



צילום: אמיל סלמן

השינוי שיחזק את השקל? ההשפעות, המחלוקות, היתרונות והחסרונות ברפורמת האג"ח המיועדות בפנסיה

אסא ששון 25-24

רפורמת האג"ח המיועדות עשויה לחזק את השקל – אך האם היא תניב חיסכון?

באירוע שערך פורום שווי הוגן, שעסק ביתרונותיה וחסרונותיה של רפורמת האג"ח המיועדות, אמר החשכ"ל יהלי רוטנברג כי "הרפורמה תביא לייעול הוצאת תקציב, היא נותנת ודאות ל-15 שנה שאין באף חקיקה" • פרופ' אמיר ברנעז': "לא השתכנעתי שייווצר חיסכון בתקציב המדינה"

"מה יקרה במשבר כמו ב-2008?"

"נקודה חשובה נוספת", אמר ברנעז', "היא הנושא של פרמיית הסיכון. שימו לב מתי האוצר יצטרך לשלם סכומים גדולים כפיצויי לחרי-סכים: במשבר כמו המשבר ב-2008, זאת התקופה שאין לו הכנסות אחרות, והתקופה שבה הלחץ התקציבי-בי אצלו הוא הגדול ביותר. אין לו הכנסות ממסים ומאקזיטים כאלו ואחרים. הצורך בתשלום לחוסכים לפנסיה גרל דווקא בתקופה שהי-משק מתכווץ ושיש לחץ תקציבי – האם לא נדרשת פרמיית סיכון? נכון שמדובר על הפרשה תקציבית, אך היא טכנית. האם מבחינה ציבורית יעבור מצב שבו ישלמו סכומים גדולים לחוסכים בקרנות הפנסיה, ויצמצמו סכומים נצרכים אחרים? "שימו לב מה הולך לקרות כאן", המשיך ברנעז', "יש תשואה דיפרנציאלית בין הקרנות, אפילו בתוך בית השקעות אחד. מה יקרה? קרן שמרוויחה מעל לסף תזרים את הכסף לקופה הזאת, ובאופן עקיף תסבסד קרן כושלת. האם קרן כושלת תמשיך מקרן שמרוויחה? גם פה צפויה בעיה ציבורית לא פשוטה. בסיכומנו של דבר מציעים לנו רפורמה, אך אין סימוכין לכך שהיא תורמת משהו".



"החוסכים בקרנות הפנסיה החדשות ממחנים שלוש מערכות פנסיה" צילום: Nuthawut Somsuk / Getty Images / iStockphoto



*מסתכם ביותר מ-100% מכיוון ששיעור המניות בתיק מוצג במונחי חשיפה **שיעור ההשקעה לא הוחלט

מר, האם יש לנו פה סיטואציה של אלכימיה? לדברי ברנעז', במאמר של ד"ר יאיר כוכב ופרופ' ספיבק על רפורמת האג"ח המיועדות, מצייעים השניים אפילו יותר מההסדר המוצע, שבו העורף בקרן מיועד לקיזוז חסר: "כוכב וספיבק מציעים ביטוח, כלומר – אם התשואה בחסר תקבל פיצוי, ואם היא ביתר, זה בסך יתרה מזאת, הם אומרים במאמר שאפילו בסיטואציה שבה רק נותנים פיצוי – משפרים את זכויות העמיתים ב-14%, והרי



יהלי רוטנברג, החשב הכללי צילום: אמיל סלמן

יהלי רוטנברג: "מה יקרה בשעת משבר? זה אותו ביטוח שנותרים. אפשר לקרוא לזה ביטוח, אופציית Put, או רשת ביטוח – זה בעצם אותו מנגנון"

