' מציין שאגרת החוב מצויה בקצה העליון של קטגוריית הדירוג שאליה היא משתייכת, המצוינת באותיות. המשתנה '2' מציין שהיא נמצאת באמצע קטגוריית הדירוג ואילו המשתנה '3' מציין שאגרת החוב נמצאת בחלק התחתון של קטגוריית הדירוג שלה, המצוינת באותיות.

© כל הזכויות שמורות לחב' מידרוג בע"מ (להלן: "מידרוג").

מסמך זה לרבות פסקה זו כולל זכויות יוצרים של מידרוג והינו מוגן על ידי זכויות יוצרים ודיני הקניין הרוחני. אין להעתיק מסמך זה או בכל דרך אחרת לסרוק, לשכתב, להפיץ, להעביר, לשכפל, להציג, לתרגם או לשמור אותו לשימוש נוסף למטרה כלשהי, באופן שלם או חלקי, בכל צורה, אופן או בכל אמצעי, ללא הסכמה של מידרוג מראש ובכתב.

#### **אזהרה הנוגעת למגבלות הדירוג ולסיכויי הסתמכות על דירוג וכן אזהרות והסתייגויות בנוגע לפעילות של מידרוג בע"מ ולמידע המופיע באתר האינטרנט שלה**

דירוגים ו/או פרסומים שהונפקו על ידי מידרוג הנם או שהם כוללים חוות דעת סובייקטיביות של מידרוג ביחס לסיכון האשראי היחסי העתידי של ישויות, התחייבויות אשראי, חובות ו/או מכשירים פיננסיים דמויי חוב, נכון למועד פרסומם וכל עוד מידרוג לא שינתה את הדירוג או הפסיקה אותו. פרסומי מידרוג יכולים לכלול גם הערכות המבוססות על מודלים כמותיים של סיכויי אשראי וכן חוות דעת נלוות. דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מהווים הצהרה בדבר נכונותן של עובדות במועד הפרסום או בכלל. מידרוג עושה שימוש בסולמות דירוג לשם מתן חוות דעתה בהתאם להגדרות המפורטות בסולם עצמו. הבחירה בסימול כמשקף את דעתה של מידרוג ביחס לסיכון אשראי משקפת אך ורק הערכה יחסית של סיכון זה. הדירוגים שמנפיקה מידרוג הינם לפי סולם מקומי וכאלה הם מהווים חוות דעת ביחס לסיכויי אשראי של מנפיקים וכן של התחייבות פיננסיות בישראל. דירוגים לפי סולם מקומי אינם מיועדים להשוואה בין מדינות אלא מתייחסים לסיכון אשראי יחסי במדינה מסוימת.

מידרוג מגדירה סיכון אשראי כסיכון לפיו ישות עלולה שלא לעמוד בהתחייבויותיה הפיננסיות החוזיות במועד וכן ההפסד הכספי המשוער במקרה של כשל פירעון. דירוגי מידרוג אינם מתייחסים לכל סיכון אחר, כגון סיכון המתייחס לנזילות, לערך השוק, לשינויים בשערי ריבית, לתנודתיות מחירים או לכל גורם אחר המשפיע על שוק ההון.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אינם מהווים המלצה לרכישה, החזקה ו/או מכירה של אגרות חוב ו/או מכשירים פיננסיים אחרים ו/או כל השקעה אחרת ו/או להימנעות מכל אחת מפעולות אלו.

הדירוגים המונפקים על ידי מידרוג ו/או פרסומיה אף אינם מהווים ייעוץ השקעות או ייעוץ פיננסי, וכן אין בהם משום התייחסות להתאמה של השקעה מסוימת למשקיע מסוים. מידרוג מנפיקה דירוגים תחת ההנחה שכל העושה שימוש במידע המפורט בהם ובדירוגים, ינקוט זהירות ראויה ויבצע את ההערכות שלו (בעצמו ו/או באמצעות אנשי מקצוע המוסמכים לכך) בדבר הכדאיות של כל השקעה בכל נכס פיננסי שהוא שוקל לרכוש, להחזיק או למכור. כל משקיע צריך להסתייע ביועץ מקצועי בקשר עם השקעותיו, עם הדין החל על ענייניו ו/או עם כל עניין מקצועי אחר.

