



ג'וינט-מכון ברוקדייל לגרונטולוגיה והתפתחות אדם וחברה

תשל"ד • 20 שנות מחקר • תשנ"ד

מערכת הפנסיה ושוק ההון:
התפתחויות בינלאומיות
וסוגיות בישראל

פרוטוקול מתוך סמינר
בהשתתפות פרופ' צבי בודי

סדרה מיוחדת



הכנס התקיים בחסות סדרת
הסמינרים ע"ש הרברט סינגר

מ-66-94

BR-S-66-94

: מערכת הפנסיה ושוק ההון



002590939906



ג'וינט – מכון ברוקדייל מהו?

מרכז ארצי למחקר בתחומי הזיקנה, התפתחות האדם ורווחה חברתית בישראל, שהוקם ב-1974.

ארגון עצמאי ללא כוונת רווח, הפועל בחסות הג'וינט העולמי (AJJDC) וממשלת ישראל.

צוות של אנשי מקצוע המקדישים עצמם למחקר יישומי בסוגיות חברתיות בעלות קדימות עליונה בסדר היום הלאומי.

קבוצת חשיבה המחויבת לפרסום ממצאיה כדי לסייע לקובעי מדיניות ולספקי שירותים לתכנן וליישם תכניות רווחה.

המחקר מתבסס על גישה בין-תחומית ומתמקד בחמישה נושאים עיקריים:

- ♦ גרונטולוגיה
- ♦ מדיניות בריאות
- ♦ קליטת עלייה
- ♦ ילדים ונוער עם צרכים מיוחדים
- ♦ מוגבלות

BR-5-44-9
c.2 / 25909 39876

מערכת הפנסיה ושוק ההון התפתחויות בינלאומיות וסוגיות בישראל

פרוטוקול מתוך סמינר בהשתתפות פרופ' צבי בודי
כנס שהתקיים ב-2-3 ביולי 1991 בירושלים



הכנס התקיים בחסות סדרת הסמינרים ע"ש הרברט סינגר

אוקטובר 1994

ירושלים

חשון תשנ"ה

16.144

ג'וינט-מכון ברוקדייל לגרונטולוגיה
והתפתחות אדם וחברה
ת.ד. 13087
ירושלים 91130, ישראל

טל. (02) 557400
פקס (02) 635851

הקדמה

ביולי 1991 נערך בירושלים הכנס השני בנושא מדיניות הפנסיות. בכנס, שארגן ג'וינט-מכון ברוקדייל ואשר נערך בחסות סדרת הסמינרים ע"ש הרברט זינגר, השתתפו קובעי מדיניות וחוקרים בכירים מישראל בתחום הפנסיות. הכנס הראשון, שהתקיים בקיץ 1990, התמקד בעדכון קובעי המדיניות בישראל לגבי ההתפתחויות האחרונות והחידושים בארץ ובעולם בתחום קרנות הפנסיה הפרטיות. הכנס השני "מערכת הפנסיה ושוק ההון: התפתחויות בינלאומיות וסוגיות בישראל" דן באופן מעמיק במגמות עכשוויות בתחום הפנסיות ובקשרים בין מערכת הפנסיה לשוק ההון.

בכנס ניתנו סקירות על התפתחויות במערכת הפנסיה ועל הקשרים בין מערכת הפנסיה לשוק ההון, לאור המגמה בישראל ובעולם לעבור ממערכת שיש בה מעורבות ממשלתית חזקה למערכת הצועדת לקראת הפרטה. חוקרים בכירים מישראל ומהעולם וגורמים מרכזיים המעורבים בתחום הפנסיות הציגו את נקודת מבטם, ובהם: נציגי משרד האוצר, בנק ישראל, ההסתדרות הכללית של העובדים בא"י, חברות הביטוח ואנשי אקדמיה.

לאור חשיבות הנושא, מצאנו לנכון להביא בפני קהל העוסקים בנושא הפנסיות את הדברים שהושמעו בכנס. בפרסום שלהלן מובאים הפרוטוקולים של הסקירות והדיונים שהתקיימו. הפרוטוקולים מסודרים לפי סדר הצגתם בכנס, כאשר לכל סקירה או דיון יוחד פרק נפרד.

בפרק הראשון מובאת סקירה על התפתחויות שוק ההון ומערכת הפנסיה בעולם; בפרק השני נידונים היתרונות והחסרונות של מעורבות מערכת הפנסיה בשוק ההון וההסדרים לייעול הקשר לפי הניסיון הבינלאומי. בפרק השלישי נסקרים האפיונים של שוק ההון בישראל ונדונות הדרכים להיערך לקראת כניסתה של מערכת הפנסיה לשוק ההון. בפרק הרביעי נערך דיון על היתרונות והחסרונות של תהליך זה מנקודת הראות של שוק ההון. בפרקים החמישי והשישי מובאים סקירה ודיון ביתרונות ובחסרונות למערכות הפנסיה ולגורמים אחרים במשק ממעורבותן בשוק ההון.

הדברים הובאו כלשונם, למעט שינויי עריכה קלים. אנו מתנצלים על השמטות או שיבושים אפשריים בדברי המשתתפים והמתדיינים שחלו במהלך פיענוח הדברים מהקלטות והעלאתם על הכתב.

תודה לכל חברי צוות ג'וינט-מכון ברוקדייל - אשר סייעו במהלך העבודה בעצות ובהערות ובמיוחד למיכאל רביבו, לאראלה ברילנט ולבלהה אלון על העזרה בהפקת החומר ובהבאתו לדפוס.

המשתתפים

מר גד ארבל - לשעבר הממונה על שוק ההון במשרד האוצר

פרופ' צבי בודי - פרופ' לכלכלה - בית-הספר למינהל של אוניברסיטת בוסטון

פרופ' דן גלאי - פרופ' במחלקה למינהל עסקים, האוניברסיטה העברית בירושלים, וחבר במכון פלורסהיימר למחקרי מדיניות

מר מיכה וינטר - סגן הממונה על שוק ההון במשרד האוצר

פרופ' ג'ק חביב - מנהל ג'זינט ישראל

פרופ' יהודה כהנא - פרופ' בפקולטה לניהול וראש מרכז ארהרד בבית-ספר למינהל עסקים, אוניברסיטת תל-אביב

ד"ר מאיר סוקולר - מנהל המחלקה המוניטרית בבנק ישראל

מר דב פלג - לשעבר יו"ר האגף לביטחון סוציאלי בהסתדרות הכללית של העובדים בא"י

ד"ר משה פרג - מנכ"ל לה נסיונאל, חברה ישראלית לביטוח בע"מ

תוכן העניינים

דברי פתיחה - ג'ק חביב

- 1 **פרק א'** התפתחויות בקשר בין שוק ההון למערכות פנסיה וסוגיות בדיון הבינלאומי - סקירה כללית - צבי בודי
- 9 **פרק ב'** היתרונות והחסרונות של מעורבות מערכת הפנסיה בשוק ההון וההסדרים לייעול הקשר - לקחים מהניסיון הבינלאומי - צבי בודי
- 19 **פרק ג'** האפיונים של שוק ההון בישראל וההיערכות הנדרשת לקראת האפשרות של כניסת קרנות הפנסיה לשוק - דן גלאי
- 37 **פרק ד'** מהם היתרונות והחסרונות לשוק ההון מכניסתן של מערכות הפנסיה; האם יש אלטרנטיבות להשגת יעדי שוק ההון ללא מעורבות מערכות הפנסיה? - סקירות: גד ארבל, מאיר סוקולר
סקירה: גד ארבל
סקירה: מאיר סוקולר
דיון
- 55 **פרק ה'** מהם היתרונות והחסרונות למערכות הפנסיה ממעורבות בשוק ההון; האם ניתן לממש את מטרות מערכת הפנסיה תוך כדי השקעה בשוק ההון? - רב שיח
- 73 **פרק ו'** מהם היתרונות והחסרונות למערכות הפנסיה ממעורבותן בשוק ההון; האם ניתן לממש את מטרות מערכת הפנסיה תוך כדי השקעה בשוק ההון? - דיון
- 81 דברי סיכום - ג'ק חביב

רשימת לוחות ותרשימים

- 21 לוח ג-1: אומדן הרכוש של המגזר הפרטי הלא-פיננסי, 1983 עד 1990
- 22 לוח ג-2: הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, 1989 ו-1990
- 28 לוח ג-3: אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1988 עד 1990
- 29 לוח ג-4: גיוס הון של המגזר העסקי באמצעות מניות וני"ע המירים, 1987-1990
- 29 לוח ג-5: חובת ההשקעה של קופות גמל בנכסים ממשלתיים וההשקעה בפועל, 1983-1990
- 30 לוח ג-6: התפתחות שיעורי ההשקעה של קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה (אחוזים)
- 57 לוח ה-1: דמי גמולים והגירעון בשערי ריבית שונים
- 65 לוח ה-2: הערכת תיק השקעות - אנגליה
- 66 לוח ה-3: Assets of Life Companies in % - USA
- 67 לוח ה-4: Net Yield on Invested Assets - USA
- 68 לוח ה-5: Real Interest Rates Earned, by Calendar Year (7 countries)
- 68 לוח ה-6: Real Interest Rates Earned, by Country
- 69 לוח ה-7: Real Interest Rates Earned, by Economic Era
- 69 לוח ה-8: Actual and Real Interest Rates Earned (adjusted)
- 56 תרשים ה-1: דמי גמולים נדרשים בשערי ריבית שונים

דברי פתיחה

ג'ק חביב

ברוכים הבאים לכנס השני בנושא מדיניות הפנסיה. בכנס הראשון, שהתקיים לפני שנה, עסקנו בנושאים כלליים יותר בתחום מדיניות הפנסיות, והצגנו את החידושים במדיניות הפנסיות בעולם ובארץ על-פי הספרות והמחקר הבינלאומיים. לעומת זאת, בכנס הנוכחי, נשתדל להעמיק בסוגיות ספציפיות, ובעיקר בקשרים ההדדיים בין מערכת הפנסיה לשוק ההון, בעולם ובישראל.

במסגרת הדיון המקצועי בנושא קרנות הפנסיה ושוק ההון, ננסה להתייחס לא רק ליתרונות ולחסרונות שיש בשיטות השונות, אלא גם לתנאים ההכרחיים להצלחתן של שיטות שונות; לדרכים שתאפשרנה לנו לבצע את הדברים בצורה טובה ונכונה יותר ולהשיג את המטרות שהצבנו לנו - למעשה, איך להרחיב את טווח האפשרויות שלנו מבחינת המטרות שאנחנו יכולים להשיג.

כמובן, לכל החלטה בתחום המדיניות יש מרכיבים אחדים. מצד אחד, קיים המרכיב של הבנת האופציות והשלכותיהן על המטרות. מצד שני, קיים ההיבט הערכי. יש להביא בחשבון את ההיבט הערכי ואח"כ יש לשקלל את המטרות השונות. חיבורם של שני המרכיבים מאפשר לנו לקבל החלטה.

נראה לי, שנשכיל לנצל את היומיים האלה אם נניח הצידה את השאלות הערכיות בנוגע לחשיבותן של מטרות שונות, שהן נושא לפורומים רבים אחרים, ונתמקד יותר בהבנת האופציות, באיתורן ובהבנת ההשלכות שיש להן. אני מקווה, שהדיון המקצועי שנקיים יאפשר לנו לצאת מכאן עם מעט יותר הבנה משותפת של הסוגיות השונות.

כנס זה נערך בחסות קרן שהקים הרברט זינגר, ממייסדי מכון ברוקדייל, כדי להפגיש מעצבי מדיניות ואנשי מפתח בתחומים שונים, לצורך החלפת דעות ולימוד משותף.

קיום הכנס מתאפשר הודות לפרופ' צבי בודי, פרופסור למימון וכלכלה מבית-הספר למינהל של אוניברסיטת בוסטון, אשר הואיל להקדיש מאמנו ולתרומם מניסיונו הרב להצלחת הסדנה.

אני רוצה להודות למיכה וינטר ולדב פלג, שייצעו לנו בקביעת תכנית הכנס ולחברי המכון חיים פקטור ומאירה אבולעפיה, אשר היו אחראים לארגון הכנס על כל היבטיו.

אשר לתכנית הכנס, נפתח בשתי סקירות במישור הבינלאומי: הסקירה הראשונה תתייחס יותר להתפתחויות כלליות. הסקירה השנייה תתמקד בניחותם של היתרונות והחסרונות שיש בכניסתן של מערכות פנסיה לשוק ההון במישור הבינלאומי.

לאחר מכן נפנה לדיון על שוק ההון הישראלי, ונבחן האם הוא ערוך לקראת קליטת השקעות מצד מערכת הפנסיה, וכן אלו שינויים ותהליכים רצויים לקראת אפשרות זו.

ביום השני של הכנס נלבן את שתי הסוגיות - מה טוב לשוק ההון, ומה טוב למערכת הפנסיה. נדון ביתרונות, בחסרונות ובהשלכות של כניסת מערכות הפנסיה מזווית שוק ההון, מזה, ומזווית מערכת הפנסיה, מזה.

פרק א'

התפתחויות בקשר בין שוק ההון למערכות פנסיה וסוגיות בדיון הבינלאומי - סקירה כללית צבי בודי

בדיון היום אתמקד על פנסיות בשוק ההון ובעיקר אתמקד על הנעשה בארצות-הברית ובאנגליה בתחום זה. מדי-פעם אעיר על הנעשה בגרמניה ובין, למרות שהידע שלי על ארצות אלה הוא מועט יותר.

מדיניות פנסיונית היא נושא שמרבים לדבר עליו לא רק בארץ אלא גם בעולם. קובעי המדיניות בעולם כולו מנהיגים כיום שינויים בסיסיים במערכות הפנסיה. הרפורמה במערכת הפנסיונית במזרח אירופה היא חלק משיקום המערכת הכלכלית כולה והפיכתה ממערכת המושתתת על תכנון מרכזי ובעלות ממשלתית למערכת המושתתת על שווקים חופשיים ובעלות פרטית. בכמה ארצות, שיש בהן שווקים חופשיים לסחורות ושירותים שלא בתחום הפיננסי, מקיימות עדיין פיקוח ממשלתי ריכוזי על שוק ההון, וזאת על-מנת לספוג את החיסכון של משקי-הבית ולהקצות אותו למגזר העסקי. לפחות בכמה מן הארצות הללו שוקלים עתה רפורמות יסודיות במגמה להפריט חלקים גדולים של מערכת הכספים.

באיטליה, למשל, אין כלל פנסיות פרטיות - לא של מעסיקים ולא של איגודים מקצועיים. שם המערכת כולה מבוססת על הביטוח הלאומי, כלומר, מערכת ממלכתית. קובעי המדיניות, במיוחד בבנק המרכזי של איטליה, רואים במערכת הממלכתית סכנה רבה מאוד לביטחון הפנסיות בעתיד, והם מחפשים דרך כלשהי להפריט את מערכת ההכנסות מפנסיה (retirement income). הוזמנתי לאיטליה כדי לדבר על הניסיון בארצות-הברית. לדעתי, לפחות בעולם המערבי, רואים היום בדגם האמריקני-אנגלי - דהיינו הפרטה של המערכת הפנסיונית - את הכיוון הרצוי, או לפחות את אחד הכיוונים הרצויים. ביפן, למשל, יש מגמה ברורה לפעול יותר ויותר לפי השיטה האמריקנית והאנגלית, המבוססת על תשלום פנסיה אחרי תקופת ההצבר (payoff funding) במקום פנסיה מדור לדור (pay-as-you-go).

תכניות הפנסיה - מושגי מפתח

להלן אתאר כמה מתכונות המפתח של תכניות הפנסיה מתוך הסתמכות על הניסיון שנרכש בארצות-הברית. אולם, בעיקרו של דבר התכונות הללו מאפיינות גם תכניות פנסיה בארצות אחרות.

קרן הפנסיה היא הצבר נכסים שמקורו בהפרשות וברוחי ההשקעות שנעשו, בניכוי תשלומי ההטבות. בארצות-הברית מתירים ניכוי ההפרשות לקרן על-ידי המעסיקים והעובדים מן ההכנסה החייבת במס ואין מטילים מס על רווחי הון. הקצאת כספי הקרן למעסיק או לעובדים חייבת במס כהכנסה רגילה. אפשר להציג את קרן הפנסיה בצורת מאזן כלכלי, להבדיל ממאזן של פירמה עסקית. ההבדל הוא, שבמאזן כלכלי כוללים את הערבויות של גופים שונים.

הסעיפים החשובים במאזן הכלכלי כוללים את כל תיקי ההשקעות, בהם נכללות גם איגרות חוב של הממשלה וגם ההשקעות בשוק הפרטי. למעשה, אלה נכסים קונבנציונאליים שמופיעים גם במאזן רגיל. אולם, במאזן כלכלי יש נכסים חשובים ביותר, שאינם מופיעים בדרך כלל במאזן רגיל של פירמה עסקית, והן הערבויות של הגופים השונים. יש ערבויות של גופים פרטיים, בעיקר ערבויות של המעסיקים (ובארצות-הברית הערבויות האלה הן חשובות מאוד) ויש ערבויות ממשלה - אף הן חשובות מאוד.

ערבויות הממשלה

בארצות-הברית קיים גוף ממשלתי מיוחד הקרוי P.B.G.C. (Pension, Benefit, Guarantee, Corporation) הדומה מאוד ל-F.D.I.C. (Federal Deposit Insurance Corporation). זהו גוף מעין-ממשלתי, אבל בעל סמכות עצמאית, לפחות באופן עקרוני. ה-P.B.G.C. פועל כחברת ביטוח, שסכום הכספים העומדים לרשותו מוגבל. ההצטרפות לערבויות הממשלתיות היא אובליגטורית. הוא גובה פרמיות מקרנות הפנסיה המהוות את מקורותיו הכספיים, ובתמורה הוא מתחייב לכסות את הגרעונות הנוצרים. בפועל, מאז שהקימו את הגוף הזה, ב-1974, יש רק גרעונות. במידה מסוימת, הגרעונות נבעו מכך שהתעריף של הפרמיות נקבע לפי הקרן ולא לפי רמת הסיכון שמנהלי התיקים לקחו על עצמם - וזו אחת הבעיות.

גוף ממשלתי-מבטח מעין זה קיים בארצות-הברית, אך לא באנגליה. אולם, ככלל, נושא הביטוח הממשלתי של קרנות פנסיה הוא אחד הנושאים הבעורים בכל הארצות שהזכרתי. ביפן, למשל, החליטו על ביטוח ממשלתי של קרנות פנסיה רק לפני שנה, והם למדו הרבה מניסיונה של ארצות-הברית. גם בגרמניה המערבית יש ביטוח ממשלתי של קרנות הפנסיה. שם הדבר מסובך ביותר, מכיוון שלרוב קרנות הפנסיה אין השקעות, והגיבוי לתביעות העובדים הן הערבויות של החברות - דהיינו, ערבויות פרטיות. בכל אחת מהארצות האלה הערבויות הפרטיות קודמות לערבות הממשלתית.

תכניות הפרשה מוגדרת (DC) ותכניות הטבה מוגדרת (DB)

יש תכניות פנסיה משני טיפוסים "טהורים": הפרשות מוגדרות (defined contribution להלן DC) לעומת הטבות מוגדרות (defined benefit, להלן DB).

התכנית של הפרשות מוגדרות כוללת נוסחה הקובעת את גובה הפרשות אך לא את גובה ההטבות. בדרך כלל מגדירים את ההפרשה כשיעור קבוע מראש מן המשכורת (למשל המעסיק מפריש לתכנית 15% משכרו השנתי של העובד) אף שהשיעור הזה יכול להשתנות במהלך שנות העבודה. קרן הפנסיה מורכבת ממערכת של חשבונות השקעה אישיים - חשבון לכל עובד. הטבות הפנסיה אינן נקבעות מראש, אלא שבהגיע העובד לגיל הפרישה הוא זכאי לכל הערך המצטבר של הפרשות והרווחים שנבעו מהשקעתן. לעתים קרובות רשאי העובד להשפיע על גובה הפרשות ועל דרכי השקעת הכספים. באופן עקרוני יש להשקיע את הכספים בניירות ערך כלשהם, אך למעשה רוב התכניות מגבילות את ההשקעות לאיגרות-חוב, מניות וקרנות פעילות בשוק הכספים. העובד נושא בכל סיכוני ההשקעה. חשבון הפנסיה ממומן, לפי הגדרה, מן הפרשות, ועל המעסיק אין מוטלת חובה חוקית מעבר לחובת ההפרשה הסדירה. מדיניות ההשקעות בתכניות של ההפרשה המוגדרת זהה בעיקרה לאז המקובלת בחשבונות פנסיה פרטיים המוכרים על-ידי מערכת המיסים. אכן, הספקים העיקריים של נכסי השקעה לתכניות הפנסיה שאנחנו דנים בהן כאן הם אותם מוסדות: קרנות הודיות וחברות ביטוח המשמשות את צורכי ההשקעה של הציבור הרחב. לכן, בתכניות של הפרשה מוגדרת, חלק ניכר מנטל הבטחת ההכנסה לאחר הפרישה נופל על העובד.

זה העיקרון בהפרשה מוגדרת. יש הטוענים שאין זו תכנית פנסיה כלל, אלא תכנית חיסכון - אבל בארצות-הברית הן נקראות תכניות פנסיה (pension plans).

לגבי כל מי שפורש מתכנית ההפרשה המוגדרת, אם מוקדם ואם מאוחר, ניתן לדעת בכל רגע נתון מהו החלק המגיע לו. בארצות-הברית ובאנגליה נוהגים להעריך כל תיק השקעות בערך השוק, ואם מישהו רוצה להוציא את חלקו, הוא יכול לקבלו בכל עת לפי ערך השוק. אם מישהו פורש, ורוצה לקבל את החלק שלו בתור קיצבה, אז פשוט קונים בשבילו קיצבה מחברת ביטוח. יש לציין, כי הערך הנוכחי של הקיצבה הוא השווי של סכום ההלוואה (loan sum), כלומר הערך האקטוארי הנוכחי, בכל נקודת זמן.

התביעות במאזן הכלכלי הן בנקודת זמן נוכחית. זאת אומרת, לא מתבצעת תחזית של זכויות העובדים שיצטברו, אלא חישוב של הזכויות שהצטברו עד אותו רגע.

בתכניות של הטבה מוגדרת הנוסחה קובעת את ההטבות ולא את דרכי המימון שלהן. נוסחת ההטבות מתחשבת במספר שנות העבודה וברמת השכר (למשל, המעסיק משלם לעובד הפורש בגיל 65 ועד מותו סכום השווה ל-1% מהכנסתו השנתית האחרונה בעבור כל שנת עבודה). המעסיק (מממן התכנית) או חברת ביטוח שהוא שוכר מבטיחים את ההטבות וכך הם סופגים את סיכון ההשקעה. חובתו של המממן לשלם את ההטבות המובטחות כמוה, מבחינתו, כחוב ארוך טווח.

חישוב ההתחייבויות של קרן פנסיה

יש להבדיל בין שני סוגי חישובים של ערך אקטוארי - ה-ABO וה-PBO. בארצות-הברית משתמשים במונח ABO (accumulated benefit obligation) לחישוב התחייבויותה של קרן פנסיה כלפי העובדים - מה שמגיע לעובדים בנקודת זמן מסוימת. עובד בעל תכנית פנסיה של הטבה מוגדרת (DB) יקבל קיצבה על סמך נוסחה מסוימת שקובעת, למשל, 2% לשנה מוכפלים בשכר הסופי, מוכפל במספר השנים שהוא עבד. ה-ABO הוא הערך הנוכחי של מה שמגיע לעובד לו עזב עכשיו את מקום העבודה. כמובן, יש תחזית של גורמים מסוימים, למשל, תוחלת החיים - זה הצד האקטוארי. אבל אין שכר מבוטח (salary projection). זאת אומרת, לו הייתי בגיל 50, ולזכותי 20 שנות עבודה, כשאגיע לגיל 65 יגיע לי, על סמך השנים שעבדתי כבר, 40% מהמשכורת הסופית. אולם המשכורת האחרונה שהשתכרתי היא הנחשבת לצורך חישוב המשכורת הסופית.

בארצות-הברית הזכויות אינן צמודות. הן קבועות נומינלית, וזה אחד הנושאים השנויים במחלוקת. השאלה היא, האם, גם כאשר עוזבים את מקום העבודה, צריך להצמיד זכויות צבורות למדד כלשהו - בין של שכר, בין של מחירים. עד כה, הנוהג הכללי הוא, שאין הצמדה של זכויות מצטברות - להוציא כמה תכניות פנסיה של רשויות מקומיות, אבל לא של מעסיקים פרטיים. באנגליה, פנסיית ביטוח לאומי צמודה לשכר עד לגיל הפרישה, ולמדד המחירים - אחרי גיל הפרישה.

באנגליה חוקקו חוק חדש בשנת 1989, והוא נכנס לתוקף כמדומני עכשיו. לפי החוק, זכויות שהצטברו אצל מעסיק מסוים מוצמדות למדד המחירים עד לתקרה של 5% לשנה, גם אם עזבו העובדים את מקום העבודה. הכלל נקרא "שמירה על ערך הזכויות" (preservation). בגרמניה יש הצמדה מלאה, פחות או יותר, למדד המחירים; ביפן אין הצמדה. לרוב הזכויות שונות ממדינה למדינה ובכולן אין תחזיות לגבי עליית השכר. לפי החישוב הזה אין מנסים לנחש מה יהיה השכר הסופי של העובד.

בארצות-הברית למשל, לעומת אנגליה, זכויותיו של עובד, שבגיל 50 כבר צבר 20 שנות עבודה, מחושבות לפי הערך הנוכחי של המשכורת האחרונה בדולרים, בלי שום התייחסות לשיעור האינפלציה העתידי. זאת אומרת, אם גיל הפרישה הרגיל הוא 65, עושים היוון לערך הנוכחי מגיל 65 עד גיל 50, בשער ריבית נומינלי. זאת מכיוון שהזכויות קבועות במונחים נומינליים, והיום שער הריבית הנומינלי בארצות-הברית מגיע ל-8%. פירושו של דבר, שכדי ליצור כיסוי מלא (full funding) בתיק ההשקעות, המעסיק צריך להפריש 12% מהמשכורת. אולם, מכיוון שאין הצמדה, אין זה יקר כל-כך. לעומת זאת, בישראל או בגרמניה, ההפרשות צריכות להיות גדולות הרבה יותר (בגלל ההצמדה למדד).

נשאלת השאלה, אם קצב האינפלציה יגבר (בארצות-הברית בסוף שנות ה-70 ושנות ה-80 גברה האינפלציה), איך זה ישתקף בערך הנוכחי של ה-ABO? התשובה היא - זה יתבטא בירידה חדה. הירידה נובעת מכך שהזכויות לא גדלו בקצב זהה לגידול באינפלציה, כי הן נקובות במונחים נומינליים. לעומת

זאת, שערי הריבית הנומינלית עלו בשנות השמונים והגיעו ל-16% בקירוב. כתוצאה מכך למעסיקים היו רווחי הון. הם לא אמרו זאת, אבל כך היה המצב בפועל.

חישוב אחר שמרבים להשתמש בו הוא, כאמור, ה-PBO (projected benefit obligation). החישוב נועד לתכניות פנסיה שרוצות לחשב איך להפריש לקרן הפנסיה. להבדיל מה-ABO, ב-PBO כוללים בחישוב הזכויות הערכה של הגידול בשכר מרגע נוכחי ועד גיל הפרישה. בארצות-הברית, היות שהמעסיקים מפרישים לקרן מתוך ההצברים בתיק ההשקעות, אזי, על-פי חישוב ה-PBO, מתקבלים עודפים גדולים במרבית תכניות הפנסיה. זאת אומרת, הערך של הנכסים בתיק ההשקעות עולה בהרבה על סה"כ ההתחייבויות לעובדים. אחת הסיבות לעודפים היא העובדה שההטבות שמקבלים הגימלאים מחושבות במונחים נומינליים ואינן צמודות לדולר. ברמות אינפלציה גבוהות הערך הנוכחי של ההטבות נמוך יותר.

זאת הסיבה לכך, שהיום בארצות-הברית, אחד הנושאים ה"חמים" בזירה הפוליטית הקשורים לפנסיות הוא עניין ההצמדה. הנושא הגיע אפילו לדיונים בקונגרס. אחד מחברי הקונגרס אף טען, שהסיבה לעודפים בתכניות פנסיה היא אי-הצמדה של ההטבות - וכתוצאה מכך זכויות העובדים נשחקות. לדעתו, צריך לחייב את קרנות הפנסיה להשתמש בעודפים האלה כדי להצמיד את ההטבות לאינפלציה. עד כה הוא לא הצליח לשכנע את עמיתיו בקונגרס, ואין היום שום חוק שמחייב הצמדה.

כאמור, קרנות פנסיה של חברות רבות משתמשות ב-PBO. השאלה היא, כיצד יש לדווח במאזנים על ההתחייבויות כלפי הפנסיונרים (דיווח לצורכי חוץ ולא פנים) בדו"חות החברה - האם להשתמש ב-ABO או ב-PBO? על כך היה בארצות-הברית ויכוח גדול במסגרת הגוף המקצועי של רואי-החשבון.

היו שני מחנות: מחנה אחד אמר, שצריך להשתמש ב-PBO, מכיוון שזה משקף את המסלול. לעומתו, היו כאלה שאמרו שצריך להשתמש ב-ABO, כיוון שאלו הזכויות שהחברה מבטיחה. כיום, משתמשים ב-ABO לצורך דיווח במאזנים.

בנוסף, קיימות תכניות פנסיה של האיגודים המקצועיים, למשל, בתעשיית הבנייה. אלה תכניות הטבה מוגדרת, הנקראות תכניות של-מעבידים-רבים (multi-employer plan). העיקרון הוא זהה - כל מעביד צריך להפריש לפי חישוב אקטוארי. בהנהלת הקרן חברים נציגי העובדים ונציגי המעבידים, ובדרך כלל נציגי העובדים הם אלה שקובעים את ההשקעות. גם לתכניות אלה יש ערבות ממשלתית - בדמות ביטוח ה-P.B.G.C. אבל, בדרך כלל, מצבן של הקרנות האלה טוב למדי, ועד כה לא היה צורך להסתייע בביטוח הממשלתי, מכיוון שהפרמיות עודכנו תמיד. כאשר נחתם חוזה חדש בין המעבידים לאיגודים, מעלים את הפרמיה בהתאם לעלייה בשכר וכך נמנעים מגרעונות.

בתכניות הפנסיה של חברות כגון IBM או PM, נהגו להעלות את הפנסיה באופן וולונטרי - במיוחד בשנות ה-70, כאשר היתה אינפלציה גבוהה בלתי צפויה. שיעורי הפיצוי של חברות אלה הגיעו עד ל-50% מהעלייה הממוצעת של המדד. לעומת זאת היו חברות שלא יכלו להעלות את הפנסיות לעובדיהן. חברות רווחיות נתנו תוספות יוקר, וזו היתה כעין השתתפות ברווחים.

היתה מגמה נוספת, שלדעתי היא מגמת העתיד. בארצות-הברית בשנות ה-80 חלה התפתחות: לא נוצרו תכניות פנסיה של הטבה מוגדרת (DB) חדשות. זאת אומרת, חברות שהיו להן תכניות פנסיה של הטבה מוגדרת, המשיכו בה אף שמקצתן שינו את צורתן. תכניות הפנסיה החדשות אימצו את תכנית ההפרשה המוגדרת (DC). היום, כ-75% מהעובדים מכוסים עדיין על-ידי תכנית ההטבה המוגדרת. כמעט לכל חברה גדולה, המעסיקה מעל 200 עובדים, יש תכנית הטבה מוגדרת. אבל, במקביל, חברות קטנות יותר מתחילות לאמץ תכניות פנסיה של הפרשה מוגדרת.

חברה יכולה להציע תכניות רבות אחרות בנוסף על תכנית ההטבה המוגדרת. לחברת IBM למשל, או לכל חברה גדולה אחרת, יש היום תכנית הטבה מוגדרת בפנסיה הבסיסית. לגבי עובד שעובד בחברה במהלך כל הקריירה, הפנסיה הזאת, ביחד עם הביטוח הלאומי, תהווה כיסוי מלא בגיל הפרישה. אבל יש שחיקה אחרי הפרישה, ואין הבטחה של תוספת יוקר. למרות המחשבה המקובלת, שאם הכל יתנהל כראוי, ויהיו רווחים, אז חברת IBM תדאג לתוספת היוקר אחרי גיל הפרישה, אין לסמוך על כך.

תכניות החיסכון האישיות לזמן פרישה

שלטונות המס בארצות-הברית מעודדים חיסכון להכנסה אחרי גיל הפרישה. כלומר, שלטונות המס מאפשרים לחברות ליצור תכניות וולנטריות עבור העובדים. חברת IBM מאפשרת לעובדים להפקיד כספים בתכנית חיסכון בנוסף להטבה המוגדרת. על כל זולר מהשכר שהעובד יפריש, חברת IBM תפריש זולר, או חצי זולר - לפי החלטתה של החברה. אפשר שהחברה לא תפריש דבר, אבל המסגרת קיימת.

כאשר חברות כמו IBM מסבירות לעובדים שלהן את תכניות החיסכון האלה - תכניות ההפרשה המוגדרת, הן מנמקות זאת בדרך כלל בכך, שזה נועד לתת לעובדים תוספת יוקר. חלק מהחברות קובעות במפורש, שאם הן תיתנה את הכסף עכשיו, בתור תמריץ לעודד את העובדים לחסוך למטרה זו, אז תוספות היוקר שתינתנה אחר כך יהיו קטנות הרבה יותר.

זאת דוגמה אחת למה שהייתי מכנה הפרטה או "חיסכון אישי לגיל הפרישה". היא קיימת בארצות-הברית וגם באנגליה. הרעיון העיקרי, שהפרט יקח יותר אחריות להכנסה בגיל הפרישה.

בארצות-הברית הרשויות המקומיות נותנות מגוון אפשרויות, השונות ממדינה למדינה (וכידוע, מספר המדינות רב למדי) במקצת המדינות יש פנסיות תקציביות. ברוב המקומות העובדים דרשו, וקיבלו, קרן (funding pension), אבל הקרן היא בדרך כלל חלקית. יש צירוף של תיק ההשקעות וערבויות של הרשויות המקומיות. על כל קרנות הפנסיה של הרשויות המקומיות לא חל הביטוח של ה-P.B.G.C. זאת אומרת, הערבויות היחידות הן ערבויות של הרשויות המקומיות. אם הרשויות המקומיות תפשוטנה את הרגל (ודרך אגב, זה קורה עכשיו, בקונטיקט למשל), אז אין לעובדים קיצבאות, או שהקיצבאות שלהם מתקזזות. זו אולי הבעיה הגדולה ביותר בפשיטת רגל של רשות מקומית. בינתיים, לממשלה הפדראלית אין כל כוונה להרחיב את הביטוח הפדראלי, מכיוון שהרשויות המקומיות אינן דורשות את זה. הן לא רוצות לדווח. ברגע שנכנסים לרשת של הביטוח הפדרלי, צריך למלא תנאים מכבידים למדי, כגון: דיווח, הפרשות לתיק ההשקעות, וכו'.

בארצות-הברית, כל אלה שעוסקים בתחום התגמולים מדברים על שלושת רובדי ההכנסה בגיל הפרישה. הם מכנים זאת "הספסל בעל שלוש הרגליים":

- (1) הביטוח הלאומי, שכל האוכלוסייה מכוסה על-ידו. זה הרובד הבסיסי, והממשלה אחראית לנתינתו. הוא מאוד מתקדם, משום שאלה שבתחתית סולם ההכנסות מקבלים קיצבאות, ללא כל קשר לתשלום שהם שילמו בשנות-העבודה.
- (2) תכניות ההטבה המוגדרת (DB pension plans). הרובד הזה הוא בדרך כלל לא-וולונטרי, אבל הוא אינו מכסה את כולם. בארצות-הברית הוא מכסה רק כ-40% מכוח העבודה.
- (3) החיסכון הוולונטרי הוא הרובד השלישי. המגמה בשנים האחרונות היא לעודד דווקא חיסכון זה. בעתיד אפשר שהגלגל יתהפך, אבל כרגע זהו המצב.

באנגליה מגמת העידוד הזאת באה לידי ביטוי בחוק האחרון שהעבירו שם. לפיו, בעצם, כל פרט יכול לבנות תכנית חיסכון פרטית למטרת הכנסה לגיל הפרישה, שהיא בשליטתו הבלעדית (ואז הוא פטור

מחובת הפרשה לביטוח לאומי ולתכנית הטבה מוגדרת). הפרט יקבל את ההפרשות מהמעסיק, והאחריות תוטל רק עליו - אין שום ערבויות, לא של הממשלה ולא של המעביד.

באנגליה אפשר גם לעזוב את הביטוח הלאומי, אבל מובן שהתכנית הפרטית צריכה להיות בהתאם לכללים מסוימים מאוד. התכנית חדשה, ולא ברור כלל כמה אנשים יבחרו בה. עד כה, מעטים מאוד בחרו בה, ולדעתי, זו דרך קיצונית מאוד.

הצגתי את המגמות של מדיניות ההשקעות של תכניות הפנסיה. יש להבחין בין תכניות הפרשה מוגדרת (DC) לבין תכניות הטבה מוגדרת (DB). בתכניות הפרשה המוגדרת הגיוני לתת לעובד זכות כלשהי לקביעת הרכב התיק הזה, היות שהוא נושא בכל הסיכונים בתיק ההשקעות. ואכן, ברוב המקרים העובדים קובעים את הרכב תיק ההשקעות שלהם.

ההרכב והניהול של תיק ההשקעות של קרנות הפנסיה

הרכב תיק ההשקעות הוא בדרך כלל כך - 60% בקירוב מושקעים במניות, ו-40% מושקעים באיגרות חוב ובהשקעות שונות בריבית קבועה. מסתבר, שהדבר נכון גם לגבי תכניות ההטבה המוגדרת וגם לגבי תכניות הפרשה המוגדרת. זאת אומרת, גם כשנותנים לעובדים להחליט איך להשקיע את הכסף, מתחלק התיק לרוב בדרך זו. בזמן האחרון, שיעור גדול יותר של עובדים בעלי תכניות הפרשה מוגדרת נוטים לבחור ב-tax income, במיוחד במה שנקרא Gatz (Going investment contract), שהמקבילה שלו בישראל היא ביטוח מנהלים בחברת ביטוח שנותנת שער ריבית קבוע לזמן מה. ההבדל היחידי אולי בין ישראל לארצות-הברית הוא, שבארצות-הברית החוזים הם נומינליים וללא הצמדה.

קרנות הפנסיה משקיעות את מרב כספן בניירות ערך או במניות שנסחרות בבורסה או באיגרות חוב. כתוצאה מכך קרנות הפנסיה הן היום הגורם החשוב ביותר בשוק ההון. יותר מרבע המניות שנסחרות בכל הבורסות בארצות-הברית הן בידי קרנות פנסיה, ובפרט מניותיהן של כמה חברות גדולות, למשל Honeywell.

Honeywell היא חברה בינלאומית למנגנוני בקרה. יותר מ-50% ממניות החברה הן בידי קרנות הפנסיה. לכך היתה השפעה אדירה על מדיניותה של הנהלת החברה, במיוחד בעשור האחרון, שבו החברה שינתה כליל את פניה. בעבר היא היתה ידועה בדאגתה לעובדים, ואילו היום השתנה לחלוטין יחסה כלפיהם. בעבר היתה ידועה כחלוצה בתחומי הטכנולוגיה - כל מנהליה היו מהנדסים או מדענים ועובדים טכניים, והוצאות המחקר והפיתוח היו תמיד אחוז נכבד מאוד מתקציבה. היום אין הדבר כך.

