

סיכום דיון

מסמך זה מהווה את תמצית הדיונים של "פורום שווי הוגן" מתוך מטרה לשתף את הקהל הרחב בעיקרי הדברים. בקריאת המסמך יש להביא בחשבון שמדובר בתמצית הדיון ולא בפרוטוקול מלא. בהתאם למדיניות הפורום, הדברים מובאים שלא בהכרח בציון שמות כל הדוברים. יודגש כי הדברים מייצגים את עמדותיהם האישיות והמקצועיות של חברי הפורום ואינם מייצגים בהכרח את העמדות הרשמיות של הגופים אליהם הם משתייכים.

תאריך המפגש: 01/11/2021

נושא המפגש: הרפורמה המוצעת באג"ח מיועדות: רציונל והשלכות תקציביות ואקטואריות

קישור לחומר הרקע למפגש: [לחץ כאן](#)

קישור לרשימת המשתתפים: [לחץ כאן](#)

צוות מקצועי:

נתנאל חכמי לוי, עמית הראל, מיכל ילין, מאיה ברנבוים

שלומי שוב

בוקר טוב, אנחנו מתחילים הבוקר את השנה האקדמית ה-11 לפעילות של פורום שווי הוגן ועוסקים בנושא של הרפורמה המוצעת באג"ח מיועדות. זה נושא משמעותי ביותר, לאור ההיקפים ההולכים וגדולים שלהם, בין היתר לאור חוק פנסיה חובה, ההיקף שלהם הגיע בסוף 2020 ל-272 מיליארד שקל שזה יותר מרבע מסך החוב הממשלתי. היקף דרמטי.

לדעתי חשוב שנתחיל את הדיון באמת בלהבין את הרציונל של הרפורמה. בראיה כלכלית יש רציונל לנסות להשיג תשואות גבוהות יותר בשוק ההון (פרמיית סיכון) וגם יחסוך את פרמיית הנזילות ברגע שהגיוס של המדינה יהפוך לסחיר, אבל יש כאן משהו שהוא הרבה מעבר לזה. אני רואה חשיבות גדולה בכך שקודם כל יש כאן יתרון גדול מבחינתי שסוף סוף נקרא "לילד בשמו". אני מדבר על היחס שבין הוצאות הריבית לבין החוב הפיננסי של המדינה שעד כה היה מעוות מאד כלפי מעלה בגלל האגח המיועדות וזה הכביד על איך שהמדינה נראית בפני חברות הדירוג. גם אם אנחנו יוצאים מנקודת הנחה שהחוב הפיננסי יישאר פחות אותו יותר באותו גודל ותכף גם את זה נפתח לדיון - שהרי אגח מדינה סחירות יחליפו את המיועדות וכן תיווצר התחייבות בגין רשת הביטחון - הרי שהוצאות הריבית ירדו בצורה משמעותית. הרפורמה תצמצם את הוצאות ריבית שהחביאו עד כה את הסבסוד והם יהיו קטנות יותר ביחס לתקציב אלו דברים שיכולים בטווח הארוך לעזור להעלאת הדירוג של המדינה. כאן לדעתי "הכלב קבור" - זה אמנם יותר בצד הדיוחי כלומר בצד של הנראות אבל זה

קריטי. לא נראה לי הגיוני שסבסוד של הפנסיה צריך להיות חבוי בהוצאות הריבית, אני תמיד מעדיף לקרוא לילד בשמו – זאת הוצאה תקציבית – סוג של הוצאה סוציאלית של המשרדים החברתיים. רק כשקוראים לילד בשמו אפשר לנהל דיון אמיתי האם הדבר נכון וכו'. למעשה הדיון הציבורי האמיתי בסוגיה כבר החל ובהחלט יתכן שצריך לשקול מחדש את הסבסוד הגורף הזה.

השאלה היא עד כמה יש כאן גם יתרון מבחינת אגף התקציבים בראיה של תקציב המדינה. כיום אנחנו מדברים על בערך 10 מיליארד שקל בשנה מתוך 40 מיליארד שקל הוצאות ריבית של המדינה וזה רק הולך ומחמיר עם השנים. יש כאן שאלה כיצד תימדד ההוצאה התקציבית החדשה בגין הבטחת התשואה וככל שהיא לא תהיה מלאה זה יקטין את הגירעון בתקציב יש מאין. להבדיל מקרן מס רכוש שבה לא רושמים הכנסה בתקציב כאן כעקרון צריכה להיות הוצאה תקציבית אבל על כמה היא תירשם? לשם המחשה, כאשר המדינה במשבר הקורונה העניקה ערבויות להלוואות – היא יצרה הוצאה תקציבית להלוואות בערבות המדינה רק לפי התוחלת שהיא כמובן מזערית יחסית. אני שומע שמדברים על הערכות תשואה ששיעור המוסדיים על בסיס ניסיון העבר של 3% (לפי בנק ישראל) עד 3.5% (לפי האוצר) שהמשמעות של זה היא שמתכננים שההפרשה תעמוד על 1.5 עד 2 אחוז (בין אם יתבצעו הפקדות בקרן מיוחדת ובין אם לאו - לא יודע אם זה כבר נקבע). כלומר, זה פחות מחצי מהוצאות הריבית של המיועדות כיום. אבל אני חושב שזאת הערכת חסר כי היא לא מנטרלת את אלמנט הסיכון בכלל. כלומר, בראיה מימונית טהורה ותקן אותי אמיר אם אני טועה, בהינתן שה-Rf הוא כיום אפס, יש צורך לעשות הפרשה מלאה כך שלא נוצר בכלל חסכון תקציבי ביחס למצב כיום. אם ניקח את הקונספט החשבונאי להיוון התחייבויות פנסיוניות של אגח קונצרני באיכות גבוהה (AA ומעלה) אזי מדובר כיום רק ב-1.5 אחוז לערך והמשמעות שהיא שההפרשה צריכה להיות כפולה ממה שמדברים. אני חושב שבקונספט של ההפרשה התקציבית צריך להתעלם מהסיכון או לפחות להגביל אותו כאמור.

מעבר ליתרונות החשבונאיים/דיווחיים יתרון משמעותי נוסף שהמהלך צפוי להעניק לחשב הכללי גמישות רבה יותר בניהול התזרים באמצעות הנפקה שוטפת של אגח סחירות לפי הצורך. בשורה התחתונה, יש כאן בתכלס בעיקר יתרונות מבחינת המדינה כאשר בתווך נמצאים הגופים המוסדיים ומבחינתם זה אולי פחות כדאי. המהלך הזה שנעשה דרך המוסדיים ישים עליהם עכשיו את הזרקור ואת האחריות להשיג תשואות ושנית – ועל זה לא ראיתי שממש מדברים זה לדעתי פוגע בהם עסקית במובן מסויים. הרי עד עכשיו הם היו זכאים לדמי הניהול בגין האגח המיועדות מבלי לעשות כלום וכעת יצרכו באותם דמי ניהול לנהל גם את המרכיב הזה. בשיווי משקל כלכלי, ניתן לומר כי דמי הניהול שמשולמים כיום גילמו את האפקט הזה. לכן, אם כעת התיק המנוהל גדל מ-70% ל-100%, מה שיצריך תשומות נוספות, אנליזה נוספת ותפעול נוסף - והיות שהמדינה לא משלמת דמי ניהול, לא בטוח שדמי הניהול של העמיתים בשיווי משקל כלכלי יעלו.

בואו נדבר על עניינים חשבונאיים נוספים. ראשית, יש כאן שאלה חשבונאית בסיסית אך ההבטחה של רשת הביטחון תופיע במאזן של המדינה – בתכלס, ניתן לומר שהמדינה חשופה למלוא העלייה והירידה של שווי הנכסים הללו ולכן לכאורה היא צריכה להמשיך לרשום את האגח המיועדות מצד אחד ואת הנכסים מהצד השני – כאילו מבחינה כלכלית המדינה היתה משקיעה בעצמה באמצעו המוסדיים שמנהלים זאת עבורה. אבל ככל שזאת התשובה אנחנו נגיע למצב מטורף בו ההתחייבות הפיננסית בדוחות המדינה תוכפל – כי ירשמו גם האגח המיועדות וגם האגח הסחירות שיונפקו במקומם ולא נראה שמישהו רוצה להגיע לזה... בהינתן שהנכסים הללו הם חוץ מאזניים (למשל כיוון שהמדינה לא שולטת על הרכבם וכו'), הרי במונחים כלכליים, בהשוואה לריבית חסרת סיכון מדובר על מנגנון החלפה דומה ל-CFD שהוא עמוק "בתוך הכסף" ולכן יש למנגנון שווי שלילי (בראיית המדינה) גבוה מאוד בסדר גודל של עשרות מיליארדים אם לא יותר בראייה עתידית, שאמורה לגדול בשעת משבר. האם מדובר על הבטחה "חוץ מאזניים" כמו הבטחות תקציביות אחרות? ככל שאכן מדובר בחוק שיכול להיות משונה ולא בחוזה – כמו למשל מתווה הגז – הרי שלכאורה לא תיווצר במאזן המדינה התחייבות כזאת – והמדינה תידרש רק מידי שנה לעדכן את ההפרשה על בסיס צבירה שזאת תוצאה לא כזו רחוקה מהמצב כיום בו האגח המיועדות רשומות בדוחותיה לפי עלות מופחתת.

שאלה חשבונאית מעניינת נוספת נוגעת לטיפול החשבונאי ברפורמה בדוחות הכספיים של קרנות הפנסיה. ראוי לציין כי קרנות הפנסיה מכינות דוחות כספיים על בסיס הנחיות פרטניות של רשות שוק ההון. זה ברור שהמטרה היא שלא לפגוע בחישוב האקטוארי ובזכויות של העמיתים – אבל השאלה היא איך עושים את זה מהצד הדיוחי. אגב, הייצור הזה שנקרא אג"ח מיועדות הוא יצור מוזר בפני עצמו ועד היום עוד לא באמת ברור כיצד צריך לטפל בו בהתאם ל-IFRS 9 למשל – האם לפי עלות מופחתת או שווי הוגן? וגם כאן הרפורמה עושה סדר.

אבל בואו נתמקד בחשבונאות פוסט רפורמה (שתיכנס בהדרגה רק לגבי אגח חדשות). קחו למשל את קרנות הפנסיה הוותיקות (ונמצא כאן אפי מעמיתים שתכף ידבר) – הרי המדידה בדוחות שלהם, מתבססת על שווי הוגן של האגח המיועדות ואפילו לצורך חישוב הגירעון/עודף האקטוארי מתבצע רישום של השווי של הבטחת ההנפקה בעתיד בניכוי מההתחייבויות. שזה גם מוזר בראיה חשבונאית נקייה כשלעצמו. השאלה האם יהיה אפשר לרשום נכס חשבונאי בגין רשת הביטחון של המדינה – זה לא טריוויאלי בכלל בדיוק מהסיבה שאין כאן באמת חוזה, אלא כאמור חוק שיכול להשתנות, והצד של המדינה כנראה לא ירשום התחייבות עתידית – כנראה שיצטרכו לחשוב פה על פתרון יצירתי אחר. מניח שיבגני עוד מעט יתייחס לכך.

גם בדוחות של הקרנות החדשות נוצרת סוגיה חשבונאית הרי המדידה מתבצעת כיום לפי עלות מופחתת (צריך להבין שמדידה לפי שווי הוגן היתה יוצרת רווח ביום הראשון אם נתעלם מהמגבלה שיש על הכרה ברווח כזה לאג"ח לא סחירות – וכפי שראינו בחומר הרקע לפי הדיווח של הקרנות מדובר בתוספת של 50% לערך בממוצע). הבעיה היא שהתשובה שתושג בפועל על ידי המוסדיים לא

בהכרח תעמוד בסטנדרט הזה – וגם כאן עולה השאלה של אופן הרישום החשבונאי של הסובסידיה הזאת.

כאיש חשבונאות אני אומר לכם שיש כאן אתגר חשבונאי לא קטן – כלומר, כיצד הדוחות לא יפגעו פוסט רפורמה בנטו, בהינתן שלא משנים את ההתחייבויות האקטואריות ולו במילימטר. בכלל אני חושב שהבסיס של הרפורמה נכון מאד אבל עולות כאן שאלות חשובות שצריך לתת עליהם את הדעת ולכן הזמנו לכאן היום את כל הגורמים הרלבנטיים. מבחינת הדיון הציבורי הער עד כה, אני חושב שזה שהוא מתרכז בעיקר במידת העוצמה של הבטחת המדינה וזה לדעתי לא העיקר. מדובר ברפורמה רבת משמעות שיכולות להיות לה השלכות רחבות לרבות על השיווי משקל בשוק ההון ותמהיל התיקים בעקבות עליה בביקושים ועומק הסחירות בו, תוך התייחסות לכל מיני מגבלות השקעה שחלות על הגופים המוסדיים שיהפכו עכשיו להיות עוד יותר אפקטיביות וליצור עיוותים בהקצאת המשאבים. תחשבו על זה שיוזרמו לשוק ההון 30 חלקי 70 ממה שמוזרם לו היום – זה כמעט חצי וזה מאד משמעותי! זה בהתחלה יכול להגדיל תשואות אבל בטווח ארוך יותר להקטין אותן. כמו כן, יכולות להיות כאן גם השפעות מאקרו שאין לזלזל בהם – לרבות לעניין שער החליפין בהקשרים של יציאה של הכסף לחול. לא נראה לי שסביר שאין ניתוח תרחישים להזרמה כה גדולה לשוק ההון.

ענת לוי לא יכלה להגיע היום, אבל העברנו לכם את הדברים שלה שרצתה להגיד שלנו – היא קוראת לזה "בוסטר" ומתייחסת שם לצורך בבניית כלי מעקב בנושא. מאד מעניין וחשוב. נשמח לשמוע גם את עדי מבנק ישראל לגבי "שיווי המשקל" בשווקים פוסט רפורמה.

