

ביצועי מסלולי החסכון לטווח ארוך וכדאיות ההשקעה בקרנות השקעה פרטיות

פרופ' בני לאוטרבך



פורום שווי הוגן, אוני' רייכמן, 6 בפברואר 2022

הצגה אישית וגילוי נאות

- אני פרופסור במימון בביה"ס למנהל עסקים באוני' בר אילן, וראש הקתדרה לממשל תאגידי שם.
- את הדוקטורט במימון עשיתי באוני' שיקגו בארה"ב בהנחייתם של שני חתני פרס נובל בכלכלה מרטון מילר ויוג'ין פמה.
- לימדתי קורסי השקעות כל חיי כולל באוניברסיטאות בארה"ב.
- חבר בועדות השקעה אצל מוסדיים שונים בשנים 1990-2013, כולל (בתפקידי האחרון) יו"ר ועדת השקעות כלל גמל.
- מצגת זו מתמצתת חוות דעת שהכנתי לבקשת איגוד חברות הביטוח אודות הממצאים האמפיריים בטיוטת דו"ח ועדת יפה. חוות הדעת נשלחה לוועדה.

ביקורת על הפרק האמפירי בטיטת דו"ח ועדת יפה

איגוד חברות הביטוח פנה אלי לכתוב חוות דעת על ההתקפות כנגד קרנות החסכון לטווח ארוך והשקעתן בקרנות השקעה פרטיות. כדי לבחון את הממצאים האמפיריים ואת ההיסקים של הועדה לגביהם, שחזרתי בעצמי חלק מהנתונים ומהמבחנים האמפיריים שבדו"ח הועדה, בחנתי את הרגישות שלהם לפרמטרים שונים, וערכתי מבחנים נוספים התורמים לעניות דעתי להבנת הנושאים שעל הפרק.

מסקנות המחקר שלי:

- ביצועי העבר של קופות הגמל ותוכניות ביטוחי המנהלים ראויים לשבח: ניהול אקטיבי של החסכון ייצר לעמיתים תשואה עודפת!
- תוספת תיק של קרנות השקעה פרטיות לתיק ההשקעות היעיל של משקיעים בישראל, תורמת רבות לפיזור הסיכון של התיק ומעלה משמעותית את התשואה המושגת ליחידת סיכון (מדד שארפ).

ביצועי מסלולי החסכון לטווח ארוך

לוח 1: תשואה עודפת חודשית (אלפא) ברוטו של מסלולי החסכון לטווח ארוך

[illegible]

ביצועי מסלולי החסכון לטווח ארוך

לוח 2א': תשואה עודפת חודשית (אלפא) נטו של מסלולי החסכון לטווח ארוך
בהנחת דמי ניהול היסטוריים

[illegible]

ביצועי מסלולי החסכון לטווח ארוך

לוח 2ב': תשואה עודפת חודשית (אלפא) נטן של מסלולי החסכון לטווח ארוך
בהנחת דמי ניהול עכשוויים

[illegible]

סיכום: אקטיבי מול פסיבי

- ✓ על פי ממצאי, מנהלי החסכון ארוך הטווח משיגים בממוצע תשואה עודפת ברוטו בגובה 0.05% עד 0.18% בחודש, 0.6% עד 2.2% לשנה, וזה, לטעמי, הישג נאה ביותר.
- ✓ המשמעות: המוסדיים יודעים לנהל כסף. ברוטו הם מרוויחים יותר ממה שמדדי הסיכון הרלבנטיים מחייבים. יש לזכור שהאלטרנטיבה של מסלול השקעה פסיבי מניבה מעצם הגדרתה תשואה עודפת של 0.
- ✓ לגבי התשואה נטו: למנהלי קרנות י' הישנות, תשואה עודפת חיובית; למנהלי קרנות י' החדשות תשואה עודפת שלילית; ולמנהלי קופות הגמל תשואה עודפת ממוצעת של אפס.
- ✓ המשמעות: מסלול חסכון פסיבי המשקיע במדדים או קרנות סל מניב, מעצם הגדרתו, תשואה עודפת ברוטו של אפס ובניכוי הוצאות ניהול השקעות התשואה נטו תהיה מקסימום -0.03% לחודש, כמו קרנות י' החדשות ופחות מקופות הגמל וקרנות י' הישנות.