בשנות ה-70, הם טעו טעות גדולה וקנו מחברת גנרל אלקטריק את מפעלי המחשבים שלה. הם חשבו שיוכלו להתחרות ב-IBM בתחום המחשבים, אך טעו. הטעות גרמה להם להפסדים של מיליארד דולר ויותר, עד שבסוף, ב-1986, הם נאלצו למכור את העסק לצרפתים.

מנהלי הכספים של קרנות הפנסיה הפעילו לחץ עצום על החברה, והנהלת Honeywell מצאה עצמה תחת אימו של מנהל הכספים של קרנות הפנסיה, שאם לא יגיעו לרווחיות - תמכורנה קרנות הפנסיה את מניותיהן למשקיעים שמחפשים מניות זולות. מנהלי הכספים איימו למכור את רוב המניות, להחליף את הנהלה הישנה, לפרק את החברה או לארגן אותה מחדש.

במקרה של Honeywell הצליחה ההנהלה בסופו של דבר לשכנע את המשקיעים, בעיקר את קרנות הפנסיה של חברות אחרות, שכדאי להשאיר את ההנהלה במקומה, שהחברה תעשה את השינויים הדרושים. אבל חברות רבות אחרות לא הצליחו לעשות כן.

חשוב לציין, כי במשך 15 השנים האחרונות חל מפנה בנושא ניהול תיקי השקעות - חלה התמקצעות. ההתמקצעות התבטאה בהקמת חברות מיוחדות לניהול נכסים, אשר מנהלות היום תיקי נכסים של קרנות פנסיה רבות, על בסיס תחרותי. התחרות היא עצומה מכיוון שמדובר על סכומי עתק. למשל, ערך התיק של Honeywell הוא יותר ממיליארד דולר. בנוסף, קמו חברות לניהול תיקי השקעות המושכות אליהן כוח עבודה מאוד מוכשר ומשכיל, מכל בתי-הספר למינהל בארצות-הברית. להיות מנהל כספים (performance manager), בעיקר של קרנות פנסיה, נחשב היום לאחד המקצועות היוקרתיים ביותר. מרגע שנושא זה הפך לעסק, חברות רבות מוכנות לשלם הרבה למנהלי תיקים. חלק מהחברות מספקות גם שירותי מדידה (rating aides) וייעוץ איך לפעול וכו'.

פרק ב'

היתרונות והחסרונות של מעורבות מערכת הפנסיה בשוק ההון וההסדרים לייעול הקשר - לקחים מהניסיון הבינלאומי צבי בודי

מדיניות ההשקעות של קרנות הפנסיה

כיום, כל החידושים והמגמות בתחום ההשקעות של קרנות פנסיה צומחים בארצות-הברית ובאנגליה. בגרמניה וביפן ובארצות רבות אחרות אין קרנות פנסיה. זאת אומרת, הכסף מושקע בחברה עצמה כפי שנעשה בפנסיה תקציבית. ביפן מתחיל לחול שינוי, אף שהוא עדיין בשלביו ההתחלתיים. כל מה שאגיד בנושא ההשקעות נכון בעיקר לגבי ארצות-הברית ואנגליה.

באנגליה, קרן פנסיה יכולה להשקיע באיגרות חוב צמודות מדד. ב-1980 התחיל האוצר האנגלי להנפיק איגרות חוב צמודות מדד, שנועדו במיוחד לקרנות פנסיה. בהתחלה הנפיקו איגרות חוב בריבית של השוק, והריבית הריאלית בשנים אלה נעה בין 2% ל-5% לשנה. הריבית הריאלית קבועה על פני האיגרת, אבל מחיר השוק שלה משתנה. התהליך דומה לזה שקיים בארץ - כאשר הריבית הריאלית על ההנפקות החדשות משתנה, ישתנו מחיריהן של האיגרות. בארצות-הברית, לעומת זאת, אין אג"ח צמודות, והאיגרות הן לכל היותר ל-30 שנה.

בנוסף על האג"ח הצמודה שהונפקה לתקופה ארוכה, הונפקו גם איגרות לפדיון לתקופה של 10 שנים, אשר יצרו התפתחות מעניינת מאוד. האיגרות לפדיון הן קצרות מועד ומועדפות לצורכי מס. הביקוש לאיגרות ארוכות טווח הוא בעיקר מצד קרנות הפנסיה של חברות ציבוריות, כגון הדואר או חברת החשמל, שבהן הקיצבאות המשולמות צמודות למדד. לחברות הללו יש עניין מיוחד באיגרות הצמודות, מכיוון שבאמצעותן ניתן לעשות התאמה של ההתחייבויות לתקבולים - כיסוי (hedging). לעומת זאת, בחברות הפרטיות, אין כמעט הצמדה למדד.

עד שנת 1982 לא התירו לסחור בבורסה באיגרות חוב צמודות, ואילו משנה זו ואילך החליטו להתיר את הסחר בהן.

הממשלה באנגליה החליטה שאחוז מסוים מסה"כ ההנפקות של איגרות החוב שלה (gilts), בערך 10%, יהיה צמוד למדד. האיגרות הצמודות מהוות חלק אינטגרלי משוק ההון, וכל אחד יכול לסחור בהן. אבל, רק העשירים משקיעים באיגרות קצרות מועד, כיוון שרק מי שמשקיע סכומים גבוהים מקבל תשואות. על כן, קרנות הפנסיה הן אלה שרוכשות את האג"ח הצמודות כיוון שיש להן התחייבויות צמודות מדד.

ב-10 השנים האחרונות נוצר הבדל בחלוקת תיק ההשקעות בין אנגליה לבין ארצות-הברית. באנגליה, קרנות הפנסיה נוטות להשקיע במניות יותר מבארצות-הברית. כיום, 80% מתיק הנכסים של קרנות הפנסיה הפרטיות מושקע במניות, כאשר חלק גדול מהן מושקע במניות זרות.

פיזור בינלאומי של תיק השקעות

פיזור בינלאומי של השקעות חשוב מאוד למדינה ולקרנות הפנסיה בישראל. ככל שהיקף שוק המניות המקומי קטן יותר, כך גדלה חשיבותו של הפיזור הבינלאומי. הסיכון הנובע מתנודות מחירי המניות

הוא גדול מאוד בכל קנה-מידה, ולכן פיזור על-פני מגוון של מניות של חברות שונות, בענפים שונים ובארצות שונות, הוא עיקרון חשוב מאוד. בארצות-הברית חשיבותו פחותה, מכיוון ששם אפשר להשיג פיזור של התיק יעיל למדי גם בלי מניות של ארצות אחרות. מבדיקת תיקי ההשקעות של קרנות הפנסיה בארצות-הברית, ניתן למצוא כי השקעותיהן בארצות אחרות מגיעות ל-5% ופחות. לדעתי, שום קרן פנסיה גדולה אינה משקיעה יותר מאשר 5% בניירות ערך זרים. לעומת זאת, באנגליה, ההשקעות במניות זרות מגיעות לא אחת ל-40% ואפילו ל-50%. רוב ההשקעות הן במניות של חברות אמריקניות, ומקצתן גם בחברות זרות אחרות. בארצות-הברית הגיעה התפתחות זו לשיאה בשנות ה-80. עד אז הוטלו הגבלות על השקעות בניירות ערך זרים.

ככלל, קרנות הפנסיה לא משקיעות יותר מ-5% מהמניות בחברה אחת מסוימת. אולם, זה לא מונע מהן להתאגד על-מנת להשפיע על הנהלותיהן של החברות הללו. מה שחשוב כאן הוא שקרנות הפנסיה, בתור משקיעות בחברות, מתעניינות בהחלטותיהן של ההנהלות.

יש לציין שהסרת ההגבלות על השקעות בארצות זרות חלה רק בארצות-הברית ובאנגליה. ביתר הארצות - דוגמת קנדה ויפן - עדיין קיימות הגבלות. ביפן למשל, קרן פנסיה אינה יכולה להשקיע יותר מ-30% מהנכסים בניירות ערך זרים, אך מעניין לציין, שבפועל שיעור ההשקעות בניירות ערך זרים אינו מגיע אף ל-30%. למרות זאת, היום, קרנות הפנסיה היפניות הן גורם חשוב בשוק ההון האמריקאי.

בחלק מתחומי הפיזור, קרנות הפנסיה הן החלוצות - למשל, בפיזור בינלאומי. קרנות הפנסיה בארצות-הברית הן המשקיעים היחידים בניירות ערך זרים ובהשקעות בנכסי דלא ניידי. בעבר, חברות הביטוח היו אלה שהשקיעו בניירות ערך זרים. אבל לאור השינויים הקיצוניים שעבר ענף הביטוח במשך עשר השנים האחרונות, שונו לגמרי הפוליסות לטווח ארוך הנמכרות לציבור. בעבר, פוליסת ביטוח של חברת ביטוח היתה בריבית נומינלית קבועה. היום, הפוליסה היא בבחינת משתתפת, ודומה מאוד לקרן נאמנות, או לביטוח מנהלים כפי שאני מבין אותה. כך שההבדלים בין ביטוח חיים לקרנות נאמנות אינם גדולים היום. בשנתיים-שלוש האחרונות, בשפל הכלכלי האחרון, ההשקעות בנכסי דלא ניידי הפכו מקור לצער עבור קרנות הפנסיה, מכיוון שהן נושאות תשואה שלילית. אך זה אחד הסיכונים בפיזור שיש להביאו בחשבון.

Indexing - בשיטת האינדקס

כיום, מגמתן של קרנות הפנסיה היא להשקיע בתיק מגוון, המכונה בדרך כלל index fund. "index" פירושו מדד ו-"funding" פירושו קרן. מושג זה חשוב מאוד בתחום הפנסיה, והוא מתייחס למדד המניות בבורסה, או למדד איגרות החוב, או למדד ההשקעות בניירות הערך הזרים. בארץ רווחים שני מושגים מקבילים לגבי שוק המניות - "מדד המשתנים" ו"מדד המניות".

את המושג "מדד ביצוע" יצרו מתוך הצורך לקבוע קנה-מידה כדי למדוד את ביצועם של מנהלי תיקי ההשקעות בשוק ההון (performance). איך ניתן לבדוק האם מנהל תיקים הוא מוצלח או כושל? בודקים מה היה שיעור עליית מדד הבורסה בניו-יורק במהלך השנה החולפת, ומשווים בינו לבין התיק. מההשוואה רואים, האם מנהל תיק ההשקעות הצליח לעבור את המדד או לא. כלומר, האינדקסים הפכו לקנה-מידה לביצוע בשוק ההון. בדרך זו גילו, שיותר מ-60% ממנהלי התיקים לא עברו את המדד. כתוצאה מהבדיקה הזו גם הבינו, שאפשר בעצם להרכיב תיק השקעות המשקף את המדד. כל מנהל השקעות של קרן פנסיה יכול להרכיב באופן פשוט תיק השקעות שישקף את המדד. לתיק הם קראו "index bond", ואילו הרכבת התיק נקראת "indexing".

זה נכון לגבי שוק המניות וגם לגבי שוק איגרות החוב של החברות. זה נכון לגבי כל סוגי ההשקעה - הן נכסי דלא ניידים והן ניירות ערך זרים.

כיום, אחוז ניכר מאוד מההשקעות של קרנות הפנסיה בנוי בצורה הזו. מראש נקבע, שאחוז מסוים מתיק ההשקעות יושקע לפי עיקרון האינדקס, וכבר אין יותר צורך להעסיק מנהל תיק מתוחכם במיוחד. ההשקעות הופכות לעניין טכני, אוטומטי, פשוט וזול.

שיטת מדד המחירים (ה-indexing) מבוצעת בבנקים גדולים בארצות-הברית ובאנגליה, כדוגמת ה-Bankers Trust בניו-יורק.

ה-banker trusts מבצעים את פעולות ההשקעה, הרישום והחזקת הניירות. לבנקים המסחריים הגדולים יש קרן משותפת (pooled funds), שהיא מעין "mutual fund", אשר משתתפיה הם קרנות פנסיה. הבנקים מספקים את השירות הזה ומוכרים לקרנות הפנסיה את התיקים הללו, ללא מחקר וללא מאמץ מיוחד לעבור את המדד. המטרה העיקרית היא להבטיח למוצר ביצוע בשוק ההון. התפקיד של הבנק בקרן המשותפת הוא פשוט - לקחת את הכסף ולהשקיע אותו לפי ההוראות וכן לשמור על הניירות. על הפעולות הללו הבנק גובה דמי ניהול מינימליים, ומשום כך הוא מועדף על פני הקרנות.

הפרדוקס הוא, ששיטת מדד המחירים בבורסה פועלת משום שמספר קטן של מנהלי תיקים מבצעים בכל זאת בדיקה ומחקר, ומגלים מניות שמחירן אינו משקף את הערך האמיתי (ה-bargain stocks) של החברה. בשל קיומם, ובשל התחרות החריפה הגורמת לחיסול עסקאות, הרוב מעדיפים להסתפק במדד. המעניין הוא, שגם קרנות הפנסיה שמפעילות מדד מחירי הבורסה ב-80% מהתיק שלהן רוצות להפנות 20% לניהול פעיל (גם 20% מהסכומים הללו הם סכום נכבד). אם עלתה מניה הרבה מעל לערך האינדקס, משתנה הרכב התיק כדי לשקף את המשקל העכשווי של המדד. הדבר נעשה לא בגלל עליית ערך התיק, אלא בגלל הוצאת חברה אחת והכנסת חברה אחרת תחתיה. ניהול כזה הוא ניהול פסיבי.

רבים מהמשקיעים המוסדיים בונים לעצמם תיק שהרכבו זהה להרכבו של תיק כלשהו בשוק. ברגע שהמנהל מוציא מניה מהתיק ומוכר אותה, אזי כל השוק מוכר. וברגע שכל השוק מוכר, בכל קרנות הפנסיה ייראו הפסדים מתחת לאינדקס. הבעיה מעניינת, והיא נחקרת על-ידי חוקרים אחדים. צריך לזכור, שחלק גדול מהכסף עדיין מנוהל בצורה פעילה, והמנהלים ערים לתופעה הזאת. אולם, עדיין נשאלת השאלה, האם יש איזו שהיא השפעה של האינדקס. זאת אומרת, אלו מהמניות נמצאות בתוך האינדקס? מחקרים אחדים מראים שאכן יש השפעה. ההשפעה מתבטאת בכך שאם מכניסים מניה לאינדקס, מרגישים עלייה במחיר, שלכאורה אינה מוסברת בשום גורם אחר. אם מוציאים מניה, אז יש ירידה במחיר שאינה מוסברת בשום אינפורמציה על החברה. התופעה נובעת כביכול רק מהשייכות לאינדקס. אבל ההשפעה קטנה מאוד, בגלל העובדה שיש מספיק מנהלים פעילים שערים לתופעה הזאת, ולכן ברגע שהמחיר יורד מתחת לרמה מסוימת, מנהלי התיקים רוכשים את המניות הללו.

"מיסוד" שוק ההון

בשוק ההון האמריקני והאנגלי קיימת מגמה חזקה מאוד של "מיסוד" שוק ההון (institutionalization). מדובר בתופעה, שבה המשקיעים הפרטיים נעלמים משוק המניות, ואת מקומם תופסים המשקיעים המוסדיים - קרנות הפנסיה וקרנות הנאמנות - שאחוז השקעתם גדל והולך.

התהליך שהתרחש במשך 40 השנים האחרונות, מ-1950 עד 1990, מצביע על שינויים מהפכניים במבנה המוסדי של שוק ההון. אמנם, הבנקים ממלאים תפקיד של מבצעי ההוראות של קרנות הפנסיה. אולם,

החזקות הבנקים המסחריים בארצות-הברית, שבשנת 1950 הגיעו ל-50% מהנכסים הפיננסיים, ירדו ל-30%, וממשיכות לרדת, ואילו שיעור ההחזקות של קרנות הפנסיה עלה מ-5% ל-23% מהסה"כ - שינוי גדול מאוד.

כאמור, קרנות הפנסיה מעורבות מאוד בניהול החברות עצמן. במספר חברות נמנים נציגי קרנות הפנסיה בין חברי ההנהלה. התאגדות של מנהלי קרנות הפנסיה של הרשויות המקומיות אף הפכה את זה לאחת הסיסמאות שלה. מה שמאפיין את סגנון הניהול של מנהלי התיקים הוא, שהם מנסים להיבחר להנהלות של החברות, וגם אם הם לא נבחרים להנהלה, הם מעורבים בה. לכל חברה ציבורית בארצות-הברית יש אסיפה שנתית, שבה כל בעל מניות, אפילו בעל מניה אחת, זכאי להשמיע את דעתו. הנציגים של קרנות הפנסיה מנצלים זאת היטב; תמיד יש להם הערות; הם קוראים בעיון ובמפורט את כל הסעיפים שעולים באסיפה השנתית. בעבר, זה לא היה מקובל, זאת אומרת, אסיפה שנתית של חברה ציבורית, כ-Honeywell למשל, היתה תמיד טקס סמלי בלבד. כיום, אין זה כך, וזאת הודות לנציגים של קרנות הפנסיה שעוקבים אחר המתרחש. אם ההנהלה מציעה, למשל, להעלות את המשכורת של נשיא החברה, תמיד יימצאו הנציגים המוסדיים שידרשו הסבר: למה צריך את זה? מה התמריצים שכלולים בזה? וכולי. בארצות-הברית היתרון שיש במעורבותן של קרנות הפנסיה בשוק ההון הוא בכך שהיא מביאה לדמוקרטיזציה בניהול החברות. אפשר לקרוא לזה גם ייעול. מכיוון שלדעתנו, ברוב המקרים התוצאה היא אכן ייעול.

ניתן להביא דוגמאות ממה שהתרחש בחברת I.T.T. ב-1990-91 רווחיה של חברה זו לא היו גדולים במיוחד. אולם, נשיא החברה קיבל משכורת, כולל בונוסים, של יותר מ-11 מיליון דולר בשנה אחת. הנציגים של קרנות הפנסיה התקוממו נגד ההחלטה ודרשו הסברים, ועדיין לא ברור כיצד תסתיים הפרשה. בעבר, תהליך כזה לא יכול היה להתרחש.

כמו-כן, בעבר היתה החברה ידועה בתור חברת התקשורת המובילה בענף, ואילו היום היא בבעלות חברה צרפתית לטלקומוניקציה. מנהל החברה לא רצה בכך, להיפך, הוא לחם נגד שינוי הבעלות. אבל הוא נאלץ לבצע זאת מתוך לחץ של המשקיעים המוסדיים, וכדי למנוע השתלטות עוינת (hostile takeover). שינוי הבעלות, אגב, הביא לעלייה ניכרת ברווחיותה של החברה.

השתלטות קרנות הפנסיה על חברות ציבוריות

שאלה חשובה אחרת היא מה השפעתה של השתלטות קרנות הפנסיה על החברות בארצות-הברית. כלומר, האם המעורבות של משקיעים מוסדיים, עם כל ההתעניינות שלהם בביצוע בשוק ההון של המניות, מביאה לכך שהנהלות החברות מתרכזות רק במידי, ולא מתכננות לטווח הארוך? למשל, האם נכון, שהחברות האלה משקיעות פחות במחקר ובפיתוח, שפירותיהם מורגשים רק בטווח הארוך? בעניין הזה הדעות חלוקות. קשה לי להיות אובייקטיבי בעניין, מכיוון שלדעתי, מעורבותן של קרנות הפנסיה מגבירה את התכנון לטווח ארוך. אבל לא זו הדעה המקובלת על כולם. חלק מהכלכלנים, ג'יימס טודל, למשל, טוענים שלא זה המצב. העובדות והמחקרים שבדקתי מצביעים על תהליך הפוך לגמרי. לפיהם, כאשר חברה מצהירה שהיא מעלה את אחוז ההוצאות שלה על מחקר ופיתוח, או על פיתוח חדש כלשהו לטווח ארוך, הדבר מביא לעליית מחירי מניותיה ולא לירידתן. אבל תהיינה העובדות אשר תהיינה, אי אפשר לשרש את הדעה שקיימת בציבור, לפיה שוק המניות הוא קזינו המיועד למהמרים, וכי המחירים משקפים לא את המציאות אלא "כוחות ספקולטיביים". איש אינו מכחיש שהגורמים הספקולטיביים משחקים תפקיד בשוק, אבל עובדה היא, שהמחירים, בסופו של דבר, משקפים את הסיכויים הכלכליים לרווחיותן של החברות. מנהלי קרן הפנסיה הם שמחליטים איך מצביעים, אבל,

בפועל, ברוב המקרים הם מאצילים סמכויות, כלומר, נותנים למנהלי התיקים להצביע לפי קווי מדיניות מסוימים. מנהלי הקרנות מתכננים לטווח הארוך, ואילו מנהלי התיקים מתכננים לטווח קצר.

לפי החוק בארצות-הברית, קרן פנסיה של חברה אינה יכולה להשקיע יותר מ-10% מתיק ההשקעות בניירות הערך של אותה חברה. גם באנגליה יש חוקים מגבילים. השקעה גדולה יותר תיחשב הפרה של חוק הנאמנות (trust law). עם זאת, אין מגבלות על הרכב תיק הנכסים. ה-P.B.G.C. אינו מטיל הגבלות על הרכב תיק הנכסים, וזו לדעתי אחת מבעיותיו.

פיקוח וערבויות ממשלתיות על קרנות הפנסיה

חשוב לזכור, שערבויות הממשלה תקפות רק במקרה של גירעון בקרן הפנסיה. כל הבעיות מקורן בכך, שההפרשות לקרן הפנסיה נקבעות בידי רשויות המס, ולא בידי ה-P.B.G.C. מנקודת הראות של שלטונות המס, עניין הפנסיות נראה אחרת לחלוטין. שלטונות המס מעוניינים בעיקר להקטין את מה שנקרא "ההפסד המיסוי" (tax expenditure), שנגרם לממשלה כתוצאה מההפרשות הפנסיה. שלטונות המס בארצות-הברית, וגם באנגליה, מעוניינים להפחית את ההפרשות לקרנות הפנסיה עד למינימום; ה-P.B.G.C. לעומת זאת, מעוניין שההפרשות תהיינה מקסימליות. אפשר להראות בקלות, שהטלת מיסים על ההפרשות האלה היתה פותרת את בעיית הגירעון הממשלתי בארצות-הברית.

מקרה חברת L.P.V. בארה"ב, למשל, חושף כמה מהמגבלות והבעיות שיש לערבות הממשלה על קרן פנסיה. ל-L.P.V. קרו שני דברים, שהערימו קשיים על החברה, הדבר הראשון - החברה פעלה בענף הפלדה, שהוא ענף חולה. הדבר השני - כוח העבודה בענף מזדקן. משערים שבענף הזה יש 3 פנסיונרים על כל עובד פעיל. הגורמים האלה הובילו לכך, שערך תיק ההשקעות של החברה היה קטן מהערך הנוכחי של תביעות העובדים - כלומר, נצברו גרעונות גדולים בקרן הפנסיה. במשך שנים, שלטונות המס פטרו את L.P.V. מההפרשות לקרן הפנסיה כדי להקל את מצבה הקשה וכדי להביאה שוב למצב של רווחיות.

בשנות ה-70 נוצר גירעון. ההתחייבויות של L.P.V. גדלו; תיק ההשקעות גדל בקצב איטי פי כמה מאשר קצב גידול ההתחייבויות. שווי תיק ההשקעות היה בערך של מיליארד דולר, ואילו ההתחייבויות הגיעו לכ-3 מיליארד דולר. בתחילת שנות ה-80 התמזגה חברת L.P.V. עם חברות פלדה אחדות (בהן Republic Steel), והמיזוג הביא לאיחוד של קרנות הפנסיה של Republic Steel עם קרנות הפנסיה של L.P.V.

הסדר הערבות הממשלתי פגע קודם כל במנהלי Republic Steel, כיוון שהם זכאים לפנסיה גבוהה בהרבה מהמוצע על-ידי הביטוח הממשלתי. ה-P.B.G.C. מכסה פער עד לתקרה של 2,000 דולר בלבד בחודש למבוטח (הסכום מוצמד באופן חלקי למדד המחירים) - תקרת השכר הממוצע של שכירים. הערבות מגנה על עובדים שהם בתחתית הסולם עד אמצע הסולם, אבל לא מבטיחה פנסיות גבוהות למנהלים.

בעיה נוספת שהחריפה את המצב היתה הפרישה המוקדמת של עובדים. אלה קיבלו סכומי פנסיה מוקטנים במקצת, ותוך תקופה של שלוש שנים, מ-1981 עד 1984, קרן הפנסיה ירדה מנכסיה באופן חוקי. כיום מתווכחים עדיין האם מה שקרה היה אכן חוקי. בעניין הזה משרד העבודה הוא הגוף המפקח, לא שלטונות המס ולא ה-P.B.G.C. הפיקוח על תיק ההשקעות ועל ניהולו הסדיר נמצא בידי משרד העבודה (בידי ה-Pension Welfare and Benefit Administration).

ה-L.P.V. הצליחה איכשהו לנצל את האי-סדר במערכת, ובסוף הוציאה את כל ההשקעות מהקרן. לחברה נותרו התחייבויות של שני מיליארד דולר נוספים, וב-1986 היא פשטה את הרגל. ה-P.B.G.C. הוא שצריך לשאת בהתחייבות של שני מיליארד הדולרים.

עניין כינוס הנכסים נמצא עדיין בבית-המשפט. יש קבוצה של נושים שהיו בעלי איגרות החוב, לפי החוק, הנכסים של החברה הפושטת את הרגל שייכים ל-P.B.G.C. ה-P.B.G.C. הוא נושה כשאר הנושים האחרים, ונשאלת השאלה, מי עדיף? על זה יש ויכוח מתמשך בבית-המשפט.

הנפגעים הנוספים הם הפנסיונרים, בעלי פנסיות לא מבוטחות. הם נמצאים מתחת לנושים האחרים בסולם העדיפויות, לפיכך, סיכוייהם לקבל את הפנסיות המגיעות להם נמוכים ביותר.

הגבלות על הרכב תיק הנכסים

כיום מכירים בצורך להגביל את הרכב תיק הנכסים. אולם, עדיין לא תיקנו את החוק בעניין. קרן פנסיה הנמצאת בגירעון גדול יכולה להשקיע את התיק כחפצה, ללא שום הגבלות. לא משנה אם החברה באיזון או בגירעון.

L.P.V. היתה חברה גרעונית מאוד, ולמרות זאת לא חלו שום הגבלות על אופן ניהול תיק ההשקעות שלה. לי ברור, שאת העניין הזה יצטרכו לשנות בשנים הקרובות. לאחרונה, העבירו אלי את נוסח הצעת החוק של ה-P.B.G.C., לפיו יש דרישה להגדלת הפרמיות וההפרשות, אבל אין דרישה להגביל את הרכב תיק ההשקעות.

לדעתי, יש צורך בהטלת הגבלות על ההשקעות, וזה הלקח שנלמד מפשיטת הרגל של בנק ניו-אינגלנד. הבנק עמד על סף פשיטת רגל, והדבר לא מנע מהמנהלים להוסיף ולקחת סיכונים, כיוון שהממשלה נתנה גיבוי להתחייבויות הבנק. התנהגותו של הבנק היתה לפי - Heads I win, tails the government loses ("עץ - אני זוכה, פאלי - הממשלה מפסידה") - משקיעים ללא הגבלה בהשקעות בעלות סיכון גבוה. ואכן כך קרה. במשך תקופה של 10 שנים גדל הגירעון שהממשלה צריכה לכסות מ-20 מיליארד דולר ל-200 מיליארד. אם נותנים תמריצים מסוימים למנהלי תיקים ולא מפקחים - זה קורה מהר מאוד.

הקטנת זכויות פנסיה

עוד לא קרה מקרה, שבו נאלצו להקטין את זכויות הפנסיה. בדרך כלל מגדילים את הזכויות - לפעמים גם רטרואקטיבית - שינוי שהוא לטובת העובדים.

בחלק מהתכניות מבטיחים גמלה קבועה למבוטחים (flat benefit plans) - מרביתן תכניות פנסיה של האיגודים המקצועיים (multi-employer plans). הגמלה בתכניות אלה אינה צמודה למדד, וכאשר האינפלציה עולה, ההטבות נשחקות באופן ריאלי. נוקטים דרך זו על-מנת להזיל את עלות העבודה הריאלית, ובעקבות זאת להקטין את האבטלה.

מגמות ההשקעה

כיום, הקרנות משקיעות יותר ויותר במניות ופחות ופחות באיגרות חוב. הערך של תיק הנכסים נקבע לפי מחירי ניירות הערך בשוק. אם ערך תיק ההשקעות יורד - החברה היא הערבה. החוקים קובעים,

שאם נוצר גירעון כתוצאה מירידה בערך המניות, החברה חייבת לחסלו, לעשות אמורטיזציה, כלומר: להגדיל את ההפרשות לתקופה של כ-10 שנים. כך גם במקרה של עודפים - העודף שייך לחברה.

על-פי החוק בארצות-הברית, העודף שייך לחברה. בשנות ה-80 חברות רבות השתמשו בעודף הזה לצרכים אחרים של החברה, במיוחד לצורך מלחמה נגד השתלטויות. פעולה זו קרויה "החזר נכסים" (assets reversion) - ופירושה, לקיחה של העודף על-ידי החברה.

בטווח הקצר, הסיכון של השקעות בשוק המניות גבוה מהסיכון בהשקעות באיגרות חוב. כל המחקרים מראים, שבטווח הארוך, הסיכון ששוק המניות יישא תשואה נמוכה הוא קטן.

מנהלי קרנות הפנסיה משקיעים כ-60% מהתיק במניות, ולדעתם התחלופה (ה-trade off) בין סיכון לתשואה גבוהה יותר. דרך אגב, מרבית מנהלי החברות, שקרנות הפנסיה שייכות להם, רואים בכך עסק ככל עסק אחר. זה עסק של ניהול תיק. הם יגידו לך: "התפקיד שלנו, בתור מנהלים, הוא להביא למרב הרווחים". לפיכך, הם רואים בתכנית הפנסיה מעין חברה-בת, כמו חברת ביטוח. הם נותנים ביטוח פנסיוני, והעודף שייך להם, לחברה.

עליי לציין, שבאשר לתחלופה בין תשואה לסיכון, קרנות פנסיה רבות הגיעו להכרה שאין הן מוכנות לקחת את הסיכון הזה. על כן, הן עושות עסקת מגן (hedging) דרך שוק ההון. כאשר חוקק החוק הזה, ב-1974, קצב האינפלציה בארצות-הברית הוא, והדבר השתקף בשערי הריבית הנומינלית. עד אז לא היו תנודות חזקות בשערי הריבית לטווח הארוך ופתאום התחילו תנודות די חזקות בשערי הריבית, ובעקבותיהן גם במחירי איגרות החוב. כל נושא עסקות המגן, של ההתחייבויות, שמוגדרות במונחים דולריים, התחיל להיות נושא "חם". אבל המוסדות היחידים שעבורם זו היתה בעיה היו קרנות הפנסיה.

חברות ביטוח עשו כל הזמן עסקות מגן על הפוליסות הישנות שלהן. אבל ברגע שהתחילה האינפלציה, חברות הביטוח כבר לא יכלו למכור לציבור את התכניות הישנות בשערי ריבית קבועים (universal rates). הם היו צריכים להתחיל להציע ריבית משתנה (variable rates), בעיקר בגלל האינפלציה והתנודות בשערי הריבית. זאת אומרת, אנשים לא רצו ריבית קבועה של 4% או 5% לשנה. הם לא היו מעוניינים להתחייב ל-20-30 שנה, אפילו בריבית של 8% לשנה. כל הביקוש לאיגרות חוב לטווח ארוך בשער ריבית קבוע בא דווקא מקרנות הפנסיה. חידושים למיניהם בשוק איגרות החוב נוצרו בעיקר כתוצאה מרצון של קרנות הפנסיה לעשות עסקות מגן, בדרך יעילה.

היות שההתחייבויות היו קבועות בדולרים, גם ההשקעות נעשו באיגרות חוב הקבועות בדולרים. מה שרצו היו דווקא איגרות עם מועד פירעון מסוים קבוע - שכל הכסף יתקבל מתאריך מסוים בעתיד, מכיוון שעל סמך זה יכלו לעשות עסקת מגן מדויקת, כלומר: בלי הצורך לעשות בחינה מחודשת של הסיכון הכרוך בהשקעה (reinvestment risk). זאת, מכיוון שבאיגרת חוב רגילה מקבלים כל חצי שנה או כל שנה את הקופונים, וצריך להשקיע אותם מחדש, ולא יודעים באיזה שער ריבית זה יהיה.

חידושים רבים חלו גם בתחום השווקים העתידיים וההחלפה הפיננסית (ה-swap) - עסקה של מכירת נכס במזומן ורכישה חוזרת לאחר תקופה הנקבעת מראש). תחום זה החל רק לפני כעשר שנים, ובמקרים רבים - לפני חמש שנים. שווקים חדשים נוספים ללא הרף, והם גדלים בקצב מסחרר ממש. קרנות הפנסיה הן גורם חשוב מאוד בהם. בלי השתתפותן היו השווקים האלה נעלמים תוך זמן קצר מאוד.

דוגמה לחידוש כזה הוא שוק החוזים העתידיים על מדד יוקר המחיה (CPI), הפועל כדלקמן: קובעים, שאם המדד עולה באחוז, קונה החוזה צריך לשלם 100 דולר. זאת בעצם דרך ליצור פוליסת ביטוח נגד האינפלציה. אם קיים שוק כזה של חוזים עתידיים על מדד יוקר המחיה, אזי מי שנותן ערבויות על יוקר

המחיה, יש לו אפשרות טכנית לעשות עסקת מגן. שוק זה מהווה תחליף לאיגרות חוב צמודות. קרן פנסיה שרוצה לתת קיצבה צמודה למדד יוקר המחיה, ואין באפשרותה להשקיע באיגרת חוב צמודה, יכולה להשקיע באיגרת חוב רגילה, ולהיכנס לחוזים עתידיים על המדד. חוזים אלה יפצו אותה על כל עלייה במדד יוקר המחיה. למעשה, בחוזים עתידיים משתמשים כדי ליצור איגרת חוב צמודה מלאכותית.

דוגמה זו ממחישה את הגמישות הרבה ביצירת עסקות מגן למיניהן המותאמות להתחייבויות שונות. הבורסה בניו-יורק, שניסתה לעשות את זה, השקיעה כסף רב בפרסומת, ובנתה על כך שהביקוש לחוזים האלה יבוא בעיקר מקרנות הפנסיה. הניסיון נמשך כשנה, והבורסה הפסידה כסף רב מאוד. הסיבה - לא היתה התעניינות. ההסבר שלי הוא פשוט. אם לקרן פנסיה אין התחייבויות צמודות, אז אין צורך לעשות עסקות מגן. מתעוררת שאלה בסיסית יותר, למה העובדים בארצות-הברית אינם מבקשים הצמדה? לו היו דורשים הצמדה, אפשר היה גם לבצע את עסקת המגן, אבל זה עוד לא קרה. אולי זה יקרה בעתיד. בינתיים, קצב האינפלציה בארצות-הברית עומד על כ-4% עד 6% בקירוב זה כשמונה שנים, ועל כן, העניין אינו בתודעת האזרחים בארצות-הברית.

אופן החוזה הוא שקבע את ערך המדד ואת המחיר העתידי (future price). אם מדובר על תקופה של שנה, ההתחשבנות (settlement) תיעשה בעוד שנה. אם המדד היום הוא 100, אז המחיר העתידי יהיה כ-105. אם האינפלציה גבוהה מ-5% (קצב האינפלציה הנוכחי) הקונה (short side) ישלם למוכר (long side). אם קצב האינפלציה נמוך מ-5%, המוכר (long side) ישלם לקונה (short side). כך מתנהל החוזה. לו היו מקיימים חוזה עתידי כזה בארץ, דומני שהיה מגיע ל-18% (קצב האינפלציה השנתית בישראל).

המעניין הוא, שזאת למעשה דרך מוצלחת לדעת מהו קצב האינפלציה הצפוי במשק. אחד היתרונות של היווצרות שווקים פיננסיים חדשים הוא בהספקת אינפורמציה שימושית מאוד לכל קובעי המדיניות הכלכלית במשק, לרבות אלה שאינם משתתפים בשוק הזה. הדוגמה של שוק עתידי במדד המחירים היא דוגמה טובה. המחיר של החוזה העתידי מגלם בעצם את האינפורמציה הזאת וזו התחזית הכי טובה שאפשר לעשות.

באמצעות ההחלפה הפיננסית אפשר להשיג פיזור סיכון יעיל הרבה יותר מאשר בלי שוק החלפה פיננסית. באמצעותה אפשר גם להתגבר על מגבלות למיניהן, הנובעות מכך שבשווקי ההון האחרים זרמי ההון ופיזור ההון באים בדרך כלל בעת ובעונה אחת. הדוגמה החשובה ביותר בהקשר הישראלי הוא הפיזור הבינלאומי. זה חשוב, משום שקיים חשש, שאם יפתחו את הדלתות להשקעות, לפיזור בינלאומי, בלי שום הגבלות, יזרום ההון החוצה. שוק ההון האמריקני אינו זקוק להזרמה של הון ישראלי; גם שוק ההון באירופה אינו זקוק לזה.

החלפה פיננסית (Swap)

באמצעות שוק ההחלפות הפיננסיות אפשר להשיג את היתרונות שיש בפיזור התיק. ההחלפה הפיננסית היא חוזה, שעד היום לא נסחר בשום בורסה, אבל בקרוב יתחילו לסחור בחוזים האלה בבורסה בשיקגו. החוזים האלה נעשים היום באמצעות בנקים להשקעות (investment bank), דוגמת Solomon Brothers וגולדמן, שהן חברות פיננסיות עולמיות. המנהלים שלהם הם המתווכים. לפעמים הם גם מסכנים את ההון העצמי שלהם, אבל בדרך כלל הם פשוט ברוקרים (market makers). הם פועלים בתור בורסה - אבל לחוזים לא-סטנדרטיים. אם רוצים לסחור בבורסה, החוזים חייבים להיות סטנדרטיים. אבל אם רוצים חוזה שהוא קצת לא-סטנדרטי פונים ל-Solomon Brothers. Solomon Brothers אחראית למצוא קונה ולמצוא מוכר. באשר להחלפות פיננסיות של מניות, Solomon Brothers היא החברה

היחידה שמבצעת זאת. אולם, קשה לדעת על היקף המסחר, מכיוון שהם לא חייבים לדווח על כל החוזים האלה - אלה עסקות פרטיות. Solomon Brothers גם מתווכים בעבור ממשלות ומוסדות ממשלתיים.

אם גוף ישראלי בא ל-Solomon Brothers, ומבקש לבצע החלפה פיננסית של מדד המניות הישראלי עם מדד המניות העולמי - הם משמשים לו מתווכים. הם פועלים למצוא גורמים שמעוניינים בדבר דומה. נניח, שיש גופים מעוניינים באיטליה, בגרמניה וביפן. באמצעות התיווך של Solomon Brothers אפשר לבצע את העסקה, וכל הצדדים מפיקים ממנה תועלת. הדבר נכון במיוחד לגבי ישראל, שדואגת לארימת הון. התועלת היא בכך, שהקרן נשארת במדינה. מה שעובר באמצעות Solomon Brothers הם ההפרשים. מנקודת ראותה של ישראל, מתבצעת החלפה פיננסית של המדד הישראלי, לעומת המדד העולמי, ויש קרן נוציאנאלית (notional principal). הסכום הוא בדרך כלל מיליארד דולר לערך.