אמיר ברנע

בוקר טוב לכולם. סתירה לכאורה - מצד אחד באו הבוקר הרבה אנשים לפורום, מצד שני אני רואה כי אין כמעט עניין ציבורי ברפורמה. מי שראה את עמוד ידיעות אחרונות בבוקר - שכלל את האלמנטים החשובים בתקציב שהולך להיות מאושר בסוף השבוע, הרפורמה לא מוזכרת בכלל! זה חשוב או לא חשוב?

האם זה באמת רפורמה מהותית כמו ששלומי אומר או שדרך משא ומתן סמוי –רוקנו אותה מכל תוכן אמיתי. בכל זאת נשאל לשם מה הרפורמה ומה בכוונתה להשיג? שמענו מספר סיבות - חלקן מיד נופלות. הנושא של "ייעול" שמופיע בדברי הרקע לרפורמה - הוא בדיחה כי אין פה ייעול, להיפך, נוצר קושי בניהול הקרנות, זיכוי וחוב, כניסה ויציאה של עמיתים, מאזן אקטוארי.

כמו שהזכיר שלומי את הקרנות החדשות שזה לא רק שם - אין שם מאזן אקטוארי, אלא רק לפרושים, בקרנות החדשות ישנו מאזן אקטוארי רק לפרושים - עם 60% גיבוי מיועדות. מה יהיה הגיבוי להם? כל הסוגיות האלו - בוודאי לא מייעלות את ניהול הקרנות.

סיבה אחרת אשר שמענו עליה היא שליטה בהנפקות - אפילו אם נניח שהיקפן רבע/20% מהיקף ההנפקות- הרי סעיף זה לא מקנה שליטה אמיתית. במקום אגרות חוב מיועדות, יהיו אגרות חוב סחירות. אני לא חושב שזוהי סיבה המסבירה רפורמה.

אולי זו תחילת ההליך של הפחתת זכויות לעמיתים- הסנונית הראשונה באיזשהו הליך להפחית זכויות- אבל גם זה לא! כי אני רואה שאם מעגנים את הכל בחקיקה ויוצרים מחסומים על אפשרות שהמדינה תיסוג מההתחייבויות שלוקחת בהסדר הזה. זה לא נימוק.

מה נשאר? חיסכון תקציבי. ולכן שאלת המפתח היא- האם שינוי חשבונאי טכני (כי הלא אין פגיעה בזכויות העמיתים) יכול באמת לייצר חיסכון כלכלי? כלומר, כאילו יש מאין, האם יש לנו פה סיטואציה של אלכימיה? פתרון טכני חשבונאי מייצר חיסכון תקציבי אמיתי!!

הרקע התיאורטי לחיסכון התקציבי מפורט במאמר של כוכב וספיבק, אהיה ביקורתי כלפי המאמר. כוכב וספיבק מציעים אפילו יותר מההסדר המוצע. בהסדר המוצע עודף בקרן מיועד לקיזוז חסר. כוכב וספיבק מציעים ביטוח כלומר - אם התשואה בחסר תקבל פיצוי, אם היא ביתר זה שלך. ויותר מזה, הם אפילו אומרים במאמר, שאפילו בסיטואציה של רק לתת- משפרים את זכויות העמיתים ב14% וחוסכים בתקציב 16%-17%.

ממש מדהים! אני לא מבין איך לא חשבו על זה קודם. סיטואציה שהיא לכאורה win – win.

במאמר הם מקנים אופציית Put בחינם שמכסה אם התשואה היא בחסר, ועוד יוצרת חיסכון תקציבי. שמעתם על דבר כזה?

זה מזכיר לי- כאשר נשיא ארה"ב בוש כיהן- נאמר לו שיש גירעון אקטוארי בביטוח הלאומי האמריקאי. הוא אמר- מה הבעיה? במקום להשקיע באג"ח ממשלתיות- שבהן מושקעות יתרות הביטוח הלאומי בארה"ב, בוא נשקיע בבורסה! האם זה יוצר חיסכון? בעצם אם תחשבו יש פה בעצם היגיון מקביל. נציע לחשב הכללי להנפיק אגרות חוב סחירות ב0% תשואה ולהשקיע בבורסה בתשואה ממוצעת של 8% ובכך ליצור חיסכון תקציבי. איך יהלי שנוכח כאן לא חשב על פתרון כזה?

אם תחשבו זה השתקפות של מה שמוצע ברפורמה. זה בעצם מה שהרפורמה עושה.

כי החשב הכללי ינפיק אגרות חוב סחירות, כתחליף לאגרות חוב מיועדות, ולמעשה בעקיפין, דרך המערכת הזו הוא משקיע בשוק ההון. כמו ששלומי אמר- אפילו חשבונאית היה צריך לרשום את הנכס המושקע כחלק מנכסי המדינה. אומרים לי כוכב וספיבק שדחיית תשלום בפועל כפיצוי לתשואת חסר, מפחית את הפיצוי. כלומר יחסי תשואה – סיכון תלויים באופק ההשקעה.

קשה לעכל טענה זו כמי שלמד מימון- אומנם לפני הרבה שנים אני מודה, יכול להיות שהיום המימון הוא אחר לגמרי, אבל בזמננו- למדנו מסמואלסון (כלכלן בעבר) - שאופק ההשקעה לא משפיע על שיקולי תשואה סיכון, הוא אומר- אתה יכול לנתח תשואה סיכון באופק מידי, והאופק לא מופיע בגרף שיש תשואה על הציר האנכי וסיכון על הציר האופקי. תוצאה זו מתקבלת בשוק משוכלל משום שהסיכון עולה לינארית עם הזמן.

אם למשל משולם הפיצוי במזומן כל 5 שנים האם נרוויח יום נדחה לכל 10 שנים? האם העלות התקציבית יורדת אם מוארכת התקופה של הסדר המזומנים?

התשובה המימונית, לפי מיטב ידעתי, אולי אני טועה, היא שאין הבדל כאשר הפיצוי נושא ריבית. חשבתי שאולי הפיצוי שקול לאופציה מיוחדת. בספרות העכשווית מוצגת "אופציה סינית" שהיא על הממוצע ולא על הערך הסופי. לצערי, לא יצאתי מזה- אולי זו בעיה שלי, לא השתכנעתי מההסבר שהשינוי החשבונאי הזה יוצר חיסכון אמיתי כלכלי בתקציב.

בעניין אחר, שימו לב שעיקר הבעיה היא בקרנות החדשות. הקרנות הוותיקות- יש להן מלאי של אגרות חוב מיועדות והן מתכווצות עקב משיכות. לכן עיקר הבעיה מתמקדת בקרנות החדשות הצומחות- שם הבעיה! האם ההסדר המוצע באמת אקוויוולנטי למצב הקיים? תניחו קרן פנסיה בלי להגיד את שמה (אין כזו- אך נניח שהייתה כזו) שמחזיקה נכסי נדל"ן בהסדר מיוחד עם יהלי (החשב הכללי במשרד האוצר שנוכח בדיון) שמותר לה להחזיק נכסי נדל"ן במקום אגרות חוב מיועדות. בקרן הזאת- הדירקטוריון בא ואומר יש לנו עד דצמבר לקבל אגרות חוב מיועדות לפי המתכונת הישנה (אנחנו לא כל כך מאמינים להסדר הזה), בוא נמכור את כל הנדל"ן- (סתם תיאורטית אני אומר) במיליארד וחצי שקל ונקנה אגרות חוב מיועדות זו לא הפגת אמון מי יודע מה.

השאלה על הפרק היא האם מחיקת פרמיית סיכון ופרמיית נזילות בין התשואה בשוק ההון לבין אגרות חוב ממשלתיות סחירות (שזה התחליף), האם המחיקה הזו בחישוב התרומה לתקציב מוצדקת מבחינה כלכלית? האם היא יוצרת חיסכון אמיתי? אני ממש סקרן לשמוע את יהלי איך הוא מתייחס לדבר הזה.

ההשלכות של הרפורמה על שוק ההון אינן דרמטיות כי בסך הכל האוצר יזדקק לכסף. זה לא שהכסף יוצא, הוא מחליף צורה, במקום אגרות חוב מיועדות יהיו אגרות חוב סחירות, אבל יש רק נקודה אחת חשובה שבה אסכם- הנושא של הסיכון, פרמיית הסיכון.

שימו לב מתי האוצר יצטרך לשלם סכומים גדולים כפיצוי לחוסכים? מתי? במשבר כגון משבר 2008. זו התקופה שאין לו הכנסות אחרות, זה התקופה שהלחץ התקציבי אצלו הוא הגדול ביותר.

אין לו הכנסות ממיסים ומאקזיטים כאלו ואחרים. זהו אלמנט שיטתי סיסטמתי שהוא מרכיב עיקרי בסיכון.

הרי הצורך בתשלום לחוסכים לפנסיה גדל דווקא בתקופה שהמשק מתכווץ ובתקופה שיש לחץ תקציבי האם לא נדרשת פרמיית סיכון? נכון שמדובר על הפרשה תקציבית- אך היא טכנית.

למעשה מהאספקט התזרימי - האם ציבורית יעבור מצב שבו ישלמו סכומים גדולים לחוסכים בקרנות הפנסיה ויצמצמו סכומים נצרכים אחרים? האם זה יעבור מבחינה ציבורית?

דבר אחרון- בין הקרנות- שימו לב מה הולך לקרות כאן, הרי 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 של כשל. קרן כושלת תמשוך מקרן שמרוויחה? גם פה צפויה בעיה ציבורית לא פשוטה.

בסיכומי של דבר אני אומר תראו- מציעים לנו רפורמה, אך אין סימוכין לכך שהרפורמה תורמת משהו.

דווקא מהאדישות אני לומד שאין פה כלום- אולי אני טועה. אולי אביה ספיבק צודק (ונשמע אותו בהמשך) ברקע התיאורטי שמקנה ביסוס לחיסכון התקציבי הזה. אני לא מקבל את זה אך נשמע אותו (את אביה) הוא מלומד שיכול להציג את הקייס שלו בצורה ברורה וחדה. קראתי את פרטי הרפורמה ובאתי מוכן לפגישה הזו, ואני אומר לכם לצערי אינני יכול לתת גיבוי לטענה של שלומי על חשיבות הרפורמה בעיתוי הנוכחי והשינוי החד שהיא הולכת לתרום לכלכלת המדינה..... הלוואי ואני טועה.

יהלי רוטנברג

בוקר טוב, אני שמח להיות כאן. אני רוצה להציג את האנשים שנמצאים איתי כאן. פה לידי גיל כהן מנהל חטיבת המימון בחשב הכללי. בנוסף נמצאת כאן איתנו רות מארק שהיא החשבונאית הראשית היום והיא תצטרך להתמודד עם רישום המכשיר החדש בספרי המדינה. נמצא כאן גם שלומי כהן מנהל מחלקת ניהול סיכונים ביחידה החוב שמכיר את המספרים יותר טוב מכולם. מראש אני אומר לכם- אני לא מתחייב לזה שיהיו פה תשובות לכל השאלות, אבל אנחנו בהחלט נרשום את הדברים. מראש אני אומר- אין רפורמה מושלמת, אני בטוח שברפורמה הזאת יש כל מיני חורים, אף אחד שעשה שינוי, ואני מסכים שזה שינוי משמעותי בשוק ההון, לא עשה הכל באופן מושלם, יש דינמיקה של תהליך עם הרבה מאוד שחקנים שיוצא מתוך נקודת מוצא לנקודת יעד.

עוד דבר שאני רוצה להגיד לפני שאני נכנס למצגת, זה שבסופו של דבר אנחנו עדיין נמצאים בתהליך מסוים. התהליך הזה קורה, יש כתיבה של תקנות שצריכות לקרות ואנחנו קשובים. גם כל התהליך שהיה- היו הרבה מאוד דיונים, אולי פחות בעיתונים ופחות ממה שאולי מישהו ציפה בשיח הציבורי, אך מאחורי הקלעים היה המון דיונים מקצועיים מאוד, גם עם מנהלי השקעות בגופים השונים. כמובן בתוך השחקנים במשרד האוצר, אגף שוק ההון, החשב הכללי, אגף התקציבים, עם חברי הכנסת, עם נמרוד ספיר והקבוצה שלו (אשר נמצא בדיון), ואנחנו שמענו כמובן הכל. לא כל דבר יכלנו להסכים ולא קיבלנו כל דבר כי יש לנו מטרה מסוימת ובסוף המטרה הזאת- אפשר להסכים איתה ואפשר שלא להסכים איתה- אני אטען, ואני מאוד שמח על דברי הביקורת הכמעט בוטים, אני אטען שבסופו של דבר אנחנו אולי יותר בכיוון של שלומי- שמים את הדברים איפה שהם צריכים להיות- אולי לא באופן מושלם.

אני אתחיל את המצגת.

השקף הראשון - שתבינו שמבחינת נכסי קרנות הפנסיה אנחנו רואים שאנחנו כבר בטריליון שקל נכסים. זה לא משהו שחדש לפורום שיושב פה אבל אנחנו מדברים פה על קצבי צמיחה מאוד משמעותיים ותכף תראו מה זה עושה ולמה היינו חייבים לעשות את הרפורמה ויפה שעת אחת קודם. דובר פה ובצדק שאחת ההשפעות המשמעותיות זה על קרנות הפנסיה החדשות.