החדשה בגין הבטחת התשואה. ככל שהיא לא תהיה מלאה – זה יקטין את הגירעון בתקציב יש מאין". מי שלא ראה כל ייעול ברפורמה הוא ברנעז', שאמר כי "נושא הייעול" שמופיע בדברי הרקע לרפורמה הוא בריחה, כי אין פה ייעול. להיפך, נוצר קושי בניהול הקרנות, וזיכוי וחיוב, כניסה ויציאה של עמיתים ומאזן אקטוארי. מה נשאר? חיסכון תקציבי. לכן, שאלת המפתח היא האם שינוי חשבונאי טכני יכול אין פגיעה בזכויות העמיתים) יכול באמת לייצר חיסכון כלכלי כל-י

אסא ששון

היקף האג"ח המיועדות, אותן איגרות חוב בתשואה גבוהה שמונפקות אך ורק לקרנות הפנסיה (ותיקות וחדשות), היה, נכון לסוף ספטמבר, 240 מיליארד שקל – יותר מרבע מסך החוב הממשלתי. ההיקף הדרמטי, יחד עם הרצון של החשב הכללי באוצר לייעול את ניהול החוב, הביאו למה שמכונה "רפורמת האג"ח המיועדות", שבה האג"ח המיועדות יוחלפו, בהתחייבות של המדינה לתשואה של 5.15% חלקן של האג"ח המיועדות בתיק כיום הוא 30%.

בשבוע שעבר ערך פורום שווי הוגן באוניברסיטת רייכמן, בהובלת רו"ח שלומי שוב ופרופ' אמיר ברנעז', אירוע שבו נבחנו היתרונות והחסרונות של הרפורמה. באירוע השתתפו שורה של דוברים – החל בחשב הכללי, יהלי רוטנברג, דרך מנהלי קרנות הפנסיה של הגופים המוסדיים ואנשי אקדמיה המתמחים בתחום הפנסיה, ביניהם פרופ' אביה ספיבק. שוב פתח את הדיון, וביקש להגדיר את הרילמה באופן פשוט: "בואו נקרא לילד בשמו. אני מדבר על היחס שבין הוצאות הריבית לבין החוב הפיננסי של המדינה, שער כה היה מעוות כלפי מעלה בגלל האג"ח המיועדות. זה הכביד על איך שהמדינה נראית בפני הציבור הרחוק. גם אם נניח שהחוב הפיננסי יישאר באותו הגודל – כי אג"ח סחירות של המדינה יחליפו את המיועדות, ותיווצר התחייבות בגין רשת הביטוח – הוצאות הריבית יירדו באופן משמעותי".

לדברי שוב, "הרפורמה תצמצם את הוצאות הריבית שהחביאו עד כה את הסכסוך, והן יהיו קטנות יותר ביחס לתקציב. אלה דברים שיכולים בטווח הארוך לעזור להילך עלאת הריבוי של המדינה. כאן לדי-עתי קבור הכלב. לא נראה לי הגיוני שסכסוך של הפנסיה צריך להיות חבוי בהוצאות הריבית. אני תמיד מעדיף לקרוא לילד בשמו – הוצאה תקציבית, שהיא סוג של הוצאה סרי-ציאלית של המשדרים החברתיים. השאלה היא, עד כמה יש כאן גם יתרון מבחינת אגף התקציביים בראייה של תקציב המדינה. אנחנו מדברים כיום (באג"ח המיועדות) על כ-10 מיליארד שקל בשנה, מתוך 40 מיליארד שקל הוצאות ריבית של המדינה – וזה רק מחמיר והולך עם השנים. יש כאן שאלה, ייצר תימדר ההוצאה התקציבית



