

24.91x32.27	1/2	עמוד 2	ממון	ידיעות אחרונות - ממון	24/09/2021	78864487-2
המהפכה בשוק ההון: ישראל 1985-2018 - מאת אבי בן בטס - 25910						

מסביר פרופ' אבי בן בטס, בעבר מנכ"ל משרד האוצר, בספרו "המהפכה בשוק ההון" בהוצאת מאגנס, "העמית נושא בסיכונים וקצבת הפי רישה שלו לא ירועה מראש". כרי בכל זאת להבטיח רשת ביטחון כלשהי לחוסכי הפנסיות ולא להפקיר אותם לכוחות השוק הקפריזיים, התחייבה המדינה למכור אגרות חוב מיועדות בריבית ריאלית גבוהה גם לקרנות החרשות, בשיעור מופחת.

המהפכה של שוחט לא פתרה את כל בעיית הקרנות ההסתדרותיות הוותיקות. הגירעונות המשיכו להידרדר עד שב-2003-2004 החליטו ראש הממשלה שרון ושר האוצר נתניהו להלאים אותן, את כולן. התקנונים של הקרנות אחרו, זכויות העמיתים קוצצו ביד קשה והוקמה חברת גג ממשלתית "עמיתים", לה הוכפפו הקרנות הוותיקות הסגורות. הממשלה המלאימה התחייבה לכסות את הגירעונות האקטואריים הנותרים שלהן, לאחר קיצוץ הזכויות, בין השאר על ידי הנפקה של אגרות חוב מיועדות חרשות עם ריבית ריאלית של 4.86% לשנה ("ערר" שמן). פנסיית חובה לשכירים הונהגה ב-2007 על ידי שר האוצר בראון ולעצמאים (שחסכו בקופות הגמל ומתחלה הופלו קשות לרעה) ב-2016 על ידי השר כחלון. באחרונה נקבע עוד כי עוצמת רשת הביטחון הממשלתית תשתנה עם הגיל: נכסיו של הפורש לגמלאות יושקעו ב-70% באגרות חוב מיועדות, בשעה שנכסיו של מצטרף צעיר כמעט ולא יזכו לסבסוד.

השיטה לא אידיאלית, אבל היא עוברת וזוכה לשבחים של מוסדות כלכליים בינלאומיים. אלא שהצורך להנפיק מדי שנה אגרות חוב המיועדות לקרנות הפנסיה משגע את פקידי האוצר. למה להתחייב מראש לריבית כה גבוהה, הם תוהים, כאשר בניהול פיננסי נכון יכולות ההנהלות של הקרנות להשיג בכוחות עצמן תשואה דומה, או אפילו גבוהה יותר? למה הייתה חייבת הממשלה לקחת מהן אשתקד הלוואה ב-21.5 מיליארד שקל בצורת אגרות חוב בריבית רצחנית של כ-5% בשעה שהחשב הכללי יכול היה לקבל הלוואה בשוק חופשי בריבית אפס או לכל היותר 0.5% לשנה?

"התשואה העורפת שמשאיות אגרות חוב מיועדות", הם כותבים בדברי ההסבר לחקיקה המוצעת, "משיתה על תקציב המדינה עלות עורפת בסך 7.4 מיליארד שקל ב-2020 וכ-8.9 מיליארד שקל ב-2021... עלות זו צפויה לגדול בתוך עשור ולהגיע לכ-20 מיליארד שקל בשנה".

מילה של הממשלה

אפשר לחלוק על חישובי האוצר ועל יצירת רושם אצל חברי הכנסת כאילו לפתע נתגלו מיליארדי שקלים חדשים לחלוקה תקציבית. נניח לכך; חשוב מה מציע האוצר במקום רשת הביטחון הפנסיונית הקיימת. במסגרת חוק ההסדרים הוא מציע להפסיק כליל את ההנפקה של אגרות חוב מיועדות לקרנות חרשות וותיקות כאחת. קרנות הפנסיה כולן ישקיעו מתחילת 2022 את כספי החסכונות השוטפים (את ההפקדות של העמיתים) בשוק ההון החופשי בלבד, כולל אותם 30% שהופנו עד כה בממוצע לאג"ח מסוכסד. אחרי חמש שנים יעשה חשבון: אם החישוב שיהיה זכאי בעבר לסבסוד יניב רווח שנתי ריאלי נמוך מ-5%, המדינה תכסה את ההפרש. תשלום את התשואה. ואם להפך, רווחי ההון היו מצוינים, מעל למשוכה של 5% בשנה, קרן הפנסיה תעביר את העודף לממשלה. וזו תשמור אותו בחשבון מיוחד לשנים הבאות, העלויות להיות קשות בשווקים.