בשקף השני אנחנו רואים את קצב הצמיחה הממוצע של 20% בקרנות אילו. תחשבו שאנחנו באים ואנחנו כמדינה על הדבר הזה 30% כל שנה מנפיקים אג"ח מיועדות. לא אתעכב על שקף המסביר על האגח המיועדות, עד עכשיו עם 4.86% צמוד מדד. לאורך השנים משנות ה-50 האם המכשיר הזה נועד להיות מכשיר שהוא מכשיר מסבסד? האם הוא נועד להיות רשת ביטחון? או האם המטרה המקורית משנות ה-50 ועד היום, בעצם כאשר לא היה שוק הון מספיק פעיל ועמוק במדינת ישראל, הייתה להיות מכשיר גיוס נוסף של האוצר שמשקיע את הכסף באוצר בתשואות שהן היו באותה תקופה תשואות שוק- זה מה שאני טוען.

לאורך השנים בוצעו אותן התאמות להן לתשואה והן לשיעור ההנפקה של האג"ח המיועדות ואפשר לראות במצגת את ההפחתה הזאת, כלומר האלטרנטיבה לשינוי הנוכחי הייתה בעצם לבטל את זה או להוריד את זה מ-30% ל-10% ולהתאים את שיעור התשואה לשיעור תשואה ריאלי רגיל של גיוס חוב סחיר כפי שנעשה לאורך השנים בכל ההתאמות האלה והאחרות. תהליך שלוקח הרבה מאוד זמן, משא ומתן מאוד קשה והאם המדינה צריכה לתת פה פתרון שהוא בעצם פרו מחזורי כמו באג"ח המיועדות מול החוב הממשלתי.

כעת אני אתייחס לבעיה- רואים בעיה גם מצד המדידה וניהול החוב, גם בשוק ההון מבחינת ההקצאה שלו זה של אותם 30%, וגם כלפי העמיתים.

כאשר מסתכלים על הביצועים לאורך זמן וכמובן שכולנו אנשי מימון, חשבונאות, ומבינים שזה לא אומר שמה שהיה הוא שיהיה, עדיין רואים שבסופו של דבר התשואה הריאלית ארוכת הטווח בנכספים החופשיים הייתה יותר מ-4.86% והגיעה לכ- 6.3%.

מעבר לזה שזה הגיע לתשואה של 6.3% אנחנו רואים בשקף באופן ברור את תיק ההשקעות בנכסים החופשיים של קרנות הפנסיה מבחינת ההקצאה שלו, רואים כמה מוקצה לאג"ח ממשלתי סחיר. ניתן לראות במצגת את הBreakdown של הדבר הזה- מה הולך לעולם המניות לאורך השנים. עולם המניות הולך וגדל עם השנים, וכמובן ההשפעה על כל היתר, או מה שנקרא- הנכסים החופשיים. מעבר לזה, כל ה- 30% זה אג"ח שהוא לא סחיר. רואים את קצבי הגידול המאוד משמעותיים בתיק הנכסים שמשפיעים על אותם נכסים לא סחירים.

האם ההקצאה הפנימית של ה-70% היא נכונה? האם אותם אג"ח מיועדות לא מעוותות את החלטות ההשקעה של הגופים המוסדיים ליתר התיק בגלל הרובד של אג"ח מיועדות? ועל זה יש כמובן את הנושא של הפגיעה בחוב הממשלתי.

אנחנו רואים לאורך השנים החל משנת 2012 דחיקה דרמטית של החוב הסחיר. זה לא דבר שהוא מובן מאליו בניהול חוב של מדינה ואני חושב שיש לי קצת ניסיון בנושא הזה. במקביל לזה, הדבר המשמעותי הוא הגידול במלאי של החשיפה המדינתית לחוב הצמוד- בסוף הדבר משתרש לכל המשק וליכולת של החשב הכללי לתמוך בעקומים הצמוד והשקלי. אנחנו רואים- כמו שאמרתי דחיקה של החוב, תכף אסביר לכם את זה, וכמובן דיברנו על הנושא של פער הסבסוד.

בנושא הריבית – האם ההקצאה של מקורות של המדינה לרובד השני הפנסיוני בסבסוד של כ- 10 מיליארד שקלים, היא יעילה? מישהו התכוון לזה? אני ממש לא בטוח...

בשקף זה אנחנו רואים את הפגיעה בניהול החוב הממשלתי, את אותם 30% חוב מקומי שהוא לא סחיר מול החוב החיצוני והחוב הסחיר, ובעצם אי יכולת אפקטיבית או ממש דחיקה של החוב המקומי הסחיר. יש להבין שהדחיקה הזו עולה כסף גם באופן עקיף ופוגעת בהמון המון רבדים בניהול החוב ובגמישות ניהול החוב.

דרך אגב מה קרה במהלך שנת 2020 במשבר הקורונה? בחודשים הקשים ובכל מהלך שנת 2020 המכשיר הוא פרו מחזורי, ז"א כאשר השוק יורד והתשואות יורדות באופן דרמטי בקרנות- מה עושה המדינה? היא לא מנפיקה. זה מה שקרה בשנת 2020. בשנת 2020 לאורך כל השנה הנפקנו כ- 20 מיליארד ₪ אג"ח מיועדות. כמה אנחנו הולכים להנפיק בשנת 2021 כאשר השווקים עולים בטירוף? כ- 37 מיליארד ₪.

וזה בדיוק הפרו מחזוריות של המכשיר הזה וזה ביחס לאיפה שמדינה צריכה להיות שזה למעשה לתת רשת ביטחון. יכול להיות שאם זה היה תלוי רק בי, גם את זה לא הייתי עושה. אבל אם כבר המדינה מחליטה להתערב היא צריכה להיות מעורבת כאשר יש זעזוע אקסוגני משמעותי לאורך זמן. אני רוצה גם להשאיר מקום להתייחסויות ולשיח, אבל אם יש שוק אקסוגני משמעותי לאורך זמן, יש גם עניין של התאוששות מזעזועים כאלה, אנחנו רואים גם באיזה קצב התאוששנו מהקורונה מבחינת המשק, אז אולי זה המקום של המדינה להשתתף ובעצם להיות כערבות או כרשת ביטחון.

בשקף זה ניתן לראות את התנודתיות של ההנפקות, וככה זה גם פוגע בשוק ובהנפקות החוב הסחיר שבעצם מגיעות לאותו שוק! במקום להגיד אני מנפיק לך כך וכך חוב סחיר ולתת וודאות, אנחנו לא יודעים כמה אג"ח ננפיק בחודש הזה לאג"ח מיועדות – אף אחד לא באמת יודע לתת לנו את הוודאות הזאת, למרות הרבה מאוד עבודה מול הקרנות וניסיון לייצר תחזיות ותמונת המראה זה החוב הסחיר. ברור לכל שאנחנו חשופים פה דרך אג"ח מיועדות לתיק השוק של הגופים המוסדיים בכך שהיה חודש טוב- תנו לנו יותר אג"ח מיועדות. ניתן לראות את השוונות לאורך השנים. נגיע ליותר מ- 35 מיליארד ₪, וגם ניתן לראות את העלייה הדרמטית משנת 2012, כתוצאה מהשינוי בשוק הפנסיה.

ניתן לראות בשקף זה גם את היקף הסבסוד שהולך וגדל בתוך הוצאות הריבית של המדינה. זה בסדר שהממשלה מחליטה לסבסד. אני לא חושב שזה היה הדיון מלכתחילה, זה דיון של בדיעבד. המכשיר הפך למכשיר מסבסד בדיעבד, ולכן המדינה מסבסדת את אותה הוצאה תקציבית שהיא לא יעילה. כרבע מתשלומי הריבית- אנחנו משלמים כ- 40 מיליארד ₪ ריבית בשנה- תחשבו על המספר הפנומנלי הזה, ואנחנו עוד נעלה בתשלומי הריבית שלנו בגלל שהחוב הממשלתי במהלך הקורונה גדל בצורה משמעותית, גם החוב עצמו עומד על יותר מטריליון שקלים. כרבע מזה אנחנו משלמים בצורה שהיא מבחינתנו לא יעילה.

המודל החדש מנסה למצוא שווי משקל שהוא יותר טוב מהשווי המשקל הקודם. כאשר מצד אחד עדיין נותנים את אותה רשת ביטחון ל- 30% מהנכסים, שומרים על הוודאות, ופה נכנסה לחקיקה אותה פסקת יציבות שאומרת- 5+5+5 : אינטרוולים של חמישיות- כי ככה מוגדר המכשיר, שזה בעצם וודאות ל- 15 שנה שאין את זה באף חקיקה.

דרך אגב- מכוח מה בכלל מונפקות האג"ח המיועדות כיום? אפילו לא בחקיקה ראשית אלא בתקנות- זה הכל בתקנות.

כפי שאמרתי הנושא של שעת משבר- זה אותו ביטוח שנתיים, אפשר לקרוא לזה ביטוח אפשר לקרוא לזה אופציית Put, או רשת בטחון זה בעצם אותו מנגנון. זה כמובן יביא לייעול הוצאת תקציב וגם פה בחקיקה נקבע אחרי הרבה מאוד חשיבה ודיונים, ווקטור הוצאה תקציבית באחוזים - אני לא מכיר כמעט אף חוק שההוצאה התקציבית נקבעה בחקיקה כמו בחוק הזה. כל זה אחרי הרבה מאוד שיח עם בנק ישראל, כולל עם הנגיד, על מה צריכה להיות ההוצאה התקציבית ומה החשיפה לקרן. עשינו את מספר רב של תרחישים ומודלים והגענו לתרחיש שגם לדעת בנק ישראל הוא מספיק טוב בשביל לצאת עם הרפורמה הזו לדרך. וכמובן יש את הישימות התפעולית, פה אני חולק על מה שנאמר שזה מסבך, מי שמתפעל את זה- זה אנחנו, זה גיל כהן (סגן החשב הכללי), ואני חושב שהפתרון התפעולי שנמצא הוא לא יותר מורכב מהפתרון התפעולי של הנפקת אג"ח מיועדות ואנחנו כמובן עוד נבחן את זה לאורך זמן. זה מסכם את כל הנושא של התחייבות הפרשים. יש לציין גם שבתוך התהליך רמת הרשת עלתה (אגב אני לא בהכרח מסכים עם זה) ל-5.15%. למה אני לא מסכים עם זה? רק בגלל החשיפה. כמובן שלהביס את ה-4.86%, ה-5.15% הוא משמעותית תשואה ריאלית ארוכת טווח הרבה יותר גבוהה, וזה דבר שמגדיל את הסיכון למדינה מבחינתי.

לסיכום המנגנון הכסף עובר לשוק ההון היכן שהוא בעצם צריך להיות ואנחנו בעצם משלימים את התשואה/ את ההפרש.

בתוך המנגנון איך אנחנו מתמודדים עם ה Moral Hazard ? אחרי הרבה מאוד חשיבה, אנחנו מצמידים את זה כמו קרן מחקה למסלול הגדול ביותר של קרן הפנסיה. אנחנו ערב אישור התקציב זה באמת עיתוי מושלם מבחינת הרפורמה. זה יצא מושלם- השבוע בעזרת השם התקציב יעלה לקריאה שנייה ושלישית. זו גם בשורה לדעתי אחרי למעלה מ-3 שנים. לסיכום מוצגת טבלת השוואה בין המכשירים השונים.

פה אני מסיים את המצגת הקצרה-הבטחתי שזה לא יהיה ארוך.

אני חושב שמה שאמרתי, נתן קונטקסט לאיך אנחנו רואים את הדברים. בסופו של דבר- התוצאה של הדבר הזה מבחינת המדינה זה לשים את הדברים יותר איפה שהם צריכים להיות. שוק ההון עובד כשוק ההון. כל הנכסים מושקעים בשוק ההון, המדינה איפה שהיא צריכה להיות- זה כאשר יש באמת מצב שהוא מצב שוק כמעט חריג לחלוטין שיש בו משבר משמעותי ואז במודל הזה של ההתחשבות כל 5 שנים אנחנו כמדינה רוצים להיות ונתערב באמצעות אותה קרן.

שאלו מה יהיה הפער בן הווקטור התקציבי לבין תוחלת הסיכון כפי שהיא תחושב? אנחנו כמיטב המסורת ביחידה החוב- יש לנו המון מודלים. אנחנו כמובן צריכים לבחון את הדבר הזה לאורך זמן, אבל אני אומר לכם שבצורה מאוד שמרנית ובצורה הטובה ביותר. זה מה שיש לנו להגיד במועד הזה על האירוע הזה- שזה כמובן אירוע חדש לכולם. אני מניח מראש שגם יהיו פה דברים שנצטרך לתקן ולשפר.

אני אגיד עוד שני דברים ואז נפתח את זה לשיח. עלו פה כל מיני דיונים אגב- הרפורמה הזו שהם מאוד מאוד חשובים ורלוונטיים, אבל אם עכשיו מדברים על הכל הכל – אי אפשר לקדם שום דבר. וזה בכל תהליך של הובלת שינוי במשק ובכלל בארגונים.

שני הדברים יכול שמאוד רלוונטיים. 1. נושא של מגבלות ההשקעה הקיימות בגופים- מאוד רלוונטי בגלל הזרם שהולך להיכנס לתוך השוק- זה דבר שצריך לטפל בו האם אני מחבר אותו כרגע? לא, יש גולטור יש רשות שוק ההון יש את הגורמים הרלוונטיים. האם אני אתמוך בלבחון את הנושא הזה? חד משמעית.

שלומי שוב

אתה לא חושב שבזה צריך לטפל עכשיו? לפני שאתה מעביר דבר כזה?

יהלי רוטנברג

אני חושב שהשוק מוצא את דרכו לטפל בכל החסמים כדי להישאר ביעילות המקסימלית בכל רגע. צריך לטפל אבל אי אפשר לטפל בכל דבר בכל רגע נתון.