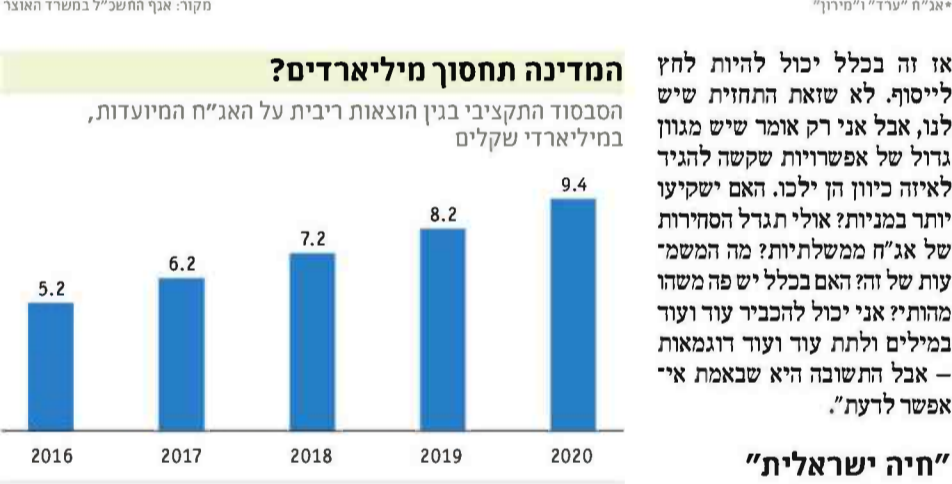
שלומי שוב, סגן דקאן בית הספר למינהל עסקים צילום: תומר אפלבוים



גיא קריגר, מנכ"ל מנורה מבטחים פנסיה וגמל צילום: עופר וקנין



פרופ' אמיר ברנע, דקאן ביה"ס למינהל עסקים צילום: מוטי מילרוד



עם הרבה שאלות, ולא קיבלתי תשובות. הדבר היחיד ששמעתי שרוטנברג אמר בכנות הוא שהם עשו את זה זריז, ולא פתרו את כל העניינים או התעמקו, זאת כדי להעביר את זה ורק אחר כך להסתכל. אבל לפחות הצפנו את הבעיות".

ברנע הוסיף כי "לרפורמה הזאת יש עלות לא פשוטה. אתם הזכרתם עלות מנהלית, עלות שקשורה לאיך להסביר את החשבונות, איך ליצור את הקי מפרשה כספים כדי לממן את החוסר בתשואה, אם נוצר מצב כזה, א"ש, ואיך להקטין ולהגדיל אותה. יש כאן עלות, האם יהיה כאן איזושהו רווח? הרווח, כפי שאמרתם, הוא החיסכון בתקציב המדינה. לא השתכתי נעתי שיש הסבר מדוע ייווצר חיסכון בתקציב המדינה. האם החשב הכללי צריך לבוא ולהי יכול להנפיק ב-0 ולקבל על כך 7%-8% תוחלת, כי אותי לא מעניינת פרמיית הסיכון או פרי מיית הנזילות של האג"ח שלי? אתם קונים את זה? אני מצטער, אבל לא השתכנעתי שהרפורמה תשנה משהו".

בקצב מהיר יותר מצמיחת הכלכלה המקומית – הרי שרכיב ההשקעות בחו"ל הולך וגדל, מ-15%-20% לפני עשור, לקרוב ל-40% כיום. זה נכון בניהול סיכונים, זה נכון בהיזמים וזרמוניות השקעה וזה נכון בפיזור סיכון סיסטמי לחוסך, שרוב עולמו תלוי בכלכלה המקומית.

"ההשפעה הנגזרת היא שהמוס"דיים נאלצים לגדר חלקים הולכים וגדלים לשקל", הוסיפה לוי. "המ"עבר לניהול 100% תיק יכול את ההשפעה הזו, ויש סיכוי שיעצים אותה, בווראי בסכום דולרי כולל, ואולי גם בחשיפה. כל זה נעשה על רקע מאקרו כלכלי, שבו היבוא ביישראל יורד אל מול צמיחת היצוא – גם בגין שימושי אנרגיה, אבל גם בגין ירידה ביבוא השקעות בסקטור הפרטי. ההשפעה על מאזן התשלומים ברורה, כמו גם התחזקות השקל בגינו. הגידור המוסדי הגדל והולך משפיע על סיכון הבסיס ותמחורו, ומכאן שהוא גורם בעל השפעה גורמת בהתנהלות שוק המט"ח, לצד הירידה ביבוא. ברור כי חייבים לאי רגן מיידי צוות חשיבה של בנק ישראל, האוצר ורשות שוק ההון בנושא".