החוזה קובע, שאם בסוף השנה המדד הישראלי יעלה על המדד העולמי, משלמים את ההפרש החוזי מוכפל במיליארד דולר. זאת אומרת, אם המדד הישראלי יעלה על המדד העולמי, הגוף הישראלי ישלם. אבל אם המדד העולמי יעלה על המדד הישראלי, הגוף הישראלי יקבל את ההפרש - אחוז אחד או שניים או 10% - מוכפל במיליארד דולר. חישבו רגע מה התוצאה של הפעולה הזאת. התוצאה היא, שלמעשה לגוף הישראלי יש השקעה בתיק עולמי, למרות שהקרן לא עזבה את המדינה. את זאת אפשר להשיג רק באמצעות שוק החלפה הפיננסית (swaps market). הבנקים המתווכים לעולם לא יבצעו עיסקה אם אינם סמוכים ובטוחים שהמדד אינו נתון למניפולציה. זאת אומרת, כל מדינה שמשתתפת בדבר כזה חייבת להיות ישרה ובעלת עמוד שדרה. יש לחשב את המדד לפי כללים ידועים שאינם נתונים למניפולציות.

בארצות-הברית, באנגליה וביפן יש היום ביקוש גדול לפיזור בינלאומי, והמדד הישראלי יכול בהחלט לשמש בתור אלמנט בתיק ההשקעות שלהם.

החוזה הוא בצורת pooling והוא נעשה באמצעות Solomon Brothers. זאת אומרת, Solomon Brothers עושה את כל זה על מחשבים. הם מקבלים בקשות לסוג מסוים של החלפה פיננסית. Solomon Brothers לא ייכנסו לחוזה, אלא אם כן יש עסקת מגן מהצד השני. אבל עסקת המגן צריכה להיות רק במניות.

כל החוזים נעשים עם Solomon Brothers, וזאת הסיבה לכך שלמתווך יש סיכון. הסיכון נובע מכך שהוא הערב במקרה שאחד מהצדדים אינו מקיים את ההתחייבויות שלו. אם הבנק עצמו הוא צד בחוזה - אז המצב אחר. כיום, בארצות-הברית, גם הבנקים המסחריים נכנסו במרץ לתחום ההחלפות הפיננסיות, מתוך הנחה שצפויים להם רווחים אדירים, ואכן טמונים כאן רווחים אדירים. Solomon Brothers היא חברה מאוד רווחית, ומחלקת המחקר הפיננסית שלהם נחשבת לאחת המתוחכמות ביותר בעולם.

אולם, לחלק מהבנקים המסחריים שנכנסו לשוק החלפה הפיננסית אין התחכום של Solomon Brothers, והם ביצעו עסקאות כושלות. הדבר התאפשר משום שהבנקים אינם חייבים להראות במאן שלהם את ההתחייבויות האלה. זאת אומרת, ההתחייבות לגבי ההחלפות הפיננסיות, הערביות, וגם הסיכון שנובע מהערבויות, אינם מופיעים בשום מקום במאן.

אפשר להדגים זאת, שוב, במקרה של בנק ניו-אינגלנד שהוזכר קודם. רק לאחר שהבנק פשט את הרגל, התברר שההתחייבויות בקשר להחלפות הפיננסיות גדולות ממיליארד דולר. ההתחייבויות הללו לא הופיעו במאן, אבל לא היתה כל חובה שידווח עליהן. הבנק לא עבר על שום חוק או כלל, משום שהחלפה פיננסית אינה נחשבת לפעולה ספקולטיבית.

פרק ג'

האפיונים של שוק ההון בישראל וההיערכות הנדרשת לקראת האפשרות של כניסת קרנות הפנסיה לשוק דן גלאי

ניתן להבחין בשלושה ציוני דרך חשובים בהתפתחות שוק ההון בישראל. האחד, משבר הבנקים ב-1983. השני, תחילת הרפורמה בשוק ההון ב-1985, ואילו ציון הדרך השלישי הוא שנת 1987. אז, לדעתנו, ההתחלה האמיתית. ב-1985 אמנם עצרו את האינפלציה והחלו לדבר על רפורמה ולעשות כמה צעדים, אבל המעבר הרציני יותר היה ב-1987. ב-1987 החלו גם בחדשנות הפיננסית - אף כי מדובר בצעדים הראשונים בלבד, ואחזור לנושא הזה בהמשך.

ב-1987, יצא בנק לאומי - ראשון מכל הבנקים - לשוק עם חוזים עתידיים שקל-דולר, תוך ניצול הסכמתו האילמת של בנק ישראל, שעצר עד אז את החדשנות הפיננסית. הסיבה העיקרית לזחיית החדשנות הפיננסית מצד בנק ישראל היתה חששו שמא החדשנות הפיננסית תפריע למדיניות המוניטרית. נראה היה לבנק כי החדשנות הפיננסית פוגעת באפקטיביות של המדיניות המוניטרית. בשל כך נעצרה החדשנות הפיננסית עד 1987, ונוצרו התנאים אשר נוצלו על-ידי בנק לאומי, ואחריו הבנקים האחרים.

ב-1989 נכנס בנק ישראל לשוק בכלים של חדשנות פיננסית כאשר החל מסחר באופציות על מט"ח. הסיבה העיקרית לכך לא היתה סיבה מוניטרית ולא ציפיות לפיחות - כפי שלא מעטים חשבו - אלא פיתוח הנושא של חדשנות פיננסית.

היום, אף הבורסה נתנה את הסכמתה למסחר באופציות ובחוזים עתידיים. באפריל 1992 היא מתכוונת להכניס למסחר אופציות על מדד המניות, וכן אופציות על שער החליפין שקל-דולר. האופציות, כפי שהן נסחרות היום, אינן אופציות במינוח האמריקני, אלא warrants. הכוונה להכניס אופציות put ו-call, כאשר פרטים ומוסדות פיננסיים הם הקונים והמוכרים; ועל כך ארחיב בהמשך.

הרקע

קודם כל, אסביר את המצב היום. הנכסים הפיננסיים, במחירים שוטפים, הגיעו לכ-190 מיליארד ש"ח (ראה לוח ג-1). חלק מהם אינם נזילים עדיין, וסגורים בקופות פנסיה וגמל, אבל חלק די גדול אכן נזיל. ההתחייבויות הפיננסיות של המגזר הפרטי הלא-פיננסי מסתכמות ל-94 מיליארד שקל. אם נזכור, שהשער שקל-דולר הוא 2 ל-1, הרכוש הפיננסי הנקי מגיע ל-50 מיליארד דולר - כגובה התל"ג באותה תקופה.

שווי הנכסים הפיננסיים בידי הציבור גדל בהתמדה. בעקבות משבר מניות הבנקים חלה ירידה בשווי הנכסים הפיננסיים, אשר, אילולא ההסדר, היתה למעשה חריפה יותר. ההסדר שמר על איזו שהיא "רצפה" של רכוש פיננסי.

במסגרת הרפורמה בשוק ההון, בולטת ירידת חלקה של הממשלה במימון ההשקעות - מכ-38% ב-1983 ל-16.7% ב-1990, כלומר למחצית. הרפורמה כוללת מעבר מימון ומסבסוד ישיר לפתרונות אחרים.

חלק ממימון ההשקעות נעשה באמצעות איגרות חוב של חברות פרטיות, שהשוק נפתח אליהן במסגרת הרפורמה. אין צורך לעבור עוד את כל מסלול המכשולים שהיה לפני כן.

בלוח ג-1 מוצג אומדן הרכוש הפרטי שבידי הציבור. הלוח מראה, שסך-כל הרכוש הפיננסי ב-1990 הגיע ל-190 מיליארד שקל, עלייה מרשימה לעומת 125 מיליארד שקל ב-1988. באותה תקופה היתה אינפלציה של 16%-18%, ולכן בממוצע, יש עלייה ריאלית של 3.3%. בסוף 1990 יש בשוק איגרות חוב סחירות בשווי 41 מיליארד שקל, וכן נכסים לזמן בינוני ולזמן ארוך בשווי של 142 מיליארד שקל. סך-כל ההתחייבויות הפיננסיות: לזמן קצר - 94 מיליארד, ו-48 מיליארד לזמן ארוך. לפיכך, סך-כל הרכוש הפיננסי הנקי הוא 95 מיליארד שקל.

היקף הרכוש, כולל גם רכוש לא-פיננסי (בניינים, מלאים וכו') מגיע ל-314 מיליארד שקל. מדובר, אם כן, בשוק הון שבו קיימים נכסים פיננסיים בהיקף של כ-200 מיליארד שקל, שהם כ-100 מיליארד דולר בידי המגזר הפרטי הלא-פיננסי. גודלן של קופות הפנסיה והגמל מגיע לכ-100 מיליארד ש"ח, והן מהוות מרכיב חשוב - כ-50% מהנכסים הפיננסיים שבידי הציבור.

בלוח ג-2 להלן מובא הפירוט. סה"כ הנכסים הפיננסיים הם כ-200 מיליארד ש"ח. שווי הנכסים הפיננסיים הוא עוד 220 מיליארד ש"ח (לפירוט נוסף ראה לוח ז-נ-8 בדו"ח בנק ישראל 1990).

לוח ג-1: אומדן הרכוש של המגזר הפרטי הלא-פיננסי¹,
 1983 עד 1990 (נתוני סוף תקופה, מיליארדי ש"ח, מחירים שותפים)

השינוי הריאלי ²											
1990					1990						
מחצית ב	מחצית א	כל השנה	1989	1988	ממוצע ממוצע עד 1988	ממוצע עד 1987	מחצית ב	מחצית א	1989	1988	
(אחוזים)											
-0.5	1.5	1.0	5.3	-2.0	3.3	6.4	189.6	174.9	159.6	125.6	1. נכסים פיננסיים
3.2	1.8	5.1	2.7	2.0	6.6	2.0	41.7	37.1	33.7	27.2	א. נכסים לזמן קצר בצירוף איגרות חוב סחירות
-8.8	6.6	-2.7	5.8	-74.5	-20.3	4.8	5.0	5.0	4.3	3.4	ב. מניות פיננסיות
-1.2	1.2	-0.0	6.0	7.8	4.4	8.0	142.9	132.8	121.5	95.0	ג. נכסים לזמן בינוני ולזמן ארוך
3.6	2.1	5.7	2.9	8.2	10.2	14.6	94.2	83.5	75.8	61.0	2. התחייבויות פיננסיות
7.9	3.6	11.8	8.9	16.9	18.8	4.4	47.9	40.7	36.4	27.7	א. התחייבויות לזמן קצר ³
-0.6	0.7	0.1	-2.1	2.0	4.2	23.7	46.3	42.8	39.4	33.3	ב. התחייבויות לזמן ארוך
-4.2	1.0	-3.3	7.5	-10.0	-0.7	2.2	95.4	91.4	83.9	64.6	3. הרכוש הפיננסי הנקי (1 בניכוי 2)
2.9	3.3	6.3	0.8	-3.4	1.7	3.7	219.4	195.6	175.5	144.3	4. הרכוש הפיסי והאחר ⁴
1.6	1.4	3.0	1.2	2.9	2.7	4.8					א4. הרכוש הפיסי והאחר, מנוכה במדד מחירי הרכיבים
0.6	2.5	3.2	2.9	-5.5	1.1	3.1	314.8	287.0	259.4	208.9	5. סך כל הרכוש (3) + (4)
-0.2	1.2	1.0	3.1	-1.3	1.6	3.9					א5. סך כל הרכוש, מנוכה במדד מחירי הרכיבים (3) + (א4)

(1) המגזר הפרטי הלא-פיננסי כולל את משקי הבית ואת הפירמות הלא-פיננסיות, ואומדן רכוש הפיננסי והאחר הוא הפער שבין תביעותיו להתחייבויותיו של סקטור זה כלפי המגזר הציבורי כלפי בנק ישראל, כלפי חו"ל וכלפי מערכת התיווך הפיננסי. מערכת התיווך הפיננסי כוללת כאן את הבנקים המסחריים, האגודות השיתופיות לחיסכון ולאשראי, הבנקים למשכנתאות, הבנקים להשקעות, המוסדות הפיננסיים החייבים בדיווח, חברות הביטוח, קופות הגמל וקרנות הפנסיה. קבוצה זו מהווה את רוב רובה של מערכת התיווך הפיננסי בישראל. בשל מגבלות סטטיסטיות, לא מוגדרים כמתווכים פיננסיים כל אותם מוסדות פיננסיים שאינם חייבים בדיווח, וממילא הם מופיעים כחלק מהמגזר הפרטי הלא-פיננסי. בשל הדרך שהוגדרה בה כאן מערכת התיווך הפיננסי, יש פער בין נתוני לוח זה לבין הנתונים בלוחות האחרים בפרק, המתארים את הנכסים וההתחייבויות של הציבור.

(2) מנוכה במדד המחירים לצרכן, אם לא צוין אחרת.

(3) כולל אשראי צמוד למדד המחירים לצרכן מהבנקים המסחריים.

(4) הנכסים הפיסיים כוללים מלאי מוצרים בני-קיימא ובניינים למגורים וכן בניינים, מלאי מוצרים, חומרי גלם וציוד שבידי פירמות.

המקור: עיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

המשקל בסך כל הנכסים בסוף התקופה				היתרות בסוף התקופה				
1990		1989		1990		1989		
מחצית א	מחצית ב	מחצית א	מחצית ב	מחצית א	מחצית ב	מחצית א	מחצית ב	
		(אחוזים)		(מיליוני ש"ח)				
12.4	10.5	10.3	10.4	24,324	19,030	16,842	14,988	א. סך הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר
3.5	3.1	3.3	3.1	6,951	5,639	5,304	4,466	1. אמצעי תשלום
1.4	1.3	1.4	1.3	2,817	2,429	2,224	1,934	מזה: מזומנים
8.8	7.4	7.1	7.3	17,373	13,391	11,538	10,522	2. פז"ק, פח"ק (תפ"ס) ומקיים
9.9	10.7	10.8	10.9	19,407	19,435	17,578	15,720	ב. פת"ם ואיגרות חוב סחירות
4.8	5.2	5.3	5.4	9,359	9,528	8,647	7,850	1. פת"ם
2.7	2.7	2.8	2.6	5,366	4,974	4,560	3,783	מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
5.1	5.5	5.5	5.5	10,049	9,906	8,931	7,870	2. איגרות חוב בידי הציבור ²
22.2	21.2	21.1	21.3	43,731	38,464	34,419	30,708	ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות (א) + (ב)
1.6	1.7	1.8	2.5	3,166	3,160	2,874	3,627	ד. מניות הבנקים
23.8	22.9	22.9	23.8	46,898	41,624	37,294	34,334	ה. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות ומניות הבנקים (ג) + (ד)
8.7	9.0	7.7	6.3	17,101	16,266	12,550	9,101	ו. המניות הלא-בנקאיות
4.4	4.3	4.4	4.6	8,572	7,894	7,152	6,632	ז. פיקדונות הפיצויים
17.1	18.0	18.9	19.7	33,684	32,645	30,825	28,455	ח. תכניות החיסכון והפיקדונות הצמודים
46.0	45.8	46.1	45.6	90,521	83,133	74,994	65,798	ט. קופות הגמל וביטוח החיים
100.0	100.0	100.0	100.0	196,777	181,563	162,814	144,320	י. סך כל הנכסים הפיננסיים
8.7	9.0	7.7	6.3	17,101	16,266	12,550	9,101	מזה: מניות לא-בנקאיות
16.6	18.3	19.2	19.8	32,696	33,214	31,230	28,636	נכסים במטבע חוץ ³
62.3	62.3	62.8	63.5	122,655	113,053	102,193	91,596	נכסים צמודים למדד

מדד היתרה הריאלית הממוצעת בשנת 1990
(1989 = 100)

השינוי הריאלי במשך התקופה (אחוזים)

1990			1989	מחצית ב	מחצית א	כל השנה	מחצית ב	מחצית א	כל השנה
מחצית ב	מחצית א	כל השנה							
17.3	4.7	22.8	20.3	114	105	110			א. סך הנכסים הלא-צמודים לזמן קצר
13.1	-1.5	11.4	20.2	115	105	110			1. אמצעי תשלום
6.5	1.2	7.7	12.2	110	104	107			מזה: מזומנים
19.1	7.5	28.0	20.4	114	105	110			2. פז"ק, פת"ק (תפ"ס) ומק"ם
-8.4	2.4	-6.1	-0.5	105	105	105			ב. פת"ם ואיגרות חוב סחירות
-9.9	2.1	-8.0	-12.6	102	104	103			1. פת"ם
-1.0	1.1	0.1	4.5	116	112	114			מזה: פת"ח של תושבים מקומיים
-6.9	2.8	-4.3	14.9	107	105	106			2. איגרות חוב בידי הציבור ²
4.3	3.5	8.0	8.7	110	105	107			ג. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות (א) + (ב)
-8.0	1.9	-6.3	-6.2	77	76	76			ד. מניות הבנקים
3.4	3.4	6.9	7.4	106	102	104			ה. סך הנכסים לזמן קצר בצירוף אג"ח סחירות ומניות הבנקים (ג) + (ד)
-3.5	20.1	15.9	66.3	143	129	136			ו. מניות לא-בנקאיות
-0.3	2.2	1.9	-6.5	103	102	103			ז. פיקדונות פיצויים
-5.3	-1.9	-7.1	-0.8	95	99	97			ח. תכניות חיסכון ופיקדונות צמודים
-0.1	2.7	2.6	14.9	109	107	108			ט. קופות גמל וביטוח חיים
-0.5	3.3	2.8	11.3	107	105	106			י. סך כל הנכסים הפיננסיים
-3.5	20.1	15.9	66.3	143	129	136			מזה: מניות לא-בנקאיות
-9.7	-1.5	-11.0	-2.5	95	99	97			נכסים במטבע חוץ ³
-0.4	2.5	2.1	10.2	107	105	106			נכסים צמודים למדד

23

(1) ה"ציבור" בלוח זה אינו כולל את הממשלה, את בנק ישראל ואת הבנקים המסחריים. בהעדר נתונים, לא תוקן מגזר חו"ל: לא נוכו נכסים פיננסיים בידי זרים, מחד, ולא נוספו נכסים פיננסיים זרים, שהוחזקו בידי תושבים מקומיים, מאידך. המדידה בלוח לוקה בכפילות מסוימת, משום שכנכסים פיננסיים נמדדו הן התחייבויות שהנפיקו גופים פרטיים לציבור והן נכסים פיננסיים שהחזיקו גופים אלה.

(2) סך כל איגרות החוב הסחירות כולל איגרות חוב פרטיות, בניכוי איגרות חוב בתיק בנק ישראל, הבנקים וקופות הגמל.

(3) למניות הבנקים שבהסדר שעמדו לפדיון באוקטובר 1989, וכן לתכניות חיסכון אחרות שבהן יש ברירת הצמדה למטבע חוץ או למדד - התייחסנו כאל נכס הצמוד למטבע חוץ.

המקור: בנק ישראל

הגורמים הפעילים בשוק ההון

מי הם הגורמים הפעילים בשוק ההון? הבנקים, קרנות נאמנות, קופות גמל, חברות ביטוח ומשקיעים פרטיים.

(1) הבנקים

הבנקים בישראל הם עדיין בנקים אוניברסליים. הם פועלים בתחומים רבים, החל משירותים בנקאיים קמעונאיים וכלה בחתמות. הם מנהלים קרנות נאמנות, וגם יועצים ליחידים. הבנקים פועלים עדיין ב"צל" מסקנות ועדת בייסקי. איני יודע כמה זמן תימשך אי-הבהירות ביחס לפעילות הבנקים בשוק ההון, ומה יקרה בעתיד, אבל מהבחינה הזאת הבנקים בישראל נמצאים היום במעין מלכוד. חלק גדול מהפעילות בשוק ההון נעשית עדיין על-ידי הבנקים. הם נותנים שירותים כברוקרים, אבל בתחום המניות, למשל, הם לא נותנים ייעוץ ללקוחותיהם.

המלצותיה של ועדת בייסקי, היו, בין השאר, שהבנקים לא יפעלו בתחום המניות וניירות הערך.

אם ציפו שבעקבות משבר 1983 יצמצמו הבנקים בארץ את חלקם בשוק ההון, וייכנסו ברוקרים פרטיים - היתה אכזבה. הברוקרים הפרטיים עדיין מעטים וקטנים, ולרובם אין שירותי ייעוץ של ממש. הבנקים לעומת זאת יצאו מהשקעות ישירות בבורסה, ובעקבותיהם יצאו המשקיעים הפרטיים. הבורסה לאחר המשבר ועד 1990 אינה מהווה גורם חשוב בשוק ההון.

בחודש האחרון התחילה מגמה של כניסת משקיעים פרטיים, משום ששמעו שיש עליות גדולות בבורסה. בארצות-הברית מקובלת הדעה, שהמשקיעים הקטנים נכנסים לבורסה לאחר העליות הגדולות, ובכניסתם מאפשרים למשקיעים המוסדיים לצאת עם רווחים גדולים. צריך להיזהר שתופעה זו לא תהיה גם בישראל, כך שכניסת המשקיעים הקטנים תסמן שינוי מגמה לקראת ירידה חדה בבורסה. היום, המשקיע הקטן לא זוכה לסיוע בייעוץ מצד הבנקים, וגופים פרטיים לא מילאו את החלל שנוצר. המצב כיום אינו תקין ואינו יעיל לשוק ההון.

האם יופרדו השירותים בשוק ההון מהבנקים? התשובה לכך אינה ברורה; זו צריכה להיות החלטת הכנסת. כרגע המצב מעורפל. הבנקים נערכים בחברות-בנות, ומנסים להפריד בין התחומים. מה יקרה אם נעבור לבנקאות זוגמת ארצות-הברית שלאחר 1929? כל המוסדות העוסקים בבורסה ובמניות בארצות-הברית הינם מוסדות שאינם-בנקאיים, ואסור להם לתת שירותים בנקאיים. עלינו לזכור, שבארצות-הברית של היום המגמה היא דווקא לכיוון של בנקאות אוניברסלית, ואילו אצלנו מדברים על פיצול ועל חזרה למצב שהיה בארצות-הברית אחרי 1929. כנראה, אחרי כל משבר עושים רפורמה רחבה תוך שינוי במסגרות הקיימות.

(2) קרנות הנאמנות

ראוי לציין בהקשר זה גם את קרנות הנאמנות, שרובן מנוהלות על-ידי הבנקים הגדולים. להערכתי, הבנקים הגדולים מנהלים 90% ויותר מהיקף קרנות הנאמנות. החלק של הקרנות גדל והולך בשוק, והן תופסות במסחר במניות ובאג"ח את המקום שהיה שמור פעם למשקיעים הפרטיים. כלומר, היום בבורסה אחוז הרבה יותר גדול מהפעילות נעשה על-ידי משקיעים מוסדיים, ובעיקר על-ידי קרנות הנאמנות.

(3) הממשלה

עד 1985 מילאה הממשלה כמעט את כל התפקידים בשוק ההון - גם גיוס הון, גם הקצאת הון וגם פיקוח על ההון. הממשלה היתה מעורבת במרבית הפעילות בשוק ההון. כל הנפקה עברה את אישורה

של הממשלה, ובמיוחד הנפקות של איגרות חוב. במשך שנים רבות הממשלה לא נתנה אישורה להנפקות פרטיות של איגרות חוב, אלא אם הכסף גויס מהממשלה. הסיבה העיקרית היתה גירעון ממשלתי תופח והולך, שהביא לדרישה תמידית למימון הגירעון דרך פעולות בשוק ההון. הנושאים הללו יעלו בקרוב במשפטים שנערכים נגד הבנקאים לאור המלצות ועדת בייסקי. בבית-המשפט קרוב לוודאי יעלו המאורעות בשוק ההון מסוף שנות ה-70; אז נלחמה הממשלה בבנקים, והבנקים נלחמו בממשלה, וזה בזה, על המקורות בשוק ההון הישראלי המצומצם. חלק מהוויסות מוסבר בתחרות בין הבנקים לממשלה על גיוס כספים בשוק ההון. הממשלה היא זו שקבעה שערי ריבית ותשואות, ולמעשה, כל פעילות בשוק ההון נעשתה בגושפנקה ממשלתית. בין השאר, נקבעו גם שיעורי מס מפלים, אבל לנושא המיסוי אתייחס בנפרד.

החל מ-1985, התחילה הממשלה לצמצם את הגירעון התקציבי ואת הצורך שלה בגיוסי כסף למימון הגירעון. כתוצאה מכך הקטינה גם הממשלה את חלקה בהנפקות לציבור. נראה את זה אחר כך, בכמה אינדיקטורים, בין השאר בשערי הריבית הריאלית, שירדו בשנים האחרונות בצורה מרשימה. שיעורי הריבית ירדו לרמה שלא זכורה בישראל כבר שנים רבות. גדל הביקוש לאיגרות חוב מצד קופות גמל ופנסייה של קרנות שנזקקו עכשיו לקנות איגרות חוב בשוק, בעוד ההיצע הממשלתי הוקטן במכוון בשנים האחרונות, וכתוצאה מכך ירדו הריביות הריאליות בצורה דרמטית.

אם מנסים לחזות מה יהיה בשנים הקרובות, סימן השאלה הגדול הוא העלייה: מה יהיה עם העלייה ואיך היא תמומן? לכך אין תשובה כרגע. ניתן היום לתת תשובה לגבי 1991. אם קראתם את ההערכות ל-1991 בתחילת השנה, והחודש, באמצע שנת 1991, אזי ראיתם שבתחילת השנה היתה ציפייה לעליית ריביות בשוק כתוצאה מצרכיה של העלייה וההתרחבות המוניטרית שתלווה אליה. אולם היום נראה, שמצליחים להסתדר איכשהו. גם העלייה מצטמצמת קצת, וכנראה שנוכל לעבור את השנה בלי עליית שערי הריבית, ובלי גידול ניכר בהנפקות של הממשלה בשוק ההון.

היום, הממשלה מצהירה שהיא רוצה לתת לשוק ההון לפעול בצורה תחרותית יותר, חופשית יותר ולהקטין את מעורבותה בו. צריך לזכור, שכאשר מסתכלים על הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור, רואים שמרכיב נכבד ביותר מהם - 90% בערך - הן איגרות חוב ממשלתיות. יש חוב ממשלתי בהיקף ניכר שצריך למחזר מדי שנה, וכן יש צרכים חדשים. הממשלה מנסה להקטין את הצרכים החדשים, אבל צריך למחזר את החוב, על-ידי הנפקה של איגרות חוב ברגע שאחרות נפדות. אני משוכנע, לפיכך, שהממשלה תמשיך להיות גורם דומיננטי עד שנת 2000 לפחות. היא תהיה הגורם הדומיננטי הן בשוק איגרות החוב והן בשוק ההון.

(4) הבורסה

הבורסה היא גורם פעיל נוסף בשוק ההון. בישראל, צריך לזכור, נפחי המסחר בשנים 89-1988 היו כ-20-30 מיליון שקל ביום. בחודשים האחרונים גדלו הנפחים ל-50-70 מיליון שקל ביום; נפח זה הוא מרשים למדי, אבל עדיין קטן. בפרט אם נביא בחשבון שקופות הגמל מחזיקות בנכסים פיננסיים בהיקף של 100 מיליארד שקל. חישובו מהו נפח המסחר בבורסה ביחס להצטברות הון חדש באותן קופות באופן שוטף. נפח המסחר שאנחנו מדברים עליו הוא מזערי.

אפשר לשאוב עידוד ממה שאירע בשנת 1989, כאשר היקף ההנפקות גדל בצורה ניכרת. ב-1990 יש גידול נוסף לעומת השנים הקודמות. שנת 1991 צפויה גם כן להיות שנה טובה. בסוף 1990 ערך השוק של המניות הרשומות בבורסה היה 21 מיליארד שקל, וזה לאחר השפל ב-1983, כאשר ערך המניות ירד לכ-10 מיליארד ש"ח. הגידול הוא מרשים למדי.

היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה הוא 12 מיליארד שקל לכל השנה. ציון הדרך בבורסה הוא ההנפקה של "בזק". הנפקת "בזק" - כ- 70 מיליון דולר - היתה הגדולה ביותר בכל תולדות הבורסה.

כפי שציינתי, חלקם של המשקיעים הפרטיים קטן, ולעומת זאת גדל חלקם של המשקיעים המוסדיים. היום, המסחר מתנהל בעיקר בין מוסדות פיננסיים. אגב, דבר זומה קרה גם בארצות-הברית. בארצות-הברית בשנות ה-60 נעשו כ-80% מהעסקאות על-ידי משקיעים פרטיים, ו-20% על-ידי מוסדות פיננסיים. היום, למעלה מ-80% עסקאות מתנהלות בידי מוסדות פיננסיים, ואילו 20% בלבד בידי פרטיים. זו תופעה כלל-עולמית כתוצאה, בין השאר, מכך שההשקעות דורשות מקצועיות.

משברים נוטים להבריח משקיעים מהבורסה לאלתר, וקשה להחזירם אחר כך לבורסה במשך שנים ארוכות. ב-1983 נפגעה הבורסה מאוד - משבר האמון בה היה חמור. הלהט הספקולטיבי קיים אצל כל אחד, וקל להיסחף איתו. אבל אחרי שנשרפים, קשה מאוד להחזיר לאנשים את הביטחון בשוק המניות ואת ההבנה לגבי תפקידו ודרכי פעולתו. זה תהליך למידה איטי שדורש חינוך נכון. עוד בתחילת שנות ה-80 טענתי, שאחת הסכנות בוויסות היא החינוך הלא-נכון של המשקיעים.

הבורסה צריכה לעשות מאמץ גדול כדי לחנך את המשקיעים. אני מדבר הרבה על נושא החדשנות הפיננסית, ואנשים - הן במוסדות פיננסיים והן פרטים משתמשים מיד במונחים: "מרוצי סוסים" ו"לוטו" ו"לוטו", שהם ביטוי לחינוך לא-נכון ולתפישה מוטעית. משקיעים, הן פרטים והן קופות הפנסיה וקופות הגמל, צריכים להבין את הסיכונים והסיכויים. אחד הדברים שאני מנסה להסביר הוא נושא ניהול סיכונים. בשוק ההון יצטרכו ללמוד לדבר על ניהול סיכונים, לא רק על ניהול תיק השקעות להשגת רווחים, כי הגישה אינה חד-ממדית, אלא דו-ממדית. גם את הסיכונים ניתן לנהל.

ביטוח זאת צורה אחת של ניהול סיכונים, אמנם צורה קיצונית מסוימת, אך לא היחידה. יש צורות רבות נוספות של ניהול סיכונים ללא צורך בביטוח. בדברים מסוימים ניתן לבטח גם ביטוח עצמי, בדברים אחרים ניתן לבטח על-ידי החלפה פיננסית (swap), כלומר שאחד מבטח את השני. החלפה פיננסית יכולה לאפשר לשני צדדים לבטח את עצמם סימולטנית.

אשר לשאלה, האם צריך להגדיל את החיסכון הפרטי, יש לציין, כי בישראל החיסכון הפרטי הוא גבוה לעומת ארצות אחרות - 18%-20% מהתל"ג. קראתי רק לאחרונה, שאחד הדברים שמרבה להטריד את האנשים בארצות-הברית הוא החיסכון הפרטי הנמוך. לאחרונה התפרסם מאמר בג'רוסלם פוסט, שהזכיר את "תכנית מרשל", שבעזרתה סייעה ארצות-הברית לאירופה להשתקם אחרי המלחמה. המאמר טען, שעכשיו, אחרי מלחמת עיראק, יש להפעיל "תכנית מרשל" בארצות-הברית; זאת אומרת, להפעיל תכנית שתביא לשיקומה של ארצות-הברית עצמה. אחד הדברים העיקריים שמחבר המאמר מעלה הוא החיסכון הפרטי הנמוך שם. אני לא מכיר מדינות רבות שמתלוננות על חיסכון פרטי גבוה מדי. כלומר, איני סבור שהטענה שהושמעה, כאילו יש יותר מדי חיסכון בעולם, היא נכונה. אמת, יש נזילות, ואפשר שכאשר דיברו על חיסכון, התכוונו לומר נזילות.

לדעתי, השתתפות המשקיעים הפרטיים בבורסה חשובה מאוד לתפעול תקין ויעיל. יתרה מכך, ככל שהבורסה יעילה יותר, לפרטיים נוח יותר וזול יותר להשתתף בבורסה בעצמם, ולא באמצעות מוסדות פיננסיים. אם המחירים בבורסה הוגנים, הם אינם צריכים לדאוג שמא יפסידו. אם הם משקיעים בתיק או בכמה נכסים, הם יכולים להשיג תוצאות סבירות בפעילות הבורסה. צריך להגיע למצב שהפרטיים יקחו גם סיכונים שהחברות רוצות להיפטר מהם. כלומר, הם יכולים במקרים רבים להיות הצד שמבטח, שלוקח סיכון ומצפה גם לקבל את התמורה עליו.

כדי להגיע לתפעול יעיל ותקין של שוק ההון, צריך להביא לכך שיהיו בו משקיעים פרטיים, שהמשקיעים הללו ירגישו בו בנוח, שהשוק יהיה אמין, ובפרט שהמשקיעים יאמינו בכך. נאמר אחרת, אחת הסיבות שגרמה לאנשים פרטיים לצאת משוק ההון בארצות-הברית ובמקומות אחרים, היתה הרגשתו של המשקיע הקטן שהוא הולך לאיבוד לעומת המשקיע הגדול; שלמשקיע הגדול יש כל היתרונות ואילו לו יש כל החסרונות; שהוא קטן ו"אוכל את כל הזבל" שמאכילים אותו המשקיעים המוסדיים. לכן הוא אומר - אם זה המצב, מוטב שאשקיע גם אני באמצעות מוסד פיננסי. תהליך זה אינו עוזר לתפעול שוק הון יעיל. תפעול טוב של שוק ההון מתאפשר כאשר יש אמון בשוק, כאשר האפשרויות העומדות בפני כולם הן שוות למדי, כאשר השוק הוא תחרותי, ואין אפשרות ליצירת יתרון לא הוגן.

אם קיימת תחושה שהשוק הוגן ותחרותי, משקיע יכול בקלות לקנות מניה של "מפעלי ים המלח", ולהרגיש שקנה מניה במחיר הוגן. אם המשקיע קונה מספר מניות, התיק שלו צריך להיות תיק הוגן. על כן, ככל שמפתחים שוק יעיל יותר, קל יותר למשקיעים פרטיים להיכנס. בישראל נוצר אבסורד - נראה בשנים האחרונות כאילו השוק נעשה יעיל יותר, אבל את המשקיעים הפרטיים מבריחים החוצה, משום שהם פוחדים שמקפחים אותם.

בלוח ג-3 מוצגות איגרות החוב הרשומות בבורסה, בהקשר של כניסת הקרנות והקופות לשוק ההון. מדובר על סכום של כ-50 מיליארד שקל בסוף שנת 1990, ויש להביא בחשבון ירידה מסוימת בערך במחצית השנייה של 1990.

לוח ג-3: אינדיקטורים עיקריים לשוק איגרות החוב, 1988 עד 1990

1990			1989	1988	
מחצית ב	מחצית א	כל השנה			
					1. ערך השוק של איגרות החוב הרשומות בבורסה (סה"כ) ¹
49,085	50,245	49,085	48,768	38,098	(סוף תקופה)
41,196	42,413	41,196	41,408	32,969	א. ממשלתיות
7,889	7,832	7,889	7,360	5,129	ב. פרטיות ²
					התפלגות לפי מחזיקים (אחוזים)
22	22	22	22	30	בידי הציבור
20	19	20	21	22	בידי הבנקים המסחריים
55	56	55	54	46	בידי קופות הגמל
3	3	3	3	3	בידי בנק ישראל
4,119	3,114	7,233	6,990	4,109	2. היקף המסחר באג"ח בבורסה ¹
3,310	2,505	5,814	5,795	3,364	א. ממשלתיות
810	609	1,419	1,195	745	ב. פרטיות ²
0.83	0.26	0.54	0.00	5.78	חלקו של בנק ישראל במסחר (אחוזים) ³
1,217	1,002	2,218	4,321	8,381	3. גיוס הון באמצעות אג"ח סחירות ¹
890	123	1,013	3,192	6,852	א. ממשלתיות
326	879	1,205	1,129	1,530	ב. פרטיות ²
0.16	0.13	0.15	0.16	0.13	4. מהירות המחזור השנתית ⁴ באג"ח
0.08	0.06	0.14	0.16	0.12	א. ממשלתיות
0.10	0.08	0.18	0.18	0.15	ב. פרטיות ²
					5. התשוואה הריאלית הכוללת:
-5.9	0.3	-5.6	17.4	4.6	א. אג"ח צמודות מדד
-6.4	0.4	-6.0	14.1	6.9	ממשלתיות (1)
-1.6	-1.1	-2.7	29.7	1.7	(2) פרטיות ²
-8.6	-2.4	-10.8	12.7	3.5	ב. אג"ח צמודות מט"ח
-10.0	-3.1	-12.8	9.6	7.9	(1) ממשלתיות
-5.5	-1.5	-6.9	15.1	1.8	(2) פרטיות ²

(1) במיליוני ש"ח; המחירים קבועים במונחי דצמבר 1990. הנתונים לשנתיים הקודמות עודכנו מחדש.
 (2) כולל חברות ממשלתיות.
 (3) חלקו של בנק ישראל במסחר בבורסה חושב לפי היחס שבין הקניות והמכירות לבין היקף המסחר.
 (4) היחס שבין העסקאות בבורסה לבין ערך השוק חושב על בסיס חודשי.
 המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה; המחלקה המוניטרית ועיבודי מחלקת המחקר של בנק ישראל.

אשר להתפלגות המחזיקים באיגרות חוב סחירות, יש לשים לב שקופות הגמל מחזיקות 55% מאיגרות החוב הרשומות בבורסה, הציבור - רק 22% והבנקים - 20%. התשוואה הריאלית ב-1990 על האג"ח הממשלתיות היתה שלילית, דבר המסביר גם את התגובות השליליות מצד הלקוחות של קופות הגמל באותה שנה.

לוח ג-4: גיוס הון⁽¹⁾ של המגזר העסקי באמצעות מניות וני"ע המיירים⁽²⁾: 1990-1987 (מליוני ש"ח)

סה"כ במחירי דצמבר 1990	מחירים שוטפים						1990 לפי רבעונים:	
	סה"כ	משקיעים מוסדיים	עובדים	זכויות	ציבור			
					אג"ח להמרה ואופציות	מניות		
599.8	339.1	24.7	5.3	105.9	119.0	84.2	1987	
218.5	146.8	5.5	1.5	31.1	85.0	23.7	1988	
761.7	620.6	50.4	3.4	148.5	356.6	61.7	1989	
632.1	572.3	91.1	20.1	137.2	212.2	111.7	1990	
211.3	181.1	0.2	11.2	53.6	103.9	12.2	I	
118.9	106.0	0.4	0.9	48.9	25.7	30.1	II	
257.6	241.7	90.5	8.0	7.5	71.9	63.8	III	
44.3	43.5	-	-	27.2	10.7	5.6	IV	

(1) הסכום שגויס בפועל במועד ההנפקה, במחירי שוק.
(2) לא כולל תמורה מממוש ניירות ערך המיירים והקצאות פרטיות.
* מקור הנתונים בבנק ישראל

לוח ג-4 כולל נתונים על גיוסי הון. סך גיוסי ההון על המגזר העסקי בשנת 1990, הוא כ-632 מיליון ש"ח. לפי האינדיקציות ל-1991, הרמה של גיוסי ההון תהיה גבוהה יותר מאשר בשנת 1990. עם כל זאת, רמת גיוסי ההון היא עדיין מתחת לרמה של 1982. ב-1982 גיוס ההון היה יותר מ-800 מיליון דולר, ובעיקר באמצעות מניות בנקאיות. אבל התאוששות השוק בשנים האחרונות היא בהחלט מעודדת. יש לזכור בהקשר זה את היקף ההון שקופות הגמל והפנסיה נזקקות לו כל שנה - 100 מיליון שקל. אם נצברו 632 מיליון שקל במניות, עדיין זה מעט לעומת כ-5 מיליארד שקל בשנה של קרנות קופות הגמל.