אותו דבר בנושא של דמי הניהול. אני לא מכיר אף גוף מוסדי שהוא חושב שהוא לא יעיל וצריך להתייעל בדמי הניהול. אני בטח שכולם ואני גם חושב שצריך להביא את המנהלים הטובים ביותר שעולים הרבה כסף וזה בסדר גמור. יהיה מי שיטען- עד עכשיו נהניתם מ-30% דמי ניהול בלי לנהל, ויהיה מי שיטען כנגד שזה רק עניין של מדידה, זה אפקטיבית הוריד את דמי הניהול האחרים. זה יכול להיות דיון רלוונטי ומעניין שיכול להיות שצריך לטפל בו אבל זה לא אומר שאנחנו צריכים לעצור דבר שאנחנו מובילים. ואגב הדבר הזה יעלו ויצופו כל מיני בעיות, שבאותם בעיות צריך לטפל כדי לאזן את המערכת לאורך זמן. באותה מידה שרצו להעביר רפורמות אחרות כמו למשל המודל החכם הציילאני, יושב פה עודד שריג אני הייתי סגן בכיר לחשבת הכללית כאשר הוא הוביל את הרפורמה הזאת בתפקידו.

ידענו מראש שהרפורמה הזאת יוצרת לנו בעיות במקומות אחרים, אבל צריך להסתכל לאורך זמן על השוק ועל האיזונים ארוכי הטווח שלו, ולכן כאשר אנחנו עושים את השינוי הזה אין לי שום ספק שלאורך זמן יצטרכו להיות כל מיני התאמות אך חשוב כרגע לשים את הדברים איפה שהם צריכים להיות.

ענת לוין¹

שינוי מאוד חשוב בניהול החוב – אין בכך ספק. אתייחס לנושא מ 3 נקודות מבט:

1. הבוסטר

2. מידע (!)

3. השפעות מאקרו אפשריות

נקודה ראשונה: הבוסטר

הצמיחה בהיקף הנכסים המנוהלים על ידי משקיעים מוסדיים והתחזית לגבי הצמיחה הזו קדימה, מקבלת "בוסטר" בדמות תזרים נוסף שישתחרר במהלך העשור הקרוב. על כן את כל המגמות על שוקי ההון והרכב התיקים צריך לנתח בהיבט של מגמות ארוכות טווח בניהול כסף מוסדי בישראל (ובעולם). כל הנושאים הטכניים של תקנות השקעה קשורים לשאלה מה התקנות שמתאימות למגרש מאוזן בעולם הפיננסי הישראלי שהוא בצמיחה חזקה. זו שאלה מבנית לא פשוטה עם משמעויות של ריכוזיות וניהול.

לנושא שוק ההון ומגמות ארוכות הטווח: ברור שעולם בריבית אפס יהיה שונה מאלוקציה בעולם עתידי עם ריבית גבוהה יותר. רמת התחכום, הסיכון שעולה תימשך. מדינה בהגדרה תגייס פחות (למשל פחות פער הסובסידיה בהפרשי הריבית) וזול יותר. גם לזה יש השפעה על אלוקציה ועל הצורך להניב תשואה המתאימה לחיסכון לפנסיה. אין סיבה שמוסדי יקנה אג"ח בחצי אחוז כאשר הוא יכול להשקיע בפרויקט תשתית מגובה מדינה בהרבה יותר.

אך הכל נכון היה גם קודם לכן – מה שקורה עם השינוי בהנפקת המיועדות הוא הבוסטר של מגמות אלו.

נקודה שניה: משמעויות על ניהול הכסף/שקיפות ללקוח – וניוד

ברור, אני מקווה לכולם שניהול תיק שבו ל- 30% יש השקעה פיסית באג"ח בעלת תזרים ידוע ו- 70% מושקע בשוק ההון שונה מהותית ומימונית מניהול תיק ש- 100% מנוהל בשוק ההון ויש לו אופציית הפרשים של 5.15% על 30% מתשואה עתידית. ניהול תיק ב- 3 מימדים הולך ונעשה מורכב: מה הנכס (מניה/אג"ח/נדל"ן/הלוואה) מה המח"מ שלו ומה המטבע שבו זה נעשה. עכשיו מכניסים לתמהיל את נושא האופציה, יש לה שווי כלכלי. כי למרות שניתנה בחינם השווי שלה הוא לא אפס.

האם לדוגמא זה ישפיע על מינוף תיקי ההשקעות? כבר כיום תיקי ההשקעות ממונפים מעל 100% חשיפה, בעיקר בגין גדורי מט"ח. אך יש גם מינופים שנובעים משותפויות שונות כמו נדל"ן ועסקאות

¹ לא נכחה פיזית בדיון, אך תגובתה התווספה לסיכום הדיון.

אלטרנטיביות. המידע שלקוח/בעל פוליסה מקבל בעת החלטה על מעבר בין מנהלים מתבסס על מידע חסר. תשואות עבר לא יעידו כלום על חשיפות קיימות, ובטח לא על גמישות התיק והתנהגות שלו בתרחישים שונים.

נקודה שניה היא כי שינוי כזה דרמטי בהיבט המימונים של תיקי השקעות מחייב עליית מדרגה ושינוי פרדיגמה בשקיפות על הנכסים (לא בדיעבד לאחר רבעון) ועל תרחישים מאקרו כלכליים שונים. לדוגמא: איך יתנהג תיק נתון בעליה של 1% באינפלציה, או בעליה של 1% בריבית. המידע הזה לא צריך להיות רק נחלתן של ועדות השקעה אלא הוא מחויב ברמת הלקוח או לפחות היועץ שלו. זה היה נכון תמיד, אך זה מתחדד מאוד בגין ה"בוסטר" והמעבר לתיק השקעה שיש בו רכיב הפרשים. התעצמות התהליך של ניהול תיק שהוא מעל 100% במונחי חשיפה מחייבת לעלות כיתה במידע ובאופן הניתוח שלו עבור העמיתים ויועציהם.

נקודה שלישית: השפעה מאקרו כלכלית

לשינוי המוצע יש מספר השפעות מאקרו מעבר לגיוון והגמשת ניהול החוב הממשלתי. ובוודאי אפשר לחשוב על רתימתו ב Win-Win לכלכלה המקומית. אני בטוחה שעוד יידון בכך הרבה. הזרקור שאני מבקשת להפנות הוא לנושא ההשפעה העקיפה האפשרית על שער החליפין.

לאילו שפחות מצויים אתן רקע: מאחר ותשואות נמדדות בשקלים, ומאחר ותיקי ההשקעות גדלים בקצב מהיר יותר מצמיחת הכלכלה המקומית – הרי שרכיב ההשקעות בחו"ל הולך וגדל, מ-15% לפני עשור לקרוב ל-40% כיום. זה נכון בניהול סיכונים, זה נכון בהזדמנויות השקעה וזה נכון בפיזור סיכון סיסטמי לחוסך שרוב עולמו תלוי בכלכלה המקומית. אבל ההשפעה הנגזרת היא כי המוסדיים נאלצים לגדר חלקים הולכים וגדלים לשקל. המעבר לניהול 100% תיק יכול את ההשפעה הזו ויש סיכוי כי יעצים אותה (בוודאי בסכום \$ כולל ואולי גם בחשיפה). כל זה נעשה על רקע מאקרו כלכלי בו היבוא במדינת ישראל 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 ההולך וגדל משפיע על סיכון הבסיס ותמחורו ומכאן מהווה גורם בעל השפעה גוברת בהתנהלות שוק המט"ח לצד הירידה ביבוא. ברור כי מתחייב לארגן מיידי צוות חשיבה של בנק ישראל – אוצר - רשות שוק ההון בנושא. הגיע הזמן שייבנו כלים למוסדיים להתמודד עם הגידור הזה בצורה יותר יעילה, ברמה לאומית. את הפרמיה העודפת משלמים העמיתים (ובעקיפין תשלם אותה כעת רשת הביטחון). מספיק לזכור את 2020 בה נחשפנו לכך כי בעתות שונות הפרמיה הזו יכולה להיות גבוהה מאוד.

אפי סנדרוב

שלום לכולם, אני המנהל של קרנות הפנסיה הוותיקות, חלק מהמצגות שלי ושל יהלי הן די חופפות אז אני אעבור בצורה מהירה על הנתונים. המטרה שלי היא בעיקר להשיג נתונים מספריים ביחס לקרנות הוותיקות, כולל המעורבות הממשלתית והסיוע הממשלתי לקרנות. הרבה מאוד דברים אגב החקיקה החדשה ביחס לעמידה של הממשלה מאחורי ההסדרים והחיסכון הפנסיוני הזה גם נתייחס לכך. עמיתים הקרנות הוותיקות מנהלות כיום התחייבות של כמעט 470 מיליארד ₪, מיליון עתידיים, ו-240 אלף פנסיונרים. כמה מילים על ההסדרים להבטחת תשואה, גם זה נאמר קודם ולא נעבור על כולם אבל למעשה מאז אמצע שנות ה-90 ראינו מגמה שהממשלה מפחיתה את המעורבות שלה בנושא הגיבוי להשקעות של החיסכון הפנסיוני ראינו את זה בשנת 95 ברפורמה הראשונה בקרנות הפנסיה-הפחיתו את שיעור המיועדות לקרנות החדשות ב-70% והורידו את התשואה מ-5.57% ל-5.05%. ב-2003 המגמה הזו נמשכה, הפעם הורידו את שיעור ההשקעה מ-93% בוותיקות ל-70% בחדשות ו-30% לכל קרנות הפנסיה, ובמקביל גם הפחיתו את התשואה ל-4.86%. במקביל ניתן סיוע ממשלתי לאיזון גם של הקרנות הוותיקות שהסדר וגם הסדרים מיוחדים לקרנות הוותיקות שהיו מאוזנות דאז, לרבות כרית ביטחון שאני אתייחס אליה בהמשך.

בהסדרה הנוכחית ב-2021 אנחנו רואים שינוי, לא חל שינוי בשיעור ההשקעה במיועדות או בהבטחת תשואה, זה נותר 30%, ומאידך שיעור התשואה עלה ל-5.15% שהפעם מדובר בהסדר שהוא בחקיקה, קודם היו אולי תקנות שקבעו איך מנפיקים אג"ח מסוג ערד, אך לא הייתה שום התחייבות של המדינה כמה להנפיק ומתי. עכשיו הדברים האלה מוסדרים בחקיקה, כך שלהבנתנו יש דווקא יתרונות בהסדר החדש ובעיקר תשואה יותר גבוהה ועיגון בחקיקה בהשוואה למה שהיה קודם.

מה עוד נדרש? זה עלה כאן בדיון וצריך להמשיך לדון בזה, חקיקה רחוקה מהשלמה, תקנות ההשקעה עדיין לא נחקקו, הסדרי השיעור בנושא שיערוך נכסים עדיין לא תוקנו ומעבר לזה נדרשים עוד דברים. לדוגמא בקרנות הוותיקות החקיקה החדשה מחייבת אותנו לשכפל את התיק החופשי ולהשקיע את הכספים שמשתחררים מאג"ח מיועדות לאותו אופק רק שתקנות ההשקעה לא מאפשרות לנו את זה, כלומר יש לנו כאן חקיקה סותרת שלא מאפשרת ליישם את ההוראות החדשות.

צריך לעשות עדכון בתקנות ההשקעה, ורק אולי נזכיר בכמה מילים - ב-2002 אני עבדתי במשרד האוצר, וגיא (גיא קריגר מנכ"ל מנורה מבטחים כיום) יחד איתי. נכתבו אז תקנות ההשקעה לגופים המוסדיים, הקרנות הוותיקות ניהלו 100 מיליארד ש"ח, הקרנות החדשות ניהלו 20 מיליארד ש"ח נכון לאז. כיום החדשות כבר ב-550 מיליארד ש"ח, והוותיקות, ראיתם את המספרים קודם - השוק גדל מאוד.

קצב הגידול בנכסים הפנסיונים עלה משמעותית על קצב הגידול בתוצר, מה שהיה נכון לאז לא בהכרח נכון להיום. תאמינו לי נדרשת חקיקה בשינוי בכל נושא תקנות ההשקעה כדי שיאפשר לגופים לגוון

את תיק ההשקעות ולהשקיע בצורה מושכלת על מנת למקסם תשואה - אף אחד לא רוצה להנות מהבטחת התשואה, כולם כמובן רוצים להשיג תשואה יותר גבוהה.

זה מתחבר לעוד נושא - בתיקון שנעשה ביום הדיונים האחרון בוועדת הכספים, אנחנו הצענו שהכספים העודפים מעל ה-5% יחזרו לציבור, ותקנה 34 ה באמת תוקנה, ונקבע שכל כסף מעל תשואה של 5% עובר לקרן המיוחדת, אבל משם הוא יכול לחזור רק לקרנות הפנסיה הוא לא יכול לחזור למדינה, זה תיקון ששולב בוועדת הכספים בהתאם לבקשה שלנו ושל בקשה של גורמים אחרים בדיונים.

עדיין לא נקבעו מנגנונים איך הכספים חוזרים לקרנות, אני חושב שפה צריך לקבוע את המנגנונים הנכונים שיעודדו את מנהלי ההשקעות להשיג תשואות יותר גבוהות. צריך לקבוע את המנגנונים הנכונים להבטיח תשואה עודפת חוזרת, ואיך מתגמלים מנהלים יותר טובים על פני מנהלים פחות טובים.

כמה מילים על היקפי הרכישה לטובת מי שלא מכיר ואנחנו מדברים על רפורמה ובוא גם נראה את המספרים. הקרנות הוותיקות רכשו 60 מיליארד ₪ אג"ח מיועדות מאז 2011, בעקבות ההסדר של 2003 הפסיקו את רכישת המיועדות עד שתיק המיועדות ירד ל-30% מסך הנכסים. הרכישה חודשה בשנת 2011, אפשר לראות את המספרים בין מיליארדים בודדים לכמעט 12 שקל בשנה הנפקה של מיועדות רק לקרנות הוותיקות סה"כ 60 מיליארד ש"ח עד היום.