עדי ברנרד, מנהל האגף למקרר כלכלה ולמדיניות בחטיבת המחקר בבנק ישראל, דיבר גם הוא על השפעת הרפורמה על שוק המט"ח: "כשהקרנות יוצאות לחו"ל, נושא אחד שעניינין אותנו הוא שער הח"ל. בדרך כלל, הקרנות ממילא יוצאות מגודרות. יש אנומליה שהם מגדרים יותר ממה שהם מוציאים, כי זה יכול להיות לחץ לייסוף. לא שזאת התחזית שיש לנו, אבל אני רק אומר שיש מגוון גדול של אפשרויות שקשה להגיד לאיזה כיוון הן ילכו. האם ישקיעו יותר במניות? אולי תגדל הסחירות של אג"ח ממשלתיות? מה המשמ"עו"ת של זה? האם בכלל יש פה משהו מהותי? אני יכול להכביר עוד ועוד במילים ולתת עוד ועוד דוגמאות – אבל התשובה היא שבאמת אי אפשר לדעת".

"חיה ישראלית"

מי שתמך ברפורמה כמעט במלואה היה אפי סנדרוב, מנהל קרנות הפנסיה הוותיקות, שאמר כי "קצב הגידול בנכסים הפנסיוניים עלה משמעותית על קצב הגידול בתוצר. מה שהיה נכון לאזן לא בהכרח נכון להיום. נדרשת חקיקה בכל נושא תקנות ההשקעה, מה שיאפשר לגופים לגוון את התיק ההשקעות ולהשקיע בצורה מושכלת על מנת למקסם תשואה. אף אחד לא רוצה ליהנות מהבטחת ה"שואה, כולם כמוכר רוצים להשיג תשואה יותר גבוהה".

פרופ' אשר בלס, מנכ"ל ERCG, התייחס להיבט נוסף ברפורמה: "האג"ח המיועדות הן חיה ישראלית כמעט ייחודית. לכן, המסר שבהמשך קיומן הוא מסר לא טוב. לעצם ההריגה של היצור הזה יש השפעות חיוביות. יש כאן בעיה אחרת: כשמסתכלים על קרנות הפנסיה החדשות לעומת הוותיקות, ולעומת הפנסיות התקציביות – החדשות באמת מקופחות יחסית. מכיוון שבכל זאת רוצים לסייע לפנסיונרים, אם נעשה תחשיב של 2% סבסוד בשנה על 3% תשואה, אנחנו מגיעים לכ-100 אלף שקל לפנסיונר. למה לא להגדיל את קצבאות הזקנה בסכום הזה, ואז זה יהיה שוויוני בלי להפריע לשוק ההון? בואו נגדיל את זכויות המס מ-25%

הביטוח היא לתת סוג של אופציה שנתנת ביטוח הגנה על הריבית: אם זה יותר מ-4.86% לא צריך לעשות כלום, ואם זה מתחת – יש לשלם את הפרש הריבית".

הראשונה שהתייחסה להשפעות המאקרו של הרפורמה, בעקבות זרימת הכספים הנוספים לשוק ההון, הייתה ענת לוי, מנכ"לית בלאקרוק ישראל ולשעבר מנכ"לית ומנהלת ההשקעות הראשית במגדל. לדבריה, "ניהול התיק שבו ל-30% יש השקעה פיזית באג"ח בעלות תזרים ידוע ו-70% מושקע בשוק ההון, שונה מהותית ומימרת ניהול התיק שבו 100% ממנו הפרשים של 5.15% על 30% מתשואה עתידית. ניהול התיק בשלושה ממדים הולך ונעשה מורכב: מה הנכס (מניה/אג"ח/נדל"ן/הלוואה), מה המח"מ שלו, ומה המטבע שבו זה נעשה. עכשיו מכניסים לתמחיל את נושא האופציה, יש לה שווי כלי-שלה הוא לא אפס".