עוד על ביצועי מסלולי החסכון לטווח ארוך

✓ לפי התיאוריה העכשווית במימון, תשואה עודפת של אפס מרמזת על שוק תחרותי; תשואה עודפת חיובית מרמזת על שוק שיש בו מחסור בקרנות; ותשואה עודפת שלילית על אי יעילות מסוימת.

✓ המשמעות: קיימת אינדיקציה ששוק קופות הגמל תחרותי ביותר. יתכן ולא כדאי לגעת בו. שוק קרנות המנהלים עם דמי הניהול תלויי הביצועים צר מדי, ויש מקום להרחיבו.

✓ עוד נקודה: בהנחה שהמוסדיים ידעו לשמור על התשואות העודפות שלהם ברוטו, ובהינתן דמי הניהול הנמוכים יותר כיום, הרי, בממוצע, כל מסלולי החסכון לטווח"א מציעים כיום תשואה עודפת נטו חיובית.

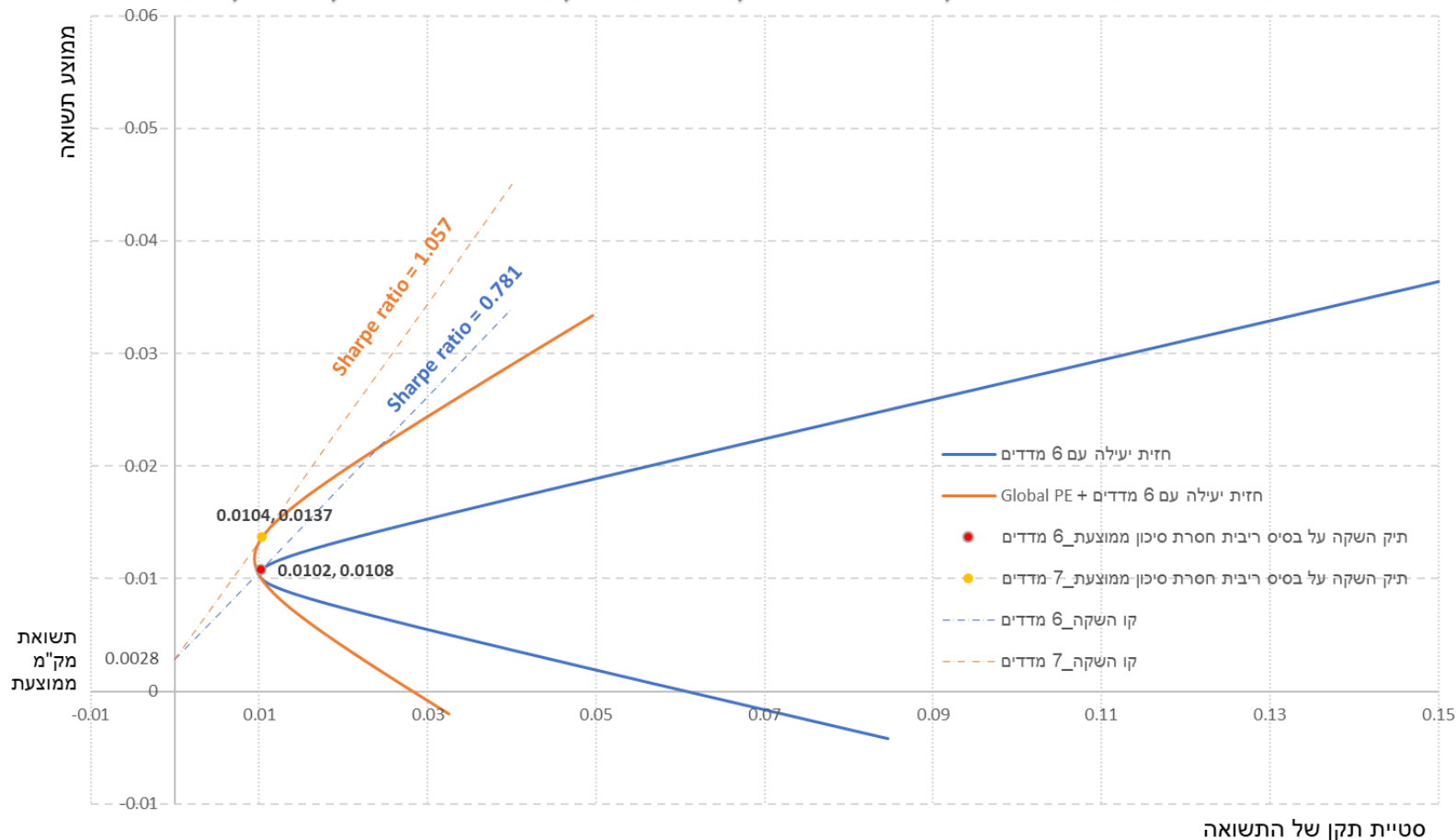
✓ ראוי להרחיב את הדיבור על המשמעות של אלפא נטו חיובית: העמית מקבל עודף תשואה יחסית לסיכון אותו נטל, ועל הדרך העמית מקבל את שרותי ההשקעה, פיזור הסיכון והניהול של מנהל החסכון לטווח ארוך בחינם. **עסקה פנטסטית!**