אפשר לראות זאת גם בחלוקה לשלבים, ניתן בנוסף לראות גם את התחזית העתידית שלנו ל-15 שנים הבאות, למעשה בחלק מהשנים תידרש בשנה בודדת הנפקה או התחייבות להשלמת תשואה של כמעט 15 מיליארד ש"ח רק לוותיקות, והקרנות החדשות כאמור כבר יותר גדולות מהקרנות הוותיקות בהיקף הנכסים שלהם, כך שגם שם ידרשו סכומים משמעותיים. במקרה שלנו שוב, הונפקו 60 מיליארד, אנחנו צפויים לקבל עוד 60 מיליארד כהבטחת תשואה ל-15 שנים הבאות בהתאם להסדר הזה.

לסיום כמה מילים על הסיוע הישיר - על הרבה הערות שהמדינה לא מיישמת הסכמים, או חשש מאי יישום הסכמים. הקרנות הוותיקות קיבלו מהמדינה מאז יישום ההסדר כ-61 מיליארד ש"ח, הבוקר קיבלנו עוד כרבע מיליארד ש"ח, כך שהמדינה מיישמת בצורה מאוד דבקנית את ההסדר הזה. היא משלמת את ההתחייבויות.

מעניין גם להסתכל על שנת 2020 - שנת קורונה משבר כלכלי ודווקא בשנה זו כמעט שיא העברה: 5 מיליארד שקלים, ז"א לא דילגו על השנה הזו.

להערכתנו יש עדיין כמו שאמרתי צורך להשלים חקיקה, מצד שני, יש ממשלה ועד היום במבחן התוצאה אתם רואים עמידה בכל הסדרה של החיסכון הפנסיוני ב-25 השנים האחרונות.

שלומי שוב

בשורה התחתונה אתם בעד הרפורמה?

אפי סנדרוב

בשורה התחתונה אני חושב שברפורמה הזאת יש הרבה היגיון, היא תבחן כמובן במבחן התוצאה. בהחלט יכול גם לשמור על הזכויות של הציבור בחיסכון הפנסיוני, וגם יכול ליצור אפסייד במצבים מסויימים לחוסכים בכפוף לניהול השקעות נכון ובכפוף גם לעדכון המגבלות כך שיהיה אפשר לנהל את ההשקעות בצורה טובה.

אביה ספיבק

העבודה של יאיר כוכב ושלי עומדת להתפרסם ברבעון לכלכלה, אז הבסיס התיאורטי למהלך הזה קיים כמו שאמיר אמר. באחת ההזדמנויות הקודמות, כשאני הבעתי את הרעיון שכשלווקחים תשואות לאורך זמן זה נהיה פחות מסוכן מאשר כשלווקחים אותן שנה שנה, אמיר אמר לי "אביה תזהר" והפנה אותי למאמר מסוים ואני באמת נזהרתי ובדקתי את זה, גם עם אנשים שמאוד מתמצאים בתורת ההסתברות. דבר ראשון זה נכון וזה לא רק אני חושב ככה אלא כל מי שנמצא בשוק ההון יודע את זה באופן אינטואיטיבי, ההסבר הוא שהדבר שמבלבל את כל אנשי התאוריה, כולל אותי, הוא שכשלווקחים את כל המשתנים המקרים הבלתי תלויים (IID) ומחברים אותם על פני זמן, מקבלים משתנה מקרי עם סטיית תקן יותר גדולה וזה מה שמבלבל. אך סטיית הבקן הזאת לא גדלה פי מספר התקופות, כי המשתנים הם בלתי תלויים, היא גדלה פי השורש של מספר התקופות. לעומת זאת, התוחלת גדלה פי מספר התקופות כפול התוחלת. זאת אומרת, מספר אחד גדל פי N ומספר אחד גדל פי שורש N ולכן היחס בניהם הולך ויורד וזאת הסיבה למה שקורה. מי שיקרא את המאמר שלנו יבין שיש חלק תיאורטי, סימולציות וזה באמת עובד. בחישובים שלנו הייתה לנו אפשרות לעשות את התשלום (לא חשבנו על 5 שנים, אלא על שנה ועל 30 שנים ובאמת אחרי שנה התשלום של הממשלה על הביטוח הוא הרבה יותר יקר מאשר 30 שנה בסימולציות וגם בתיאוריה). הסימולציות הן כמקובל הן סימולציות מונטה-קרלו והתשואות הן לפי התיק של מבטחים (התיק הכי גדול). קשה מאוד להתווכח עם זה. כמה דברים על השאלה של פסטר או אריסטו, האם אפשר לעשות יש מאין? במימון תמיד עושים יש מאין. זאת אומרת כשאתה לוקח את הסיכון של המכונית שלך ואתה מחלק אותו בין 1000 אנשים אז הסיכון יורד. יש פטנט כזה, פטנט פיננסי- הסיכון לא נעלם אלא מתחלק.

במקרה שלנו אנחנו הצענו הצעה אחרת ובאמת אמיר רמז להצעה זו. ההצעה שלנו, אחרי הרבה התחבטויות ודיונים עם אגף שוק הון, שבהתחלה רצה מאיתנו משהו אחר - החלפה של אג'י'ח מיועדות לא יהיה דרך תקציב אלא דרך מכשיר פיננסי, משמע להחליף מכשיר פיננסי אחד במכשיר פיננסי אחר. למדינת ישראל יש שם טוב שהיא לא נוגעת במכשירים פיננסיים או מכבדת אותם וכן הלאה, לעומת זאת בעניינים תקציביים כמו מול ביטוח לאומי, היא מנצלת את הפררוגטיבה שלה לשנות את

התקציב. במאמר שלנו יש שתי אופציות: ביטוח ותקציב. אנחנו חשבנו שהאופציה של הביטוח היא לתת סוג של אופציה שנותנת ביטוח הגנה על הריבית – אם זה מעל 4.86% לא צריך לעשות כלום, ואם זה מתחת יש לשלם את הפרש הריביות. יש כאן upsides, אנחנו אמרנו שלא נורא אם הוא ילך לחוסכים מכיוון שגם המדינה חוסכת אז יש פה כמעט WIN-WIN. לא לגמרי כי במקרה כמו משבר 2008 המדינה משלמת יותר מאשר אג"ח מיועדות. השורה התחתונה היא שאגרות החוב המיועדות היו משקולת על התשואה שלנו. באותן תקופות שהתיק של קרן הפנסיה עשה מעל 4.86% זה הוריד את הממוצע ולכן עדיף להפסיק עם זה. לכן יש פה מעין לעשות משהו מכלום ובאמת אפשר לעשות זאת. מה שהמדינה עשתה, כמובן, תמים מי שיחשוב שהאוצר ייתן למישהו לקחת את upsiden, 'אם הוא קיים אז אנחנו ניקח אותו'.

אז אתם יכולים לחשוב על זה בתור שתי אופציות – מלמעלה ומלמטה. השאלה החשבונאית, כיוון שאנחנו הצענו פה אופציות, אפשר לתרגם את כל המהלך הממשלתי הזה בתור אופציה מלמעלה ואופציה מלמטה ולהתייחס לזה באופן חשבונאי בצורה כזאת וזה מאוד יקל על זה לחשוב על זה בצורה כזאת.

שלומי שוב

שמה? שאנחנו מחזיקים את כל הנכס למעשה? מלמעלה ועד למטה?

אביה ספיבק

לא שלומי, זו אופציה על ריבית וצריך לשלם רק ריביות. זה לא נכס.

יורם עדן

קשה לי מאוד עם האמירה שהתשואה של 4.86% היא משקולת על הקופות. קודם כל קשה לי גם כשאני יושב ראש וועדת ההשקעות של קופת הפנסיה של עובדי חברת החשמל. אנו מנהלים 40 מיליארד ₪ ולנו אין אג"ח מיועדות. אנחנו מוכנים לקבל את המשקולת הזאת ולהחליף את האגרות חוב הרגילות שלהן יש תשואה של 1%. מעבר לזה, כולם מסכימים שהמרקט ריסק שלנו הוא בין 6-7 אחוז, ושנכסים חסרי סיכון נותנים תשואה יותר נמוכה. אז להגיד שהנכסים חסרי הסיכון הם משקולת על החוסך כי בדיעבד אם היה משקיע רק בנכסים מסוכנים היה משיג תשואה יותר גבוהה זה נשמע לי לא נכון. צריך להבין שהאגרות החוב המיועדות, מעבר לתשואה המובטחת הן נכס חסר סיכון. אז אני, כמנהל קרן פנסיה, כשאני קובע את התמהיל שלי בין נכסים חסרי סיכון לנכסים מסוכנים, אז יש לי נכס חסר סיכון עם תשואה גבוהה. זה לא אומר שהוא משקולת.

אביה ספיבק

אתה מחליף אותו בביטוח אחר, יחסית לביטוח האחר הוא משקולת.

יורם עדן

נניח שעכשיו אני בוחן את ההסדר של המדינה, ביטלו את המיועדות, יש להניח שאשאר פחות או יותר באותה פרופורציה של השקעות בנסכים חסרי סיכון. אחליף את האג"ח המיועדות באג"ח רגילות, עכשיו צריך לכסות לי את כל ההפרש בתשואה. למה חושבים שזה יעלה פחות?

יואב ערמוני

אני מנכ"ל של קרן פנסיה ותיקה ומאוזנת שההסדרים שלה הן טיפה שונים, אני כמובן מצטרף, בגדול, בהסתכלות ככלכלן וכאזרח במדינת ישראל, וחושב שהפרורמה הזאת נכונה ואני רוצה להתייחס לכמה היבטים מאוד פרקטיים שחייבים להסדיר אותם כי או שלא שמו לב אליהם או מסיבה אחרת ואנחנו עלולים מאוד להיפגע מהם. דבר ראשון, אלו נושאים שיש להם השפעה תקציבית. אנחנו כקרנות פנסיה ותיקות מאוזנות, אין לנו את ההסדר בחקיקה שיש לקרנות "עמיתים". יש לנו את ההסדר שהוציא הממונה על שוק ההון בשנת 2003 שבא ואומר שעל 70% החופשי אנחנו מקבלים השלמת תשואה של 1.57% ועל ערד אנחנו מקבלים 0.71% (השלמה ל-5.57%). אני בוועדת הכספים העליתי את השאלה של מה קורה עם הסדרי עבר וניתנה הבטחה שלא ישתנה שום דבר. שלחתי מכתב בשבוע שעבר לסגן ממונה על תקציבים, הממונה על שוק ההון והיועץ המשפטי של משרד האוצר, תשובה עדיין לא זכיתי לקבל. את העניין הזה חייבים להסדיר לפני דצמבר 2021, לפני סגירת הספרים לדוח האקטוארי והדוחות הכספיים של 2021. רק לסבר את האוזן בעולם המספרים, הסיוע הממשלתי הזה לגלעד שווה 120-130 מיליון ₪ לשנה וזה רק לגלעד. אם ניקח את גלעד, העל ועתודות שאלו שלוש הקרנות המאוזנות והגדולות בערך באותו סדר גודל ונוסיף את הקטנות יותר, אנחנו מגיעים לחצי מיליארד ₪ בשנה של סיוע ממשלתי ישיר שצריך להסדיר אותו. יושב פה החשב הכללי אני מאוד מקווה שזה יצוף גם למעלה. דבר שני שצריך לתת עליו את הדעת, אך הוא לא בוער ולא לוחץ, אבל כן, שאלה של פרשנות, האם רואים את השלמת התשואה הזאת כסוג של סיוע ממשלתי שעלול להתפרש כ"סיוע אחר" שעלול להביא למחיקת חלק מהסיוע הממשלתי המובטח בחוק כרית הביטחון? כלומר נתנו לנו את כרית הביטחון, ועכשיו יבואו ויגידו הנה אנחנו נותנים לכם את זה אז נוריד לכם את זה. אז בואו תסדירו את העניין הזה, לא בוער ולא לוחץ אבל צריך להסדיר את העניין הזה כי יש פה סתירה בין שני חוקים. זה בעניין נושאים שיש להם השפעה תקציבית. בנושאים שלהם יש השפעות רגולטוריות, והדברים מכוונים גם ובעיקר לסגן הממונה על שוק ההון שיושב כאן, יבגני. העניין הראשון, ופה יש משהו צריך לשים אליו לב. אג"ח מיועדות שניתנו עד עכשיו ניתנו על פי תקנות, אקטואר התייחס אליהם כאילו זה יהיה הסדר לנצח ואף אחד לא אמר משהו אחר. החוק הזה שהוא בסדר מצד עצמו אבל סעיף 34 שלו קוצב תקופות, הוא אומר שמדובר בתקופה של 5, ואח"כ שתי תקופות של 5 שזה אומר שפרשנות מאוד מסוימת ודווקנית, אם מישהו ירצה לפרש ואף אחד לא יבהיר אחרת, ההסדר הזה נגמר בעוד 15 שנה. אומר לי האקטואר שלנו, אדוני אני עוד 15 שנה מחשב לך את התשואה כתשואת השוק, לא יהיה 5.15%. איפה כתוב לך בחוק שזה יימשך? וזה רק שאלה של מכתב הוראות הממונה על האקטואר איך להתייחס לזה.

אמיר ברנע

אני רק רוצה להוסיף יואב, שמה שהוא מתכוון להגיד זה שבעוד שאגרות החוב במלאי מופיעות בצד של הנכסים בערך מהוון בשווי הוגן. ההשלמה הזאת, החידוש, מופיע בערך מלא בטור ניכוי מההתחייבויות הפנסיוניות. כלומר למעשה אם אנחנו לוקחים אג"ח ממשלתית מיועדת, ההיוון מוסיף לה 50% בערך ותוסיפו עוד 30% שסמוי בניכוי מול ההתחייבויות הפנסיוניות. ההשלמה הזאת היא ההתחייבות להנפיק בתנאים כאלו עד אינסוף.