(5) קופות גמל

אחת הדרכים שנקטה הממשלה כדי לפקח על שוק ההון היתה דרישה מכל צורות החיסכון במשק להשקיע השקעות מינימום באיגרות חוב ממשלתיות. בלוח ג-5 ניתן לראות, שמ-1983 הדרישות לחובת השקעה מינימלית הולכות ויורדות.

לוח ג-5: חובת ההשקעה של קופות גמל בנכסים ממשלתיים וההשקעה בפועל, 1983 עד 1990 (סוף שנה, אחוזים)

	ההשקעה בפועל				חובת ההשקעות המינימלית				
	1990	1989	1988	1987	1990	1989	1988	1987	1983
פנסיה	93	93	94	92	93	93	93	92	92
תגמולים ופיצויים	78	81	84	85	50	72	78	78	92
קרנות	79	82	86	88	50	72	78	78	92

(1) חובת ההשקעה המוכרת, הכוללת השקעות של עד 10 אחוזים במניות, וכן השקעה בניירות ערך פרטיים (מניות ואיגרות חוב פרטיות), שאושרו בידי הממשלה כ"ניירות מאושרים".

המקור: עיבודי בנק ישראל.

בקופות הפנסיה חובת ההשקעה באג"ח ממשלתיות היא עדיין גבוהה; בקופות התגמולים והפיצויים וכן בקרנות, חובת ההשקעה ירדה מ-92% ל-50% מהיקף הקרן. יש לשים לב, שבפועל הקופות עדיין מחזיקות אג"ח ממשלתיות בכמויות גדולות, ובשיעור גבוה בהרבה מהנדרש. גם כאשר הממשלה מקטינה את דרישותיה לאחזקות מינימום בקצב מהיר, אין לכך השפעה בטווח הקצר. סיבה אחת לכך שיש פער בין האחזקה הנדרשת באג"ח הממשלתיות לשיעור האחזקה בפועל היא שחלק מאיגרות החוב עדיין פעילות, ואין שום סיבה להיפטר מהן ולהחליף אותן. כלומר, ההשפעה תורגש בעיקר דרך התחלופה של איגרות חוב שנפדו. אבל גם בהשקעות במניות, קופות הגמל רחוקות עדיין מהשיעור המותר להן בשוק המניות. יוצא מכך, שחלק מהמגבלות אינן אפקטיביות בשלב הזה, ועל כן יכולה הממשלה להסיר אותם לגמרי.

לוח ג-6: התפתחות שיעורי ההשקעה¹ של קופות הגמל, ההשתלמות והפנסיה (אחוזים)

ההשקעה בפועל ²	נובמבר 1990	נובמבר 1989	יוני 1989	ינואר 1989	יוני 1988	מארס 1987	עיקר ההשקעה לסוף תקופה
א. קופות גמל							
							1. איגרות חוב ממשלתיות מיועדות ומוכרות (כולל עד 5 אחוזים מק"ם)
81	50	72	75	77		78	
							2. איגרות חוב סחירות פרטיות (כולל שטרי הון של בנקים)
					10	8	
					8	8	3. מניות וקרנות נאמנות
8	25	15	11	9.5		8.5	4. חופשי
ב. פנסיה							
							1. איגרות חוב ממשלתיות מיועדות ומוכרות (כולל עד 5 אחוזים מק"ם)
97					93	92	
							2. איגרות חוב סחירות פרטיות (כולל שטרי הון של בנקים)
					2	8	
					2		3. מניות וקרנות נאמנות
3					4.5		4. חופשי

(1) השיעורים הנקובים בסעיף 1 הם השיעורים המזעריים; בסעיפים 2, 3, ו-4 בקובים השיעורים המרביים. (2) ספטמבר 1990.

בלוח ג-6 מוצגת התפתחות שיעורי השקעותיהן של קופות הגמל, השתלמות ופנסיה, במניות ובקרנות נאמנות. בספטמבר 1990 הגיע שיעור זה ל-8% בקופות גמל ול-3% בלבד בקרנות פנסיה. הקופות מחזיקות במניות המהוות כ-5% מערך השוק של המניות בסוף שנת 1990, שהגיע ל-22 מיליארד שקל. אחת הבעיות אשר מתעוררת היא ששוק ההון שלנו - שוק המניות בעיקר - קטן יחסית על קופות הגמל והפנסיה.

אחד הפתרונות הוא להפריט חברות ממשלתיות. מעולם לא הבנתי את הטענות על כך שרוצים להפריט את החברות הישראליות בבורסה בניו-יורק. זה פשוט אבסורד. כאשר שמעתי שאפילו את "בזק" רוצים להפריט בבורסה בניו-יורק נדהמתי - הרי זאת חברה לשירות ציבורי מקומי המהווה מונופול.

יש להבין, שכדי להנפיק חברה בארצות-הברית צריך לענות על דרישותיה של רשות ניירות הערך האמריקאית, ולרשות הזאת יש דרישות מחמירות. היא דורשת לגלות ולפרט מידע שהיה מאוד לא נוח

לרוב החברות הממשלתיות. לא זו בלבד, אלא יש בארצות-הברית מנגנון מפותח לתביעות ייצוגיות על בעלי מניות אשר גוררות triple damage. תביעה יכולה להיות מוגשת בשם כל בעלי המניות אשר יכולים לראות עצמם נפגעים מהחלטה או פעולה מסוימת. ברגע שאזכים בתביעה, מחשבים את סכום הנזק ומכפילים פי שלושה. "אלסינט", שהיתה קרובה לפשיטת רגל, שילמה למעלה מ-10 מיליון דולר כדי לפצות את בעלי מניותיה. "סייטקס", בתקופת המשבר שלה, היתה אף היא על סף תביעה כזו. זהו כלי מאוד חזק ומסוכן, בעיקר לחברות ממשלתיות או ממשלתיות-למחצה, בהן מתקבלות החלטות שאינן על בסיס כלכלי מובהק.

בנוסף, כאשר הולכים לבורסות זרות יש לשלם פרמיית סיכון מיוחדת בגין סיכון מדינה. הדבר נכון על אחת כמה וכמה עבור מדינת ישראל, הנמצאת במזרח התיכון, באזור מלחמה. "סייטקס" אינה זוגמה טובה לכך, משום שלמרות היותה חברה ישראלית, החברה מוכרת בראש וראשונה ידע ותוכנה אשר משולבים במערכות מכניות. פרט לכך, יש להם גם חברה-בת גדולה בארצות-הברית, וחלק מהייצור נעשה שם או במקומות אחרים בעולם. דבר אחר הוא למכור את "בזק" בארצות-הברית, כיוון שאת המרכזיות ואת קווי הטלפון קשה יותר להעביר פיזית.

שוק ההון פה מספיק גדול והפוטנציאל שלו רב. הנכסים הפיננסיים שבידי הציבור מגיעים, כאמור, ל-200 מיליארד שקל. הבורסה למניות היא כ-22 מיליארד שקל בסה"כ. כלומר, יש מקום לתחלופה ולהתרחבות גדולה מאוד של שוק המניות. בעבר, כשדיברו, למשל, על חברת כ"ל, טענו שהשוק הישראלי לא יכול לקלוט אותה כי היא גדולה עליו! הדבר תמוה בעיני. גרוע מזה, היום מדברים על כך שרוצים למכור את הבנקים. מחפשים קבוצות שליטה מחו"ל ונמנעים מלהיכנס לבורסה. הטענה היא, שהשוק קטן מדי על בנק לאומי או על בנק הפועלים. אבל הרי בנק הפועלים ובנק לאומי היו פעם בבורסה. כשהם היו בבורסה, ערכם של כל הבנקים בשוק היה כ-7 מיליארד דולר. יום אחד הם נעלמו משם, אבל למעשה הם לא נעלמו, המניות הוחלפו אפקטיבית באיגרות חוב ממשלתיות.

זוגמה אחרת, לפני כמה שנים הנפיקה החברה הממשלתית למדליות מטבע זהב, ותוך שבוע גייסה 100 מיליון שקל. מהיכן נלקחו פתאום אותם 100 מיליון שקל? אם להנפקת מטבע זהב נמצא סכום זה, אז איך לכי"ל קשה לגייס 100 מיליון ש"ח?

המלצות

(1) הפרטה

צריך להפריט חברות ממשלתיות, לגשת למלאכה ובמלוא הרצינות. אני מבין את כל הבעיות הפוליטיות הכרוכות בכך. אבל אם רוצים שקופות הפנסיה והגמל תשתתפנה בשוק ההון, צריך לשחרר להן את החברות האלה, כיוון שאלה חברות עם דרגת סיכון נמוכה יותר. החברות האלה הן אלה שמתאימות לקופות פנסיה. קופות פנסיה וגמל לא תוכלנה להיכנס לחברות קטנות, משום ששם הן תגענה מהר מאוד ל-5% ו-10% שליטה ועל-ידי כך תהפוכנה לבעלות עניין. במקרים רבים יש איסור על קרנות לעלות באחוזי השליטה מעל לשיעור מסוים.

(2) פתיחת השוק לחו"ל

כיוון ששוק ההון המקומי קטן ומוגבל, חייבים לפתוח בפני קופות הגמל והפנסיה את השוק בחו"ל. לפי דעתי, הגיע הזמן לבטל את הפיקוח על מטבע חוץ, ויסלחו לי אנשי בנק ישראל, שאני חולק עליהם. האמת היא, שכולם בעד, אבל איש אינו עושה דבר. נכון שבשנה האחרונה נתנו לקרנות נאמנות להשקיע 10% מהיקף אחזקותיהן בחו"ל. זה חשוב, זה טוב, אבל לא מספיק.

אגיד זאת בצורה יותר בוטה. כיום, ישראל היא המדינה היחידה בעולם, המתיימרת להיות מערבית, שעדיין יש עליה פיקוח על מטבע חוץ. בשום מדינה אחרת בעולם, לרבות באירופה, באמריקה הצפונית ובדרום-מזרח אסיה, אין פיקוח על מטבע חוץ. פולין הודיעה לאחרונה על הפסקת כל הפיקוחים. אפילו תורכיה הנהיגה ליברליזציה מוחלטת לפני 10 שנים, כאשר עמדה על סף פשיטת רגל. לא ברח משם הון, להיפך, רק נכנס לשם הון.

בבנק ישראל מדברים זה שנים על פתיחת השוק לחו"ל. לדעתי, אין שום בעיה שקופות פנסיה וגמל תשקענה חלק מהונם בצורה מבוקרת, בצורה נכונה, גם בחו"ל. זה מקובל היום בכל העולם, זה חלק ממדיניות של ניהול סיכונים שעליה דיבר פרופ' בודי. צריך לזכור, שכאשר משקיעים נכסים של קרן ישראלית בחו"ל, אין פירושו שהכסף אבד בחו"ל, כי יש דיבידנד, יש ריבית ויש החזקת בעלות על נכסים בחו"ל. האבסורד הגדול הוא, שבארץ מחזיקים, לפי הערכות מסוימות, 2 מיליארד דולר במזומנים. חישובו, אנחנו מממנים את האוצר האמריקני בכ-200 מיליון דולר לשנה; אנו נותנים לו מתנה. הרי על כל שטר שאנחנו מחזיקים, אנחנו מפסידים ריבית. מוטב היה לקחת את השטרות הללו, ולהתיר לכולם לקנות שטרי הון אמריקניים.

(3) הקלת התנאים לגיוס הון

יש להקל את התנאים לגיוס הון לחברות חדשות. לבורסה יש שורת דרישות, כולל דרישות של הון עצמי מינימלי. חברה שרוצה לגייס אג"ח בארץ צריכה להראות במאזנה סך של 5 מיליון דולר בהון עצמי. זהו סכום גדול. חברת בנייה, שמשקיעה מהונה 3 מיליון דולר לבניית פרויקט גדול, הלוקחת הלוואות להקמה ורוצה להמיר זאת בהנפקה בבורסה, לא תוכל לעשות זאת, אפילו יהיה לה פרויקט מוכח, כיוון שהבורסה דורשת 5 מיליון דולר הון עצמי. מדוע? כי כך החליטה הנהלת הבורסה. ההחלטה עצמה אינה מבוססת על מודל שהראה שאם משקיעים פחות מ-5 מיליון דולר הון עצמי החברה מתמוטטת. זו החלטה שרירותית. את כל ההחלטות השרירותיות האלה צריך לשנות.

צריך לעשות את זה בצורה רצינית. איני חושב לא שהאחד רציני ולא שהשני רציני. להקים פרויקט בהר-חוצבים זה עדיין לא רציני, משום שאף אחד עוד לא חישב אלו השקעות דרושות ומי יהיה זה שישקיע.

צריך לעודד הקמת חברות צעירות גם באמצעות שוק ההון. לדעתי, הפוטנציאל הגדול שלנו - של העלייה ושל ישראל בכלל - הוא במקורות האנושיים שלנו, והמקורות האנושיים הללו דורשים הקמתן של חברות קטנות ו/או עתירות ידע. ידע, אגב, נרשם במאזנים כהוצאה ולא כהון. זה חלק מהאבסורד שקיים, המעניש חברות המשקיעות בידע ולא בבטון ובברזלים. לכן צריך למצוא את הדרכים לנצל את המקורות האנושיים הללו. ועדה בראשות ד"ר יוסי ורדי הגישה לאחרונה את המלצותיה לרשות לניירות ערך על גיוס הון סיכון בישראל; חלק מהמלצותיה נמצאות כבר בשלבי יישום.

(4) שיפור מדיניות המיסוי

יש לקבוע לשוק ההון מדיניות מיסוי רציונלית לטווח ארוך. הייתי אמנם חבר בוועדת ששינסקי, אך לא חתמתי על דו"ח הוועדה. הסיבה העיקרית לכך שלא חתמתי היתה נושא המיסוי על שוק ההון. לדעתי, ההצעה למיסוי שוק ההון לא היתה רצינית. כיום, יש כל מיני צורות מיסוי על רווחי הון בבורסה, ומחוץ לבורסה, בשוק ההון כולו. לפי תקנה שתיקן שר האוצר, רווחי הון על ניירות הערך בבורסה לניירות ערך בתל אביב פטורים ממס אצל פרטים, אך לא אצל חברות. לעומת זאת, רווחי הון ממכירת חברות שלא רשומות בבורסה חייבים ברווח הון מלא גם אצל פרטים.

אם רוצים לעודד קופות להשקיע, כדאי להמריץ אותן להשקיע גם בחברות לא בורסאיות. הרי אין צורך שכל חברה תהיה רשומה למסחר בבורסה. אולי עדיף לחברה להיות קודם חברה פרטית ולבצע הנפקה

פרטית, ורק לאחר מכן לצאת לבורסה. היום מענישים את ההנפקות הפרטיות בכך שמחייבים אותן במס רווח הון מלא.

לדעתי, אין סיבה למסות את הבורסה בצורה שונה מאשר מחוץ לבורסה. אני מבין למה צריך לתת את ההעדפה הזו למניות הנסחרות בבורסה לניירות ערך, שיש לה היום מעמד של מונופול. למה להפלות אחרים לרעה? צריך לנסות להגיע לאיזו שהיא אחידות בין מניות בבורסה לאלו שמחוץ לבורסה, וכן בין מניות לבין איגרות חוב. צריך להגיע למס סביר, ולמדיניות ארוכת טווח, ולא לשגע את עם ישראל כל שנה במחשבות על שינוי מדיניות המיסוי.

בנוסף, לפני כמה חודשים התעורר פתאום שר, והחליט למסות את קרנות הנאמנות ואיגרות החוב בצורה מסוימת. העבירו חוק לשם כך, והיום מנסים למצוא דרך לעוקפו. נוצר אי-סדר נורא כאשר המחשבים עובדים בלי הפסק כדי לחשב את המס - לפי א' או לפי ב', לפי מה שהיה, או לפי מה שיהיה. אף אחד לא יודע איפה זה עומד. אחד הליקויים החמורים בשוק ההון בישראל הם, כאמור, קריאותיהם של שרים או מנכ"ל משרדים בנושאי המיסוי. קל לתפוס כותרות בעיתונים על-ידי הצהרות בדבר מס רווחי הון, או מס מחזור, אך ההצהרות גורמות לזעזועים בבורסה, שהינם מיותרים לחלוטין. הם נובעים מהצהרות של גורמים לא מוסמכים ולא אחראיים. צריך לסיים את הפרשה הזאת אחת ולתמיד, ולסכם לטווח ארוך איך רוצים שיראה המיסוי על שוק ההון.

(5) ניהול תיקים

אחד הדברים שקורים היום בקופות פנסיה וגמל - וחלק מהאנשים אולי לא יאהב לשמוע דברים אלה - הוא שרוב המנהלים רגילים לנהל תיק של איגרות חוב שנסחרות בבורסה. אבל כאשר יעברו למניות, ויצטרכו לעבור למניות, יזדקקו לטיפול מקצועי. פירוש הדבר לשכור אנשים, או לפעול דרך ניהול תיקים מקצועי חיצוני כמקובל בארצות-הברית. הניהול החיצוני מתבצע דרך מספר מנהלי תיקים המנהלים ביניהם כעין תחרות - למנהל אחד נותנים 100 מיליון, לשני - 100 מיליון וכו', ובודקים אותם כל תקופה קצובה מול המטרות שנקבעו לכל מנהל (ואפשר לקבוע מטרות שונות לכל מנהל, במונחים של סיכון ותשואה). לפי דעתי, יצטרכו לעשות את זה גם בישראל. יהיו לקופות תיקים של מניות שינוהלו על-ידי מומחים מחוץ לקופות. כך גם תיגבר התחרות, כאשר הטובים יקבלו בונוס והרעים ייצאו מהשוק. זה אחד הדברים שאותם גופים מוסדיים יצטרכו לפתח בנושא של ניהול התיקים.

(6) חדשנות פיננסית

חשוב ביותר להכניס את החדשנות הפיננסית לשוק ההון בישראל, מכיוון שבלי חדשנות פיננסית אי-אפשר לעסוק בניהול סיכונים.

בחדשנות פיננסית כוונתי, בראש ובראשונה, לחוזים עתידיים ואופציות. זה כלי יוצא מן הכלל טוב לניהול סיכונים מבוקר ומפוקח. תחשבו על אופציה put, שלפיה אם הנכס יורד בערכו, מקבלים פיצוי בגובה ירידת הערך מהשער שנקבע מראש. כלומר, אם מחיר המימוש של אופציית put נקבע ל-100, והשוק ירד ל-80, בעל האופציה מקבל 20, כלומר: ההפרש בין 80 ל-100. אם השוק ירד ל-50, הוא מקבל פיצוי של 50. אם השוק עלה ל-120, הוא לא מקבל שום פיצוי, והפסיד את הכסף ששילם מראש. אופציית put, פירושה ביטוח. כל ביטוח הוא אופציית put: משלמים מראש סכום כסף, פרמיה; אם קרה נזק לנכס, מקבלים פיצוי בגובה הנזק, אך אם לא היה נזק - הלכה הפרמיה לאיבוד. כך פועל כל ביטוח.

יתרון חשוב לאופציה put הוא שמחירה נקבע בשוק. הפרמיה והעמלות הרבה יותר נמוכות מאשר בכל חברת ביטוח אחרת. בכל הכלים האלה, גם בחוזים עתידיים וגם באופציות, המקובל בעולם הוא

שהוצאות העמלה מאוד נמוכות יחסית לקניית תיק מניות. התפעול נוח ומהיר הרבה יותר. הנזילות בנכסים אלה הרבה יותר גדולה. הרבה יותר נזיל ויעיל למכור חוזים עתידיים על שוק המניות מאשר למכור את תיק השוק עצמו. כך שמכניסים פה כלים עם גמישות גדולה מאוד, המסייעים לניהול סיכונים.

מי שמוכר אופציות בשוק הוא מי שחושב שהמחיר טוב, שכדאי לו למכור, שהרי מדובר בהיצע וביקוש בשוק פתוח. מי שחושב שהמחיר של האופציה זול מדי יכול לרוכשה. במלים אחרות מחיר הביטוח במקרה של האופציות נקבע בשוק בו כל פרט יכול להיות בצד הקונים או בצד המוכרים.

בנק המזרחי התחיל במסחר באופציות האלה לפני כשנה. בדצמבר 1989 יצא בנק המזרחי באופציות call ובחוזים עתידיים על מדד המניות. לאחרונה הגיע להיקפים של למעלה מ-10 מיליון שקל ביום. בהנחה שהיקף המסחר היומי במניות בבורסה הוא 60 מיליון, אזי 10 מיליון בבנק אחד הוא היקף בהחלט מרשים. כיום יש מספר קופות תגמולים שעובדות עם הכלים האלה. כמו-כן הרבה מנהלי תיקים קונים ומוכרים אופציות וכן מוסדות פיננסיים כחברות ביטוח.

אביא לכם דוגמה של ניהול השקעות וסיכונים של קופת תגמולים. במסגרת מה שהותר היא קנתה מניות בתחילת השנה. היא עבדה דווקא לפי המודל שהוזכר של ניהול תיקים חיצוני, באמצעות חברת ברוקרים. אותה חברת ברוקרים ניהלה תיק מניות יפה, והרוויחה עד אמצע השנה 70% - 60%. קופת התגמולים השקיעה במניות בערך 10% מהתיק. מצב של 60% רווח על מרכיב המניות תורם 6% לתשואה של הקופה. אפילו אם האג"חים לא יישאו תשואה, הרי שהקופה כבר הרוויחה תשואה של 6% על כל התיק. הקופה, מצד שני, לא רוצה להפריע לברוקר החיצוני איתו חתמו על חוזה לטווח ארוך. הברוקר פועל לפי השיקולים שלו, ולא רוצים להתערב בהם. מה יכולה היתה הקופה לעשות? היא החליטה שהרוויחה מספיק על מרכיב המניות, ומתוך חשש מפני ירידת שוק המניות בעתיד היא מכרה חוזה עתידי על מדד המניות. מדד המניות באותו זמן היה 340. בקופה חשבו, שתוך חודשיים עלול השוק לרדת, ועל כן מכרו חוזה עתידי למימוש כעבור שלושה חודשים. מחיר המימוש לחוזה העתידי נקבע בשוק, באיזון בין ההיצע לביקוש, כך שהמחיר שלו בהווה הוא אפס. הקופה מכרה חוזה בשער עתידי למימוש שהיה גבוה בכ-6% מהמדד בעת המכירה (קרי 360). מה יכול לקרות בתקופה הקרובה? אם הבורסה תמשיך לעלות, ותגיע, למשל, ל-380, אזי הקופה תרוויח על התיק 40 נקודות, ותפסיד על החוזה העתידי 20 נקודות. מהו הרווח שנותר לה? 20:40 על התיק, פחות 20 על החוזה העתידי. נניח שהבורסה ירדה והגיעה ל-320, הקופה הפסידה 20 על התיק, אבל על החוזה העתידי הרוויחה 40. כמה נשאר לה? 20, כמו במקרה הקודם. שימו לב מה יקרה - לא חשוב איזו דוגמה מספרית תיקחו, הקופה קיבלה על עצמה שבחודשיים הקרובים היא תרוויח 20 נקודות נוספות, או כ-6% על תיק המניות. היא הבטיחה לעצמה תשואה של 6% לתקופה הקרובה, על אותו תיק מניות, בכל מצב בבורסה. ההנחה היא שהמיתאם בין התיק של הקופה לבין מדד המניות הוא מספיק גבוה כדי שהחוזה העתידי אמנם יגן על הקופה.

דעו לכם, שכאשר משלבים חוזים עתידיים ואופציות - כמות האסטרטגיות היא עצומה. אסטרטגיה מקובלת אצל קופות פנסיה בארצות-הברית היא למכור אופציות call מול תיק המניות. כאשר מוכרים אופציית call, מקבלים מיד כסף מזומן. אם הפרמיה מספיק גדולה, והריבית החבויה מספיק גבוהה, הם יכולים לעשות מה שהם קוראים enhancement - להגדיל את התשואה לתיק. לאסטרטגיה זו קוראים overwriting - לכתוב אופציות על תיק המניות. ואז, אם השוק עולה, פשוט מעבירים את המניה מול מימוש האופציה, ונשארים עם הפרמיה שקיבלו מראש. אם השוק יורד, מקבלים את הפרמיה כתוספת.

מה שיקל עוד הוא שהבורסה מתכננת לצאת באפריל 1992 באופציות ובחוזים עתידיים על מדד המניות. הם יסחרו באופציות על מדד של 25 מניות מובילות ל-2, 4, ו-6 חודשים. על האופציות הללו קיבלה

הבורסה מוועדת הכספים פטור ממס רווחי הון. הבורסה מקימה את המערכת, ומתכננת לגמור את זה עד אפריל 1992.

פרק ד'

מהם היתרונות והחסרונות לשוק ההון מכניסתן של מערכות הפנסיה; האם יש אלטרנטיבות להשגת יעדי שוק ההון ללא מעורבות מערכות הפנסיה?

סקירה א'. גד ארבל: החל מסוף 1986 אנו נמצאים בתהליך של רפורמה בשוק ההון. הרפורמה נועדה להביא את מבנה השוק ודרך פעילותו למקובל בארצות המערב, תוך התחשבות בגודל המשק ובמאפייניו הייחודיים.

תהליך הרפורמה נועד להביא לכך ששוק ההון יישלט על-ידי כוחות השוק ולא על-ידי התערבות מינהלית, כאשר מרב החיסכון ישמש למימון השקעות המגזר העסקי ומיעוטו למימון תקציב המדינה.

בתהליך הרפורמה בוצעו מהלכים רבים, ושילובן של מערכות הפנסיה בו הוא הכרחי.

באופן טבעי, אני רואה בעיקר יתרונות לשוק ההון כתוצאה מכניסתן של מערכות הפנסיה. יתרונות אלה באים לידי ביטוי בהיבטים שונים, חלק מהם באופן ישיר ואחרים באופן עקיף.

כמובן, יש לבחון את שוק ההון ואת מערכת הפנסיה בישראל, ולא היבטים תיאורטיים של מערכות הפנסיה בעולם.

כשאנו מדברים על שוק ההון, יש לבחון אותו במובן הרחב של פעילות פיננסית ולא את שוק ניירות הערך בלבד. בהקשר הישראלי, המעבר לשוק ההון פירושו יציאה למערכות שמחוץ לממשלה, ויציאה כזו בחלקה תיעשה למערכות תיווך פיננסי שונות בבורסה, כגון מימון משכנתאות.

ניתן להתייחס לגורמים אחדים במערכות הפנסיה. כיום, וכמובן בדיון זה, עיקר תשומת הלב תמוקד בכניסתן האפשרית של קרנות הפנסיה לשוק ההון.

עם זאת, אין לשכוח את המערכות הפנסיוניות הנוספות, או את אלה המספקות תחליפי צרכים פנסיוניים. בצרכים הפנסיוניים יש לזכור את מערכות קופות הגמל לתגמולים ופיצויים אשר מהווה בחלקה תחליף או תוספת לצורכי הפנסיה של השכירים, ובחלקה מהווה את המערכת הפנסיונית של העצמאי. בהערכה גסה, כמחצית מהכספים הציבוריים, המסתכמים ב-56 מיליארד ש"ח, הם כספים בעלי אופי כזה.

יש להביא בחשבון את מערכת ביטוח החיים - גם את מערכת ביטוחי המנהלים, המהווה מוצא פנסיוני מובהק מבחינת ייעודו (לאו דווקא הדרך בה משתמשים בהם בסופו-של-דבר) וגם הפוליסות האישיות המספקות תחליף לצרכים הפנסיוניים של העצמאים.

המערכת הרביעית, מערכת גדולה ונכבדה, היא מערכת הפנסיה התקציבית לסוגיה - הפנסיה של עובדי המדינה ושל מערכות ציבוריות אחרות.

הכניסה של כל מערכות הפנסיה לשוק ההון היא תהליך מתמשך. מערכת קופות הגמל כולה פועלת על-פי כללי המשחק, ונמצאת בהתקדמות מתמדת הן מבחינת היקף פעילותה בשוק ההון והן מבחינת התנהגותה בפועל.

מערכת ביטוח החיים עוברת גם היא תהליך שינוי דרמטי, אשר עומד להביא אותה להתחלת פעילות בשוק ההון ולהינתקות מההסדרים על פיהם פעלה בעבר. המעבר שלה לשוק ההון הוא מעבר איטי והדרגתי, וחל בפועל על פוליסות חדשות, הנמכרות, ושתימכרנה, על-ידי החברות, כאשר לגבי פוליסות שנמכרו בעבר ממשיכים לחול התנאים הישנים.

ראוי להזכיר, שהשנה אין נמכרות פוליסות ביטוח חיים במתכונת המוכרת והישנה, שנשענה על התחייבויות הממשלה, אלא פוליסות משתתפות ברווחים בלבד, עם הבטחת אג"ח מיוחדת לכיסוי 40% החל מ-1.1.92. לא יינתן כל כיסוי על-ידי הממשלה לפוליסות ביטוח חיים.

המערכת של הפנסיה התקציבית אינה נשענת על צבירת נכסים, ולכן בשלב זה אפשרות הכניסה לשוק ההון אינה רלבנטית לגביה. עם זאת, אם בשלב כלשהו תעבור שיטת הפנסיה הזו לשיטה הנשענת על צבירת נכסים והשקעתם, ואפשרויות כאלה נבחנות, אין ספק שהיה רצוי וחשוב להפנות גם אותם לשוק ההון.

בנוסף, זה שנים נעשים מאמצים להפנות את מערכת קרנות הפנסיה לפעילות ישירה בשוק ההון. עד עתה מאמצים אלו לא עלו יפה. לדעתי, חשוב ביותר לדאוג לכניסתן לשוק, ויש לעשות כל מאמץ להגיע להסדרים מתאימים כאלה.

כאמור, אני רואה יתרונות רבים להצטרפות מערכות הפנסיה לשוק.

כאשר מדובר על שוק הון, אין לראות זאת בהקשר או ניואנס ספקולטיבי, כפי שלעתים מנסים להציג זאת, אלא לראות אותו כמערכת תיווך פיננסי המקשרת בין החיסכון המוסדי לבין השימושים בו. כמובן, בשוליים יכולות להיות גם החלטות ספקולטיביות, אבל - רק בשוליים. ככל שמערכות הבקרה והפיקוח יעילות יותר, מצטמצמת הספקולציה. מלבד זאת, ספקולציה אינה דבר פסול לחלוטין - בעצם, נעשה שימוש בכלים שהשוק הזה מספק.

הכלי הראשון, ולאורך תקופה אולי העיקרי, בו תשקענה קרנות הפנסיה במסגרת מעבר מהשקעה באג"ח מיוחדות לשוק ההון הוא עדיין איגרות חוב ממשלתיות. אבל אג"ח אלה תהיינה אג"ח סחירות, אשר תנאיהן נקבעים על-ידי השוק בהתאם לביקוש ולהיצע, ולא בצורה אדמיניסטרטיבית או בכוחו של משא-ומתן, תוך ניתוק מהתנאים המשתנים במשק.

בנקודה זו, רצוי להעיר שאני מנתק את הדיון והבחינה מהשאלה, האם יש מקום וצורך למעורבות ממשלתית בהבטחת תנאי פנסיה מסוימים בכלל, או במתן תמיכה במערכת קרנות הפנסיה בפרט. אם יש מקום, צורך ורצון לתמוך, ניתן וצריך לבצע את הדבר בצורה ישירה, תוך ניתוק ההשפעות השליליות של שיטת התמיכה הקיימת על שוק ההון.

במשך שנים אחדות מגדילה הממשלה את גיוס ההון בדרך של אג"ח סחירות, ומצמצמת את הגיוס בתנאים אדמיניסטרטיביים ומובטחים מראש. מעבר בגיוס שוטף מהיקף שנתי של 6% ב-1984 לכ-60% כיום. שינוי זה שינה את משקל איגרות החוב הסחירות בחוב הפנימי מ-24% ב-1987 ל-37% בסוף 1990.

זאת התשתית להתפתחותו של שוק הון סדיר ותקין בארץ. למעשה, ללא פעילות ממשלתית ופעילויות נוספות, לא ניתן לצפות שיתפתח שוק של גיוס הון - איגרות חוב - על-ידי פירמות עסקיות, כיוון שאיגרות החוב הממשלתיות, הנחשבות לחסרות סיכון של אי-פרעון, משמשות כסמן ימני של שיעורי הריבית במשק. גיוס ההון הפרטי נעשה בהתאם לפער של רמת הסיכון של המגייסים ביחס לאיגרות החוב הממשלתיות. התאמת עלות גיוס ההון על-ידי הממשלה למתרחש בשוק חשובה גם היא ומבטיחה ניהול נכון יותר של החוב הממשלתי. הגבלת הממשלה לגיוס באג"ח מיוחדות, בריבית שונה מריבית השוק, כובלת את ידה בניהול מדיניות ומשליכה על כל המתרחש בשוק.

כדאי לראות כדוגמה את מה שהתרחש ב-1989. היקף צורכי הגיוס של הממשלה נקבע על-ידי תקציב המדינה. שנה זו היתה שנה של שפל כלכלי. לא היה במשק ביקוש למקורות מימון, כיוון שלא בוצעו השקעות. היקף החיסכון הצבור במערכות השונות היה ניכר וחיפש מוצא. כתוצאה מכך החלו שערי הריבית במשק לרדת. עם ירידת שערי הריבית החלו הגופים, שיכלו להשקיע בתנאים מובטחים אדמיניסטרטיביים, להשקיע במסלולים אלה יותר ויותר כספים. מערכת קרנות הפנסיה וחברות הביטוח ניצלו כל אפשרות להגדלת ההשקעה באוצר בתנאים עדיפים על תנאי השוק, לרבות על-ידי מימוש באיגרות חוב סחירות והעברת הכספים להשקעה באיגרות חוב מיועדות.

כיוון שצורכי האוצר לא גדלו, מימון בדרך זו חייב להקטין את היקף ההנפקות של אג"ח סחירות. הדבר השפיע על רמת שערי הריבית במשק שהלכה וירדה. שיעורי התשואה באג"ח ממשלתי ירדו מממוצע של 4.6% ב-1988 ל-2.7% ב-1989.

כלומר, חלו שינויים ניכרים ברמת שערי הריבית, שהושפעו בחלקם מעצם העובדה שגופים מסוימים יכלו להשקיע באוצר בתנאים מנותקים מהאפשרויות בשוק. הגדלת התחייבויות המדינה לגופים אלה בשערי ריבית גבוהים תשפיע בטווח הארוך, אף שחלק מהגיוס בוצע במחירים נמוכים. השינויים המוגזמים בשיעורי הריבית באג"ח הסחירות השפיעו על כל הגופים הפעילים בשוק התחרותי, לוויים ומשקיעים כאחד.

אין צורך להרחיב בהשלכות שהיו למצב זה על תשואות קופות הגמל - עלייה ניכרת ב-1989 שחייבה ירידה ניכרת ב-1990 עם תיקון חלק מהעיוות. עד היום אנו עדים להשפעות של הזעזוע שעבר כתוצאה מכך על החוסכים ועל מנהלי הקופות.

כניסת מערכות נוספות למעורבות במסחר באג"ח ממשלתיות תתרום להרחבת היקף הפעילות בתחום זה, ולהגדלת הסכומים הנסחרים, ובכך תתרום לייעול הפעילות, לצמצום מרווחים, לקביעה נכונה יותר של מחירים ולשכלול רב יותר של השוק. כניסת קרנות לשוק תתרום רבות גם להתפתחות האפשרויות של גיוס הון על-ידי המגזר העסקי, הן בתחום אגרות החוב והן במניות.

גם כאן אנו נמצאים בתהליך הדרגתי של התפתחות שוק, שנשען עד עתה יותר ויותר על התפתחויות בתחום ההשקעות של קופות הגמל. מדובר בתהליך הדרגתי של הגדלת התעניינות הקופות בשוק. בשלב הראשון ראינו זאת לגבי האג"ח של הפירמות העיסקיות, ובשלב השני אנו עדים להתגברות העניין במניות.

זאת אומרת, אנחנו כן צריכים לעבור יותר ויותר לגיוס באיגרות חוב סחירות, וחשוב לשוק ההון שכל המערכות שפועלות במשק הישראלי תעבודנה באמצעות הכלי הזה. גם כשההשקעה נעשית על-ידי הממשלה, היא נעשית באמצעות הכלי של איגרות חוב סחירות ולא באמצעות כלים אחרים.

תהליך דומה צפוי שיקרה עם כניסת קרנות הפנסיה לשוק. חשוב להרחיב את מעגל המתעניינים בהשקעה בשוק ההון. הרחבת מעגל המתעניינים תביא להגברת האמון של המנפיקים בשוק ותגרום לפירמות שחששו לעשות זאת קודם להצטרף גם הן למשחק.

הצטרפות כזו תגביר מצידה את אמון המשקיעים בשוק, ותחזק את אופי הפעילות שלהם. תהליך זה ייצור מעין ספירלה של פיתוח שוק, כאשר אחד גורר את השני, ויחד יביאו להתפתחות של שוק הון, שבו המגזר העסקי מממן ישירות את צרכיו ואת ההשקעות הנדרשות למשק, והמשקיע המוסדי שותף ישירות להשקעות אלה, שלא דרך התיווך הממשלתי.

כאינדיקציה כדאי לראות מה קרה לפעילות קופות הגמל בשנים האחרונות.

שיעור השקעה של קופות באיגרות חוב עלה מ-6% ב-1988, ל-9% כיום, וזאת תוך גידול ריאלי ניכר בהיקף הנכסים בקופות.

שיעור ההשקעה במניות עלה מ-0.9% ב-1988 לכ-3% היום. לכך השפעה ניכרת על המתרחש בשוק בהתחשב בהשלכה של כל אחוז השקעה מנכסי הקופות - כ-56 מיליארד ש"ח - על היקף הפעילות בבורסה. במיוחד בהתחשב בכך שערך המניות בשוק היא כ-25 מיליארד ש"ח, אך כ-70%-80% מהן מוחזקות על-ידי בעלי עניין. זאת אומרת, הסחורה שפעילה היא מצומצמת הרבה יותר. מה המשמעות של אחוז אחד? אחוז אחד של כניסת קופות גמל לשוק הזה הוא 500 מיליון ש"ח. יש לכך תרומה רבה להתפתחות הבורסה, להתפתחות המסחר במניות.

במקביל, ניתן לראות תמונת ראי של ההתפתחות בפעילות ההנפקות של פירמות עסקיות. זו עמדה בשנים אלה על גיוס של כמיליארד ש"ח בשנה באג"ח ועל כ-600 מיליון לשנה במניות ב-1989-1990 לאחר 150 מיליון ב-1988 ו-340 מיליון ב-1987. ניתן לראות, שהפירמות נענות לאתגר ובאות לשוק.