לוי אמרה כי "לשינוי המוצע יש כמה השפעות מאקרו, מעבר לגיוון והגמשת ניהול החוב הממשלתי, ובווראי אפשר לחשוב על רתימתו ב-win-win לכלכלה המקומית. הזרקור שאני מבקשת להפנות הוא לנושא ההשפעה העקיפה האפשרית על שער החליפין. לאלו שפחות מצויים, אתן רקע: מאחר שתשואות נמדדות בשקלים, ומאחר שתיקי ההשקעות גדלים

אפילו לא בחקיקה ראשית, אלא בתקנות. ולגבי הנושא של שעת משבר – זה אותו ביטוח שנו"תנים. אפשר לקרוא לזה ביטוח, אופציה Put או רשת ביטחון – זה אותו מנגנון. הרפורמה כמוכר תביא ליעול הוצאת התקציב, וגם פה בחקיקה זה נקבע אחרי הרבה מאוד חשיבה ודיונים".

רוטנברג הוסיף כי "כשמסתכלים על הביצועים לאורך זמן – וכמובן שכולנו אנשי מימון וחדשנות, ואנחנו מבינים שלא בהכרח מה שהיה הוא שיהיה – עדיין רואים שבסופו של דבר (לאורך זמן, א"ש) – התשואה הריאלית ארוכת הטווח בנכסים החופשיים היתה יותר מ-4.86% (התשואה שאותה מבטיחה המדינה כיום באג"ח המיועדות, א"ש) והגיעה לכ-6.3%. מעבר לתשואה הזאת, אנחנו רואים באופן ברור את התיק ההשקעות בנכסים החופשיים של קרנות הפנסיה. מבחינת ההקצאה, רואים כמה מוקצה לאג"ח ממשלתיות סחירות, ומה הולך לעולם המניות לאורך השנים. עולם המניות גדל והולך עם השנים, וכמובן ההשפעה על כל היתר, או מה שנקרא 'הנכסים החופשיים'. מעבר לזה, כל ה-30% זה אג"ח שהן לא סחירות. רואים את קצבי הגידול המאד משמעותיים בתיק בנכסים, שמשפיעים על אותם נכסים לא סחירים".

בחימון תמיד עושים יש מאין"

ספיבק התייחס גם הוא לדבריו של ברנע: "האם אפשר לעשות יש מאין? בחימון תמיד עושים יש מאין. זאת אומרת, כשאתה לוקח את הסיכון של המכונות שלך ואתה מחלק אותו בין 1,000 אנשים, אז הסיכון יורד. יש פטנט כזה, פטנט פיננסי – הסיכון לא נעלם, אלא מתחלק. לדברי ספיבק, "ההוצעה שלנו, אחרי הרבה התחבובות ודיונים עם אגף שוק הון, שבה תחלה רצה מאיתנו משהו אחר – היא שהחלפה של אג"ח מיועדות לא תהיה דרך תקציב, אלא דרך מכשיר פיננסי, משמע להחליף מכשיר פיננסי אחד במכשיר פיננסי אחר. לישראל יש שם טוב בעניין – היא לא נוגעת במכשירים פיננסיים. לעומת זאת בעניינים תקציביים, כמו מול ביטוח לאומי, היא מנצלת את הפרודוגטיבה שלה לשנות את התקציב. במאמר שלנו יש שתי אופציות: ביטוח ותקציב. נחננו חשבנו שהאופציה של



ענת לוי, מנכ"לית בלאקרוק ישראל צילום: מוטי מילרוד

ענת לוי: "ניהול התיק שבו ל-30% יש השקעה פיזית באג"ח עם תזרים ידוע ו-70% מושקע בשוק ההון, שונה מהותית מתיק שבו 100% מנוהל בשוק ההון"