יואב ערמוני

איך האקטואר מתייחס לזה? זה לא עולה כסף, זו רק שאלה של מכתב של הממונה. אם אין כוונה לתת את ההשלמה, זה יעלה כסף, אבל אוקיי בואו תגידו את זה מעכשיו. שתי מילים אחרונות, תקנות ההשקעה כרגע העלו לפני חצי שנה ל-35% על פני זמן אנחנו נצטרך הגדלה של הנכסים האלו והדבר האחרון זה הוראות הממונה לגבי אופן השערוך של נכס ההתחייבות הזה.

שלומי שוב

יבגני אתה רוצה להתייחס לנושא החשבונאי?

יבגני אוסטרובסקי

לגבי השאלה של שלומי, הטיפול בדוחות הכספיים - אנחנו עכשיו כבר התחלנו בטיפול המפורט בסוגיה ונעדכן את ההוראות שצריך לעדכן ונוציא את ההוראות שצריך להוציא. זה ברור שמהזווית של קרנות הפנסיה, ואם לרגע נתעלם מפערי הריבית המובטחת, התוצאה אמורה להיות דומה למצב הקיים. כמובן שיש דרך ואפשר להגיע לתוצאה דומה עד כדי זה עם הפרשים זניחים. ההנחיות באמת כנראה יהיו שונות או מותאמות בין הקרנות הוותיקות לחדשות, כפי שהמצב כיום. מה שיואב ערמוני ספציפית הזכיר לפני כן, לגבי הסוגיה של אותן שלוש תקופות מחויבות של הבטחת תשואה, למיטב הבנתי המנגנון לא נועד להחליש את תקופת ההסדר אלא דווקא לספק וודאות למשכה, ומשכך זה לא אמור לייצר גבול להנחה האקטוארית. כמובן, שבשביל הוודאות הרגולטורית אנחנו כן נתייחס לסוגיות מהסוג הזה ונוציא חוזרים וכו'. חשוב לי להדגיש שאני לא רואה פה איזשהו "שוק", לא אמור להיות משהו שיזעזע את הדוחות הכספיים.

שלומי שוב

ירשם נכס? עלתה פה שאלה האם ירשם נכס בדוחות של הקרנות?

יבגני אוסטרובסקי

קודם כל שלומי צריך לומר שקרנות הפנסיה לא מפרסמות דוחות לפי ה-IFRS. זה דוחות לפי ההנחיות של רשות שוק ההון. אבל, גם אם מסתכלים על זה לפי IFRS טהור כנראה שיש פתרונות. למשל, יש בישראל קרנות מו"פ במתכונת של קרנות נאמנות סחירות שקיבלו ערבות ממשלתית מהחשב הכללי.

אמנם שם זה רק ערבות רק ל-downside, אבל קיבלו הבטחה שלא יפסידו לצורך העניין או השתתפות מסוימת לכיסוי הפסדים. הפרשנות החשבונאית היא שמכיוון שמדובר לא בחוזה פיננסי אלא על תמיכה ממשלתית, הדברים האלו מטופלים על הפרשים מצטברים ולא בשווי הוגן. כלומר, נרשם נכס על הפרשי תשואה מהעבר ולא על השווי ההוגן של הערבות לנקודת הזמן. במקרה שלנו, זה כנראה יהיה דומה אם זה נניח נגיד על חוזה CFD (הפרשים) עם החלפה בנכס חסר סיכון. דרך אגב בדומה לדוגמה שלנו יש למנגנון שווי. הנכס, לשאלתך שלומי, שנרשם הוא רק על ההתחשבות ההיסטורית, על הפרשי התשואות שהיו. בנטו סך הנכסים, אותם 30% מגובים לצורך העניין, יחד עם אותם חייבים וזכאים על ההיסטוריה, יתנהג בנטו בדומה להתנהגות של אגרת חוב מיועדת.

שלומי שוב

בוותיקות מה תעשה?

יבגני אוסטרובסקי

בוותיקות תראה, יש לנו את ה-15 שנה המובטחים וזה דומה לאגח מיועדת גם כאן. באופן כללי כפי שאמרתי, אנחנו נחליט כמובן ונעשה על זה דיון, אבל זה לא אמור להביא לדרמה בדוח.

שלומי שוב

אני רוצה ברשותכם לצרף גם את בנק ישראל, כי למעשה יש לנו הזדמנות כי יש כאן גם את החשב הכללי, גם את שוק ההון וגם את בנק ישראל לגבי שיווי המשקל העתידי בשוק ההון. האם כניסה של כל כך הרבה כסף לטווח ארוך תוריד את התשואות? מה זה יגרום? מגבלות השקעה שפתאום יכולות ליצור עיוותים מאוד גדולים? האם יש לכם בבנק ישראל איזשהם תרחישים של היום שאחרי?

עדי ברנד

קודם כל תפקידנו היה קצת שונה מזה שהצגת שלומי, עסקנו בכמה אספקטים אחרים ואני אגיד על זה אחרי התשובה לשאלתך מילה או שתיים. לגבי הסימולציות, אני חושב שהמשפטים והקלישאות הידועות כמובן, שתחזיות לגבי העתיד הן דבר מסובך מאוד, תופסות כאן. ברור, כמו שעלה פה, שיכול להיות מצב אחד שבו מנהלי הקרנות - מכיוון שההנחיה שלהם היא להשקיע כמו את ה-70% האחרים של התיק, לא כמו שהיה יום לפני הרפורמה אלא כמו שיהיה יום אחרי הרפורמה - זישנו את ההרכב של התיק. אז שמענו פה גישה אחת שניקח את כל הכסף הזה, נקנה אג"ח סחירות והתרגיל שיש פה שהממשלה מנפיקה אגרות חוב והולכת לשוק הון, יביא לזה שהיא תקבל בחזרה את אגרות חוב שלה. אופציה אחרת יכולה להיות ההבנה שיש כאן נכס חסר סיכון עדיין, ואנחנו עדיין מאמינים בו, והוא 30% מהתיק, אז נלך עכשיו עם התיק בדיוק לאותו הרכב וזה יתפזר כמו התיק הקודם. כל וריאציה אחרת לפי כל board of directors או ועדת השקעות שיושבים שם ויחליטו לאן הם הולכים היא אפשרית. לכן יש כאן באמת מגוון מאוד גדול. אני חושב שבסוף, על בסיס סימולציות שונות שעשינו

על וריאנטים שונים, (נדב שטיינברג שיושב פה היה גם הוא שותף לעבודה הזאת), זה לא נראה מאוד מהותי. כשהקרנות יוצאות לחו"ל, נושא אחד שעניין אותנו זה שע"ח, בד"כ הקרנות ממילא יוצאות מגודרות. לא רק זה, גיל גם מכיר את זה טוב, יש בד"כ אנומליה כזאת שהם מגדרים יותר ממה שהם מוציאים, אז זה בכלל יכול להיות לחץ לייסוף. לא שזו התחזית שיש לנו, אבל אני רק אומר שיש מגוון גדול של אפשרויות שקשה להגיד לאיזה כיוון ילכו, האם ילכו יותר להשקיע במניות, אולי תגדל הסחירות של אג"ח ממשלתיות ומה המשמעות של זה, האם בכלל יש פה משהו מהותי? אני יכול להכביר עוד ועוד מילים ועוד ועוד דוגמאות אבל התשובה היא שבאמת אי אפשר לדעת.

מכיוון שעסקנו ברפורמה בתוך תהליך החקיקה בכמה אספקטים, אני רוצה להתייחס לנושא של הסיכון. 1. הסיכון מנקודת ראות של החוסכים ו-2. של הממשלה. לגבי החוסכים, אני חושב שכמו שהרפורמה הגיעה בהתחלה היו בה אלמנטים מטרידים וכבר הזכירו פה את האלגוריה לביטוח לאומי, שמבחינת חברי הכנסת וגם מבחינתו הייתה ממש מטרידה, ומבחינת היועץ המשפטי של משרד האוצר קצת פחות, כי הוא האמין שחוק זה הדבר הכי חזק שיש ואנחנו חשבנו אחרת. אני חושב שבתוך התהליך נוסחו שני אלמנטים שאמורים להפחית מאוד את החשש שהממשלה - בדיוק בגלל אותן בעיות שהועלו כאן "למה לתת דווקא לחוסכים בקרנות הפנסיה, או למשל רק לאלה שיש להם מעל 10,000 ₪ פנסיה, ולא למסכנים שמקבלים הבטחת הכנסה שיקצצו להם את הקצבה?" אז ההארכה ל-15 שנה משנה את המאזן, אבל הדבר היותר חשוב הוא באמת שבסוף עוברים על ההתחשבות הפרטנית ועל זה כן דובר בוועדה.

אמיר ברנע

אתה חושב שהמעבר ל-15 שנה מחליש, מדוע?

עדי ברנדר

הוא מחליש את הסיכון מכיוון שההתחייבות כבר מתגלגלת באופן ספציפי וזה קשור לדבר השני שאגיד. הדבר השני הוא וגם זה נאמר בוועדה הוא איך שהתקנות ייושמו, בסוף מדובר על משהו שאינו איגרת חוב אבל הוא כן פרטני לכל קרן פנסיה: ביום זה וזה סכום זה וזה זכאי להבטחת תשואה עכשיו ל-5 כפול 3 שנים. הממשלה לא עושה defaults גם על חושים לא רק על חושים פיננסיים או על אגרות חוב ולכן ברגע שמבינים שזה התהליך זה הופך להיות התחייבות.

אמיר ברנע

אז מה ההבדל בין זה לבין הנפקה? אני לא מבין את נושא הגלגול הזה?

שלומי שוב

התחייבות כזו זו צרה צרורה חשבונאית עבור המדינה, רק שתדע.

אמיר ברנע

נגיד הנפקה, מה ההבדל בין הנפקה להתחייבות שנושאת 5% ריבית?

שלומי שוב

התחייבות שנושאת 5% ריבית לאין סוף.

עדי ברנדר

לא במקרה פעמיים בסיבובים ההיסטוריים שהרפורמה נידונה הדבר הזה לא התממש, זה נושא ש עלה בוועדה וכן היה חשוב לחברי הכנסת. דבר שני זה הסיכון של המדינה שחשוב לדבר עליו. יהלי דיבר על זה, ואני כן רוצה לחזק במידה מסוימת את מה שאמר. הסיכון שעכשיו יש פה, שכל חמש שנים, חמישית מהמלאי הזה מתחדשת עם סיכון. נעשו פה תרחישי סיכון, שוב שלומי ונדב עבדו על הדברים האלה ביחד. זה לא הסיכונים הרגילים ולא אותם סדרי גודל שהיו בסיכונים בתקציב עד היום, ביחד עם זה שהזעזוע יקרה בד"כ עם משבר אחר בשוק וביחד עם עוד דבר שכדאי לקחת בחשבון, זה לא רק מה שישלמו במזומן, אלא השערוך של ההתחייבות קדימה ישתנה בזמן משבר ומי שישתכל על המשק יראה את זה. אלו שלושת הדברים שחשוב מאוד שיהיה להם מענה מספק...

אמיר ברנע

והפרשה התקציבית שוטפת? זה המענה המספק?

עדי ברנדר

ההפרשה היא חסרת משמעות אבל לא לגמרי, היא פותרת בעיה טכנית כי יש בעיה של לאשר תקציבית אבל הכסף שישמר בסוף בקרן המזומן שנותנת מענה הוא מה שחשוב, ופה יהלי אמר ואני מקבל את דבריו שהוא ינהל את זה בצורה אחראית, כן חשוב שתהיה שקיפות בניהול הסיכון הזה ושגודל הסכומים יהיה מתאים לסיכון.

יהלי רוטנברג

שאלתי את הנגיד איך הוא מנהל את יתרות המטח והוא ענה לי את אותה תשובה.

שלומי שוב

יהלי, לגבי מה שהתייחסתי מקודם להפרשה התקציבית, לגבי ההתחייבות אני מאמין שהיא תהיה חוץ מאזנית אבל לגבי ההפרשה התקציבית כל שנה, זה יהיה לקרן? אתה תפריש 5% לקרן או פחות?

יהלי רוטנברג

הקרן הזו תהיה שקופה באופן מלא, לא רק בדוחות הכספיים של המדינה אלא גם לפי החוק בדיווח לוועדת הכספים וזה חלק שעוגן בחוק, שכל שנה צריך לבוא ולהסביר לוועדת הכספים, דהיינו לציבור,

לפרלמנט איך אנחנו מנהלים את הקרן, לרבות הפרטים הרלבנטיים. שוב, אנחנו נעשה את זה בצורה שמרנית, אחראית ושקופה.

אמיר ברנע

אני מציע שנשמע מירוס כמה הוא מאמין בהסדר המוצע, בבקשה ירוס.

ירוס אריאב

אתה מדבר על ההסדר של קרנות הפנסיה של הסוכנות, מי שלא הבין את הרמזים של אמיר, אני יושב ראש קרן הפנסיה של הסוכנות ואכן יש שם הסדר מיוחד שבגלל שהועברו בזמנו נכסים מהסוכנות כנדל"ן יש הסדר מיוחד שהנדל"ן נרשם כאג"ח מיועד. ואכן גם כדי להשלים דרישה רגולטורית לרדת בנדל"ן וגם בגלל האופק של השינוי העדפנו למכור עסקה גדולה שכולם שמעו עליה.

אמיר ברנע

אתם לא מאמינים להסדר הזה? למה רצתם אצתם לרכוש אג"ח מיועדות לפני דצמבר?