כדאיות ההשקעה בקרנות השקעה פרטיות

ניתוח של תוחלת תשואה מול סיכון

חזית יעילה בלי ועם קרנות השקעה פרטיות (רבעון שני 2008 - רבעון רביעי 2019)

6 מדדים - ACWI, TA125, All bonds Global, Tel-bond 60, Non-linked GB, CPI Linked GB



סיכום: כדאיות ההשקעה בקרנות השקעה פרטיות

✓ המסקנה של הניתוח דלעיל היא שבארץ, כמו בשאר העולם, ההשקעה בקרנות השקעה פרטיות עשויה לתרום משמעותית לתמורה לסיכון שמציעים מסלולי החסכון לטווח ארוך.

✓ קביעתי זו איננה פוטרת כמובן את מנהלי ההשקעות מחובתם לבדוק כל העת האם השקעות ה-PE שביצעו הניבו תשואות ראויות, והאם יש להם גישה לקרנות השקעה מצטיינות. כל המחקרים בעולם מציינים את השונות הגבוהה בביצועי קרנות ה-PE, ולכן חובת הזהירות קיימת.

מסקנות והמלצות שלי לדיון

- ✓ שוק החסכון לטווח ארוך בארץ מתפקד היטב – ברכה לעמית.
- ✓ קרנות פסיביות וקרנות עם דמי ניהול תלויי ביצועים אפשר להתיר כתוספת לקיים. לא עקרוני ולא בעדיפות. Nice to Have
- ✓ צריך לחזור להתעמק בבעיה המקורית המורחבת – דיווח על נכסים לא סחירים (כולל קרנות השקעה פרטיות), ושקיפות באשר לעלותם לעמית וכדאיות ההשקעה בהם.
- ✓ בנושא זה אני מציע שלכל השקעה לא סחירה יקבע בנצ'מרק ושהמוסדי יחויב לדווח על תשואת התיק הלא סחיר הכולל שלו יחסית לבנצ'מרקים שנקבעו. המוסדי גם יצהיר מראש על רמת ההוצאות הישירות הצפויה.
- ✓ הצעה לדיון: מוסדי שהשקעה לא סחירה שלו לא עמדה בבנצ'מרק יחזיר את ההוצאות הישירות שנגבו בגין אותה השקעה לעמיתים.
- ✓ עוד מחשבה: יתכן ושיטה עדיפה לניתוח תועלת השקעות לא סחירות וקרנות השקעה פרטיות לחסכון העמית ומגבלות על אחוז ההשקעה היא השיטה של סימולצית ערך הצבירה של העמית בגיל הפרישה לגמלאות.

תודה רבה