לכניסת משקיעים כגון קרנות הפנסיה חשיבות נוספת לשוק, משום ששיקולי ההשקעה שלהם שונים משיקולים של חלק מהמשקיעים האחרים - בפרט בודדים וקרנות נאמנות. למה? שיקולי ההשקעה של קרנות הפנסיה הם שיקולים לטווח ארוך, ומאפשרים קבלת החלטות תוך ניתוח מתאים, בהתעלם מהיבטים קצרי טווח. הדבר מספק לשוק ביקוש מסוג שונה לחלוטין אם מבחינת אופי ההשקעה האפשרית במניות ואם מבחינת טווחי ההשקעה באיגרות חוב, ובמקביל הוא מאפשר גיוס אג"ח על-ידי פירמות לטווחים ארוכים יותר. אופי השיקולים גם מהווה גורם מייצב משום ששינויים קצרי טווח בשוק אינם מחייבים למשל מכירה מאסיבית של ניירות ערך כמתחייב מפעילות של קרן נאמנות, למשל.

שיקולי השקעה כאלה תורמים גורם מייצב לכל הפעילות בשוק. גורם מייצב - פירושו שהוא גם גורם לביקוש הרבה יותר יציב וקבוע. אם זו מערכת שמגלגלת כל הזמן היקף כספי מסוים, עם צבירה נוספת ובלי צבירה נוספת, אז זוהי מערכת שיכולה לספק ביקושים לשוק באופן שוטף. הבה נסתכל מה קורה בקרנות נאמנות - הצהרה פוליטית כלשהי בארצות-הברית גורמת לכך שבישראל הקטנה, ציבור המשקיעים מחליט שהוא רוצה למשוך את הכסף ולעבור להשקעות נזילות, אז כתוצאה מכך, קרן הנאמנות צריכה לממש את ניירות הערך שלה. שיקולים כאלה אינם קיימים בשיקולי השקעה של מערכות החיסכון לטווח ארוך, למשל קופות הגמל וקרנות הפנסיה, ולכן התרומה לשוק תהיה סולידיית ויציבה הרבה יותר.

קרנות הפנסיה מהוות מקור מימון טבעי למשכנתאות, למשל. הדבר יכול להתפתח מחוץ למסגרת המסחר כפעילות ישירה מול בנקים למשכנתאות, אך גם יכול לתרום להתפתחות מכשירי מסחר מסוג אג"ח מגובות במשכנתאות, או כלים דומים הדומים לכך. בארצות-הברית קיים שוק משוכלל מאוד

ומורכב מסוג כזה. כלומר, תיתכן תרומה ניכרת של פיתוח מכשירים פיננסיים חדשים שלא היו מקובלים עד עתה. ניסיון ראשון נוצר במשק בישראל על-ידי הנפקת "שוק משני". כניסה של מערכות הפנסיה תוכל לתרום להתפתחות של שוק חדש, מאוד חיובי ומאוד רצוי למשק הישראלי.

אנחנו מאוד מעוניינים שיתפתחו בשוק ההון הישראלי גם מכשירים פיננסיים חדשניים יותר, אופציות של עתידיים, שיעודם הגנה (hedging) על השקעות. למשל, התפתחות הנושא של אופציות על מדד מניות שהשקעה בו תנטרל סיכונים של השקעה בתיק מניות. פרופ' גלאי ציין את היתרונות הטמונים בהתפתחותם של שלבים אלו בעבור קרנות הפנסיה. אני מציג את הפן ההפוך. אני חושב שכדי שהכלים האלה יתפתחו בשוק, חשוב מאוד שמשקיע, כגון קרן פנסיה, שמעוניין בהם, יבוא לשוק ויתעניין בשוק. זה יעזור להתפתחות של המכשירים האלה.

מעורבות הקרנות בשוק תגדיל את נזילות השוק. הגדלת הנזילות, כלומר יכולת המימוש של ההשקעות, היא מרכיב מרכזי בשוק הון משוכלל. היא מביאה להורדת עלויות גיוס ההון לפירמות ובכך תורמת למשק כולו.

הקרנות תספקנה מקור יציב וקבוע של ביקושים בשוק - בתחילה להשקעות חדשות ואחר למיחזור ושינוי בהשקעות ישנות. גם לכך חשיבות מרובה, כי אופיים שונה מהאופי הפחות יציב של ביקושים המתועלים, למשל, על-ידי קרנות נאמנות. ביקושים אלה מושפעים מכל אירוע בארץ ובעולם, ללא קשר הכרחי בינו לבין שוק ההון.

אני יוצא מתוך הנחה, שכולנו מכירים בכך שתהליך ההפרטה חשוב, ואנחנו רוצים בו. צריך רק את הקליינטים, ומי הוא הקליינט, של חברות ממשלתיות גדולות במיוחד? - הקליינטים הם כל מערכות החיסכון לטווח ארוך, לרבות מערכת הפנסיה. מכיוון שאני מכיר בכך שצריך לבצע הפרטה, והפרטה חשובה מאוד לפיתוח שוק ההון המקומי - צריך להוסיף את המנפיקים. אם יהיו מנפיקים - ניתן יהיה למשוך משקיעים. משקיעים יבואו - יהיו מנפיקים. אני רואה את החשיבות של כניסת מערכות הפנסיה לשוק גם מבחינת ביצוע ההפרטה.

ביקשו ממני לציין את החסרונות שיש בכניסה לשוק ההון. בצד החסרונות האפשריים לכניסת הקרנות לשוק ההון, ניתן אולי לחשוב על ההשלכות של הפניית סכומים ניכרים לשוק כאשר עדיין אין מספיק ביקושים לכסף זה ומגוון מספיק של השקעות עבורן. יש אומרים, שלקרנות הפנסיה היקף נכסים צבור של 30 מיליארד ש"ח. יש המצביעים על כך, שהחיסרון הוא שהסכומים גדולים מדי. הם גדולים מדי על שוק ההון הישראלי, וההשפעה של כניסת סכומים גדולים מדי תהיה שלילית, כי אין מספיק ביקוש לסכומים כאלה.

אני מציג זאת כחיסרון אפשרי, אבל בעיני אין הוא ממשי. בפועל, קרנות הפנסיה משקיעות היום כ-2 מיליארד לשנה בלבד. כלומר, גם אם יתחיל מעבר שלהן לשוק, הוא ייעשה בהדרגה ובתהליך מתון, תוך הצטרפות סכום נוסף למערכת מדי שנה. כאמור, חלק מהכסף החדש יופנה תחילה לאיגרות חוב ממשלתיות, וחלק - לפקדונות. הממשלה הזקוקה למימון תגדיל את היקף ההנפקות שלה. כלומר אין לצפות שיווצר לחץ מופרז של ביקושים על השוק.

איני רואה את סדרי הגודל כבעיה. אני מניח, שגם קופות הגמל נכנסות לשוק באיטיות ובהדרגה, אפילו כשמותר להן. התהליך צריך להימשך שנים, אבל צריך להתחיל אותו. צריכים לבצע כניסה הדרגתית - מימון הדרגתי, כניסת משקיעים ופיתוח השוק צריכים להיעשות במקביל.

צפוי, ורצוי, שיגדל הביקוש של פירמות עסקיות - אם על רקע צמיחה והתפתחות כלכלית ואם על רקע מודעות גוברת והולכת לטכניקה זו של מימון פעולות. הדבר יספק כר נרחב יותר לפעילות הקרנות. בסיכומו של דבר, הדבר יהיה יעיל מבחינתם. זה יספק את צורכי ההשקעות של המשקיע המוסדי ושל קרנות הפנסיה. כמובן, נותרת השאלה, האם, בנוסף, צריך לפתוח את האפשרות להשקעה בחוץ-לארץ. לדעתי, היום אין זו שאלה מכרעת. אבל בעתיד הדבר אפשרי, מכיוון שהמשק שלנו עובר ליברליזציה. מכל מקום, תמיד נשארת בעיית יתרות מט"ח, החשש מההשלכה על היתרות והפערים באינפלציה בין מדינות. כמובן, כניסתן של מערכות הפנסיה לשוק בהיקף רחב תצריך בשלבים מאוחרים יותר את פתיחת השוק להשקעות בחו"ל.

כמובן, במקביל תיתכן התפתחות של הפקדת קרנות בבנקים, כחלק מהמעגל הרחב יותר של פעילות בשוק ההון. התפתחות זו עשויה לשחרר מקורות אחרים להשקעות ישירות במגזר היצרני.

לסיכום, לדעתי יש מקום לכניסתן של מערכות הפנסיה לשוק ההון כחלק מהמעבר של כל מערכת החיסכון המוסדי להשקעה ישירה בשוק ההון, ואין מקום לחפש אלטרנטיבות.

סקירה ב'. מאיר סוקולר: השאלה המרכזית שלפנינו היא מהי הדרך היעילה ביותר לנתב חיסכון מהמגזר החוסך למגזר המשקיע, תוך התייחסות למערכת הפנסיה והצורך לשלבה במסגרת זו. לכך ישנן שתי דרכים:

דרך אחת, הדרך שבה זה נעשה בעבר בישראל - תיווך ממשלתי. הממשלה עסקה, בעצם, בתיווך פיננסי. היא גייסה מקורות למימון התקציב שלה, אבל גם מעבר לזה. היא גייסה מקורות כדי להקצות אשראי למגזרים שונים, על-פי שיקולים שונים, מהם טובים, ומהם לא טובים. בכל אופן, בדרך זו נהגנו בעבר, ואנחנו נוהגים בה גם היום במידה מסוימת. עוד לא השתחררנו ממנה לגמרי, בלשון המעטה. אגב, כשהממשלה עשתה זאת, היו גלומות בהלוואות בדרך כלל סובסידיות, שגם עליהן לא היתה לה שליטה, כי היקפן היה תלוי, למשל, באינפלציה.

דרך שנייה לנקז את החיסכון בהשקעות הריאליות היא באמצעות מעורבות המגזר הפרטי, כפי שנעשה במדינות המערב.

בישראל נתקבלו בעבר שתי החלטות. התקבלה החלטה על גרעונות תקציביים גדולים או על מעורבות גדולה של הממשלה בפעילות הריאלית. התקבלה החלטה נוספת, אולי פחות מודעת, שהממשלה היא זו שתעסוק בתיווך הפיננסי. אין קשר הכרחי בין שני הדברים האלה, ועוד אחזור לזה בהמשך.

כפי שהבנתי, ישנה הסכמה, שהדרך השנייה בניתוב החיסכון, זהיינו אי-מעורבות הממשלה בפעילות הפיננסית, היא הדרך העדיפה. השאלה היא, האם מערכת הפנסיה יכולה לתרום לכך? התשובה לשאלה היא, כמובן, חיובית, כי היקף החיסכון של מערכות הפנסיה בסל החיסכון הוא גדול מאוד. מספיק להזכיר, שמתוך סך הנכסים שהציבור מחזיק, החלק שאנחנו מכנים "מערכת הפנסיה" - קרנות הפנסיה, קופות הגמל, קרנות ההשתלמות, ביטוח החיים - ודאי יגיע ל-50%. אם הדעה היא, שמערכות הפנסיה אינן צריכות להגיע לשוק ההון, אז גם התשובה לשאלה הראשונה - כיצד רוצים לנקז את החיסכון אל ההשקעות - תהיה, שניקוז החיסכון לא יעבור דרך השוק.

מהם היתרונות של המעבר דרך השוק? כלומר, מהם היתרונות בעצם ההחלטה שהממשלה לא תהיה מעורבת בתיווך פיננסי? התשובה היא, שיווצר מפגש ישיר בין החוסך למשקיע - אם דרך הבורסה ואם

דרך מערכת הבנקאות - אבל לא דרך הממשלה. הממשלה לא תחליט למי להקצות את החיסכון. העיקרון הוא, כמובן, יעילות ההקצאה של החיסכון וסינון נכון של הפרויקטים שייבחרו. בסופו של דבר, יהיה לכך ביטוי גם בשיעור הצמיחה של המשק. שיעור הצמיחה הוא שיכריע בשאלה, האם אפשר לעמוד בהבטחות שניתנו למבוטחי הפנסיה.

אגב, כאשר מדובר על השקעות, תפקידה של הממשלה הוא בהשקעות בתשתית. כדי לגייס את ההשקעות האלה, הממשלה יכולה, וצריכה, לגייס מקורות - גם בגיוס פנימי וגם בגיוס חיצוני. אבל כפי שמר ארבל אמר, רצוי שתעשה זאת בתנאי תחרות, יחד עם המגזר הפרטי.

לדעתי, כאמור, אין בהכרח סתירה בין גרעונות תקציביים לבין אי-מעורבות הממשלה כמתווך פיננסי. ישנן מדינות בעולם - בלגיה ואיטליה כמדומני - שיש להן חוב גדול יחסית משלנו. החוב הפנימי הצטבר מתקציבי העבר. אבל הממשלה אינה מעורבת בתיווך הפיננסי. איני מכיר אף מדינה במערב שמכריחה את האזרחים שלה, בעקיפין, להחזיק איגרות חוב ממשלתיות. אם יש גירעון ממשלתי, מממנים אותו באמצעות איגרות חוב סחירות. הממשלה מממנת את היקף הגירעון שלה באמצעות איגרות חוב. אין כפייה להחזיק בקופות גמל, תכניות חסכון, או בקופת השקעה באיגרות חוב ממשלתיות, כפי שיש אצלנו.

לפיכך, אם מתכוונים ברצינות לבחור באלטרנטיבה של ניתוב החיסכון להשקעה שלא באמצעות הממשלה, הדבר הראשון, לדעתי, הוא פשוט לבטל את חובת ההשקעה הזאת.

אי-אפשר לעשות זאת בבת-אחת. רצוי, אבל זה קשה. הייתי מכריז על מסלול המתנהל על-פי לוח זמנים ידוע מראש. בסופו, פשוט אין יותר חובת השקעה - לא בתכנית חיסכון ולא באיגרות חוב - מיוחדות או סחירות. אם הממשלה צריכה לגייס הון לצורך מימון תקציבה, בבקשה, שתעשה זאת בתנאי תחרות חופשית.

זהו תנאי הכרחי, אבל לא מספיק, כי אצלנו נוצר מצב שהמשקיעים המוסדיים הם "מכורים" לאג"ח ממשלתיות וצריך לגמול אותם מכך. ביטוי להתמכרות היא העובדה שבעוד שחובת הנזילות, או חובת הפקדה על קופות גמל, ירדה ל-50% בפועל, הם השקיעו הרבה יותר. איפה הם רוכשים את איגרות החוב האלה כדי להשקיע? הם רוכשים אותן בשתי צורות: (1) דרך השוק המשני; (2) מהממשלה במישרין.

איך הם מצליחים לגייס מהממשלה? בישראל נוצר מצב, שהממשלה מגייסת יותר מהיקף הגירעון שלה. ברביע הראשון של שנת התקציב הנוכחית, או שלושת החודשים האחרונים, היקף גיוס ההון העודף הסתכם במיליארד ו-200 ש"ח. איני רוצה להיכנס כאן לוויכוח, האם זה טוב או רע, רק אגיד דבר אחד - זה לא מסייע לגמול את קופות הגמל מ"התמכרותן" לאיגרות החוב הממשלתיות. לכך, לדעתי, יש שתי מוטיבציות: (1) הפדיון הגדול של היקף המניות הבנקאיות באוקטובר, ו-(2) התחזית או ההנחה שהגירעון צפוי להיות גבוה.

אינני חושש מפדיון המניות הבנקאיות. לדעתי, הפקדונות ימחזרו את עצמם במידה רבה. אבל, אפילו אם אני טועה, אפשר להשתמש באיגרות חוב עתידיות לזמן הפדיון. אפילו אם יש לזה מחיר - כדאי להביא בחשבון גם את התועלת שבדבר, בין השאר את התהליך שקראתי לו "תהליך הגמילה" של מערכת הפנסיה מהרצון שלה להשקיע באיגרות חוב ממשלתיות.

אזכיר דבר נוסף. הממשלה יכולה לממן את הגירעון התקציבי גם ממקורות בחו"ל. הפתרון שנקט עד כשיו, נדמה לי, היה גיוס כספים מחו"ל. מלבדו, היה גיוס הון שלא לצורכי התקציב. לא היה תיאום

בין השניים. נדמה לי, שרצוי שיהיה תיאום כלשהו בין השניים. אפשר שהוא קיים, אבל אני לא כל-כך רואה אותו.

הייתי מעדיף שהממשלה, "בגדול", תגייס הון בהתאם לצורכי הגירעון. אני מבין שאי-אפשר לקלוע כל חודש קליעה מדויקת, וברור לי שלא יהיו התאמות מושלמות. אולם, גיוס הון, התואם פחות או יותר את צורכי התקציב, חשוב לתהליך ההשתחררות של קופות הגמל מהנטייה הטבעית ההיסטורית, להיות מושקעות רק באיגרות חוב של הממשלה.

קיימת השאלה, האם כספי החוסכים בקרנות הפנסיה צריכים לזכות בתשואות שישולמו על-ידי שוק הון חופשי, אם יהיה, או שמא חייבת להיות מעורבות ממשלתית כדי להבטיח את הכספים ואת התשואות.

לדעתי, לאורך זמן, משק לא יכול להבטיח לכל אזרחי תשואה גבוהה יותר מאשר נכסי אותו משק. כמובן, משק יכול להבטיח לחלק מאזרחי תשואה גבוהה יותר. אבל, ככל שהחלק הזה גדול יותר, ההבטחה הזו פחות אמינה. לא אדון בשאלה, האם זה בכלל לגיטימי להבטיח לקבוצה מסוימת תשואה עדיפה - חשובה גם הדרך בה זה נעשה. אם זה נעשה, כדאי שזה יעשה באופן שיעוות מה שפחות את מבנה הריביות. אין זה המצב היום. הסיבה לכך היא, שכך בעצם מצליחים קצת לטשטש את העובדה שיש תשלום העברה מקבוצה אחת לקבוצה שנייה.

נושא נוסף באותו הקשר הוא ניתוח התנודות. ידוע, גם לפי הדברים שנאמרו אתמול, שבסופו של דבר, לאורך זמן, התשואה בשוק ההון גבוהה מזו של איגרות חוב. אבל אי אפשר להתעלם מבעיית התנודות לטווח הקצר. בהקשר הזה, אם קרנות הפנסיה, או מערכת הפנסיה, תיכנסנה לשוק ההון, למשל לשוק המניות, יעמיק הדבר את שוק המניות, דבר שימתן את התנודות. כל הזמן אני שומע את הטענה, שמערכת הפנסיה "גדולה" על שוק ההון. דעתי נוגדת - שוק ההון קטן משום שמערכת הפנסיה אינה בתוכו. בשוק הון צר, התנודות גבוהות יותר. על-מנת למתן את התנודות יש להגדיל את שוק ההון על-ידי הכנסתן של קרנות הפנסיה.

הושמעה אתמול הטענה, ובצדק, שהמיסוי של כל מיני מכשירים פיננסיים מפלה בין הבורסה לבין אמצעים שמחוץ לבורסה. אני מסכים עם פרופ' גלאי שאין מקום לאפליה הזאת.

אשר לנושא ההפרטה, ברור שכולנו רוצים הפרטה, בעיקר כשמדובר בחוב פנימי. אבל בהקשר הזה, אי-אפשר להתעלם גם מהקשיים שיוצרת ההפרטה, הנובעים מתנאי שוק העבודה אצלנו. נראה לי, שנושא לא-פחות חשוב מאשר מערכת הפנסיה ושוק ההון הוא מערכת הפנסיה ושוק העבודה. את ההפרטה קשה לבצע גם מסיבות נוספות שאינן קשורות לשוק ההון, ואשר אי-אפשר להתעלם מהן, למשל, התנגדויות עובדים.

אשר לנושא הערבות, האם כדאי לנו לחקות את מה שקורה בארצות-הברית בנושא הערבות הממשלתית (P.B.G.C.)? נראה לי שהדבר אפשרי. הייתי רק מוסיף רעיון - לא ברור לי בדיוק מדוע אין יותר ערבות פרטית מצד חברות הביטוח, ולא רק המפעלים. אני מסכים שיש פה בעיה, ואני מוכן אפילו להסכים, שצריכה להיות ערבות ממשלתית כלשהי. אבל הייתי מציע לבחון שיטה של שילוב: שהממשלה תמכור במכרז ערבות לפנסיה בכמות מוגבלת. את היקף הכמות היא תקבע על-ידי ניסוי וטעייה, בדיוק לפי השיקולים שמכתיבים לה את גובה הפרמיה. מי שרוצה, יוכל לרכוש בכך עוד ביטוח. אני חושב שזה שיפור מבחינת אלה שרוצים יותר ביטוח, ונדמה לי שגם מבחינת המימון (funding) השילוב יהיה עדיף על השילוב שקיים היום.

דיון

יו"ר ומנחה - ג'ק חביב

גד ארבל: כיוון שמאיר סוקולר טרח לדבר ארוכות לא על נושא הפנסיה, אלא על נושא גיוס ההון, אציין רק שהשנה, ברבעון האחרון, היה עודף גיוס הון על-ידי הממשלה. כדי שלא יהיה ספק, יש בינינו הסכמה מוחלטת לגבי הגישה הנכונה בגיוס הון כזה. זאת אומרת, לממשלה אסור שתעבוד בצורה יבשה של מימון ברמה חודשית על-פי היקף גרעון חודשי. ממשלה חייבת לתכנן את מבנה גיוס ההון על-פי צרכים שנתיים, ולהביא בחשבון את התמונה השנתית הכוללת. אשר לשנה הזאת - 1991, מדובר בשנה של 9 חודשים בלבד, שנה שבה היקף תשלום החובות ברבעון האחרון של השנה הוא יותר ממחצית כל תשלום החובות במהלך השנה. השנה, בחודש אוקטובר לבדו, יש פרעונות של 4.5 מיליארד שקל. מתוכם פרעון המניות הבנקאיות ב-30 באוקטובר המסתכם ל-3.5 מיליארד שקל. אם מישהו יישב בשקט, ויחשוב שהוא יכול למחזר בחודשיים שנותרו את גיוס ההון הנדרש - מבלי ששערי הריבית במשק יעלו בצורה פראית, מבלי שתהיינה קפיצות מטורפות בשערי הריבית במשק, אז הוא פשוט טועה.

תכנון וניהול נכון של חוב מחייב הקדמה של חלק מהגיוס, כמובן בזהירות, וכמובן במגמה לא להשפיע לרעה על שערי הריבית. אפשר להגיד ששערי הריבית יכולים להיות טובים יותר. אבל ברבעון הזה עלות הגיוס לא רק שלא עלתה, אלא נמצאת בפירוש במגמת ירידה. נראה לי, שהממשלה היתה טועה טעות חמורה לו היא היתה פועלת בצורה אחרת.

מר סוקולר הזכיר את האפשרות של מכירת איגרות חוב עתידיות, פעולה שכבר נקטנו בנושא מיחזור מניות בנקאיות, מכירה לתאריך הפדיון. גם כאן, קודם כל זה בתכנית שלנו. אם אתה עושה את זה מוקדם מדי, הפרמיה גבוהה מדי. השאלה מתי לעשות את זה היא שאלה של מחיר. בכוונתנו להכניס את זה, אבל לא כשאנחנו חושבים שתשלום הממשלה יהיה גבוה מדי, כיוון שהמועד העתידי הוא רחוק מדי.

כמובן, כללתי בדברי גם ניתוח של יכולת המיחזור, למשל - מי מחזיק השנה מניות בנקאיות, לעומת שנים קודמות וכד'. אני רוצה להעמיק יותר מדי, רציתי להגיב תגובה ראשונית. גם האוכלוסייה שונה לחלוטין, ולכן קשה למיחזור בהרבה מאשר בשנים קודמות. היום אוכלוסיית המשקיעים מורכבת ממשקי-בית רבים, מסכומים רבים וקטנים. האופי שונה לגמרי מאשר בעבר, אז ההשקעות הוחזקו בסכומים גדולים בידי משקיעים מוסדיים.

מאיר סוקולר: אנחנו יושבים כאן, וכולנו אומרים, שמי שצריך לקבוע את התשואות הוא השוק. כאשר מדברים על הנפקות, הרי מוציאים מכרז כדי שהשוק יקבע את התשואות. עכשיו אומרים, שזה יקר מדי. אם השוק קבע, המנפיק יכול להחליט.

גד ארבל: יקר למי שמנפיק.

יו"ר: אני מציע שבנקודה הזו לא נמשיך בדיון. טוב לראות שאתם לא מסכימים על הכל.

גד ארבל: חשוב להדגיש, שאנחנו מסכימים בהחלט שמערכות הפנסיה צריכות להיכנס לשוק ההון.

צבי בודי: אשר להערה הזאת, נדמה לי שיש פה עניין אחד שאכן מבדיל בין שני הדוברים, והוא נושא ערבויות הממשלה. נדמה לי, שברגע שנתחיל לדבר על היתרונות והחסרונות למערכת הפנסיה, מיד יעלה עניין ערבויות הממשלה.

אני מסכים לדברים שנאמרו, אבל, לדעתי, חשוב מאוד לציין את הקשר לשוק ההון העולמי. נאמר, שהיתרון הגדול ביותר לשוק ההון מכניסת קרנות הפנסיה הוא הרחבת שוק ההון. אין דבר חשוב יותר, כאשר מדובר על שילוב שוק ההון הישראלי בשוק ההון העולמי. בעיני משקיעים מחו"ל גודל השוק הישראלי הוא הגורם החשוב ביותר. לכן, ככל שנרחיב את שוק ההון המקומי - וזאת התרומה הגדולה של קרנות הפנסיה - הרי זה משובח.

משתתף: כשמנתחים את ההיסטוריה של שוק ההון של ישראל - לא של חמש השנים האחרונות, אלא של 30 השנים האחרונות, יש לזכור שבמדינת ישראל הצליחו להגיע לחיסכון גבוה בהשוואה למדינות אחרות. החיסכון אמנם ירד בשנים האחרונות, אבל במסגרת שבה פועל המשק הישראלי אסור לשכוח, לדעתי, את התרומה של מערכת ההצמדה, עם כל החסרונות שלה, לקיומו של חיסכון כזה. בתקופה הראשונה של קיום המשק הישראלי לא יכלו להיות מסגרות חיסכון כאלה, בלי מערכת הצמדה וכלי איגרות החוב, בלי ה"התמכרות" האו לאיגרות חוב, גם בלי להכניס לעניין את הצורך במימון ממשלתי, שבעטיו היו הלחצים על כל מערכות החיסכון. אז נכון היה להגדיל יותר ויותר את אחוז החובה של איגרות החוב.

אני מסכים עם פרופ' גלאי שיש צורך לצאת מהמערכת בזהירות, ועד עכשיו היתה זהירות בנושא הזה. חוסר הזהירות היה למשל בנושא הסדרי המיסוי על מערכת החיסכון.

בתור כלכלן, תמיד הייתי בעד השוואה ומניעת אפליה במיסוי, אבל אפילו בארצות-הברית נעשות אפליות במיסוי, גם לפי המאמרים של פרופ' בודי. לדוגמה, אפליות במיסוי לטובת קרנות פנסיה וחסכון לטווח ארוך. איש שם לא רוצה לבטל אותן; בשבילם, אפליות במיסוי הוא דבר בהחלט מוצדק. למה אנחנו צריכים להיות בעניין הזה יותר צדיקים מהאפיפיור?

דוגמה טובה למצב היום הן קופות הגמל. אני חושב שבמדינת ישראל עומדת להיות תפנית חמורה בתחום קופות הגמל בשנים הקרובות. השקענו מיליארדי שקלים, האינפלציה זוחלת, יש חיסכון לטווח ארוך. נתנו הקלות מפליגות במיסוי, נתנו סבסוד של שיעורי ריבית, נתנו כל מיני דברים לקופות הגמל, ופיתחנו את מכשיר החיסכון היציב ביותר במדינת ישראל, אחרי הפנסיה. מבחינה זו, היה למוצר שיעור תשואה פחות-או-יותר יציב, שאין בו כמעט סיכון, וכנגד זה שילמת מחיר נזילות. קיבלת הטבות ניכרות במיסוי, והכנסת את הכסף ל-15 שנה. לשום גורם בשוק ההון אין הסמכות לאפשר הוצאה ולו של אגורה אחת מקופת גמל. הכסף נכנס ונשאר שם 15 שנה, אלא אם כן אתה מקבל הלוואה מקבילה או דבר דומה.

מה נעשה עכשיו בתחום קופות הגמל? מצד אחד, אתה מוכרח להחזיק בהן 15 שנה. מצד שני, הן הפכו להיות מוצר עם סיכון, כי יש תנודות בתשואה. חלק מההשתחררות מההתמכרות הזו היא השקעה בנכסים בעלי תשואות גבוהות יותר, לטוב או לרע, או בעלי תשואות נמוכות יותר. תגובת השוק היתה - "תשאירו את החופש, ותקבעו שיעור תשואה קבוע". צריך להחליט האם לחייב הפקדות לקופות גמל למשך 15 שנים ולתת תשואות ללא סיכון, או להתיר את ההגבלה על ההפקדה ל-15 שנים.

ראו מה מפרסם עכשיו בנק לאומי על קרנות הנאמנות שלו. הבנק מכריז כי לטווח ארוך הקרנות הן הדבר הכי טוב, כי כל יום אתה יכול להוציא את החלק שלך. זאת תשואה הכי גבוהה, כי זה מותר. מצוין! אם כך, מדוע יחזיק אדם כסף בקופת גמל ל-15 שנה, כשהוא יכול להחזיק את כל הכסף בקרן נאמנות? אני מציע זהירות, איטיות, התרת אפליות מסוימות ומתן העדפות לפירוק. אנחנו מדברים על סדרי גודל ענקיים.

השווקים שלנו הם עדיין קטנים יחסית לעומת ההיקפים שהיו קודם מחוץ לשוק. זאת בעיה לבוא ולומר, שאם קרנות תהיינה בפנים, השוק יגדל. כמובן, השוק יגדל אם הן תהיינה בפנים, אבל תהליך הכניסה יכול לגרום לבעיות רבות. מרגע שקופות הגמל התחילו להיכנס לנכסי דלא-ניידי, נוצר מחסור בפרויקטים אמניים וגדולים, ואני לא יודע מה ההשפעה שיש לכך. אני מתנגד לכך, אני רק רוצה להצדיק את התהליך ואת החשיבות.

משתתף: שמחתי לשמוע את דבריך על פתיחות וחוסר מעורבות. למה אתם נעצרים כשמגיעים לעניין ההשקעות בחו"ל? הרי כל קרן פנסיה בעולם, לא רק בבלגיה, רשאית להשקיע חלק מסוים מהנכסים שלה במקומות נוספים כדי ליצור איזון, כדי ליצור הטבות? מצד אחד, אתה מדבר על פתיחות וחופש וכו'. מצד שני, כשזה מגיע לנקודה שבה באמת צריך לפתוח את השוק, בנק ישראל עושה את כל הקשיים שרק אפשר. אני שואל את השאלות הללו לאור שנת 1992 שבפתח, כאשר כל הכלכלות באירופה עומדות להפוך לכלכלה אחת.

מאיר סוקולר: אני מסכים מאוד לדברים שנאמרו. כולנו יודעים ששיווי משקל אחד טוב יותר מאשר שיווי משקל אחר. הבעיה תמיד היא איך נראה שלב המעבר. בשלב המעבר, ככל שאני יודע, אנחנו די חלשים. זאת הסיבה לטענתי, שהדברים צריכים להיעשות בהדרגה - הן כשמדובר בתהליך הגדילה והן כשמדובר בפתיחת המשק לחו"ל. לדעתי, נעשה בתחום הזה יותר משנהוג לחשוב, אבל הוא נעשה בהדרגה. למיטב ידיעתי, ניסיון אחד בלבד - כמדומני בבריטניה - לא נעשה בהדרגה.

צריך לזכור את הרקע. אנחנו משק עם אינפלציה גבוהה יותר ויש לנו חוב פנימי בדמות קופות הגמל שכבר בשלו, שאפשר להוציאן בקלות ולאבד הרבה מאוד רזרבות. לכן, גם פה צריכים לנהוג בזהירות. הפיקוח על מטבע זר הוציא לאור ספר ובאמצעותו תוכלו להתרשם מכמות העשייה בתחום.

שיעורי חיסכון גבוהים אינם מטרה בפני עצמה. אם שיעורי החיסכון הם גבוהים, מצד אחד, אבל המשק לא צומח, מצד שני, אז מה התועלת? יכול להיות שיש הבדל בין מדינה בראשית קיומה לבין מדינה מתבססת. בשנות ה-70 שיעורי החיסכון היו גבוהים והמשק לא צמח. היו אמנם שיעורי חיסכון, אבל לא נבחרו פרויקטים מתאימים. זה, בין היתר, הביא לבעיות. האפשרות להשיג שיעור חיסכון גבוה לכשעצמה אינה מספיקה ואינה הכרחית.

אני מדגיש שוב, התכוונתי לתהליך גמילה, ותהליך גמילה מוצלח והדרגתי. אבל חשוב לקבוע יעד ברור כסוים. גם הוודאות הזאת היא חשובה למדי למציאת פתרון.

גד ארבל: רציתי להתייחס עוד לעניין תקופת המעבר. המעבר מתבצע, ולכן הזכרתי את כל מה שקורה בקופות הגמל. ניתן להשליך ממה שקורה בקופות הגמל על קרנות הפנסיה. דיברנו כל הזמן על התהליך ההדרגתי, וזה בהחלט גם תהליך של לימוד, של ניהול עולם חדש של השקעות של הקופות. אז מה התפתח? אנחנו רואים, שליד כל הקופות קמו קבוצות ניהול בעלות אופי שונה של אנשים. זאת אומרת, אנשים שמתמצאים בשוק ההון ומתמצאים בהשקעות; נעזרים גם בשירותי ייעוץ להשקעות, זה טבעי. כלומר, המעבר הזה הביא להתפתחות של תעשייה. זה חלק מהתפתחותו של שוק הון ושל כל מיני שירותים נלווים מסביב. גם חברות הביטוח, שלכאורה אמורות להיות מומחיות גדולות, צריכות ללמוד על הכניסה לעולם ההשקעות החדש. העולם הזה שונה לחלוטין ממה שהן ידעו עד היום. לדעתי, צורכי ניהול חדשים יתרמו הרבה לניהול הקרנות עצמן.

דן גלאי: אני מנצל את ההזדמנות לומר משהו לגבי מיליארד השקל שהוזכרו אתמול - הסכום כולל את הנכסים של קופות הפנסיה ההסתדרותיות, קופות הפנסיה בכלל. זה לא כולל את החלק המחושב של הפנסיה התקציבית.

ברצוני להזהיר שיש שינויים יחסית תכופים באופן החישוב של הנתונים האלה. להערכתי, הדבר נובע בעיקר מהרפורמה בשוק ההון. כאשר דברים משתנים, אנחנו מנסים, בפיגור מסוים, אני מקווה לא רב מדי, לעדכן את הנתונים בהתאמה להתרחשויות.

דב פלג: איני רוצה לדבר כרגע על נושא הפנסיה. ברור ששוק ההון יפיק תועלת מכניסת קרנות הפנסיה. אבל, לפי השיטה המקובלת בישראל, זאת התקפה עקיפה. התקוממתי על דבריו של מר סוקולר כי "חיסכון איננו מטרה כלל". לדעתי, להגיד היום, בשנת 1991, כשבפנינו הבעיה האדירה של קליטת העלייה, שחיסכון פנימי, גבוה, איננו מטרה - זה כמעט לחיות באוויר.

שוק ההון הוא כלי, הוא אינו מטרה. נאמר פה כבר שתפקידו לנתב בצורה יעילה חיסכון להשקעות. לדעתי, הבעיה היא מהו הקצב שיתאים למטרות שבפנינו. כשטען השר שרון שכדי להבטיח שיכון לעולים עליו לעשות דברים הנוגדים לחלוטין את ההתקדמות לקראת שוק בנייה פרטי וכו' התקבל הדבר ללא עוררין. מגיע הרגע, שאתה עומד בפני הברירה - האם לקיים שוק בנייה לפי מה שאתה רוצה, או לתת שיכון לעולים? השאלה - מה קודם למה? אתה צריך, היום, לקלוט את המגזר העסקי בתעסוקה, נניח, תוך 3 שנים לקלוט 150-200 אלף איש, כולל הצעירים. נניח שהניתוב תוך התפתחות שוק ההון לא יספק את ההון לתהליך הזה, אז מה קודם למה? האם נרצה שהממשלה תיקח את השקל ותפנה אותו ליצירת מקומות עבודה - הרי זה לא יעיל, זה יופנה לטקסטיל, הכל ידוע. ברור לנו גם כן כי בלי פעולה כזו או שהעולים לא יבואו או שהם יברחו מכאן.

כלומר, הדיון שלנו אינו תיאורטי - האם עדיף שהממשלה תנתב כסף או שהשוק ינתב כסף? אנחנו חיים במדינת ישראל, העומדת בפני בעיות מסוימות והמונחת על-ידי מטרות מסוימות. השאלה שיש לשאול היא האם הכלי הזה, כפי שהוא יכול להתפתח, ישרת את המטרות בקצב המתאים, או לא?

לכך אני מוסיף גם שירותים חברתיים וכלים חברתיים. בשביל לקלוט עלייה זרושה יציבות חברתית ודרושים שירותים חברתיים. זה תפקידה של הממשלה, בשביל זה גם צריך להשקיע בתשתיות. בשביל להשקיע צריך גם כסף, נוסף לגירעון השוטף. עכשיו - האם הכלי הזה, כפי שהוא היום, כפי שניתן לפתח אותו, יכול בשנים 1991 ו-1992 לשרת את המטרה, לנתב מספיק כסף כדי שהמטרות האלה תושגנה, או לא?

שאלה נוספת, אולי קצת אינטרסנטית. מר ארבל אמר, שיש מרכיב אחד ששמו פנסיה תקציבית, שהוא בחזקת נעלם במבנה הזה. הייתי מציע שמר ארבל יסביר קצת איך זה מתקשר כמותית, ואיכותית, מבחינת הזמן, משום שיש לכך חשיבות לנושא.

משתתף: אנחנו מעבירים לכם 2 מיליארד לשנה - מדוע אינכם משתמשים ביועצים שלכם? קח אתה, לא הממשלה, את הכסף; קח את היועצים והמומחים שקרנות הפנסיה היו לוקחות, ותאמר להם, שיש לך 2-3 מיליארד כל שנה, שיקחו את הכסף, ויתחילו להשקיע אותו בחוץ, ויעמידו את השוק. ההנפקות תעמקנה והשוק יתרחב. אם זה כל-כך טוב, קח את הכסף ותפתח את השוק. למה אתה לא עושה את זה?

י"ר: נשאלה שאלה לגבי העלייה, האם יש תהליך חשיבה בנושא, ואם כן, האם צריך לשנות אותו. נראה לי, שכל מי שלא מתמצא בנושא שוק ההון, ואני כולל בזה את עצמי, ואנשים רבים נוספים שאינם בתוך העניינים ממש, שואלים את השאלה. השאלה נשמעת פשוטה - אבל האם התשובה לה היא אכן פשוטה? חשוב מאוד לתת תשובה חד-משמעית וברורה לעניין הזה.

דן גלאי: אני רוצה להתייחס לדברים שנאמרו על-ידי מר פלג. צריך להבין שהחיסכון הפרטי במשק הוגדל, כיוון שהחיסכון הציבורי היה שלילי, וחלק מהחיסכון השלילי של הממשלה מומן על-ידי המגזר הפרטי. כך שסה"כ החיסכון נטו של המשק היה נמוך יותר מהחיסכון של המגזר הפרטי.

כדי להגיע למטרה הזאת, העלו את שיעורי הריבית לממדים שאינם מקובלים בעולם המערבי. הריבית הריאלית בעולם המערבי במשך שנים רבות היתה אחוז אחד בקירוב. לדוגמה, בארצות-הברית, במדינות אירופה וביפן. ברגע שבארצות-הברית זה עלה ל-4%-5%, נעצר גם שם תהליך ההשקעות הריאליות.