ירוס אריאב

טוב תראו, אני חושב שבגדול יש רציונל טוב לרפורמה הזו ואני חושב שהיא משיגה פה הרבה מאוד דברים. הדברים עלו, באתי בעיקר כדי להקשיב וגם כדי להתנצל שאני בדיוק צריך לצאת. רק כדי שאמיר לא יישאר עם כתב החידות שלו, פתרתי לכם אותו.

אשר בלס

קודם כל צריכים לחזור על הדברים והחשב אמר את זה, האגרות המיועדות הן חיה ישראלית ייחודית, כמעט ייחודית ליתר דיוק. לכן המסר בהמשך קיומו הוא מסר לא טוב. לגבי הניהול של חוב, מעבר למה שנאמר, אם עושים סימולציות, 10,15,20 שנה קדימה אנחנו מגיעים למצב שהאגרות המיועדות הופכות להיות חלק גדול מאוד של החוב עד שבסופו של דבר זה היה משליך גם על עמידה במאסטריך, ודרך העמידה ביעדי הגירעון - כי יגידו למה לא לעשות גרעון גדול? במילא יש לנו לקוחות שבויים. לכן עצם ה"הריגה" של הייצור הזה יש לו השפעות חיוביות. אבל אני לא הבנתי דבר אחר שלא כ"כ קשור לחשב, האם יש בעיה במדינת ישראל שפנסיונרים מקבלים יחסית מעט ונגיד צעירים לצורך העניין באמצעות תקציב החינוך, מקבלים יותר מדי, ולפיכך יש להביא לסבסוד של אנשים שיוצאים לפנסיה? אין איזשהו ניתוח שאומר שיש כאן בעיה אמיתית. עכשיו נכון, יש בעיה אחרת: כשמסתכלים על קרנות הפנסיה החדשות לעומת הוותיקות ולעומת הפנסיות התקציביות, החדשות באמת מקופחות יחסית. זה לא אומר שכשקבוצה באופן אבסולוטי, התקציב של המדינה צריך ללכת לכיוון של פנסיונרים. אגב יש הסדרים כמעט ייחודיים בישראל כמו שעודד אומר, כמו ייבוא של עובדים זרים במיוחד לקשישים, הדברים האלו מאוד מטיבים עם פנסיונרים. אני עשיתי תרגיל מאוד פשוט, מכיוון שבכל זאת רוצים לסייע לפנסיונרים, אז בואו נעשה תחשיב של 2% בשנה סבסוד על 3%

תשואה, אנחנו מגיעים בערך ל-100,000 ₪ לפנסיונר. למה לא להגדיל את קצבאות הזקנה בסכום הזה ואז זה יהיה שוויוני בלי להפריע לשוק ההון? יש שיגידו שלא רוצים לסייע לאלו שלא עובדים, אז אולי נגדיל את הוותק המכיסמלי בביטוח לאומי שאפשר להגדיל את הקצבה מ-20 ל-30 שנה? בואו נגדיל את זיכויי מס מ-25% ל-28% ואתם יודעים מה, שהזיכוי ילך גם למי שלא מגיע לרף המס. כלומר כל האפשרויות לסייע לפנסיונרים, בהנחה שזה מה שרוצים לעשות, הן יותר פשוטות. אני מבין שזה אולי קשה פוליטית, אבל זאת הדרך.

שלומי שוב

אבל יכול להיות שזה יגיע. אלי אתה רוצה להתייחס?

אלי שורץ

כן. שיתפנו פעולה מטעם כל חברות הביטוח בצורה מאוד אפקטיבית עם אגף התקציבים ואגף השיווק בשוק ההון כדי למצוא פתרון. חסר פה תהליך שבו סוגרים מעגל, נאמר פה שלגבי תקנות ההשקעה הנושא יטופל ושה תלוי בכנסת, כולנו היינו פה בשנת 2002 שניסינו להעביר, ראינו את התהליך והתהליך מאוד קשה. חסרים פה נציגים מרשות המיסים, שלא נמצאים פה, שסוגרת אותנו מבחינת יכולת ההשקעה שלנו בחו"ל בעיקר בסעיף 9(2), לא מדברים על זה אבל בסופו של דבר לא נוכל להגיע לאותה תשואה שאנחנו רוצים להגיע של 5.15%.

שלומי שוב

אפילו לא הייתי מודע לבעיה, אחרת הייתי מזמין אותם.

אלי שורץ

הם לא נמצאים פה וזאת סוגיה שפשוט מדירה מהמוסדיים את היכולת של ניהול ההשקעה. כנ"ל לגבי ההגדרה של אותם כספים מנוהלים, אנחנו לא יודעים איך להשקיע אותם בחו"ל. איך אתה מדווח אותם לשלטונות בחו"ל? תבינו את החשיפה של הגופים המוסדיים. מה אתה מדווח? זה כסף של הגוף המוסדי? של המדינה? כל הדבר הזה חייב להיות מעוגן בצורה מאוד מסודרת מול מס הכנסה. בנוסף לזה, גם חסרים פה מרשות ניירות ערך שיש לה הגבלות נוספות לתקנות ההשקעה שאנחנו נמצאים בהן.

אמיר ברנע

אבל למה זה קשור לרפורמה לא הבנתי? בגלל ה-30% תוספת? לגבי ה-70% הכל בסדר?

אלי שורץ

ברור. על ה-30% קודם כל נשאלת השאלה למי שייך הכסף ומה אתה מדווח לשלטונות המס בישראל ומה אתה מדווח לשלטונות המס בחו"ל? אמנם זה נשמע תיאורטי, אבל אני יכול להגיד לך שכולנו פה, בכל הגופים שמסתכלים על קרנות ההשתלמות מנסים למצוא פתרון איך לדווח, איך לא ינכו לנו

מיסים? כי מה שמנכים בסופו של דבר בא מתוך התשואה לעמיתים. אז הנושא הזה, אם אתה לא מסדיר אותו, הוא קשור מאוד ל-30%.

אמיר ברנע

זאת אומרת הביטחון הזה מעביר את הבעלות למדינה? הבעיה היא שהמדינה לכאורה היא הבעלים? אם זו הייתה מסגרת של אופציה זה היה פותר את הבעיה הזו.

אלי שורץ

מה שצריך לעשות זה לשבת עם רשות המיסים ולהגדיר מי הישות, מה הישות הזאת. ניסינו לעשות את זה במתווה של לייצר SPC, שאותו נגדיר ספציפית, אני לא יודע איפה זה עומד. אני מסתכל על שלומי אבל שלומי מכיר את הסוגיה הזו. בנושא הזה אנחנו חייבים לדעת שאנחנו לא יוצאים לאיזושהי הרפתקה שנשמעת נחמד מבחינה חשבונאית (ואני חשבונאי). אבל פרקטית, ואני אומר לך בתור ניסיון של 8 שנים בתור חשב השקעות, זה יהיה אסון. אם אנחנו לא סוגרים את כל התהליך הזה מראש עם כל האנשים, וממנים בן אדם שמבחינת הממשלה סוגר את כל אותם גופים שונים, אנחנו נגיע לאסון מבחינת החשיפות של הגופים המוסדיים, אני שם בצד דמי ניהול אפילו בתור מנהל כספים, בואו קודם כל לא ניצור חשיפות. מבחינת הרשות לני"ע יש מגבלות שלא מאפשרות לנו להיכנס להשקעות בארץ ולכן גם בתוך התהליך עצמו חייבים להסדיר, יש היום מגבלות שלדעתי לא מתאימים להיקפים של קצב הגדילה של הקרנות החדשות, שאם לא נסדר אותן כל הכסף ייצא מחוץ לארץ ולא השגנו את מה שרצינו. לכן אני חושב שבתוך התהליך עצמו מצגות זה הדבר הכי נחמד, אבל צריך בסוף מישהו שירכז את זה, אני אומר לכם שסעיף 9(2) כל הנושא שהממשלה באה וכתבה שתשתיות זה אסטרטגיה של הממשלה, קרנות הפנסיה לא יכולות לא להשקיע.

אמיר ברנע

זה נכון, אבל מה זה קשור לסיפור שלפנינו?

שלומי שוב

אתה מגדיל את התיק. זה יחדד את העיוותים של מגבלות ההשקעה.

אלי שורץ

אתה משקיע עוד כספים והממשלה רוצה מאיתנו להגיע לתשואה של 5.15% והיא לא נותנת את הכלים. אני חושב שבסופו של דבר הממשלה לא מסתכלת על שני הצדדים, היא פוגעת בעצמה. איך אני יכול להשיג תשואה בתור גוף פנסיוני של 5.15% כשאסור לי להשקיע בתשתיות? זה מטורף.

שלומי שוב

יצטרכו לעשות reconsider בכל נושא המגבלות.

אלן פפרמן

In the discussion so far, there have been various references to the recognition of assets in the actuarial balance sheets of Israeli pension plans. It might be useful to point out that the actuarial balance sheets of Israeli pension plans are designed for the purpose of pension funding; that is, to indicate whether the current level of funding is adequate, or if changes in pension benefits are indicated so as to avoid the accumulation of large deficits or large surpluses. In other countries that I am familiar with, such as Canada and the United States, there are separate actuarial balance sheets for reporting in general purpose financial statements, and separate actuarial balance sheets for the purpose of funding pension benefits, and there are differences between the two types of balance sheets in the actuarial assumptions and in the asset valuation methods that are used. So too in Israel – the actuarial balance sheets published by pension plans, use actuarial assumptions and methods that are suitable for the purpose of pension funding.

And if I already have your attention -

רק להוסיף על הדברים של יואב ערמוני לגבי הסיוע הישיר הנוסף עבור קרנות פנסיה ותיקות "מאוזנות", שבתוקף מאז 2004 מכוח נוהל שפורסם על-יד משרד האוצר, אני יכול להגיד לכם שלגבי קרן הפנסיה הוותיקה "עתודות", אי-המשך הסיוע הישיר הנוסף האמור, יגרום לגירעון אקטוארי נוסף של כ- 15% מסה"כ נכסי קרן הפנסיה. זאת אומרת, מדובר בסיוע מאוד משמעותי.

אמיר ברנע

אלן, כאקטואר אתה רואה בעיה ברפורמה הזאת, מהאספקט שיש לה מטרה לא לפגוע בזכויות העמיתים, כלומר המבנה האקטוארי צריך לשרת את המטרה הזאת? במילים אחרות, מה שנדרש ממך כאקטואר זה להכיר בהתחייבויות הממשלתיות שניתנות בחקיקה כאילו הן אקוויוולנטיות לאג"ח מיועדות שמתחדשות בכל 15 שנים, עד אינסוף. האם יש בזה בעיה אקטוארית, מבחינת המאזן האקטוארי של הקרנות?

אלן פפרמן

I believe that the approach taken by actuaries, for the preparation of the actuarial balance sheets of pension plans, is that a governmental promise anchored by statute or regulation, is given complete credibility: there is no recognition of risk that the promise might not be fulfilled.

אמיר ברנע

עדיין לא הבנתי, הבעיה זה ההיוון. אני מדבר באיזה שער ריבית אתה מהוון את מה שאתה קורא לו התחייבות ממשלתית? אתה אומר שבעיניך זה אקוויוולנטי, התחייבות ממשלתית כזו לעומת אג"ח מיועדת מבחינת ההיוון במאזן האקטוארי?

אלן פפרמן

The actuarial balance sheet, is essentially, a summary of a long-term cash flow projection, that includes amounts that are expected to be paid out of the pension fund in the future (pension benefits, expenses, etc.), and amounts that are expected to be paid in to the pension fund in the future (employee and employer contributions, investment returns, government subsidies, etc.). Such a cash flow projection includes interest payments on אגרות חוב מיועדות that are expected to be received in the future. After the proposed change in legislation is enacted, the cash flow projection will also include payments for the 5.15% interest rate guarantee ("התחייבות להפרשים") that would be expected to be received from government in the future. In the cash flow projection, pension fund investments that are not אגרות חוב מיועדות, are assumed to earn risk-free rates of return in the future, and all future cash flows are discounted to the present day using risk-free rates of return. Risk-free rates of return are used, because this is a "solvency" valuation (for the purpose of pension funding).

גיא קריגר

יש כאן outsourcing של ניהול השקעות בהיקפים של עשרות מיליארדים. הוא יבוצע ללא כוונה לתת בגינו תמורה, ואני לא חושב שתהיה תמורה בגינו, ולכן לא נפתח דיון בנושא. נושא הסבסוד שגלום באג"ח המיועדות עורר סימני שאלה אצל חלק מהדוברים כאן, ואני חושב שהאמירה שאף אחד לא התכוון לסבסד את החסכון הפנסיוני באמצעות המיועדות היא אמירה שאינה עולה בקנה אחד עם

אופן הצגת המיועדות לאורך השנים. תמיד הוצג כמכשיר פיננסי שמכיל שני רכיבים. הראשון עוגן תשואתי, השני סבסוד תשואה. שמענו כמה מהדוברים כאן ואני חושב שאין ספק לגבי המהותיות של סבסוד התשואה הנ"ל. יחד עם זאת, ברור שההחלטה של האם וכמה לסבסד את החיסכון הפנסיוני של הציבור היא פרוגטיבה ממשלתית.

אמיר ברנע

מה זאת אומרת סבסוד? שלפני שנים כשהנפיקו את אג"ח המיועדות חלק מהקרנות החליטו להשקיע בשוק ההון כי התשואה הייתה יותר גבוהה מ-5% ואפילו ויתרו על הזכות לקבל מיועדות בעתיד.

גיא קריגר

אני זוכר אפילו עתירה לבג"ץ שנדחתה בהקשר הזה. ההשקעה במיועדות תמיד הייתה חובה ולא רשות.