**מידרוג איננה מעניקה שום אחריות, מפורשת או משתמעת, ביחס לדיוק, להיותו מתאים למועד מסוים, לשלמותו, לסחירותו או להתאמה לכל מטרה שהיא של כל דירוג או חוות דעת אחרת או מידע שנמסר או נוצר על ידי מידרוג בכל דרך ואופן שהוא.**

דירוגי מידרוג ופרסומיה אינם מיועדים לשימוש של משקיעים פרטיים והיה זה בלתי אחראי ובלתי הולם למשקיע פרטי לעשות שימוש בדירוגים של מידרוג או בפרסומיה בקבלתה של החלטת השקעה על ידו. בכל מקרה של ספק, מן הראוי שיתיעץ עם יועץ פיננסי או מקצועי אחר.

כל המידע הכלול בדירוגים של מידרוג ו/או בפרסומיה ואשר עליו היא הסתמכה (להלן: "המידע"), נמסר למידרוג על ידי מקורות מידע (לרבות הישות המדורגת) הנחשבים בעיניה לאמינים. מידרוג איננה אחראית לנכונותו של המידע והוא מובא כפי שהוא נמסר על ידי אותם מקורות מידע. מידרוג נוקטת באמצעים סבירים, למיטב הבנתה, כדי שהמידע יהיה באיכות ובהיקף מספקים וממקורות הנחשבים בעיניה לאמינים לרבות מידע שהתקבל מצדדים שלישיים בלתי תלויים, אם וככל שהדבר מתאים. יחד עם זאת, מידרוג איננה גוף המבצע ביקורת ולכן היא איננה יכולה לאמת או לתקף את המידע. האמור בפרסומיה של מידרוג, למעט כאלה שהוגדרו על ידה במפורש כמתודולוגיות, אינם מהווים חלק ממתודולוגיה על פיה עובדת מידרוג. מידרוג רשאית לסטות מן האמור בכל פרסום כזה, בכל עת.

בכפוף לאמור בכל דין, מידרוג, הדירקטורים שלה, נושאי המשרה שלה, עובדיה ו/או כל מי מטעמה שיהיה מעורב בדירוג, לא יהיו אחראים מכוח הדין כלפי כל אדם ו/או ישות, בגין כל נזק ו/או אובדן ו/או הפסד, כספי או אחר, ישיר, עקיף, מיוחד, תוצאתי או קשור, אשר נגרם באופן כלשהו או בקשר למידע או לדירוג או להליך הדירוג, לרבות בשל אי מתן דירוג, גם אם נמסרה להם או למי מטעמם הודעה מראש בדבר האפשרות להתרחשותו של נזק או אובדן או הפסד כאמור לעיל, לרבות, אך לא רק, בגין: (א) כל אובדן רווחים, בהווה או בעתיד, לרבות אובדן הזדמנויות השקעה אחרות; (ב) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק שנגרם כתוצאה מהחזקה ו/או רכישה ו/או מכירה של מכשיר פיננסי, בין אם הוא היה נשוא דירוג שהונפק על ידי מידרוג ובין אם לאו; (ג) כל הפסד ו/או אובדן ו/או נזק, אשר נגרמו בקשר לנכס פיננסי מסוים, בין השאר אך לא רק, כתוצאה או בקשר עם רשלנות (להוציא מרמה, פעולה בזדון או כל פעולה אחרת שהדין אינו מתיר לפטור מאחריות בגינה), מצדם של דירקטורים, נושאי משרה, עובדים ו/או כל מי שפועל מטעמה של מידרוג, בין במעשה ובין במחדל.

מידרוג מקיימת מדיניות ונהלים ביחס לעצמאות הדירוג ותהליכי הדירוג.

דירוג שהונפק על ידי מידרוג עשוי להשתנות כתוצאה משינויים במידע שעליו התבסס הדירוג ו/או כתוצאה מקבלת מידע חדש ו/או מכל סיבה אחרת. עדכונים ו/או שינויים בדירוגים מופיעים באתר האינטרנט של מידרוג שכתובתו: <http://www.midroog.co.il>