במשק הישראלי הגענו לתקופות של 7%, ירדנו ל-6% ו-5%, אבל היתה ריבית ריאלית מעבר למה שמקובל בעולם. חלק מתהליך עצירת ההשקעות הריאליות במשק נבע מהאלטרנטיבות שהוצעו על-ידי הממשלה כדי לממן את הגירעון בתקציב הממשלה. כדי שיהיה לנו משק נורמלי שיצמח בצורה נורמלית, צריך לדאוג שהריבית הריאלית תהיה נמוכה בהרבה.

כדי לתקן את המעוות, יצרה הממשלה, בין השאר, עיוותים אחרים דרך עידוד השקעות הון. המנגנון של עידוד השקעות הון בא למעשה להוריד את הריבית הריאלית, אבל עושה זאת דרך מנגנון פקידותי מסורבל, שבידו הסמכות להחליט לחיוב או לשלילה, וגם לוקח לו זמן רב להחליט. בואו נבטל את המנגנון ההוא של עידוד השקעות הון. הוא מיותר במשק נורמלי, שבו שיעורי הריבית הריאלית נורמליים אף הם. למשק יהיה יותר קל אז להפנות את המקורות להשקעות הרצויות לו - ללא מנגנון ממשלתי שיצטרך לכוון. לכן גם הושמעה ההערה הפרובוקטיבית לגבי 2 מיליארדי השקלים שנכנסים לשוק ההון. אין צורך במנגנון של החלטות פקידותיות אדמיניסטרטיביות.

כדי לקלוט את העלייה, ולהתפתח לקצב של 7%-9% גידול ריאלי, אין ספק שיצטרפו לעודד בשנים הקרובות את החיסכון הפרטי, תוך כדי צמצום החיסכון השלילי הממשלתי. אבל, זאת בהצטרפות של שוק ההון, שהתנאים בו יהיו תנאים נורמליים. לכן, חשוב לפתוח את השוק לעולם. הפתיחה לעולם תביא בהכרח להורדת הריבית הריאלית, כיוון שיש מגמה בעולם להשוות ולהביא את המקומות השונים לרמה אחידה, תוך התאמות לשערי חליפין והתאמות של אינפלציה. לכך תהיה השפעה חיובית על שוק ההון בישראל וגם על הגידול בהשקעות הריאליות במשק.

צבי בודי: בהמשך לדברי פרופ' גלאי על שוק ההון העולמי, יש מה ללמוד מהניסיון של ארצות אחרות. אני מסכים לגמרי גם עם מה שמר פלג אמר. אבל ישנה הדוגמה של העשור האחרון במדינות קוריאה, טייוואן וסינגפור, המכונה בארצות-הברית "הנס במזרח הרחוק". איני רואה את עצמי מומחה לעניין, אבל על סמך החומר הקיים ניתן לראות שהמשקים של המדינות האלה לא היו מפותחים יותר מאשר המשק הישראלי. התל"ג לנפש במשקים אלה היה כמחצית מהתל"ג לנפש בישראל בשנות השישים. קצב הגידול שם עצום, וחלק גדול מזה הוא החיסכון הפנימי. העלייה בחיסכון הפנימי ויבוא ההון בחו"ל משלימים זה את זה. המשקיעים מחו"ל מתוחכמים מאוד. הם מוכנים אולי להלוות לארצות-הברית אם אין חיסכון פנימי, אבל הם לא מוכנים להשקיע במדינה, בפרט קטנה, שמתקבל הרושם ששם זה תחליף לחיסכון הפנימי. זה צריך להשלים את החיסכון הפנימי. ואולם, המנגנון של פיצול בינלאומי מאפשר בארץ קטנה התמחות בייצור, משום שהחיסכון מפוזר על פני כל העולם. בקוריאה, טייוואן

וסינגפור, לא מנסים לפתח כל ענף וענף, אלא מתרכזים בענף מסוים באופן מאוד-מאוד ספציפי. אבל הם לא נושאים בסיכון, אלא מפזרים אותו על פני כל העולם.

יש תופעה מעניינת - שוק המניות כאן הוא חשוב מאוד, מכיוון שמה שהמשקיעים בחו"ל רוצים לעשות הוא להשקיע במניות. הם לא מעוניינים ב-flexing income. בארצות-הברית ישנה קרן נאמנות ששמה Korea Fund, שהיא closed-end fund. זאת אומרת, יש שני סוגי קרנות נאמנות: opened-end fund ו-closed-end fund (סחירות ויעודיות). ב-closed-end fund יש מספר מוגבל של מניות, ואם אתה רוצה להשקיע בקרן הזאת, אתה צריך לקנות מניה בקרן ממישהו שכבר יש לו. ב-opened-end Fund אין מגבילים את מספר המניות. מעריכים כל יום מהו ערך השוק של הנכסים של הקרן, ואם רוצים להיכנס לקרן, אז משלמים את המחיר הזה. הקרן לוקחת את הכסף ומשקיעה בנכסים נוספים. ה-Korea fund היא closed-end fund. יש מספר מוגבל של מניות. בכל זאת מחשבים כל יום מהו הערך של נכסי הקרן, או ערך השוק של הנכסים, מחלקים במספר המניות, ומקבלים את ערך השוק (asset value), כביכול, של כל מניה. אבל היות שמספר המניות מוגבל, יש גם מחיר שוק של המניה. זאת אומרת, אם אני רוצה לקנות מניה ב-Korea Fund, איני משלם את ערך השוק של הנכסים המחולק במספר המניות, כי אם את ערך המחיר של המניה. למרות שנראה הגיוני שמחירה של המניה לא יהיה שונה - הוא יכול להיות שונה משום שמספר המניות מוגבל.

ערך מניה ב-Korea Fund הוא פי שניים מערכה האמיתי. זאת אומרת, ערך הנכסים זאת פרמיה. פרמיה בעבור מה? בעבור הביקוש מצד המשקיעים בארצות-הברית. אז למה שלא יהיה Israel Fund?

משתתף: ניסו לעשות זאת בישראל. אבל רק אם יעשו שלום יהיה אפשר להצליח.

צבי בודי: לדעתי, זה לא רק עניין של שלום.

משתתף: אני מסכים באופן כללי, שצריך לעודד חיסכון. אבל הבעיה היותר-גדולה, לדעתי, היא הנכונות להשקיע בישראל. זאת הסיבה ללחץ על הריביות.

משתתף: בתשובה לאחת מההערות שנשמעו בעניין שחרור השוק מהשקעות בחו"ל, אמר מר סוקולר: "אינכם יודעים כמה דברים חשובים וטובים עשינו במשך השנה האחרונה. הנה, אשלח לך ספר, ואתה תראה כמה דברים חשובים וטובים עשינו במשך השנה בעניין הפיקוח על מטבע חוץ. בספר ישנם העדכונים שהיו השנה בנושא". אבל אני רוצה להתייחס לנקודה הבאה: יושב כאן צוות הבקיא למדי בנושא שוק ההון ובנושא ניתוב השקעות בישראל. אני לא רואה כאן, בתוך המערכת הזאת, שהיא כמעט מערכת מונחית, אנשים רבים שיכולים עכשיו לקום ולתת את התשובות לשלוש השאלות להלן:

- מה היה מותר לעשות בעניין השקעות בשוקי ההון בחו"ל לפני חודש?

- מה מותר לעשות היום?

- מה יהיה מותר לעשות בעוד חודש?

יש פה שני דברים: מצד אחד, מורכבות הנושא, מצד שני, אלמנט חוסר הוודאות. יושבים פה, ומדברים על מערכות שמתכננות את המדיניות העסקית שלהם לעשר, עשרים ואף שלושים השנים הבאות, מדיניות שיש בה התחייבות לדור הקיים ולדור הבא והחלפות וחילופים של השקעות. במקביל, עומד כאן אדם מטעם בנק ישראל ומודיע לנו שאם נרצה לדעת אלו שינויים נעשו השנה? נצטרך לקרוא ספר. אם נרצה לצפות את השינויים שיעשו בשנה הבאה, כי זה תהליך הדרגתי, נצטרך לקרוא עוד ספר. אם נרצה לדעת מה יכלול התהליך, עד שאנחנו נגיע למטרה הסופית, לאחר שהוחלט על המדיניות (חס וחלילה, אנחנו לא חיים במדינה שתשנה בעוד 3 שנים את המדיניות שלה. כידוע, אצלנו מחליטים על מדיניות, ופועלים לפיה במשך 10-15 שנה)? - בעוד חודש תצא מחברת. אם נרצה לדעת, בתוך המדיניות שכבר הוחלטה,

מה הם תכנוני ההשקעות, ובאיזו מידה נוכל לעשות את הסימטריה ואת הקורלציה בתכנונים העסקיים שלנו, ומה שקורה בשווקים הפיננסיים בעולם? - בחודש הבא תצא מחברת אחת, ובעוד חודשיים עוד מחברת, ובעוד שלושה חודשים עוד מחברת.

חלק מהמינוחים שלי הם אמנם לא-מקצועיים, כי איני כלכלן, אבל מאוד קשה לראות שמקבלים החלטות כלכליות משמעותיות בדרך זאת.

משתתף: קשה לגייס כספים בחו"ל ולהשקיע אותם בארץ היכן שרוצים. נראה לי, שאי-אפשר היום לבוא לבקש מטבע כדי להשקיע. למה? כי לממשלה אין כסף, אין די יתרות מטבע זר לצורך השקעות בחו"ל.

כשהזכרתי תהליך רפורמה בשוק ההון, לא נכנסנו לפרטים. אבל חלק ניכר מהצעדים הם בתחילת הדרך. בעבר הממשלה היתה "לווה" ו"מלווה", וחלק מהגרעונות, או הבעיות, וכן גודל החוב הפנימי עד היום, ובעתיד, נובע מכך, שכאשר הממשלה מתערבת יש פער בתנאים. הממשלה לוקחת מצד אחד, ונותנת מצד אחר, ונוצרים פערים בתנאים, והפערים האלה הם חלק מהעומס הגדול. צריך להימנע מכל זאת. רוצים בהחלט את הקשר בלי התיווך הממשלתי בין הגופים השונים. אין מדובר בכך שהממשלה תיקח יועצי השקעות שיכתיבו לה במה היא צריכה להשקיע. הממשלה צריכה להשקיע במה שהיא צריכה - אם בנושא קליטה - הרי יש לה העוצמה והגודל להתמודד עם הנושא לתקופה קצרה. אבל אין שום סיבה שהממשלה תיקח כסף בתנאים משופרים, ותשקיע אותו בתנאים ירודים עבור קרנות הפנסיה. זאת ההצעה שלי.

היום, הריבית על איגרת חוב נמוכה מהאיגרת הפנסיונית באחוז אחד. מחר, אפשר שהיא תהיה גבוהה יותר ואפשר שלא. כל הדין הוא על הרקע, וזה מנותק מהשאלה אם נדרש או לא נדרש סבסוד לקרן פנסיה.

משתתף: איני רוצה להיכנס לנושא מטבע חוץ, אבל בכל זאת אנחנו משק שסבל כל הזמן ממחסור ביתרות במטבע חוץ, ולכן צעדי הפתיחה נעשים בהדרגה. קשה להגדיר צעדי פתיחה לטווח הארוך, כי אף אחד לא יודע מה המשמעות שלהם.

אני רוצה להביא את הדוגמה הבאה: כשהחלטנו להשקיע בקרנות נאמנות, קבענו כי כל קרן - 10%, קרן מיוחדת - 50%, כדי לבחון איך זה עובד, ומה זה עושה ליתרות. בפועל, זה לא תפס תנופה. ניתן לומר שפירוש הדבר שלא מעוניינים בחו"ל, וניתן גם לומר שיש בעיות מס שלא מסוגלים להתגבר עליהן.

אין ספק, שאם תפתח פתאום את מערכת החיסכון המוסדית שאנחנו מדברים עליה, של כ-100 מיליארד שקל, ותתיר לה פעילות בחו"ל, תרוקן יתרות ותחסל אותן - תוך 24 שעות.

שוב, אנחנו מדברים על כך, שהממשלה לא תקבע את הריבית, אלא תתחרה בשוק, והתחרות הזו תקבע את גובה שער הריבית. היא לא תקבע אם הריבית תהיה גבוהה או נמוכה. זה ייקבע במכרזים. לכן באמת, אם קופות הגמל תשבנה על הגדר, זה יקפיץ את הריבית.

יו"ר: גם מר ארבל וגם מר סוקולר דיברו בחשש רב על פתיחת השוק להשקעות לחו"ל. לעומת זאת, פרופ' גלאי ופרופ' בודי מדגישים את החיוניות שיש בפתיחת השוק לחו"ל. האם יש לכם תשובות לחששות הספציפיים בנושא הזה?

דן גלאי: כפי שציינתי גם אתמול, ישראל היא המדינה היחידה בעולם המתיימרת להיות מערבית, ושיש בה עדיין פיקוח על מטבע חוץ. כל המדינות שעברו את התהליך, וחלק מהן - טורקיה למשל - עברו את התהליך ב"זבנג", ולא התמוטטו. להיפך, הכלכלות שלהן התחזקו.

י"ר: יש מדינות רבות שם יש הגבלות על אחוז ההשקעה בקרנות הפנסיה בחו"ל.

דן גלאי: זה במגזר הבודד.

י"ר: זה מגזר שמעניין אותנו היום. אני רוצה להבדיל, אם אפשר, בין הפיקוח באופן כללי בנושא הזה של ההשקעות.

דן גלאי: אגב, אלה שרוצים להשקיע בשווייץ, יהיה להם קשה שם כי המניות מוגבלות רק לשווייצרים.

אני רוצה לדבר על נושא מטבע החוץ; נדמה לי, שיש בקהל משום מה תחושה, שתחרות פירושה אנרכיה. צריך להבין, שתחרות זו דיסציפלינה, ברוב המקרים טובה יותר מדיסציפלינה של פקידים. יש דיסציפלינה של תחרות. כשאומרים לפתוח את שוק מטבע החוץ אין מדובר על כך שבנק ישראל יקבע שרירותית את שער החליפין. הרי זה אבסורד שהממשלה תפתח את השוק, ובאותו זמן בנק ישראל יקבע שער חליפין של 2.40 ולא יזוז ממנו. מהרגע שהשוק יקבע בעצמו גם את שער החליפין, לא ייתכן מצב כפי שתואר על-ידי מר ארבל, שלפיו 100 מיליון שקל יועברו פתאום למטבע-חוץ וייעלמו. יהיה לזה מחיר. המחיר ייקבע גם לאחר התאמה בין ההיצע לביקוש. אם יש היצע מוגבל, אז ברור שהמחיר יעלה ויעלה עד שזה יתאים. צריך להבין, אם אנחנו אומרים היום ששער החליפין נמוך מדי, פירוש הדבר שאנחנו זורקים את היצואנים. אם אנחנו נשחרר, ונשחרר אותו חלק משוק ההון, ושער החליפין יעלה, פירוש הדבר שזה שער החליפין הריאלי של המשק הישראלי. זה רק יעזור ליצוא, לא יצטרכו את כל הסובסידיות ליצוא. לא יצטרכו את כל התכניות המיוחדות ליצואנים. זה יתבצע שוב דרך שוק ההון שיפעל בצורה נורמלית.

כפי שכסף ייצא, כסף גם ייכנס. היום, כספים מחו"ל לא נכנסים לישראל בגלל הפיקוח על מטבע חוץ. משקיעים שביכולתם להעביר את הכסף שלהם בטלקס, בשנייה, בכל העולם, אינם מעוניינים להתעכב אפילו יום אחד בבנק ישראל, ולהעמיד שם כסף שישמש אותם שנים רבות. הם עובדים בשווקים בלי פיקוח, ויכולים להיכנס ולצאת. כך הם יפעלו בישראל. לא הכל ייצא, יש כספים שייכנסו.

אשר לנושא קרנות הנאמנות. עובדה - ואני יודע זאת גם מאחת הקרנות הגדולות בארץ - משתמשים בזה מעט, גם בגלל בעיות ניהול, ובעיקר בעיית מיסוי שאתמול התייחסתי אליהם.

צריך לזכור, שהיום זמין כלי חשוב מאוד בשדה הבינלאומי לכל עם ישראל. כל אחד יכול לרוץ עכשו לבנק, ולפתוח חוזה עתידי בין הדולר למרק הגרמני. כלומר, לכל אחד יש היום זכות לחייב את ישראל במיליארדי מרקים גרמניים מול דולרים. האמינו לי, אחד יעלה והשני ייחלש, מדינת ישראל תצטרך לשלם הרבה מט"ח. זה פתוח לכל עם ישראל לפי ההיתר הכללי. האם כולם רצים ועושים את זה? האם ראינו שיתרות מטבע החוץ של ישראל הידלדלו? לא.

החששות נובעים מאירועי 1977. מאז 1977 עברו 14 שנה. צברנו ניסיון משלנו ולמדנו מניסיונם של אחרים. כשאני צריך ללכת ולהזמין לי עיתון מאמריקה, איני מבין למה דורשים ממני להציג תצלום של כתב העת, המעיד שאכן אני צריך לשלם 30 דולר, שלא יחשבו שאני חלילה מעביר לחבר 30 דולר כדי

לעקוף את הפיקוח על מטבע חוץ. הפקידה בבנק ממלאת 20 טפסים. אני לא יודע מי קורא אותם ולמי מועברים הטפסים האלה. זה פשוט אבסורד שאין כמוהו.

צבי בודי: אין לי מה להוסיף על מה שנאמר, חוץ מלחזור על דברי. לדעתי, שוק ההון העולמי אינו מחכה ואינו זקוק לזרימת הון מישראל. לעומת זאת, ישראל זקוקה מאוד לזרימת הון מחו"ל. אבל אפילו לא יזרום הון מחו"ל, ישראל זקוקה לאפשרות של פיזור הסיכון על פני כל העולם. ישראל היא שוק קטן, ולפי עיקרון הפיזור, זה עובד רק אם יש הרבה פרויקטים שונים. זה עיקרון הפיתוח.

היום חלה מהפכה בעולם המימון, פרופ' גלאי מכנה זאת "חדשנות פיננסית". אני מעדיף את המונח האנגלי: "הנדסה פיננסית" (financial engineering), משום שהוא מדבר על שימוש בכלים חדשים. אני מדגיש שוב את העניין של החלפות פיננסיות (swaps). הדבר החשוב ביותר בשוק ההון הישראלי, אלו שוקי ההחלפה הפיננסית (swap market), מכיוון שאלה מאפשרים הפרדה בין זרם הון לבין פיזור של סיכון. אפשר לנצל את השוק הזה, דבר שלא עושים כיום.

משתתף: תוחלת מחיר השימוש ב-swaps עולה כסף. אין זו תוחלת אפס.

צבי בודי: זהו שוק מאוד תחרותי. אם לדעתך העלות של Solomon Brothers גבוהה מאוד, למה לא להשתמש בבנק הפועלים, למשל?

משתתף: הרי בנקים ישראלים פועלים גם בחו"ל.

צבי בודי: העלות הזאת, עלות התיווך ביחס לסכומים, היא ממש אפסית.

משתתף: מאחר שזו סדנה על הנושא שוק הפנסיה צריך אולי לעדכן. באנגליה מותר להשקיע בחו"ל עד 25% מכספי הפנסיה, ויש כמובן רשימה באיזה סוג השקעה מותר להשקיע ובמה אסור. זאת מצד אחד. מצד שני, הממשלה שאפשרה השקעות בשוק החופשי, מאפשרת לחברות הביטוח להשקיע כספים של פנסיונרים באיגרות חוב מיועדות, שנועדו במיוחד להבטיח את כספי הפנסיה של הפנסיונרים. למרות שהכלכלה חופשית, מבינים שיש קטע מסוכן ומורידים בו את הסיכון. כלומר, אפשר להחזיק במקל משני הקצוות.

י"ר: דיברנו על יתרונות אפשריים בכניסת פנסיות לשוק ההון, ויתרונות בין-לאומיים לטווח אחר. השאלה היא, האם לשלב את זה במבנה המוסדי של מערכת הפנסיה בארץ? כלומר, האם העובדה שיש קרן אחת בעצם בבעלות ובשליטה משותפת משנה משהו מבחינת היתרונות?

משתתף: השוק הוא של מיליארדי דולרים.

משתתף: אין מדובר בכניסה של קרנות רבות, אלא בקרן אחת. האם זה משנה משהו מבחינת היתרונות שיש לקרן הזאת אם יש קשר כלשהו עם מפעלים מסוימים? כלומר, אם יש קשר מוסדי עם חלק שמחפשים את ההון.

צבי בודי: לדעתי, מה שחשוב פה אינו שיש קרן אחת, אלא מי מנהל את הנכסים, והאם יש תחרות בענף הניהול הביצועי של הנכסים. אני מכיר את הענף הזה, אבל, לדעתי, תתקיים תחרות בענף הזה כל עוד אין התערבות שמונעת תחרות. התחרות תצמח מהר מאוד, מכיוון, שאם חושבים כמה עולה להיכנס

לענף הזה, לא צריך בית-חרושת, לא צריך ציוד - צריך מחשבים ושכל, וצריך ניסיון, או לפחות נכונות
ללמוד מניסיונם של אחרים.

י"ר: כלומר, הקרן היחידה הזו צריכה לפזר את הנכסים בין משקיעים שונים כדי שלא יהיו בסיכון.

צבי בודי: נכון, זה בדיוק מה שנעשה בארצות-הברית.

פרק ה'

מהם היתרונות והחסרונות למערכות הפנסיה במעורבות בשוק ההון, האם ניתן לממש את מטרות מערכת הפנסיה תוך כדי השקעה בשוק ההון רב שיח: יהודה כהנא, דב פלג, מיכה וינטר ומשה פרג יו"ר ומנחה: ג'ק חביב

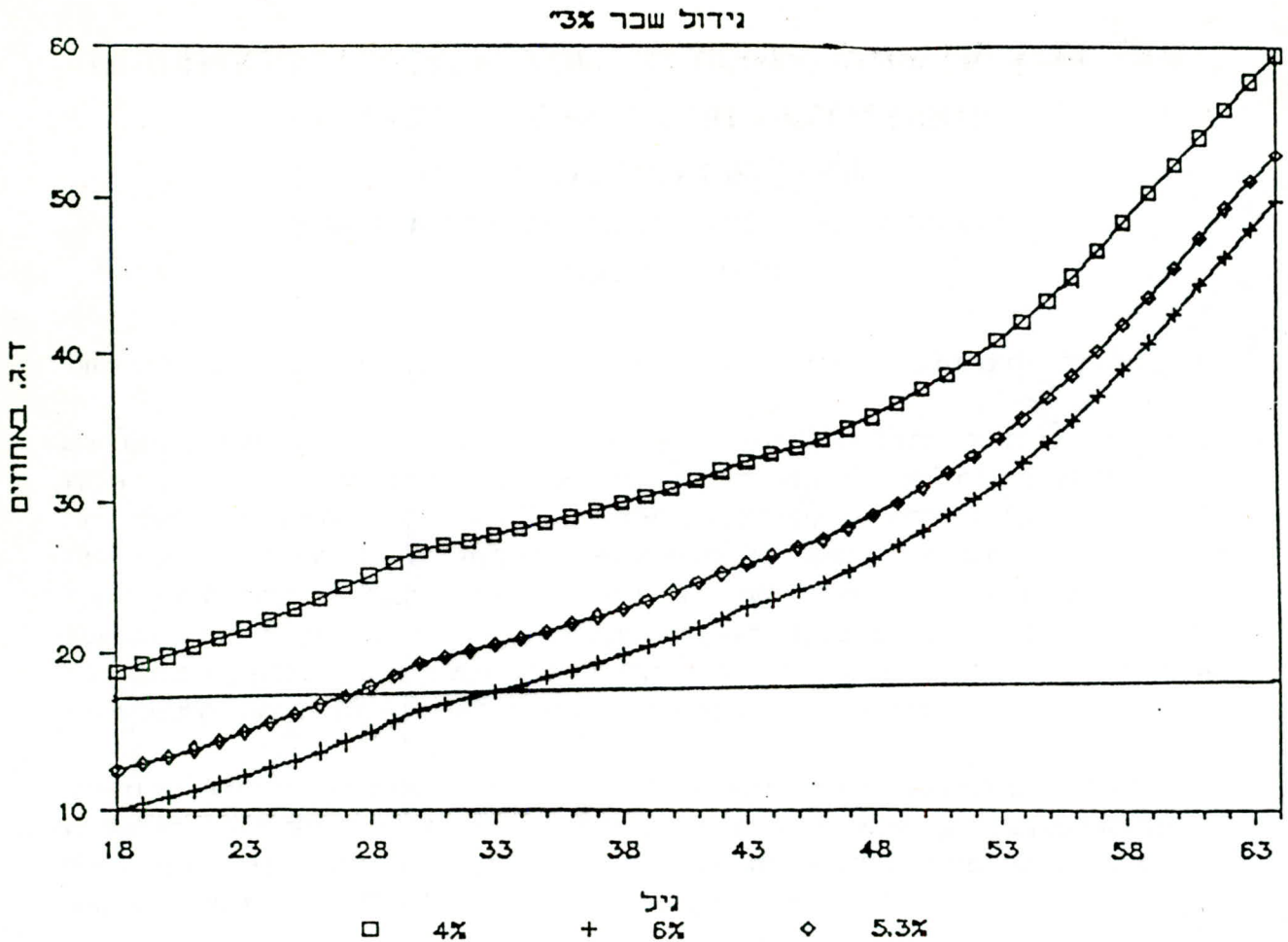
יהודה כהנא: ברצוני לדבר על שני נושאים מרכזיים: שער הריבית ומשמעותו וגורם הסיכון ומשמעותו.

שער הריבית ומשמעותו: גורם הייצור המרכזי של קרנות הפנסיה הוא שער ריבית או התשואה על ההשקעות. השפעתו על תכניות הפנסיה היא עצומה. תרשים ה-1 (להלן) מתאר את ההשפעה של שער הריבית על דמי הגמולים שיש לשלם לקרן פנסיה תמורת תכנית פנסיה סטנדרטית (כמקובל כיום). הציר האופקי מתאר גיל, הציר האנכי מתאר את דמי הגמולים שיש לשלם עבור תכנית הפנסיה - אילו דמי הגמולים היו נקבעים כפונקציה של הגיל. (הקו האופקי מתאר את דמי הגמולים שמשלמים היום במערכת, שהם בשיעור אחיד של 17.5% מהשכר). הקו התחתון מתאר את דמי הגמולים שצריכים לשלם, אם קרן הפנסיה מקבלת על השקעותיה שער ריבית של 6% (ריאלי) לשנה. הקו העליון מתאר מה שתצטרך הקרן לדרוש אם שיעור התשואה על השקעותיה הוא 4% לשנה.

תרשים זה מציג את התמונה כמעט במלואה. ביסוד התחשיב נמצאת הנחה חשובה, ששיעור הגידול הריאלי של השכר הוא 3% לשנה. שיעור גידול נמוך יותר של השכר הריאלי שקול בעצם להעלאה של שער הריבית. כלומר, אם שיעור גידול השכר יהיה 2%, במקום 3%, ושיעור הריבית על ההשקעות הוא 6%, אזי אפשר היה להתייחס לגרף המתאים לשער ריבית של 5% בקירוב.

התרשים מבוסס על תכנית פנסיה דומה לאלו המוצעות בקרנות הפנסיה של ההסתדרות ובפנסיה תקציבית: שיעור הפנסיה הוא 2% לכל שנת עבודה (עד 70% לכל היותר), הפנסיה מחושבת כאחוז מסוים מהשכר, ולכן היא צמודה לשכר בכל תקופת העבודה. מיום הפרישה צמודים תשלומי הפנסיה למדד. התרשים מחושב לגבר הפורש בגיל 65. לדוגמה, אם שער הריבית הוא 6% לשנה - אדם שמצטרף בגיל 18 היה יכול לקנות את תכנית הפנסיה תמורת דמי גמולים של כ-10% לכל אורך חייו. כששער הריבית העומד לרשות הקרן היה רק 4%, אף דמי גמולים בשיעור 17.5% לא היו מספיקים. נקודת האיזון לגבי שער ריבית של 5.3% היא בגיל נמוך מ-26, בשער ריבית של 6% נקודת האיזון היא בגיל 33.

התרשים מבליט שתי נקודות: ראשית, דמי הגמולים חייבים להשתנות בהתאם לגיל הכניסה. (אין זו מסקנה כללית. היא נובעת מההנחה, שמדובר בתכנית הפנסיה הבסיסית, המקנה 2% פנסיה לכל שנת עבודה, ללא תלות בגיל). שנית, קל לראות שבתכנית פנסיה שמצרפת חברים מבוגרים לא יהיה איזון. גם בשער ריבית של 6% המערכת אינה מאוזנת, ויש מסבסדים ומסובסדים. יש מעט מאוד מסבסדים - אלה הם המצטרפים הצעירים, ויש הרבה מאוד מסובסדים - אלה שהצטרפו בגילאים מבוגרים. כבר בשער הריבית הגבוה הזה קשה מאוד לאזן את המערכת. על אחת כמה וכמה כאשר תהיה הורדה בשער הריבית.



לוח ה-1 מציג את עיקרי הדברים בצורה מספרית. אסביר כיצד לקרוא את הלוח: הלוח מציג מספרים עבור גילאי הצטרפות נבחרים ובשערי ריבית נבחרים (בהנחה שהשכר הממוצע גדל ב-2% לשנה. המספרים בלוח מוצגים בכפולות של השכר השנתי). לכל גיל מופיעות שתי שורות. השורה הראשונה מתאר מה הערך הנוכחי של דמי הגמולים במושגים של משכורות שנתיות, בהנחה שדמי הגמולים הם בשיעור הנוכחי של 17.5% מהשכר השוטף.

לדוגמה, כששער הריבית הרלוונטי הוא 3%, מי שמצטרף בגיל 20 מתבקש לשלם דמי גמולים שנתיים, שערכם הנוכחי שקול לכ-6.1 משכורות שנתיות בקירוב. הערך הנוכחי תלוי בשער הריבית: בשערי ריבית גבוהים יותר, הערך הנוכחי יהיה נמוך. לדוגמה, בשער ריבית של 6%, שווי דמי הגמולים שקול לכ-3.6 משכורות שנתיות.

השורה השנייה מראה את שווי דמי הגמולים בניכוי השווי האקטוארי של ההטבות שהאיש יקבל (ערך נוכחי של תקבולי פנסיית זיקנה, שאירים ונכות), כשהוא מוצג במונחי שכר שנתי. אם שער הריבית יהיה רק 3%, דמי גמולים בשיעור 17.5% לא יספיקו בכדי לממן את ההטבות המובטחות לעמית, ונשאר גירעון.

לוח ה-1: דמי הגמולים והגירעון בשערי ריבית שונים שכר 3% (גידול שכר 2%)

גיל הגבר המצטרף		1.03	1.04	1.05	1.06	1.063	1.063
20	ד.ג.	6.1	5.1	4.3	3.6	3.5	4.1
	גרעון	-1.5	0.4	1.4	1.9	1.9	1.8
30	ד.ג.	5.0	4.3	3.7	3.3	3.1	3.6
	גרעון	-3.4	-1.3	-0.0	0.7	0.9	0.5
40	ד.ג.	3.7	3.3	3.0	2.7	2.6	2.9
	גרעון	-3.5	-2.0	-0.9	-0.2	-0.0	-0.4
50	ד.ג.	2.3	2.2	2.0	1.9	1.9	2.0
	גרעון	-3.2	-2.2	-1.5	-1.0	-0.9	-1.1
60	ד.ג.	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8	0.8
	גרעון	-1.9	-1.6	-1.3	-1.1	-1.0	-1.1

לאדם בן 20 הגירעון הוא בשווי של שכר של כשנה וחצי. זאת אומרת, אדם בן 20, שהתקבל לתכנית הפנסיה ומשלם 17.5% כדמי גמולים, בשעה שלקח הפנסיה יש אפשרות לקבל תשואה של 3% בלבד על השקעותיה, גורם לקרן גירעון שהוא שווה ערך לשכר של שנה וחצי. אדם ששכרו השנתי הוא 20,000 שקל, למשל, מקבל "מתנה" כביכול מקרן הפנסיה בשווי של שכר של שנה וחצי - כ-30,000 ש"ח (מתנה זו מפוזרת, כמובן, לאורך שנות חייו). לאנשים המצטרפים בגיל מבוגר יותר, שווי המתנה גדול בהרבה. מצד שני, כאשר אדם בן 20 מצטרף לקרן פנסיה שמשגיגה ריבית גבוהה יותר, למשל 6%, הוא מותיר אחריו בתוך הקרן סכום שווה ערך לכ-1.9 משכורות - כמעט שתי משכורות שנתיות. באופן דומה מופיעים כאן החשבונות לגבי מי שהצטרף בגילאים אחרים: 60,50,40,30 שנה.

הסיכון: הנקודה השנייה קשורה לסיכון הקשור בהשקעות. עד כה מונפקות לקרנות הפנסיה איגרות חוב מיוחדות שנותנות רמת תשואה קבועה, מובטחת וארוכת טווח. היום מדובר על מעבר לתנאי שוק הון שבו התשואה אינה מובטחת, כלומר, יש סיכון. ברור שקרן פנסיה הפועלת בתנאי סיכון צריכה לגבות תעריפים גבוהים יותר בגלל מקדם הסיכון. או, לחילופין, להציע תכנית נחותה תמורת אותם דמי גמולים.

המגמה של הממשלה היא ליצור שוק הון חופשי, ולהשתחרר מהמצב שבו שוק ההון מולאם בפועל. בעקבות זאת הולך ונוצר מצב, שבו בעצם כמעט כל המתחרים בשוק ישקיעו בניירות ערך סחירים רגילים, ועל כן כל הגופים יוכלו להציע לעמיתיהם "אותו שיר ואותו ריקוד". למשל: קרנות הנאמנות, תכניות חיסכון, קופות הגמל, תכנית הפנסיה, כולן יוכלו להשקיע את כספם באותו אופן ולהציע, בעצם, אותה תכנית, שהיא מעין קרן נאמנות. בשלב הזה עדיין יש ביניהם הבדל. ההבדל היחיד שנשאר בין כל תכניות החיסכון, הפנסיה והגמל למיניהן נובע משיקולי מיסוי - כאשר חלק מהגופים והתכניות נהנים מיתרונות מס, שאינם מוקנים לאחרים.

כלומר, שאלת המפתח שצריכה לעמוד כאן לדיון היא האם אנחנו רוצים באמת שכל הגופים במשק יוכלו להציע רק את אותה תכנית? האם רצוי ליצור שוני ביניהם? וכיצד ליצור את ההבדלים ביניהם? או שמא פשוט לאחד את כולם ושיתמודדו על כל שוק ההון.

מספר המנהלים במשק שהוכשרו לכך הוא מצומצם למדי, ובוודאי במגזר הפנסיוני והביטוחי. במשך שנים הורגלו המנהלים לא לבצע החלטות השקעה. מנהלי השקעות היו, בעצם, פקידים שהיו רושמים כל חודש כמה גבו, והולכים למשרד האוצר כדי לבקש את איגרות החוב המיועדות. היום נדרשת מחלקת השקעה יותר מתוחכמת. קרנות הפנסיה תצטרכנה להקים מחלקות השקעה, דבר שבטווח הקצר כרוך בעלויות נוספות, ובטווח הארוך, אין כל ודאות שיאפשר השגת רווח השקעתי גבוה מזה שמקבלים היום. גם מנהל ההשקעות הכי מתוחכם לא יכול להכות את השוק באופן עקבי, כל שנה ושנה לאורך זמן.

השלכות: דברי לעיל מראים שהשאלה היא, האם אנחנו רואים במערכת הפנסיה גורם מיוחד במשק שצריך אולי לסבסד אותו, אולי לעטוף אותו במערכת הגנה מיוחדת כלשהי, בגלל שיקולים חברתיים ושיקולים אחרים, או לא? אם התשובה היא חיובית, נשאלת מיד השאלה השנייה: עד כמה, ואיך? אני חושב, שהמתדיינים יצטרכו לרכז את שימת הלב שלהם לשאלה זו, כלומר למקד את הדיון בשאלת הסבסודים.

אפשר לפתור את הבעיה בגישה ש"דבר אחר" (מוסף "דבר" לסאטירה) נקט לפני מספר שנים, בכתבה שכותרתה: "מה כבר עשו הזקנים בשביל הארץ הזאת?" ברור שאף אחד לא מקבל גישה זו. לכן, אם יש לנו בעיה של אוכלוסייה מזדקנת, ואין לה פתרון טוב, ומערכת הביטוח הלאומי שלנו, לעומת מערכת הביטוח הלאומי בארצות-הברית, אינה נותנת את הפתרון ברמה ההולמת, אז צריך לדאוג שהמערכת של "הרובד השני" תיתן את ההגנה. לשם כך צריך להקנות את הכלים למערכות הרובד השני. לכן, שאלת היסוד היא, האם לסבסד את שער הריבית, ועד כמה, ואם לאו האם לסבסד בצורה אחרת, דרך מערכת המיסוי ומערכות אחרות.

להערכת, צריך לסבסד את שער הריבית בתכניות של קיצבאות - ולא-דווקא בקרנות פנסיה. כמוכן, צריך לפטור את הקיצבאות ממס הכנסה. אין, לדעתי, טעם לבנות מערכת מתוחכמת ומסובסדת שתשלם קיצבאות, ואז להפעיל על הקיצבאות האלה מס הכנסה. האפליה שקיימת היום בין מערכות משלמות קיצבאות לבין אלה שמשלמות סכומים חד-פעמיים, כאשר מערכות משלמות קיצבאות חייבות במס, למערכות המשלמות סכומים חד-פעמיים ופטורות ממס, לא נראית לי.

דבר אחר

בואו נדבר ישירות

**מה כבר עשו הזקנים בשביל הארץ הזאת?
מבין 600 ההרוגים של מלחמת לבנון לא היה אף זקן אחד
אחוז הטייסים והמשרתים ביחידות מוכתרות מקרב הזקנים הוא אפסי, אם בכלל.
אפילו בממשלה, מבצרים המסורתי של הזקנים, שם הם נהגו לשמש בתי קיבוץ לסגיליות, אין בהם צורך כבר,
דהסגיליות בותרת להשתכן בראשים צעירים יותר.**

והנה, על אף העובדות הברורות האלה, מקציבה המדינה - ומדובר במדינה הנאכקת על קיומה - בחצי אחוז שלם
מתקציבה כדי לעודד לזקנים המשומשים האלה לשרוד, להפוך בעזרה של המדינה לזקנים עוד יותר זקנים.

עלינו לומר חדל למחדל הזה

לאחרונה אנו רואים ניצני שכל ישר אצל מנהיגינו, שעל פי החלטותיהם מקצצים בכל שנה בתקציב הזקנים,
והדבר אכן גורם לרלול מסוים בשורות המיוזרים. אבל מצד שני, אפילו שמדובר בציבור ספיל ומיותר לכל
הדיעות, מה טעם לענות ציבור זה ע"י זמצום וזחל של אוכלוסייתם בעזרת טכניקות, שהן מעניינות כע לעצמן, כמו
אידיאצמרה, הורדה אל מתחת לקו העוני. יתכן שבעבר היו טכניקות אלו נחשבות לפתרונות הומאניים, אבל בעולם
של היום זוהי גישה אנכרוניסטית ובלתי משתלמת.

**בואו נפסיק לענות את הזקנים בואו וניסטר מהם
הולכים על ארץ צעירה**

נדמה לי, שעוררתי כאן מספיק נושאים לוויכוח: נושא הסבסוד, נושא שער הריבית, נושא הסיכון, נושא
ההשקעה האדמיניסטרטיבית והיתרונות של מערכות אלה לעומת מערכות אחרות.