אמיר ברנע

אם הונפקה אג"ח ארוכת מועד לפני 15 שנה בריבית גבוהה, ואגרת החוב נסחרת כיום בפרמיה כי הריבית ירדה. האם חל סבסוד?

גיא קריגר

לא את שוק ההון סבסדת, אמיר, את העמיתים סבסדת. אני לא מדבר על שוק ההון.

אמיר ברנע

תחשוב למשל על פירמה מסחרית, לא ממשלה. הפירמה הנפיקה לפני 15 שנה בריבית שהייתה אז אג"ח לאינסוף (קונסול) וכעת האגח הזאת נסחרת בפרמיה, כי הריבית ירדה במשק. אז במה יש בה אלמנט של סבסוד?

גיא קריגר

האג"ח המיועדות מתנהלות אחרת מאג"ח קונצרני ומשוערכות באופן שונה, ובצדק.

אמיר ברנע

בסך הכל אני אומר מה היקף הסבסוד? ב-20 השנים האחרונות הריבית הממוצעת לא הייתה 0%, הייתה נניח 2%, 2.5%. התחילה ב-4%, 5% ב-2003 וירדה ל-0% עכשיו. הממוצע שלה נגיד 2%, 2.5%. והנפיקו אגרות חוב מיועדות לאורך כל התקופה בריבית של 5% וכשהריבית הייתה 4% הסובסידיה הייתה הרבה יותר קטנה או בכלל.

גיא קריגר

בתקופות מסוימות ניתן היה לטעון שזו הייתה משקולת, אבל ספק זו טענה ואלידית, לגבי כל תקופה.

אציין משהו מההיבט הסוציאלי של הפנסיה, טיפה יותר רחב. אין פה מקופחים, כי זו פררוגטיבה ממשלתית ובסופו של דבר אחריות של ממשלה זה לנהל את התקציב ואת כל המשאבים של המשק ולהפנות אותם למקומות הנכונים. צריך לזכור שהחוסכים בקרנות הפנסיה החדשות למעשה חוסכים לא רק עבור עצמם אלא שהם מממנים שלוש מערכות פנסיה. הם מממנים את מערכת הפנסיה של עצמם וראינו בשקפים איך לאט הם יותר ויותר נושאים בנטל ופחות נשענים על תמיכה חיצונית. מה שמעלה שאלה שכשנשב כאן ביחד בעוד כמה שנים ותוצג האבולוציה הזאת של התמיכה הממשלתית בחיסכון הפנסיוני האם המהלך שנעשה עכשיו יוצג כשיפור בסבסוד הממשלתי. אני לא בטוח. עמיתי הקרנות החדשות מממנים עוד שתי מערכות פנסיוניות. את המערכת של פנסיה תקציבית ואת המערכת של הקרנות הוותיקות. אפי הראה את העשרות מיליארדים שזורמים לתוך המערכת של הקרנות הוותיקות ואם תסתכלו על התזרים והפריסה של התזרים אז תראו שהמסה של האנשים שאמורים להיות הפנסיונרים בקרנות הפנסיה החדשות מממנים את הסבסוד לקרנות הפנסיה הוותיקות בשיא תקופת העבודה שלהם, וזאת מעבר לסבסוד שגלום באגרות החוב המיועדות. אותם אנשים מממנים גם את המערכת של הפנסיה התקציבית שברובה מערכת ציבורית והיא ממומנת מכספי המיסים שכולנו משלמים. ולכן, בהקשר הזה כשבאים לשאול האם נכון לתת פה סבסוד - כדאי לזכור את הנטל המוטל על החוסכים בקרנות הפנסיה החדשות. אני אגיד עוד מילה אחת אחרונה בסוגיה התפעולית, יותר מסובך לנהל את ההסדר החדש מאשר לנהל רכישת מיועדות פעם בחודש. לטעמי אין מקום לטעון משהו אחר. זה היה הרבה יותר מסובך תפעולית בנוסח המקורי של החקיקה ואין ספק שהיה הרבה מאוד קשב בהליך החקיקה בהקשר הזה ונעשו הרבה מאוד צעדים בחקיקה הזאת ואני מניח שהם יבואו לידי ביטוי בחקיקת המשנה שבדרך כדי לייצר כאן משהו שניתן לעיכול במבחינה תפעולית. צריך לומר החלוקה כאן היא לא מתן הבטחה ממשלתית לחמישית מהנכסים הרלבנטיים כל שנה, החלוקה כאן היא 1/60 כל חודש. אפשר לומר שזה מאוד דומה לאגרת חוב מיועדת שגם אותה אנחנו קונים אחת לחודש (במהלך מאוד טכני ופשוט ליישום) אבל אני חושב שיש כאן עניין מהותי והוא למעשה מה שעומד ביסוד הרפורמה. אנחנו ראינו שהוצגו כאן תשובות קרנות הפנסיה לאורך שני העשורים האחרונים. ראינו V חזק מאוד ב-2008 וב-2009, ה-V הזה לא היה רק תנועה למעלה ולמטה אלא הוא היה מאוד צפוף. ה-recovery היה מאוד מהיר ביחס למשברים היסטוריים. לא ראינו בשקפים למיטב זכרוני את 2021. כשנסתכל על 2021 אנחנו נראה תופעה דומה, אפילו נראה אותה כפחות חריפה כי מרבית ה-recovery או חלק ניכר מה-recovery הגיע כבר בתוך שנת 2020. זאת אומרת שמה שאנחנו לומדים בעשורים האחרונים זה המשברים בשוק ההון הם, תנועת V shape שלהם של ה-recovery היא מאוד מאוד קצרה וברגע שהתחשבונו היא רק על 1/60 מהנכסים הרלבנטיים כל חודש וה-recovery הוא מהלך של חודשים ספורים למעשה, אני מניח שכאן טמון החיסכון בתקציב הממשלתי שעליו דובר לאורך כל הדיון.

שלומי שוב

אני רוצה לשאול את צבי וינר, איך אתה רואה את הדיון בתור משקיף מהצד?

צבי וינר

בשנת 2000 הצענו רעיון מאוד דומה למשרד האוצר, לקח לזה רק 21 שנים להתבשל. אני מאחל הצלחה. משרד האוצר יצטרך לבנות כרית ספיגה מאוד משמעותית וכל הרגולטורים יצטרכו להתיישר עם המציאות החדשה.

נמרוד ספיר

אני אגיב בקצרה בשם איגוד בתי ההשקעות.

בשנים האחרונות בתי ההשקעות נכנסו - במסגרת רפורמת קרנות הפנסיה הנבחרות - לתחום החסכון הפנסיוני, והביאו להגברת התחרות ולהוזלת דמי הניהול שמשלם הציבור. – מכוח זה היה האיגוד מעורב בדיאלוג עם האוצר על הרפורמה. הדיאלוג נוהל ברמה מקצועית מאוד גבוהה והביא לשיפור גדול של המודל והמנגנון המקצועי, לאחר שהמודל התפעולי הראשון שהוצג לנו לפני שלושה חודשים, היה בלתי ישים תפעולית.

את הערותינו לרפורמה העברנו מתוך דאגה לעמיתים ולשמירה על הפנסיה שלהם. וכמי שהיה באוצר אני משוכנע שיש למהלך הצדקות כלכליות מעבר לעצם השמירה על כספי העמיתים. עם זאת, העבודה הקשה מתחילה עכשיו ובתי ההשקעות מצפים מהאוצר להמשיך ולנהל הליך מקצועי בהובלת רשות שוק ההון וכל אגפי האוצר על מנת לגבש כללים ישימים שיאפשרו להוציא את המהלך מהכוח אל הפועל בהצלחה. בסוף, ההצלחה של המהלך הזה עבור המדינה טמונה בזה שהמדינה תבין שאנחנו שותפים שלה, הגופים המוסדיים שותפים שלה ולכן הכרחי לקבוע כללים שיאפשרו את הצלחת המהלך וכמובן, השגת תשואות אשר יאפשרו את החיסכון שהציג האוצר, בתקציב המדינה.

גדעון ירדני

ההצלחה שנמדדת איך?

נמרוד ספיר

אני מדבר ברמה המאקרו כלכלית. ברמה של חיסכון לתקציב מדינה. תהליך קביעת הכללים הוא מאוד מאוד קצר בשל לוחות הזמנים שנקבעו בחוק. מדובר פה בתהליך שצריך להיות מקצועי והכללים התפעוליים של ניהול המנגנון החדש שהוקם לחלוטין לא מסוכמים. המסגרת שעברה בכנסת נחקקה במסגרת התהליך הקצר של תקציב מדינה וחוק ההסדרים. אבל כרגע מתחילה עבודת השתי וערב של לתפור את המהלך התפעולי שהוא לחלוטין לא תפור פה, בזמן מאוד קצר שהכתיב משרד האוצר (מכוח לוחות הזמנים שנקבעו בחוק) וזה בסדר, אבל המדינה צריכה להבין שאנחנו שותפים

שלה ולכן חשוב שיקבעו הוראות שניתן לבצע ובאופן שמפנים שהצלחת המהלך עבור המדינה תלויה ביישום המוצלח של המוסדיים.

שלומי שוב

אנחנו רוצים לסכם. למען האמת, הדבר היחיד שאני יכול להגיד זה שבאתי לפה עם הרבה שאלות ולא קיבלתי תשובות. הדבר היחיד ששמעתי שיהלי אמר בכנות, זה שהם עשו את זה ככה זריז ולא פתרו את כל העניינים או התעמקו כדי להעביר את זה ורק אחר כך להסתכל. אבל לפחות הצפנו את הבעיות.

אמיר ברנע

לי יש בעיה להאמין שפתרון חשבונאי – טכני יוצר נכס ריאלי. מכלום אמנם קיימות דוגמאות סותרות. למשל כשפיתחו את מודל האופציות בשנת 1973, בסה"כ הייתה תרומה אקדמית לשוק ההון, זה שינה את שוק ההון בהרבה מובנים. כלומר הייתה לזה השפעה ריאלית, כי לפני כן לא ידעו לתמחר אופציות ועכשיו כן יודעים לתמחר אופציות התפתח שוק רחב לאופציות, וזה נקרא ליצור משהו חדש. האם זה קורה כאן? הרפורמה הזאת שיש לה עלות לא פשוטה, אתם הזכרתם עלות מנהלית, עלות שקשורה איך להסביר את החשבונות, איך ליצור את הקרן הזו, איך להקטין אותה, להגדיל אותה. יש כאן עלות, האם יהיה כאן איזשהו רווח? והרווח כפי שאמרתם זה החיסכון בתקציב המדינה. תאמינו לי, ישבתי פה בקשב רב ולא השתכנעתי שיש הסבר מדוע יוצר חסכון בתקציב המדינה. האם החשב הכללי צריך לבוא ולהגיד "אני מנהל תיקי השקעות הנה אני יכול להנפיק ב-0 ואני יכול לקבל על כך 7-8% תוחלת כי אותי לא מעניינת פרמיית הסיכון או פרמיית הנזילות של אגרות החוב שלי"? אתם קונים את זה? אני לפחות מתוך הדיון כאן, מצטער, אבל לא השתכנעתי שהרפורמה הזאת תשנה משהו. קשרתי את האדישות לרפורמה הזאת להסדרים להם הסכים האוצר שהבטיחו שהמצב יישאר כמו המצב הקודם, לכן אינני יודע אם יצרנו משהו חדש. אני מקווה מאוד שאתבדה ותקציב המדינה העתידי יכלול עודפים מהיום והלאה כתוצאה מהרפורמה לטובת כולנו.

שלומי שוב

לסיום אני רק אוסיף שבאמת אני מקווה שגם בעקבות הדיון כל הרגולטורים הרלוונטיים יחד עם בנק ישראל ורשות ניירות ערך יעשו איזושהי בדיקה ואיזושהו מעקב אחרי מה הולך לקרות. בזירה החשבונאית אני מאמין שהדברים יסתדרו לטובת המדינה. ככה זה שהמדינה היא הרגולטור של עצמה בתחום החשבונאות. זה אמנם בעייתי ברמה הציבורית והאתית אבל זה כנראה מה שיהיה. אני לא רואה בזה משהו שאפשר להתעלם ממנו, וזה כן משהו חשוב, שיהיה שיח רגולטורי יחד עם בנק ישראל כדי לראות שאנחנו משפרים את שיווי המשקל ואת עומק המסחר בשוק ההון ולא פוגעים בו.

על הפורום:

מטרת "פורום שווי הוגן" (FVF) Fair Value Forum, הפועל במסגרת התכנית בחשבונאות של בית ספר אריסון למנהל עסקים במרכז הבינתחומי הרצליה, היא לתרום לאיכות המידע בשוק ההון, ולייצר שיח מקצועי פורה בנושא. הפורום שמקיים מפגש חודשי, משמש קבוצת חשיבה שמייצרת דיוני עומק בסוגיות שנמצאות על סדר היום ומשמש פלטפורמה לשיתוף ידע, זיהוי בעיות, תהליכים ומגמות וכ- Best Practices למדווחים, לרואי החשבון ולמשקיעים.

הפורום, בייסודם של פרופ' אמיר ברנע, הדיקן המייסד של בית ספר אריסון למנהל עסקים, ורו"ח שלומי שוב, ראש תכנית חשבונאות וסגן דיקן, בית ספר אריסון למנהל עסקים, כולל מומחים מובילים מהאקדמיה ומהפרקטיקה בתחומי החשבונאות הפיננסית, הכלכלה והמימון וכן משתתפים בו נציגים של מדווחים, אנליסטים וגופי הרגולציה הפיננסית בישראל וחיבור בין תחומי הידע השונים.

סיכומי הדיונים שמתפרסמים לציבור הרחב מבוצעים על ידי הצוות המקצועי של הפורום המורכב מבוגרים מצטיינים של התכנית בחשבונאות.

אתר הפורום: www.fvf.org.il