דב פלג: מקובלת עלי הדרך שבה הציג מר כהנא את השאלה. בזמן שעומד לרשותי, אשתדל להציג בפניכם את תשובתי, תשובת ההסתדרות.

אין לי ספק ששוק ההון היה מפיק תועלת רבה למדי לו קרנות הפנסיה היו משקיעות בו את הכסף, מהסיבות הידועות. אני משוכנע ביתרונות שיש לכך עבור קרנות הפנסיה. בנקודה זו אני חולק על פרופ' חביב, שתבע להימנע מוויכוח על המטרות. לדעתי, עיקר הוויכוח בנושא הפנסיה הוא על ההגדרה מה-זאת-פנסיה. זאת לא עשינו עד סוף הכנס כמעט, וזה לא כל-כך בסדר.

לפי הבנתי, אנחנו עוסקים בשירות, שהמטרה שלו להביא את שיעור התחלופה לגבי האדם שפורש מהעבודה, מבחינה איכותית, ל-אחד-לאחד. כלומר, שאדם יוכל לשמור על רמת החיים שלו כפי שהיתה בסוף תקופת עבודתו. אני אומר "איכותית", משום שכידוע לא מדובר על כסף והכנסה בלבד. ברמת החיים נכללים גורמים אחרים בעלי משקל רב ביותר, כגון בריאות. נניח, שאפשר להגיע ל-90% בערך מההכנסה, אבל הנקודה החשובה היא שזה אמור להינתן לכל העובדים בחברה. **החברה** צריכה להיות אחראית לתת תנאים כאלה **לכל העובדים**. כלומר, לא רק זכות מוגדרת (DB) כהגדרתו של פרופ' בודי, אלא זכות מוגדרת לכל החברה. כמובן, רעיון ניהול הסיכונים עומד בסתירה למטרה כזו.

כדי להשיג את המטרה הזאת, אנו משתמשים בשתי קומות של המבנה. פרופ' כהנא כבר הזכיר שהקומה הראשונה - הביטוח הלאומי - היא חלשה יחסית. היא מספקת כ-20% בממוצע מהשכר הממוצע במשק. בארצות מפותחות אחרות היא מספקת לפחות 40%, אם לא יותר. לפיכך, העומס על הקומה השנייה הוא גדול עוד יותר. אז, בעצם, הנקודה המכריעה. מר ארבל דיבר על פנסיה, קופות גמל ודברים אחרים. נשאלת השאלה, אלו מכשירים ואלו כלים יכולים לתת פנסיה סוציאלית לפי ההגדרה הזו. לדעתי, זה שורש הוויכוח.

אגב, בבג"ץ שיזמו זה לא כבר חברות הביטוח נגד משרד האוצר נקבע פסק-דין, שהגדיר טוב מאוד את מה שאני אומר עכשיו. היום קיבלה ההגדרה שלנו גם גושפנקה בבית-הדין הגבוה לצדק.

ההגדרה שנתתי מסתמכת כמובן על גישה פילוסופית-חברתית - גישת הרווחה. כל גישת רווחה מכילה בתוכה אלמנט של כפייה. ברגע שהחברה רואה עצמה אחראית לספק משהו לכולם, מוכרח להיות אלמנט של כפייה. ביטוח לאומי הוא חוק, חינוך הוא חוק, לא שואלים אף אחד. אשר לפנסיה, הדבר שונה - אין חוק שמסדיר את הפנסיה. אמנם מדברים על חוק פנסיה, אבל עדיין אין. ההסתדרות מצדדת בחוק פנסיה, כדי שכל העובדים יזכו לקבל פנסיה, ולא כפי שקורה היום, שמאות אלפי אנשים אינם מקבלים פנסיה סוציאלית. אני כולל פה לא את קופות הגמל ולא הסדרים אחרים, מפני שבכל ההסדרים האלה יכול האדם לקחת את ההטבה בסכום חד-פעמי, לטייל מסביב לעולם, לחזור לארץ, ולתבוע הבטחת הכנסה מהמוסד לביטוח לאומי.

על כן נדרש מרכיב של כפייה, והכפייה הכי טובה היא חוק. זו אכיפה בדרגה הראשונה. אכיפה בדרגה השנייה היא צו הרחבה, ולא אכנס לנושא זה, כי הוא אינו נושא הדיון. אנחנו משתמשים באכיפה מדרגה שלישית - האיגוד המקצועי באמצעות הסכמי עבודה.

התשובה שלנו לשאלה מדוע מגיעה לנו סובסידיה היא תמיד הדאגה לעובדים. אבל, התשובה יכולה להיות גם הדאגה וההגנה על החברה שאדם לא יפול לנטל עליה; הרצון למנוע מצב שבו אדם יזדקק בסופו של דבר לביטוח הלאומי, או ישתמש בדרכים אחרות, ויהיה נטל על החברה. כל יתר ההסדרים אינם עונים על כך.

איזו מערכת מתאימה למטרה הזאת? לדעתי, מעין ביטוח לאומי לקומה השנייה; קרן פנסיה אחת המגובה על-ידי חוק או צו הרחבה, או על-ידי הגוף הגדול ביותר - האיגוד המקצועי. מובן, שהקרן תיתן זכויות קבועות; ההטבה המוגדרת תיתן זכויות צמודות. השליטה על הקרן הזאת תינתן בידי העובדים כדי למנוע צמצום זכויותיהם מצד המעסיקים - הרי הממשלה מצהירה בגלוי, שהיא רוצה לצמצם את הזכויות. היום, גם הקומה השנייה שלנו אינה מגיעה לשיעור התחלופה הזה, אלא לשיעור נמוך בהרבה. לפיכך, גם תכנית שנותנת פנסיה אישית מאוזנת, אקטוארית, איננה פנסיה סוציאלית לפי ההגדרה הזאת.

הקרן הזאת מכילה בתוכה כל מיני אלמנטים של עזרה הדדית - בין ענפים שונים, בין גילאים שונים, בין מצבים שונים. זה הרעיון הסוציאלי. לכן יש קרן אחת, ולכן אנחנו חותרים לאיחוד הקרנות.

במערכת הזאת, כידוע, פועלים מספר משתנים דינמיים. הריבית זה רק אחד המשתנים. קיימים גם תוחלת החיים, גיל פרישה בלתי ידוע, שכר בלתי ידוע וכולי. את המערכת הזאת אנחנו יכולים תמיד לאזן על-ידי דמי גמולים או על-ידי זכויות. אם שווי הזכויות אינו מגיע לשיעור התחלופה, מגיעים לאיזון בעזרת דמי הגמולים. כידוע, אנחנו יכולים לשנות את דמי הגמולים בהתאם לצורך או להחלטה, למרות כל המגבלות המוסדיות הקיימות.

על כן, מערכות פנסיה בארצות מסודרות מהסוג הזה פועלות בשיטה "שוטפת" (pay-as-you-go). הן לא רוצות כלל להיכנס לשוק ההון או להתעסק עם הריבית. הן מעדיפות שחלק מהמדינה יקבל סובסידיה וחלק יקבל את חלקו כתוצאה משינויים בדמי הגמולים, ואילו הן תדאגנה למערכת. הן אינן רוצות לקחת סיכון לא על אדם, לא על קבוצה, לא על קרן, אלא על העם כולו; הן מעדיפות להשאיר את הכסף בידי האנשים ולקחת אותו כשתצטרך.

בביטוח הלאומי המציאו את המושג "שנות כיסוי" - כך פועל הביטוח הלאומי. באשר לקיצבת הזיקנה שהיא הקרובה אלינו - שנות הכיסוי הן 3 לכל הפחות ו-6 לכל היותר. אני מציע שכך נעבוד גם אנחנו. אם ניקח את הקרן הצבורה שלנו, היום, תהייה לנו 14-15 שנות כיסוי. לא צריך כל-כך הרבה. אני אומר פה דבר, שאולי יפתיע את ידידי מהאוצר - היום צריך להוריד את דמי הגמולים, צריך לנצל את הקרן ולהשאיר את דמי הגמולים בידי האנשים. באמצעות זאת אפשר להוריד את עלות העבודה, לגרום לצמצום בעיות התעסוקה וכך לעזור לכל המשק. כלומר, אין צורך בהתעסקות עם שוק ההון. לשוק ההון אין קשר עם הקומה הראשונה והקומה השנייה של מבנה הביטוח הסוציאלי.

דמי הגמולים יישארו בידי האנשים; הם יחסכו את הכסף בקופות גמל, ומהן הוא יגיע לשוק ההון. אדם יוכל לחסוך, אבל יהיה עליו לשאת בסיכונים של שוק ההון. אם ירצה השקעה לטווח ארוך? הוא יחזיק בקופת גמל; אם הוא רוצה השקעה לטווח קצר, הוא יקנה קרן נאמנות. אם ירצה דברים אחרים - הוא יוכל לפעול בהתאם.

כלומר, לפי דעתי אין קשר הכרחי בין שוק ההון לבין פנסיה סוציאלית. להיפך, יש די נימוקים בעד כניסה מצומצמת בלבד של הפנסיה הסוציאלית (הביטוח הלאומי וקרנות הפנסיה) לשוק ההון.

אם בכל-זאת תתקבל הגישה שלנו, ונישאר עם 30 מיליארד שקל, אז יש להוסיף סובסידיה. הדבר ידוע - אם רוצים שהכסף הזה ישחק בשוק ההון, יצטבר יותר או פחות, וגם רוצים לקיים במקביל פנסיה סוציאלית באחריות החברה - יש להוסיף סובסידיה. הצענו את רעיון הסובסידיה כבר לפני 3 שנים. איך לתת אותה? זו כבר שאלה מוסדית-תחיקתית. אפשר לתת סובסידיה דרך הריבית ואפשר בדרכים אחרות.

נשאלת עתה השאלה, באיזו מידה זה בטוח. אבל יש שאלה אחרת: מדוע אין היום הסדר סובסידיה? והתשובה היא - מפני שמשרד האוצר רצה לתת את הסובסידיה לשנה אחת בלבד. משרד האוצר רצה לתת הבטחה של שנה אחת בלבד לקרן פנסיה, שאורך חייה 50 שנה. אנחנו דרשנו לכל הפחות 20 שנה. אילולא כן ייתכן שכבר היינו חתומים היום על הסכם סובסידיה, והקרנות היו פעילות בשוק. המחלוקת היתה פוליטית, מפני שצריך להבין, שכל נושא הפנסיה הסוציאלית הוא פוליטי מעיקרו, לא פיננסי-מקצועי.

אני טוען, שקרן פנסיה שקונה איגרות לזמן ארוך לפדיון ומקבלת סובסידיה, כמוה כאיגרת מיועדת. אורך החיים של התכנית שלה הוא רב יותר מאורך החיים של האיגרת. אם ננהל את הקרן כראוי, נחזיק אותה לפדיון, נחשב אותה לפי ערכה לפדיון, נקבל עוד סובסידיה. אם נרצה לשמור על המערכת הקיימת, אזי האיגרת המיועדת והשיטה הזאת הן בדיוק אותו דבר.

אני רוצה להעיר שתי הערות נוספות לגבי המקרו. החוב הלאומי בישראל, היום, גדול מדי. אפשר להוריד אותו בשיטה פשוטה, שלפיה קרנות הפנסיה תעבודנה בשיטה "השוטפת", ואפשר שגם הפנסיה התקציבית תרד. תרומה ראשונה - אין העמסה מיותרת על החוב הלאומי. מדינת ישראל, היום, זקוקה להשקעות ממשלתיות של מיליארדים. אין מדובר בגירעון השוטף שנובע מהטיפול בעולים, אלא בפיגור של 10-20 שנה בתשתית. עם העלייה - הוא הוכפל. הממשלה צריכה להשקיע - ועכשיו נמצא המקור להשקעות. נוציא את החלק של קרנות הפנסיה, והממשלה תיקח אותו. על רקע צורכי ההשקעה האלה אין סיבה שייווצר גירעון שוטף.

הערת מקרו שלישית. הממשלה חותרת בכוח להוריד את עלות העבודה, באמצעים פסולים, לפי דעתי. התשלום לביטוח הלאומי הוא ויתור למעסיקים. נותנים להם סובסידיה אדירה, מבלי לשים כמעט לב לכך. המעסיק משלם היום 2.4%, במקום לשלם 10%, והממשלה משלמת במקומו. אבל אני מציע לעבוד לפי שנות כיסוי אשר יביאו להורדת דמי הגמולים ולהקטנת עלות העבודה. כשנצטרך בבוא העת, נבחן איך המערכת פועלת באופן דינמי.

המחלוקת בינינו, אם קיימת, היא על ההגדרה מה זו פנסיה סוציאלית. אם ההגדרה מוסכמת עלינו, המסקנות המקצועיות לפי דעתי הן מיידיות, ואז הרלבנטיות של הנושא הזה לשוק ההון היא קטנה מאוד.

מיכה וינטר: ברצוני להכניס קצת סדר במספרים שהובאו כאן אתמול והיום.

החיסכון המוסדי בקופות התגמולים, קופות הפנסיה וההשתלמות, כולל כספי חיסכון וביטוח חיים, הסתכם בשנת 1990 בכ-120 מיליארד שקל. כפי שנאמר כאן, חלקן של קרנות הפנסיה בתוכו היה כ-30 מיליארד שקל. זאת אומרת, קרנות הפנסיה - לא כולל פנסיה תקציבית - הן כרבע מהמערכת המוסדית.

הבה נבדוק איך קרנות הפנסיה מצטרפות לשוק ההון. ראשית כל, 93% מהשקעות קרנות הפנסיה נמצאים באיגרות חוב מיועדות - לא סחירות. בנוסף, קיימות מניות גמול שחלקן הוא 2.6% כ-95%-96% מהמערכת נמצאים בתוך השקעות מיועדות, מחוץ לשוק ההון.

ההשקעות בשוק ההון כוללות בין היתר איגרות חוב ממשלתיות סחירות ואחרות (כשמשקל איגרות החוב הממשלתיות אפסי כמעט). קרנות הפנסיה השקיעו בסוף 1990 רק 0.3% בשוק ההון, כמעט לא כלום.

הקרנות רכשו איגרות חוב מיועדות בהיקף של 2.4 מיליארד ש"ח, והשקיעו 37 מיליון ש"ח בבורסה. זאת אומרת, הן רכשו איגרות חוב לא-ממשלתיות סחירות, ואני מדגיש לא-ממשלתיות, כי בחישוב איגרות החוב הממשלתיות התקבל 0.00 - לא-כלום.

המסקנה היא, שאיננו יכולים בעצם לדבר על קרנות הפנסיה ועל שוק ההון בנשימה אחת. כמו בגיאומטריה - קווים מקבילים אינם נפגשים. השאלה היא אם המערכת רוצה כלל להיפגש? מר פלג טען שמדובר בשתי מערכות נפרדות, שאין ביניהן שום מכנה משותף. גם חלק מהקהל הגיב כך - הוא מעדיף שמישהו אחר ישקיע את הכסף בשבילו. כמובן, נוח בהרבה לקחת את הכסף, לשים אותו בפתח משרד האוצר, ולהגיד שבמקום זה נביא איזה מסמך, מוגדר וברור. שוב, אנחנו מגיעים לגדר הזו ששמה תפיסת העולם: האם אנחנו רוצים לעבור את הגדר הזו, ולשחק במשחק של שוק ההון, או להישאר בחצר הסגורה ולא לצאת החוצה יותר?

בבוקר שמענו מהי המגמה של משרד האוצר. לעומת זאת, בעולם הגדול המגמה היא שונה לחלוטין. בעולם הגדול שכחו מזמן מה קורה כשנצמדים למקורות "מייבשים". נדמה לי שבעניין הזה גם האוצר החליט מה הוא רוצה לעשות. הוא רוצה לצאת מהמשחק.

לפני שאמשיך, אעיר הערות אחדות לשני הדוברים הקודמים. אני שומע הרבה את הגישה של מר כהנא לקרנות הפנסיה ולמערכת הפנסיונית. יכול להיות שבאמת יש מקום לסבסד. אני מוכן להתחייב ולומר, שצריך לסבסד את המערכת הזאת. אבל שאלתי היא, מדוע לסבסד אותה דרך הריבית ודרך שוק ההון? מדוע לא לסבסד אותה בצורה דומה לתשלומי העברה שאנו נותנים למי שנמצא נזקק לכך? כך יוצרים מערכת, המקבלת סובסידיה בעת הצורך, אך נעזרת גם בשוק ההון. לדעתי, זו דרך בריאה הרבה יותר.

מר פלג טוען שאנחנו מערכת שבנויה על הטבה מוגדרת (DB). הוא מציע שננסה פעם אחת מערכת הפרשה מוגדרת (DC). הוא מציע שנלמד קצת מאנשים יותר מנוסים בכך. בואו ננסה אותה. לא נוכל לעשות זאת מבלי שנהיה פעילים בשוק ההון. אין לי שום ספק, שאם האקסיומה שלנו היא מערכת של הטבה מוגדרת (DB), אין מנוס מלהיות צמודים למקור בטוח ובלתי תלוי בתנודות. תיאורטית, זה נכון לחלוטין.

אשר לבג"ץ שהגישו חברות הביטוח נגד משרד האוצר, ואשר הוזכר קודם, אני רוצה להעמיד את הדברים על דיוקם. הבג"ץ אמר המון דברים. אבל הדבר היחיד העיקרי והחשוב לענייננו היתה קביעתו "שיש הבדל בין מערכת קרנות הפנסיה לחברות הביטוח, ולכן היחס השונה שמעניק האוצר לשני הגורמים אינו יחס מפלה".

הממשלה הגדירה היטב מה היא רוצה לעשות מבחינת גיוס הון במשק. נדמה לי, שהדבר הוזכר בבוקר, ואני מרשה לעצמי לחזור ולומר דבר שכבר נאמר. הממשלה משתדלת בעיקרון למחזר את החוב על-ידי גיוס הון למימון פדיונות קרן. מדובר בקרן של חובות פנים בלבד. אין מדובר בחובות חיצוניים, למרות שקיים קשר, בכך שחלק מחובות הפנים לא ניתן לממן על-ידי מכירת נכסים של הממשלה. זאת אומרת, הממשלה מגדירה בדיוק את כמות הגיוס שהיא רוצה להביא לשוק.

נניח, שכמות הגיוס הזו היא קטנה יותר, או אפסית. לצורך הדיון נניח, שהגענו כבר למצב שאין לנו יותר צורך למחזר חובות פנימיים. את המעט הצלחנו לגייס באמצעות ההפרטה המדוברת. אין לנו צורך לגייס הון נוסף. האם מישהו חושב, שהממשלה חייבת להנפיק איגרות חוב מהסוג המיועד? התשובה היא - לא. הממשלה על-פי חוקי המלוות היא שמנפיקה את האיגרות האלה, והיא **רשאית** ללוות, והדגש היא על המילה "רשאית". היא אינה חייבת בכך. היא תעשה זאת רק אם היא תמצא לנכון.

קרנות הפנסיה חייבות להביא בחשבון שיכול להיות מצב, שבו מדינת ישראל לא רק שלא תנפיק איגרות חוב מיועדות, אלא שלא תנפיק איגרות כלל. קיימת חובת ההשקעה בקרנות הפנסיה, היא תישאר כן גם בעתיד. אין להניח שמפקח כלשהו על קרנות הפנסיה, המפקח על הביטוח, יתן לקרנות "להתפרע". הוא ישמור עליהן, יעזור להן לשמור על עצמן. הוא יגדיר להן שדה פעולה חדש, כולל שוקי חוץ. אף-על-פי-כן, בעניין הזה אני תמיד שואל את השאלה - למה לנו לממן שוקי חוץ? למה לא נפתח קודם את המשק הישראלי? והתשובה היא, כפי שנאמר, שיש להביא בחשבון את היתרון של פיזור הסיכונים וכד'. אם כן, נפתח את המשק הישראלי לשווקים בחו"ל והממשלה תנפיק איגרות חוב לא מיועדות. זאת אומרת, ברור לנו שהקרנות צריכות להיות מסוגלות, כבר היום, לבנות לעצמן מערכת, שתכין את עצמה לסיטואציה הזאת.

אני מכיר בעובדה, שעלולים להיות מכשולים זמניים לשידוך. למשל, אני יכול להעלות על הדעת שהממשלה תיאלץ לגייס הון בכל דרך לצורך מימון העלייה. ברור לי, שמהלך כזה יעמיד את הדברים שאמרתי בערבון מוגבל, והכל ישתנה - אבל המדיניות לא תשתנה. המדיניות היא, כפי שאמרנו, לצאת מן המשחק. פירוש, להפסיק את התיווך, ולפעול לפי שיקולי כדאיות בלבד.

נדמה לי, שקרנות הפנסיה יודעות שתצטרכנה להיות מעורבות בתהליך. בשלב מסוים זה יגיע אליהן ואלינו. אנחנו כולנו באותה סירה. לכן, לדעתי, ראוי להיערך לכך. לא כפי שהציעו להעביר את הכסף לאוצר, כדי שיקבע איך להשקיע אותו, אלא לנסות לחפש דרכים איך להשקיע אותו, וככל שנקדים - כן ייטב.

משה פרג: ראשית, אעיר כמה הערות בהתייחס לדברים שנאמרו.

גם אני בעד פנסיה "סוציאלית", כהגדרתה כאן. אני רוצה ששיעור התחלופה יהיה שתיים ולא אחת. השאלה - מי ישלם את החשבון? קשה לי מאוד לדבר על נושא הפנסיה במונחים של תקציב ביטחון. כשאני הולך למילואים, אני שואל כמה עולה יום המילואים; כמה עולה הדלק לטנק; כמה עולים הפגזים, כי זה מגיע מתקציב המדינה.

פנסיה אינה פועלת כך, ואני חולק על הגישה שהציג מר פלג. יוגוסלביה פעלה בדיוק לפי התפיסה שלו, ואכן, לפני שנתיים באו הפנסיונרים לקבל את הפנסיה מהאוצר היוגוסלבי, ותשובת האוצר היתה שאין כסף, כי היה צריך באותו חודש לקנות דלק למדינה. כך זה נמשך חודש אחד, ואחריו חודשים נוספים. בסוף ראינו כיצד חיטטו אנשים בפחי אשפה, כי סמכו על הפנסיה הממשלתית, "הסוציאלית".

כמו-כן, לאחרונה ביקרתי בארצות-הברית, ושוחחתי עם איש ממשד העבודה האמריקני על נושא הפנסיות. סיפרתי לו, שבישראל, כרגע, קיים מאבק של קרנות הפנסיה, של חברות הביטוח והבנקים, ומעוניינים להגיע לאותה הבטחת תשואה של האוצר. הוא טען שהדבר תמוה בעיניו. בארצות הברית, הפועל, התעשיין או פקיד הבנק האמריקני מגיעים לגיל הפנסיה, ואין להם הבטחה לדבר. אם קרנות הפנסיה שלהם הצליחו - הם הרוויחו; אם הן לא הצליחו - הם הפסידו. הוא גם התלונן על כך, שהם מממנים את מדינת ישראל בסופו-של-דבר, ושאל מדוע עליו לסבסד פנסיה מובטחת של מישהו, בשעה שהוא עצמו מקבל פנסיה לא מובטחת. אנחנו מדברים על אוטופיה כלשהי שעולה כסף - לא לך ולא לי, אלא לאמריקנים, וזה לא מקובל עלי. בסופו-של-דבר אתם נדיבים לא על חשבונכם כי אם על חשבון מישהו אחר.

אני רוצה להראות, איך בכל-זאת ניתן לקיים מנגנוני פנסיה עם הבטחה כלשהי ובתנאים של כלכלה חופשית פתוחה, בלי הבטחות של ממשלות ובלי סבסודים של משלם המיסים. את המצב היום תיארו נכון גם מר וינטר וגם מר ארבל, ואציג את ההיבט של חברות הביטוח, משום שאני בא מהמגזר הזה.

היכן יכולות חברות הביטוח להשקיע השנה, וטורחים להגיד שזוהי השנה האחרונה? - במבנה שנותן 40% אג"ח יעודיות עם הבטחת תשואה. יש גם השקעות בניירות ערך סחירים, לא יותר מ-10% במניות, ויש השקעות נוספות של נדל"ן וכו'. זו מעין תערובת שהיא תוצאה של משא-ומתן, ומר וינטר ודאי יאשר זאת. אין שום היגיון כלכלי בכך שהשיעור הוא 40% ולא 50%, או 30% ולא 60%, או 4% ריבית ולא 5%, בנוסף על מה שאמר הבג"ץ. זה מצב מסוים, ומר ארבל טרח להדגיש שהמצב יסתיים בסוף השנה הזאת. החל מהשנה הבאה, לפחות חברות הביטוח תיזרקנה למה שהם קוראים "השוק החופשי", ולטעמי הוא לא מספיק חופשי.

הכניסה לשוק החופשי מעמידה כמה בעיות בניהול קרן פנסיה. אחת הבעיות הקשות ביותר היא איך אפשר להעריך את הנכסים של הקרן. משום שאם לוקחים נכסי דלא-ניידי, או איגרות חוב, או מניות, ויש בהן הרבה מאוד תנודות לאורך 30-35 שנה, איך אפשר להעריך את מצבה של הקרן לאורך זמן, ולהתאים לאותו היום שבו הפנסיונר רוצה לצאת, או למועד שבו הוא רוצה את כספו? יש כאן בעיה מבנית קשה מאוד, ואראה לכם הבדלים של תפיסות בין שתי ארצות בלבד, למשל בין אנגליה לבין ארצות-הברית.

באנגליה, שווי נכסי דלא-ניידי בכל מאזן הוא ערכם בשוק. לא משנה כמה שילמת ומה הן התחזיות שלך. ביום המאזן, אומדים את הנכסים על-פי הערכות שמאי וההערכות הללו נרשמות במאזן. כך גם לגבי איגרות חוב ומניות. אבל המחוקק האנגלי הכניס כמה מגבלות למבנה הזה. הוא לא רצה שתהיה חשיפת יתר להשקעות מסוכנות וקבע כי לא יהיו יותר מ-5% מסך-כל ההתחייבויות בנכס דלא-ניידי אחד. הוא לא רוצה שיהיה ללקוח יותר מ-2.5% במניות, ובמה שנקרא "המניות החלשות יותר" - לא יותר מאחוז אחד (לוח ו-1). בארץ אנחנו נמצאים לקראת הרפורמה הזאת, ואני שואל - איך המפקח על הביטוח יקבע כיצד נעריך את הרזרבות שלנו? זוהי שאלה מכרעת ומשמעותית מאוד.

לוח ה-2: הערכת תיק השקעות - אנגליה

הגבלות:

1. נכס דלא ניידי לא יעלה על 5% מההתחייבויות
2. סה"כ מניות לא תעלינה על 2.5% מההתחייבויות.
3. מניות חלשות (unquoted) לא יותר מ-1%.

הערכת תיק

נכסי דלא ניידי - ערך שוק

אג"ח - ערך שוק

מניות - ערך שוק

לעומת זאת, בארצות-הברית השיטה שונה מעט. את איגרת החוב מעריכים בערך הנקוב שלה. אם זו איגרת חוב ל-10 שנים, זהו השווי שבו מייחסים אותו למאזן. בהערכת מניות בשווי ערך השוק כוללים את התנודות של השוק. את נכסי דלא ניידי מעריכים על-פי ערך קנייה היסטורי. חברות עשויות לקנות בניינים בני 50 שנה, במחירן המלא, עם פחת של 2%, המופיעים במאזן בערך של סנט אחד לדולר אחד. ברור, שזוהי שיטה מאוד-מאוד שמרנית, ואינה משקפת את ערכו האמיתי של המאזן או של הנכס.

פוליסות "יוניברסל" החדשות בארצות-הברית, שהחלו לפני 5 שנים, מחושבות לפי העלויות והירידות בתנודות השוק והריבית.

משתתף: מדוע חשוב להעריך את שווי התיק?

משה פרג: מיד תראה לצורך מה זה חשוב. דיברתם פה על ה-P.B.G.C. וכו', יש לזה משמעות גדולה מאוד אם אתה מגלה פערים. בארצות-הברית, אם נוצר פער, פותרים את הבעיה או מחסלים את החברה. על-מנת שתראו איך נראה סל ההשקעות, לקחתי פה את חמש החברות הגדולות, מתוך פרסום של "בסט" מהשנה האחרונה (לוח ו-2).

Assets of Life Companies in % - USA

לוח ה-3:

Assets of Life Companies in %					
Company	Prudential	Metropolitan	Equitable Life	Aetana Life	Teachers
Bonds	41.4	49.5	26.6	28.8	46.8
Preferred Stock	1.0	0.6	0.2	0.2	0.0
Common Stock	4.5	3.7	3.4	0.3	5.5
Mortgages	18.7	18.4	20.3	37.7	42.6
Real Estate	2.1	6.5	3.6	2.0	1.8
Policy Loans	4.0	2.4	4.0	0.6	0.0
Cash & Short Term Invest.	2.5	3.4	2.5	2.1	0.3
Separate Account	19.0	6.9	28.6	24.3	-
Other Assets	6.8	8.6	10.8	4.0	3.0
Assets in \$1,000 mill	129.1	98.7	52.5	52.5	44.3

ניתן לראות שהסטיות אינן גדולות. אם מדובר על איגרות חוב, רואים שהמגמה די ברורה. הרוב נמצא באיגרות חוב, מעט נמצא ב-Common stock, וכ-20% במשכנתאות (mortgages). ניתן לראות עד כמה מנהל ההשקעות חופשי להחליט באיזו צורה להשקיע את הנכסים של הקרן שלו.

מבדיקת התשואות של אותן 5 חברות מובילות, לאורך תקופה של 5 שנים, לפני מס (לוח ו-3), ניתן לראות שהתנודות הן בשיעור של חצי אחוז, כאשר בין "Equitable" שהתשואה שלה היא הנמוכה ביותר ב-1989, ל-"Teachers Insurance", שהתשואה שלה היא הגבוהה ביותר, יש מרווח של 1.8% כמעט, וזה די הרבה. הלוח מאפשר לכם לקבל תחושה מה מניבים הנכסים האלה בכלכלה חופשית, בהשקעות חופשיות.

Company	1989	1988	1987	1986	1985
Prudential	8.73%	8.81	8.66	8.87	9.07
Metropolitan	8.71	8.94	9.04	9.42	8.72
Equitable	8.20	9.13	8.09	8.32	8.72
Aetna Life	9.81	9.77	9.98	10.46	10.80
Teachers Ins	10.09	10.70	10.84	11.54	11.66

ה-P.B.G.C. בארצות-הברית, שהוזכר קודם, הוא מכשיר שנועד בעצם כ"בלם זעזועים", כשסתום ביטחון כדי להתמודד עם קרנות שנקלעות למצוקה או מעסיקים שלא מעבירים כספים. ניתן לראות כי קיים פער בין ההתחייבויות לנכסים. ערך הנכסים הוא 1,000 מיליארד דולר ואילו ערך ההתחייבויות הוא 800 מיליארד דולר. זהו מנגנון שנוצר בשנים האחרונות.

משתתף: האם המנגנון נוצר כדי לחסל התחייבויות בפועל?

משה פרג: לא, P.B.G.C. בודקת היטב מה מצבן של החברות לפני שהיא מצרפת אותן. הכללים מאוד ברורים וידועים. למשל, הקרן פרסמה לאחרונה רשימה של תאגידים, גדולים וזוקא, שקרנות הפנסיה שלהם אינן מצליחות לשמור על האיזון שעליו אנחנו מדברים. שניים מתוכם כבר נמצאים על סף כינוס נכסים סופי. היא קיוותה שפרסום הרשימה יגרום למעסיקים הללו להעביר את ההפרשות הנדרשות לאותה קרן - הגירעון של חמשת הגופים האלה מסתכם בכ-8 מיליארד דולר. האמצעי שה-P.B.G.C. נוקטת לצורך שימור הוא זוקא הגדלת ההפרשה. הפרמיה הועלתה בשנה האחרונה (1990) ב-20% לאותם תאגידים שחברים בה. היא גם מבקשת עכשיו, באמצעות חקיקה, להעדיף את ה-P.B.G.C. על פני נושים אחרים. כרגע היא נמצאת בפיגור אחרי הבנקים, ויש מגמה לקדם אותה, כי מדובר כאן על עובדים ועל תנאים סוציאליים.

עתה, אביא בפניכם ממצאי מחקר שהוצג לאחרונה, בקונגרס בבריטון באנגליה. אקטואר אמריקני הציג שם בדיקה מאוד מעניינת של התשואות של חברות הביטוח וקרנות הפנסיה בארצות-הברית. הוא בדק תשואות במהלך 100 שנה, שנה-שנה. הסיבה לכך היתה פשוטה, ודומה לסיבה לקיום הכינוס הזה - הניסיון למצוא דרך איך להבטיח פנסיה. ההנחה שלו היתה ברורה. לדעתו, הקושי העיקרי בהבטחת פנסיה הוא ההתגברות על קשיי אינפלציה. אם אינך מסוגל לייצר באמצעות הקרן שאתה בונה, ואתה צובר ריבית שממנה נמשכים סכומי הגמולים על-ידי המבוטח בהגיעו לפנסיה, אתה בעצם נוגס בקרן. לדעת מר פלג פירושו של הדבר חיסול הקרן. לטענתו, אם מצליחים להתגבר על הבעיה הזאת, ולהגיע לתשואה ריאלית אמיתית, נפתרת הבעיה.

Year	CPI Increases Per Annum	Real Interest Rate Earned	
		3-Month Bills	Balanced Portfolio
1983	5.8%	4.3%	15.5%
1984	5.3	4.1	12.4
1985	4.6	4.0	22.9
1986	3.0	4.1	20.2
1987	3.0	4.0	- .4
1988	3.2	4.1	14.0
1989	4.7	4.7	12.5
Average (7 Years)	4.2%	4.2%	13.9%

Source: J.Bragg, Transaction of The Society of Actuaries, 1991 U.K.

כפי שמוצג בלוח, בחר החוקר 7 שנים, אסף את נתוני האינפלציה ב-7 ארצות ומיצע אותם. הוא בדק זאת בארצות-הברית לאורך 100 שנה, וכן 7 שנים ב-7 ארצות. היו לו כמה בדיקות. ניתן לראות כי בהשקעה במכשיר פיננסי מאוד קצר, של 3 חודשים, צמחו התשואות בנכסי דלא נידי גבוה מאוד, כשהממוצע מגיע ל-4.2 בניכוי האינפלציה. זאת היא השקעה מאוד פשוטה ודומה מאוד להפקדה בבנקים בישראל. קל מאוד להשקיע כך - להרים טלפון לבנק ולקנות. לו מנהל ההשקעות התאמץ קצת יותר, והיה משקיע במה שהוא קורא תיק פיננסי "מאוזן" (עם פיזור) (balanced portfolio), היה משיג יותר. הוא מגדיר את התיק הפיננסי המאוזן כדלקמן:

22% באיגרות לאמן קצר של 3 חודשים;

22% באיגרות חוב לטווח ארוך (long-term bonds), שלהן התשואות הגבוהות יותר;

ו-56% במניות ה-common stock.

בלוח ו-5 להלן ניתן לראות כיצד קפצו התשואות הריאליות, בניכוי האינפלציה, ב-7 ארצות, במהלך 7 שנים.

Real Interest Rates Earned, by Country

לוח ה-6:

Country	CPI Increases Per Annum	Real Interest Rates	
		3-Month Bill	Balanced Portfolio
U.S.A.	3.6%	3.7	11.2%
Japan	1.4	3.7	17.8
Germany	1.7	3.0	15.7
United Kingdom	5.1	5.4	11.4
France	5.0	4.3	19.4
Spain	8.3	4.0	13.1
Canada	4.5	5.0	8.8
Internation Average	4.2%	4.2%	13.9%

Source: J.Bragg, Transaction of The Society of Actuaries, 1991 U.K.

Era	Comment	Real Interest Rate		
		Infl. P.A.	3-Month Bill	Balanced Portfolio
1890-15	Very low inflation	.5%	3.6%	5.2%
1916-20	Very high inflation	14.7	-8.9%	- 8.5
1921-22	Deflation	-8.5	14.1	19.5
1923-30	Stability	-0-	3.6	12.2
1931-33	Deflation	-7.0	8.5	-.3
1934-40	Stability	1.1	-.9	5.0
1941-48	High inflation	7.1	-6.2	-1.4
1949-68	Moderate inflation	1.9	.8	7.7
1969-82	High inflation	7.6	.0	.3
1983-89	Moderate inflation	3.6	3.7	11.2
Average (100 Years)		2.8%	1.05%	4.82%

Source: J. Bragg, Transaction of The Society of Actuaries, 1991 U.K.

בלוח ו-6 ניתן לראות את המדידה על פני 100 שנים. החוקר קבע פרקי זמן לפי התנהגות האינפלציה. התקופה הראשונה הוגדרה כתקופה של אינפלציה מאוד נמוכה (חצי אחוז לשנה) - ההשקעות ב-3 month bill היו אז 3.6%, ובתיק מאוזן (balanced) - 5.2%. בשנים שלאחר מכן האינפלציה מאוד גבוהה, ומתקבלת תשואה פנימית. אחר כך מגיעה תקופה של דפלציה. לאחריה יש תקופות של יציבות, דפלציה, אינפלציה מתונה ואינפלציה גבוהה לסירוגין. ממוצע האינפלציה של 100 שנים הוא 2.8% לשנה, כאשר ב-3 month bill התשואה היתה 1.05 מעל האינפלציה. אשר לתיק המאוזן (balanced portfolio), שוב מופיעה התשואה המוכרת - 4.8%.

Actual & Real Interest Rates Earned (adjusted) - USA

לוח ה-8:

	100 years 1890-1989	7 years 1983-1989
Three Month Bills: Actual	3.88%	7.47%
Adjusted for Inflation only Real	1.05	3.74
Adjusted for Expenses, Taxes and Inflation	-.39	.97
Balanced Portfolio Actual	7.76%	15.21%
Adjusted for Inflation only	4.82	11.21
Adjusted for Expenses, Taxes and Inflation	1.45	4.63

Source: J. Bragg, Transaction of The Society of Actuaries, 1991 U.K.

בלוח ו-7 לעיל מוצגת ההשוואה בין הנתונים של שבע שנים לבין הנתונים שנאספו על פני 100 שנה. בלוח זה מוצגת התשוואה בשטח (actual), בניכוי האינפלציה, ומובאות בחשבון ההוצאות של ניהול התיקים - 5% למשקיע מוסדי, ו-15% למשקיע בודד. איני יודע אם זה סכום גבוה או נמוך, אבל זהו סכום אמיתי. התוצאה היא כדלקמן: בתיק המאוזן (balanced portfolio) הוא הגיע ל-7.76%. לאחר תיקון גורם האינפלציה נתקבל 4.82, ואחרי תיקון הוצאות, מסים ואינפלציה, נתקבל 1.45. הנתון המקביל ל-7 שנים הוא 4.63, קרוב למדי ל-4.8 שנתקבל בלוח ו-7.

כאמור, אני מייצג מגזר מסוים, ואני מציג בפירוש עמדה חד-צדדית. אבל לדעתי, מכל המוסדות הפיננסיים, בארצות-הברית לפחות, דווקא חברות ביטוח החיים הגיעו לתוצאות הטובות - אף כי השמרניות ביותר - במסגרת ניהול קרנות הפנסיה. ייתכן שבהקשר זה פעולות שמרניות הן אכן הפעולות הטובות ביותר.

ריצ'רד שווייקר, כותב המאמר שממנו אצטט, הוא יועץ הנשיא בנושא פנסיה בארצות-הברית, וגם יו"ר השדולה של חברות הביטוח בסנאט. אצטט מספר משפטים מתוך המאמר שלו כי הם נוגעים לענייננו:

"In the past decade, hundreds of savings and loans have failed. The price tag for the bailout is estimated to be more than \$325 billion and U.S. taxpayers will pay for it. Over the same 10 years, life and health insurance guarantee associations - which pool insurers' funds at the state level - have paid out a little more than \$300 million to protect the policy holders of about 40 failed insurance companies".

הוא משווה בין הסובסידיות שנתנה ממשלת ארצות-הברית למוסדות פיננסיים במשך העשור האחרון. הסכום הגיע ל-325 מיליארד דולר, ומתוכו רק 300 מיליון הלכו ל"פספוסים" של חברות ביטוח. הפער, אם כן, הוא גדול למדי.

שווייקר בדק והוכיח כי גם על פני 200 שנה - כולל תקופות של מיתון וכו' - הצליחו חברות הביטוח לשמור על תיק ההשקעות שלהן. ייתכן שהסיבה העיקרית לכך היא שמוסדות פיננסיים אחרים לווים "קצר" ומלווים "ארוך". הם מלווים לאמן ארוך במשכנתא לשנים רבות, אבל את הכסף לאותן הלוואות הם מקבלים מהציבור לתקופות קצרות. לעתים הם חייבים להתחרות על משיכת הכסף מהלקוחות, ואז המרווחים הולכים וקטנים, ולפעמים גם הופכים שליליים. אין זה המצב אצל חברות הביטוח, שאצלן הן גם לוות "ארוך" וגם מלוות "ארוך". בשני המצבים מדובר בטווחי זמן ארוכים, כי תשלומי הפרמיות נחשבים כמקור כספי של טווח ארוך. המבוטח מתחייב לשלם כל שנה, במשך 30-40 שנה, או פרק זמן אחר. ההתאמה בין המקורות לבין השימושים נותנת בעצם לחברות הביטוח את האפשרות להתמודד עם פערים שנוצרים בין מלווים לבין לווים.

אי-אפשר להתעלם מהטרגדיה הפיננסית של איגרות-החוב-הזבל (junk bonds), אבל שווייקר בדק ומצא, שרק 6% מההשקעות של חברות הביטוח היו באיגרות-חוב-זבל. התופעה התחילה רק ב-5 השנים האחרונות, בעקבות מהלכיה של חברה מסוימת שמשכה אחריה את כל האחרות. מאחר שמדובר ב-6% בלבד, אין זו בעיה, כי יכולת ההשפעה שלו על כל התיק היא אפסית.

סיבה נוספת הם חוקי הפיקוח של הממשלה (Federal Regulations). חוקים אלה למעשה עודדו מוסדות פיננסיים שונים להיכנס לסיכונים ולבצע עיסקאות למיניהן של הון סיכון וכו'. בטווח הקצר הן נראו אמנם מאוד חשובים לכלכלה הלאומית, אך בטווח הארוך הניבו, לא אחת, תוצאות גרועות. גם עצם הידיעה על קבלת הערבות הממשלתית הובילה את השוק לכל מיני אסונות. מצד שני, ביטוח החיים בארצות-הברית הוא ענף ממושע מאוד, בגלל תקנות מחמירות ביותר - פי כמה מאשר בישראל. גם

משום שרמת הדיווח היא גבוהה ואמינה בהרבה, וגם משום שהיא זמינה ומהירה בהרבה. אמנם התשואות הן צנועות, אבל יציבות מאוד, וזה חשוב בניהול קרן פנסיה.

The Age of Uncertainty - אסיים בבעיה שציין ג'ון קנט גולברייט בספרו -

"Money is a singular thing. It ranks with love as man's greatest source of joy. And it ranks with death as his greatest source of anxiety. Over all history it has oppressed nearly all people in one of two ways: either it has been abundant and very unreliable, or reliable and very scarce...However, for many there has been a third affliction: for them money has been both unreliable and scarce."

הבעיה המוצגת היא בעצם הבעיה העיקרית בקרן פנסיה - או שהכסף נמצא בשפע ואי-אפשר לסמוך עליו, או שאפשר לסמוך עליו אבל אין הוא בנמצא. אבל, עבור אנשים רבים הבעיה היא כפולה - הכסף גם אינו בנמצא וגם אי-אפשר לסמוך עליו. זאת הבעיה של הפנסיה. השאלה, איך פותרים אותה?

אני מאמין שבכלכלה חופשית אפשר לפתור את הבעיה הזאת, ואיני מצדד בחיזור על פתחו של האוצר. מר וינטר השתמש פעם בביטוי: "הדגים השרופים" של האוצר, והוא צדק. האוצר הוא של כולנו, בקשות ממנו פירושו בקשות מעצמנו.

פרק ו'

מהם היתרונות והחסרונות למערכות הפנסיה ממעורבותן בשוק ההון; האם ניתן לממש את מטרות מערכת הפנסיה

תוך כדי השקעה בשוק ההון

דיון

יו"ר ומנחה: ג'ק חביב

יו"ר: פתחנו בדיון בשאלה האם אנו זנים בפנסיה סוציאלית אם לאו. המושג כולל הרבה דברים, לכל איש הוא אומר דבר שונה במקצת. אבל ביסודו, מקובל עלינו שיש מרכיב של הודיות, כלומר - מבוטח אחד מסבסד את השני ויש תחלופה כלשהי. מוטב, אם כן, שנניח מראש שמדובר בפנסיה סוציאלית במובן זה או אחר. לשאלות כגון: מה פירוש סוציאלי? עד כמה סוציאלי? מה היקף הסבסוד ההדדי? מהו שיעור התחלופה? מה נכלל בחובה? איזה שיעור יושלם באופן וולונטרי? יש להקדיש יום עיון נפרד.

מר פלג הציע שנעבור למערכת של מעין ביטוח לאומי. בעיקרו של דבר חייבים ליצור שם שנות כיסוי. גם בביטוח הלאומי האמריקני, שהוא פנסיית דור-לדור (pay-as-you-go), ישנו כיסוי, זה חלק ממנו כיום.

כאן עולה סוגיה מאוד מסובכת. לא התכוננו לדיון הזה. זאת אומרת, לא הכנו אתמול את הרקע על funding לעומת unfunding. זה נושא מורכב ביותר הדורש דיון נפרד. בדיון היום, ארצה שנתמקד באותם הדברים שהדיון של אתמול והיום הכין אותנו לקראתם, ולהשאיר את שאר הנושאים האחרים לימי עיון אחרים.

אשר ל-funding, אנחנו עומדים בפני ברירה בין איגרות-חוב בעלות ערבויות (guaranteed bonds) לבין כניסה לשוק.

בהקשר של כניסה לשוק, עולות כמה שאלות. ראשית, איך נכנסים לשוק? שנית, מה אופי הערבויות, שמלוות את הכניסה של מערכת הפנסיה לשוק? האם מדובר על מצב של אי-ערבויות (no guarantees), כלומר, אי הבטחה מפני פשיטות רגל, למשל, או על מתן ערבויות כלשהן? ואם מדובר באפשרות השנייה, מה מהותן, מה אופיין ומה היקפן? יש בפנינו שתי אופציות מרכזיות. אי-אפשר לנתח את נושא היתרונות והחסרונות למערכת הפנסיה מבלי לדעת האם אנחנו מדברים על עולם ללא ערבויות, או על עולם עם ערבויות, ואם כן אלו ערבויות.

הממדים המרכזיים הם כדלקמן:

(1) **התשואה.** איזו ממערכות הפנסיה נותנת לפרט המבוטח סיכוי לקבל את התשואה הגבוהה ביותר על כספו בטווח הארוך? נרמז על-ידי מר פלג, שאת התשואה הגבוהה ביותר הוא יקבל באופציות השוק. איני יודע אם יש הבדל בתשואה בין שתי האופציות האלה. ייתכן שללא ערבויות תהיה לו תשואה יותר גבוהה.

(2) **הסיכון.** באיזו מן המערכות האלה אדם נוטל את הסיכונים הגדולים יותר? כמה אנשים אמרו שגם באיגרות חוב שיש עליהן ערבויות (guaranteed bonds), יש סיכון. קיים סיכון הנובע מכך שאדם תלוי בממשלה. המבוטח אינו יודע מה הממשלה תחליט בעתיד בתנאים שונים. גם בזה יש אלמנט של סיכון. התנאים שיקבל אינם מובטחים מראש.

מה מידת הסיכון הקיימת בשוק? איזה שוק? מדובר בשוק העולמי, שוק כלשהו שאנחנו צריכים לחתור אליו. כמובן, יש להביא בחשבון את נושא הערבויות; עד כמה אפשר להעביר את הסיכון על ההשקעה בפנסיה מהפרט, לעומת הסיכון על החברה כולה, במסגרת התקציב ובמסגרת מטלות אחרות. לדעתי נרמז שהסיכון אינו כל-כך גדול, וזו שאלה אמפירית.

נדמה לי שזה שורש הוויכוח, והייתי מציע, שבוויכוח בשאלה מה טוב לפרט מבחינת תשואה וסיכון, נצטמצם לאופציות שיש לנו כאן.

צבי בודי: לדעתי, צריך רק לשאול מה עושה הממשלה עם הכסף של איגרות החוב? אני מבין שההסתדרות טוענת טענה לגיטימית, שהיא איננה משקיעה מקצועית.

משתתף: גם הממשלה יכולה להיות משקיעה מצוינת, למרות שהתשואה המתקבלת תהיה הרבה יותר נמוכה מאשר מקבלים היום. היות שהתוצאה תהיה הרבה יותר נמוכה, לא תהיה לנו אפשרות לשלם פנסיה. אם יגידו שלא נשלם, אז פתרו לנו את הבעיה. אבל היות שאנחנו חייבים לשלם פנסיה, עלינו לעמוד בסיכונים.

צבי בודי: ברצוני להזכיר נושא שהעליתי בכנס הקודם - מגבלת תקציב על-פני זמן - שהוא בסיס חשוב לדיון. אמת, יש מטרות חברתיות, אבל יש גם מגבלת תקציב, וזו עובדה כלכלית-חברתית. מגבלת תקציב על-פני זמן פירושה, שאפשר לתת לדור אחד יותר משאבים ממה שעומדים לרשותו רק בתנאי שלוקחים מדור אחר. זאת אחת הסכנות הגדולות שקיימת במערכת פנסית דור-לדור. זו סכנה גדולה עד כדי כך שכל הארצות שבהן קיימת פנסית דור-לדור, בכללן איטליה, מנסות לשנות זאת, וזה לא קל. כל אזרח במדינה מוכן שיתנו לו יותר, בצורת ביטחונות ודברים אחרים, אבל לא כל-כך מוכן שיקחו ממנו, או לשלם תמורתם. מגבלת תקציב היא עובדה קשה מאוד. אין לי פתרון לבעיה הזאת, אני רק אומר, שנוצרת דילמה עבור הפוליטיקאים, כי לא נעים להם לסרב. אף אזרח לא רוצה לשמוע שהוא צריך לשלם יותר ולקבל פחות. אחת הדרכים שמצאו הפוליטיקאים כדי לצאת מהדילמה היא ליצור מוסדות בלתי-ממשלתיים (funding pension plan -ו) אחד מהמוסדות האלה), ופשוט להגיד לאזרח: תראה, יש מוסד, המוסד הזה עומד על סף פשיטת רגל, אם אנחנו לא נציל את המוסד הזה, יקרה אסון. לדעתי, מה שצריך לעשות הוא להגדיל את ההפרשות, לצאת לשוק הפרטי ולחפש הזדמנויות השקעה וכו'.

מגבלת התקציב השנייה היא מגבלת התקציב של תשואה מול סיכון, סיכוי וסיכון. כאן עלי לחלוק על חלק מהדברים שנאמרו על-ידי ד"ר פרג. הנטייה היא לראות את משאלות הלב שלנו. זאת אומרת, לחשוב שהנה מצאנו דרך להגדיל את התשואה בלי להגדיל את הסיכון.

המאמר ממנו נלקחו הציטוטים הוא, לדעתי, מאמר גרוע מאוד. זהו מאמר שנכתב על-ידי איש שדולה, נציג ענף הביטוח, שיש לו קו מסוים שבו הוא מעוניין.

י"ר: מה הבעיה במה שהוא אמר?

צבי בודי: הבעיה היא, שאפשר להראות נתונים על ממוצעים, אבל הם אינם משקפים את הסיכון. את הסיכון אומדים לפי סטיית התקן, וסטיית התקן במניות היא גדולה. ענף ביטוח החיים בארצות-הברית סובל מבעיות גדולות. לאחרונה, השתתפתי בכנס של הפורום של בוסטון-בנק (Federal Reserve Bank of Boston), שהוקדש לבעיות הקיימות בענף הביטוח. ישבו שם נציגים של חברות הביטוח, משוחררים

מהצורך לשכנע ולמכור, ומומחי הביטוח הודו בבעיות ובחששות. עכשיו עולות הצעות להקים קרן ביטוח ממשלתית, פדרלית, כדי להציל חברות ביטוח גדולות מפני פשיטת רגל.

הציבור הרחב עדיין אינו יודע עד כמה חמורות הבעיות, בגלל החשבונאות של חברות הביטוח. הן לא חייבות לעשות שיערוך לפי מחירי השוק של איגרות החוב שהן מחזיקות. אבל יש להן אומדנים פנימיים, והן יודעות בדיוק מה מצבן ועד כמה הוא גרוע. בשנה האחרונה כבר 3 חברות ביטוח פשטו רגל.

מה גרם לבעיות האלה? הגורם לכך היה הנפקת פוליסות חדשות בעלות ריבית משתנה, ובד בבד ביצוע השקעות באיגרות בריבית קבועה. התנודות בשערי הריבית היו חזקות. נוסף על כך, הן הוציאו לשוק פוליסות עם כל מיני אופציות הבנויות בתוכן, כאשר המנהלים של החברות האלה לא הבינו בתורת האופציות. הם נתנו אופציות במחיר נמוך בהרבה ממחיר השוק, בלי להיות מודעים לכך.

במידה שמבטיחים דבר לציבור, חייבים לעשות עסקת מגן מסוימת (hedging) של ההשקעות. קודם כל צריך להבין מהו אופי ההבטחות שנותנים, ומהי הדרך לעשות את עסקת המגן. במקרים רבים זה מסובך מאוד. לדעתי, מבחינה חברתית צריך לתת ערבויות ממשלתיות, מכיוון שבין שרוצים ובין שלא רוצים, עובדה היא שהממשלה ערבה לדברים האלה. מה יקרה בארצות-הברית, למשל, אם 3 חברות ביטוח גדולות תפשוטנה את הרגל? האם הממשלה תעמוד מהצד? לא, היא תיתן את הביטוח למרות שאיש לא שילם פרמיית ביטוח.

לפיכך, לדעתי, יש למצוא את הדרך הנאותה לעשות שני דברים: האחד, לבנות את מערכת הביטוח הממשלתי בצורה נאותה, שאינה מעוותת את שוק ההון. מערכת זו צריכה לגבות פרמיות בצורה נכונה וליצור תמריצים נכונים למבוטחים. כאמור, זה מסובך מאוד. התחלנו לדבר לפני רגע על הסיכון של המוסד הממשלתי שמבטח, מכיוון שברגע שמתחילים לתת ביטוחים של מוסדות פרטיים (ה-Saving and Loans בארצות-הברית), הממשלה יכולה להיגרר להפסדים ענקיים וגם לאי-יעילות של הקצאת ההון. הדבר השני, שחשיבותו רבה פה מאוד, הוא הפיקוח הממשלתי על מדיניות ההשקעות של המוסדות הפרטיים המבוטחים.

י"ר: במצב שבו יש ביטוח ממשלתי עם ערבויות אופטימליות על קרנות הפנסיה, האם אתה חושב שקרנות הפנסיה, ככלל, יכולות להגיע לתשואה גבוהה יותר בשוק ההון?

צבי בודי: ברגע שמדובר על שוק הון, העובדה הכלכלית הבסיסית היא, שיש מגבלת תקציב סיכוי נגד סיכון. זאת עובדה. ד"ר פרג הראה תשואה ריאלית ממוצעת של שוק המניות בארצות-הברית על פני 100 השנה האחרונות. לפי המחקרים, התשואה הריאלית של שוק המניות באמריקה, לפני ניכוי מיסים וההוצאות, היא כ-9% לשנה ריאלית. אבל סטיית התקן השנתית היא 20%, גם ריאלית. אם מסתכלים על התשואה הריאלית או הנומינלית, זה מסוכן. היום, הקלף החדש במדיניות ההשקעות של מוסדות שלהם התחייבויות - מוסדות הנותנים ערבויות פרטיות - הוא "ההנדסה הפיננסית", החדשנות הפיננסית. בעצם, מנסים למצוא דרך לפזר את הסיכון לאלה בחברה שמוכנים לקבל על עצמם את הסיכון. זו הקצאת סיכון. זה קורה לא רק ברמה הלאומית, אלא גם ברמה הבינלאומית. יש ארצות בעולם שיכולות להרשות לעצמן לקבל סיכונים רבים יותר. באנגליה, למשל, יש קבוצת אנשים (לויס אוף לונדון) המוכנה לקבל על עצמה סיכונים מכל העולם עבור הסיכוי לתמורה מסוימת.

לדעתי, זה הכיוון שצריך לפנות אליו - הקצאת הסיכון בצורה יותר יעילה.

משתתף: נדמה לי, שהוויכוח פה הוא על שאלת הסבסוד. למעשה, אנחנו מציגים פה מעין כלכלה הפוכה. אנחנו יודעים שבכל מקום איגרת חוב ממשלתית נחשבת איגרת חוב הכי בטוחה, אבל בעלת התשואה הכי נמוכה. בהשקעות אחרות אפשר לקבל תשואה יותר טובה תמורת הסיכון.

נשמעת כאן הטענה כי שולחים אותנו לשוק שיש בו סיכון, והסיכון הוא הגורם להורדת התשואה. אני טוען, שהוויכוח הוא האם צריך לסבסד פנסיות או לא צריך לסבסד.

בהשקעות של חברות הביטוח, קופות הגמל, קרנות הפנסיה ואיגרות חוב ממשלתיות יש יסוד של ביטחון ופיקוח. מחזיקי הפוליסות, המעדיפים קרנות פנסיה, יודעים, שחלק גדול מההשקעות שלהם מוחזק בקבוצת איגרות חוב שהן הבטוחות ביותר, והממונה על הביטוח יכול להבטיח שהדברים נעשים כראוי. בשוק החופשי תושקענה כל הקרנות האלה בהשקעות בעלות סיכון רב יותר, דבר שיביא להורדת הביטחון של העמיתים ושל המבטחים. ניתן לפתור זאת בהחזקת מנגנון ממשלתי שיבטיח מפני אותן נפילות. במקרה של נפילות - הממשלה תכסה אותן. במצב דגן אנחנו חוזרים, שוב, לסבסוד. כי ברגע שאנחנו אומרים לאנשים לחפש את ההשקעות עם התשואה הטובה וההשקעות עם הסיכון היותר גבוה, ומבטיחים להם כי גורם הסיכון יכוסה בידי הממשלה, בעצם החזרנו את הסבסוד "בדלת האחורית".

משתתף: הנושא היה מה טוב לקרנות הפנסיה, ולא מה טוב לביטוח. אני טוען, כי בכל הארצות בעולם, כולל ישראל, לא חברות הביטוח הן שמשלמות את הפנסיות, אלא קרנות הפנסיה.

משתתף: אתה טועה. כאזרח ישראלי וכמנהל קרן פנסיה, אני מחייב השקעה בשוק ההון. הבעיה שלנו אינה האם להשקיע בשוק ההון, אלא המחויבות למטרה שלשמה קמנו. קיבלנו רישיון להקים קרן פנסיה כדי לשלם פנסיה, לא כדי להשקיע בשוק ההון. אם זה טוב, נשקיע. אבל אתה דורש ממני בפירוש לדאוג שאוכל לשלם פנסיה, ולא לבזבז כסף היכן שלא צריך.

כדי שאוכל לקיים את הפנסיה, אני צריך לעשות חישובים ושיקולים. אני לא יכול לקחת סיכונים. מדוע? אם אני חוסך בקרן הפנסיה, שום אסון לא יקרה אם ארוויח 3% + מדד או 2% + מדד, או ששנה אחת לא ארוויח כלל. בקרן פנסיה אסור לי לקחת סיכון. אסור לנו להגיע למצב שבו לא נחזיק מעמד.

המטרה שלנו לשלם פנסיה. הפנסיה שלנו היא פנסיה נורמלית. היום אנחנו נותנים 2% לשנה. רוב הפנסיונרים מקבלים 1,000-1,400 שקל, אחרי 35 שנה. אבל אין לנו עודף שומנים, ואנחנו צריכים ביטחון. בדומה לארצות המפותחות והעשירות ביותר בעולם - אמריקה, אנגליה - אנחנו צריכים מערכת של ערבויות, ומערכת הערבויות היא מפעלים, ממשלה וכו'.

למה כדאי לכם לתת לנו את מערכת הערבויות הזאת? משתי סיבות. סיבה אחת, שנשקיע בשוק ההון ונפתח את המדינה. אם נגיע להישגים על-ידי ניהול נכון, בעזרת הפיקוח שלכם וללא סבסוד, ותהיה תשואה טובה, לא תהיה שום בעיה. אם חלילה תיקלע ישראל למצב שלא נוכל להשיג את התשואה המתאימה (כמו שווייץ למשל), אז לפחות עזרנו לפיתוח הכלכלי. אם אתם רוצים שנפעל בשוק ההון - מבחינתכם בצדק - אתם צריכים לתת לנו מחיר מסוים של ערבויות כדי שנעמוד בתשלומי פנסיה לכל אזרחי המדינה.

יהודה כהנא: הועלו הרבה הערות ושאלות במהלך הדיון הזה, ואתמקד בכמה נקודות.

נקודה ראשונה, במשך הדורות מדינות רבות ואנשים רבים ניסו ליצור משק שאין בו סיכונים בכלל. אין שום תקווה להשיג זאת. אי-אפשר ליצור עולם ללא סיכונים, מדינה ללא סיכונים וחברה ללא סיכונים. השאלה היא, אם יש אפשרות להקטין חלק מהסיכונים לחלק מהזמן או לצרכים מסוימים.

לכן, השאלה שמר פלג העלה היא שאלה מרכזית - האם החיסכון הסוציאלי הוא בסדר חשיבות זהה לזה של בעיות ביטחון, בריאות וחינוך, או אין הוא באותה רמת חשיבות, ולפיכך לא צריך לטפל בו?

הנקודה השנייה הוא הסבסוד. לדעתי, הסבסוד הוא הכרחי. אני מסכים שהממשלה לא צריכה לעשות תיווך פיננסי - לקחת כסף מאחד בתנאים מסוימים ובריבית גבוהה, ולתת אותו לפירמה בריבית מסובסדת. אבל ממשלות תמיד זקוקות לכסף למימון צרכים ייחודיים. את הכסף הן יכולות לגייס באמצעות הסדרי הפנסיה. הן לא חייבות לספק כסף בהשקעות קצרות טווח למיניהן, אבל בהחלט יכולות לעשות זאת בתכניות ארוכות טווח. הן יכולות לספק איגרות חוב ולגייס כסף.

העובדה שהממשלה החליטה להשתחרר משוק ההון אין פירושה שהיא לא תזדקק לשוק ההון. היא תזדקק, אולי במידה קטנה יותר. גם אם היא רוצה להשתחרר משוק ההון, עדיין צרכיה לעשור הקרוב יהיו עצומים.

הערה נוספת, מה שקורה כרגע הוא שהגענו לפתרון קיצוני. אי-אפשר לעבור ממשק מולאם לגמרי (אף שמשק של שוק ההון הוא מולאם לחלוטין), למשק שאינו מולאם לחלוטין, שהכל פתוח. אפילו במשק הכי קפיטליסטי דבר כזה אינו קיים. אפילו בארצות-הברית, לכאורה מעוז הקפיטליזם, המשק הוא תחת פיקוח ומעורבות הממשלה בו היא עמוקה ביותר. לא צריך לחזור לקיצוניות שהיינו בה, ולא צריך לעבור לקיצוניות המוצעת.

דב פלג: לדעתי, המושג "סוציאלי" הוא נושא מורכב. בכל העולם דנים עליו. מר וינטר הודה לדעתי באשמה. הוא אמר שהטבה מוגדרת (DB) היא מה שאנחנו נותנים ואי-אפשר לקיים, לפיכך צריך לעבור להפרשה מוגדרת (DC). לדעתי צריך שתהינה קופות גמל בלבד, ופירושו של דבר - למחוק את המונח "סוציאלי".

אני רוצה להתייחס להערות של פרופ' גלאי ושל ד"ר פרג. אנחנו מתנגדים לכך שהממשלה תנהל את המוסדות הסוציאליים. לדעתי, המוסדות הסוציאליים צריכים להתנהל על-ידי הציבור.

משתתף: אין מה לנהל.

דב פלג: לא, יש הבדל מהותי.

משתתף: אין נכסים.

דב פלג: לא נכון. אמנם לא נכסים כספיים, אבל למערכת יש התחייבויות ונכסים אקטואריים אדירים. לפיכך, אינני בעד ניהול הממשלה. ביטוח לאומי אינו מס, זה נושא גדול שצריך לדון עליו.

הערה אחרונה. אני מסכים שהסבסוד הוא הכלי שמבטא את האלמנט הסוציאלי. כשאתה נותן סבסוד ממערכת גרעונית - אתה גם מוכר את הדור הבא. יש שוני גמור בין שיטת הניהול של המערכת

הסוציאלית לבין בעיות מכירת הדור הבא. אין בהכרח קשר בין השניים. אתה יכול לתת סובסידיה על חשבון הדור הנוכחי, אתה יכול לנהל מערכת גרעונית. הכל בשוק חופשי, ואתה מוכר את הדור הבא. **משתתף:** הצבעת על כך, שחברות הביטוח התמוטטו בגלל חוסר מיומנותן. אם העניינים אינם מתנהלים כראוי משום שאנשים אינם מתנהגים נכון, צריך לבצע שינוי התנהגות. לגבי מגבלת תקציב, היית עדין מדי. אנחנו קובעים את מגבלת התקציב של הדור הבא. מי מרשה לנו לקבוע את מגבלת התקציב של הדור הבא? מי נותן לי סמכות לגרום לכך שבדור הבא לא יהיה תקציב לביטחון, לחינוך, לבריאות וכו'? הדבר אמור גם לגבי פנסיה תקציבית. המערכת כולה לקויה. המערכת לוקחת על עצמה אחריות לגבי הדור הבא בנושאים שהיא עצמה לא החליטה בהם החלטה של ממש. ההצעה שלנו היתה להעביר את הפנסיה התקציבית למסגרת של פנסיה צוברת.

היתה הרגשה שאיגרות חוב ממשלתיות הן נכס בטוח. זה נכון - הן נותנות סבסוד וכן הן בעלויות גבוהות משל השוק. אבל איני משוכנע שהן נכס בטוח.

משה פרג: אני רק רוצה להוסיף על הדברים שנאמרו כאן. חברות ביטוח עוסקות בפנסיה, ובאמצעות המפותחות דווקא. המפגשים של חברות הביטוח שהבאת כדוגמה נועדו לדון בבעיות שתהיינה בעוד 20 שנה ולא מחר בבוקר. אתה בוודאי יודע, שבאמצעות-הברית לכל מבוטח יש ביטוח של 250 אלף דולר לפחות, שקנו חברות הביטוח בנוסף מממשלת ארצות-הברית. כך שגם אם תיפולנה כל החברות, יהיה לכל מבוטח 250 אלף דולר. זו בעצם תוצאה של כלכלה חופשית. לא כך המצב בארץ.

דוגמה נוספת, גרמניה המערבית. לאחר תום מלחמת העולם השנייה בנתה הארץ הזו את עצמה בצורה שרק יפן משתווה לה. היא עשתה את זה באמצעי יחיד כמעט. היא אפשרה לכל המפעלים ולכל התעשיות להשתמש בכספי הפנסיה כדי לבנות את עצמם. זאת אומרת, הממשלה אמרה שהיא מוכנה לראות בכסף הזה כסף לצורכי פנסיה בלבד, ונתנה את כל ההטבות במיסוי, ועודדה את המפעלים להשתמש בכסף הזה לבנות את המשק הגרמני.

ועוד מגרמניה המערבית: בגרמניה הנפיקו איגרות חוב שנותנות 10% כי הם הולכים לקלוט לא רק עולים כי אם גרמניה שלמה, וכל אירופה. כל הבנקים רצים אחרי ממשלת גרמניה כדי לקנות את איגרות החוב הללו ל-10 שנים. 10 שנים הם מחצית הזמן שמר פלג מדבר עליו.

לו היינו מגיעים למודל שאני מאמין בו, של כלכלה חופשית של ממש, ויכולתי להשקיע חלק מהכספים באותן איגרות חוב גרמניות, הייתי מקבל 10 שנים של שקט, כי 10% צמודי מרק אינם דבר רע כלל. אבל בישראל לא נוהגים כך. פה מדברים על כלכלה חופשית, ומתכוונים לכלכלה בולשביקית. פה אומרים שיש רפורמה, ומחילים אותה רק על חברות ביטוח, ולא על ההסתדרות. אנחנו חיים בעצם בתוך בלגאן גדול מאוד, שלצערנו, לא אנחנו עושים אותו, אלא האנשים שמנהלים את העסק הזה. אבל גם הם בעצם שחקנים של תיאטרון בובות.

אני חוזר שוב לממשלת ארצות-הברית, אם במדינת ישראל תהיה ברירה - ביטחון, עלייה או פנסיה, ולא יהיה כסף - ברור לכם שלא תהיינה גם פנסיות.

זאת היא בעצם הדילמה. אנחנו לא חולקים על שום דבר. לו היה כסף, גם אני הייתי רוצה תחלופה של אחד-לאחד, אפילו שתיים-לאחד. השאלה היא מאיפה יבוא הכסף, ואיזה מנגנון יעיל יותר? אני חושב שגם ההפרטה, גם האליל הזה, קטן והולך. ארגנטינה כבר מכרה את הכל, אין לה מה למכור יותר. מכרו כבר את הכבישים, את הרחובות ואת עמודי החשמל, ועדיין יש חוב של 400 מיליארד. גם בארץ מכרו את "בזק" - אם בעסקה טובה ואם ברעה - ומה יש עוד למכור בה? לדעתי, זה לא פתרון.

את הבעיה יש לפתור כפי שפתרו בארצות המפותחות באמת - אנגליה, ארצות-הברית וסקנדינביה. פינלנד, אגב, שהתחילה את כל מערכת הפנסיה ב-1948, ביססה את הכל על מערכת פרטית, וזה פועל למופת. אין גרעונות ולא חסר כסף, ופנסיונרים יוצאים בתחלופה של אחד-לאחד, ואין שום בעיה.

אני מאחל לנו כלכלה חופשית, ללא חסדי האוצר. תמיד אמרתי, שלא צריך את הטובות שלהם. תמיד ביקשתי לפעול בשוק חופשי. אני מסכים לקבל עליי פיקוח, אני מסכים שיבדקו שאיני הולך לחפור בארות נפט בכל מיני מדבריות. אבל תנו לי לפעול לבד. אני יודע להשקיע טוב לפחות כמו ממשלת ישראל.

דברי סיכום ג'ק חביב

ברצוני להודות לכל המרצים שטרחו להכין ולהציג. במיוחד ברצוני להודות למר דב פלג ומר מיכה וינטר שסייעו רבות בתכנון הכנס.

נדמה לי, שבירדנו את הנושא מאזוית שוק ההון הרבה יותר מאשר מאזוית מערכת הפנסיה. הגענו להסכמה ששינוי צריך להיות הדרגתי. מעבר לזה, נשארת עדיין השאלה מהי תכנית הביצוע המוצלחת של השינוי, ולא רק מהו כיוון השינוי הנכון. זאת, משום שתהליך הביצוע יכול לקבוע את השינוי. את הנקודה הזאת עלינו לקחת לתשומת ליבנו.

אין לי ספק שיש כאן נקודות נוספות לבידור. האם אכן חילוקי הדעות על הנושא רבים כל-כך? היכן הם מתמקדים ומהן באמת האופציות? מעבר לכך, אני חושב שרק התחלנו לדון בנושא של העברות חליפין (trade-off) בין תשואה לסיכון, בין המערכת הקיימת לבין מערכת שיש לה תשואות שונות של הבטחות וסבסודים. רק עכשיו אנחנו אולי מוכנים ובשלים להתחלת דיון על אופציות קונקרטיות, שתאפשרנה לנו לדעת על אלו סוגים של העברות חליפין אנחנו מדברים.

ייתכן שחלק מאיתנו יקיימו דיון בכל מיני פורומים ובכל מיני מסגרות. אני מקווה שכל אחד הפיק משהו היום, וינצל זאת היכן שהוא יכול וצריך. בעתיד נקיים דיון נוסף על נושא ספציפי שייבחר.



JDC-BROOKDALE INSTITUTE OF GERONTOLOGY AND HUMAN DEVELOPMENT

1974 • 20 YEARS OF RESEARCH • 1994

The Pension System and Capital Market: International Developments and Issues in Israel

Proceedings from a Conference* with
the participation of Professor Zvi Bodie

S p e c i a l S e r i e s

*The conference was held under
the auspices of the
Herbert Singer Seminar Series

S-66-94





WHAT IS THE JDC-BROOKDALE INSTITUTE?

A national center for research on aging, human development, and social welfare in Israel, established in 1974.

An independent not-for-profit organization that operates under the auspices of the American Jewish Joint Distribution Committee (AJJDC) and the Government of Israel.

A team of professionals dedicated to applied research on high-priority social issues relevant to the national agenda.

A knowledge resource committed to promoting its findings and to assisting policymakers and service providers in the planning and implementation of effective social services.

The research involves an interdisciplinary approach with a focus on five main areas:

- ◆ **Gerontology**
 - ◆ **Health Policy**
 - ◆ **Immigrant Absorption**
 - ◆ **Children and Youth with Special Needs**
 - ◆ **Disability**
-

**THE PENSION SYSTEM AND CAPITAL MARKET:
INTERNATIONAL DEVELOPMENTS AND ISSUES IN ISRAEL**

**Proceedings from a Conference* with the participation
of Professor Zvi Bodie**

July 2-3, 1994, Jerusalem



*The conference was held under the auspices of the
Herbert Singer Seminar Series

October 1994

Jerusalem

JDC-Brookdale Institute of Gerontology
and Human Development
P.O.B. 13087
Jerusalem 91130, Israel

Tel: (02) 557400
Fax: (02) 635851

Foreword

The second conference on pension policy was held in Jerusalem in July 1991. The conference, organized by the JDC-Brookdale Institute and held under the auspices of the Herbert Singer Seminar Series, was attended by policymakers and senior researchers in the pension field in Israel. The first conference, held in July 1990, briefed Israeli policymakers on the latest developments and innovations in Israel and the world in the area of private pension funds. The second conference, "The Pension System and Capital Market: International Developments and Issues in Israel," provided a forum for an in-depth examination of current trends in the pension field and the relationship between the pension system and the capital market.

Conference discussions focused on the implications of a worldwide trend to move from a system characterized by heavy government involvement to a system directed towards privatization. Presentations were made by senior researchers from Israel and abroad and representatives of germane bodies including the Ministry of Finance, the Bank of Israel, the General Federation of Labor in Israel, insurance companies and universities.

Due to the subject's importance, it was decided to publish the conference's proceedings. This publication contains the conference's presentations and discussions, presented in chapters according to the order of their presentation at the conference.

Chapter 1 contains a survey of international developments in the capital market and pension system; Chapter 2 is a discussion of the advantages and disadvantages of the pension system's involvement in the capital market and arrangements for facilitating the relationship based on international experience. The third chapter contains a survey of the characteristics of the Israeli capital market and a discussion of the preparations required prior to the pension system's entry into the capital market. Chapter 4 is a discussion of the advantages and disadvantages of this process from the viewpoint of the capital market. Chapters 5 and 6 contain a review and discussion of the advantages and disadvantages for the pension system and other agencies in the economy from their involvement in the capital market.

These proceedings are presented in their original form with only minor editing changes. We apologize for any deletions or inaccuracies that may have occurred during the transcription of the tapes of the sessions.

We would like to thank the staff and researchers of the JDC-Brookdale Institute for their assistance and for the many useful comments throughout the preparation of the material. Special thanks to Michael Revivo, Erella Brilliant and Bilha Alon for their assistance in producing this publication.

List of Participants

Gad Arbel - Former Commissioner, Capital Market, Insurance and Savings,
Ministry of Finance

Zvi Bodie - Prof. of Economics, School of Management, Boston University

Dan Galai - Prof. of Finance, School of Business Administration,
Hebrew University, Jerusalem

Micha Vinter - Deputy Commissioner, Capital Market, Insurance and Savings,
Ministry of Finance

Jack Habib - Director, JDC-Israel

Yehuda Kahana - Prof. of Management, School of Business Administration,
Tel Aviv University

Meir Sokolar - Director, Monetary Department, Bank of Israel

Dov Peleg - Former Chairman, Social Security Division, General Federation
of Labor in Israel

Moshe Pereg - Director-General, La National, Israeli Insurance Company, Inc.

Table of Contents

Opening Remarks - *Jack Habib*

Chapter 1 - Developments in the Relationship between the Capital Market and Pension Systems and Issues in the International Debate - Overview - <i>Zvi Bodie</i>	1
Chapter 2 - The Advantages and Disadvantages of the Pension System's Involvement in the Capital Market and Arrangements for Facilitating the Relationship - Lessons from the International Experience - <i>Zvi Bodie</i>	9
Chapter 3 - Characteristics of the Capital Market in Israel and Preparations Required prior to the Entry of Pension Funds into the Market - <i>Dan Galai</i>	19
Chapter 4 - What Are the Advantages and Disadvantages for the Capital Market from the Entry of the Pension System; Are there Alternatives for Achieving the Capital Market's Objectives without the Involvement of the Pension Systems? Review and Discussion - <i>Gad Arbel and Meir Sokolar</i>	37
Chapter 5 - What Are the Advantages and Disadvantages for the Pension Systems from Involvement in the Capital Market; Can the Objectives of the Pension System be Realized while Investing in the Capital Market? Discussion	55
Chapter 6 - What Are the Advantages and Disadvantages for the Pension Systems from Involvement in the Capital Market; Can the Objectives of the Pension System be Realized while Investing in the Capital Market? Panel Presentations	73
Concluding Remarks - <i>Jack Habib</i>	81

List of Tables and Figures

Table 3-1: Estimate of Private Sector Non-financial Assets, 1983-1990	21
Table 3-2: Publicly-held Financial Assets, 1989 and 1990	22
Table 3-3: Principal Indicators of the Bond Market, 1988-1990	28
Table 3-4: Capital Flotation by the Business Sector through Shares and Convertible Assets	29
Table 3-5: Mandated and Actual Investment of Retirement Funds in Government Bonds, 1983-1990	29
Table 3-6: Changes in Investment Proportions of Retirement Funds, Continuing Education Funds and Pension Funds (%)	30
Table 5-1: Employee Pension Payments and the Deficit at Different Interest Rates	57
Table 5-2: Valuation of Investment Portfolio - England	65
Table 5-3: Assets of Life Companies (%) - USA	66
Table 5-4: Net Yield on Invested Assets - USA	67
Table 5-5: Real Interest Rates Earned, by Calendar Year (seven countries)	68
Table 5-6: Real Interest Rates Earned by Country	68
Table 5-7: Real Interest Rates Earned by Economic Era - USA	69
Table 5-8: Actual and Real Interest Rates Earned (adjusted) - USA	69
Figure 5-1: Employee Pension Payments at Different Interest Rates	56