במקום להבטיח תשלום ריבית שנתי ריאלית של 5% לשנה באמצעות אגרות חוב

"איך הבאתם לנו את החוק הזה", שואל בפליאה מהולה בעלבון חבר וערת הכספים של הכנסת, ח"כ אופיר כץ (ליכוד). "לא התייחסתם כלל למה זה עושה לשוק", אומרת חברת הוועדה, ח"כ נירה שפק (יש עתיד). "אנחנו מדברים על מצב של עמימות חוקית מאוד גדולה", אומרת ח"כ אימאן ח'טיב-יאסין (רע"מ), חברה נוספת בוועדת הכספים. "הדברים שהבאתם לוועדה לא אפויים בכלל", אומרת עוד חברת וערת הכספים, ח"כ נעמה לוימי (עבודה). ומסכם את הריון יו"ר הוועדה ח"כ אלכס קושניר (ישראל ביתנו): "החוק שהאוצר הביא אלינו לא מספיק מוכן ולא יכול לבוא לקריאה שנייה ושלישית". תחזור הביתה, גוער היו"ר קושניר בפקידי האוצר, תתאמצו לספק תשובות משכנעות על כל השאלות, התהיות וההסתייגויות ורק אז תערכנו אותנו שאתם מוכנים עם כל התשובות ונחזור לדון בחוק".

אלו ציטוטים נבחרים, יוצאי רופן בחריפותם, מריון בוועדת הכספים של הכנסת לפני כשבוע על קטע מחוק ההסדרים הקרוי "הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה". רצוי להתעכב על הכותרת. הצעת החוק לא מכוונת להבטיח, גם לא לדעת המנסחים שלה, יציבות בקרנות הפנסיה אלא בדיוק להפך - היא יוצרת במפורש חוסר-יציבות והגדלת הסיכון. להכתיר אותה כ"הבטחת יציבות" זה הולכת שולל מכוונת. על מה מדובר? על גורל כל החיסכון הפנסיוני של אזרחי ישראל, על הנכס הפיננסי החשוב ביותר שיש למשפחה עובדת בארץ, לגמלאים ולחוסכים. הצעת החקיקה (או ה"רפורמה") של האוצר, כפי שאושרה בממשלה, אמנם כתובה בלשון סתרים המוכנת למומחים מעטים, אבל ההשלכות מעשיות שלה נוגעות לכולנו ועלולות להיות כואבות מאוד, כפי שמוהירים המומחים. אם תתקבל כלשונה, היא תגרור את המערך הפנסיוני הישראלי למערבולת מיותרת ומסוכנת.

קצת היסטוריה בשביל התמונה המלאה. עד 1995 התקיימו בארץ שתי מערכות פנסיוניות עיקריות: של עובדי המדינה ושל חברי ההסתדרות הכללית. שתיהן לא פעלו כקרנות הצוברות חסכונות לעת פרישה. הראשונה ("פנסיה תקציבית" המנוהלת על ידי האוצר) הבטיחה לעובדי המגזר הציבורי הטבות שונות ונריבות בלי שידרשו כלל להפריש כספים למימון הזכויות הפנסיוניות. השנייה ("קרנות הסתדרותיות" המנוהלות על ידי ההסתדרות הכללית) אמנם קיבלה הפקדות חורשיות מחבריה השכירים וממעסיקיהם, אך הבטיחה זכויות לפנסיות רק לפי ותק, שכר ותוספות מפליגות שהשיגו ועדי העובדים בלא קשר לסך כל הכספים שהופקדו בקרן. למערך הפנסיה התקציבית בכלל לא חושבו גירעונות עתידיים: המימון בא ישירות מתקציב המדינה השוטף. הקרנות הסתדרותיות שקעו כצפוי בגירעונות, אבל התנחמו באמונה שאף ממשלה אחראית לא תיתן להן לקרוס.

ב-1995 שר האוצר שוחט, בתמיכת ראש הממשלה רבין, לקח על עצמו לשים קץ למגפת העיוורון הפנסיוני. את הסדר הפנסיה התקציבית הוא הפסיק בהדרגה ואחרי קרבות פוליטיים קשים שנמשכו עד 1999 ויצאו לפועל רק מ-2002. את הקרנות הסתדרותיות הוא סגר מיד. הבטיח לכסות את הגירעונות, ביטל את צבירת הזכויות המופקרת וחייב את מנהליהן להשקיע עד 30% מהחיסכון של החברים בשוק ההון. את היתרה יוכלו להשקיע באגרות חוב ממשלתיות מיוחדות הנושאות ריבית ריאלית גבוהה, 5% בשנה, ולא נסחרות בבורסה. במקומן של קרנות הפנסיה הוותיקות נפתחו למצטרפים קרנות חרשות, פרטיות ועסקיות, שמתחלה אימצו את העיקרון של איזון אקטוארי (כלומר תפקוד בלי גירעונות עתידיים): מה שחסכת לפנסיה, מהפרשות שלך ושל המעסיק, זה מה שיהיה לך לעת פרישה, בתוספת רווחי הון שהניבה ההשקעה. אם הניבה: בקרנות החרשות,



הפנסיה שלכם בסכנה

- הצעת האוצר להפסיק מיד את תמיכת המדינה בקרנות הפנסיה באמצעות אגרות חוב מיוחדות תגרור את המערך הפנסיוני למערבולת מסוכנת
- אם החוק יעבור כלשונו, עלולים החוסכים להיפגע
- קשות בעת משבר • וגם: מהי החלופה שמציע בנק ישראל

26.61x32.59	2/2	עמוד 3	ידיעות אחרונות - ממון	24/09/2021	78864488-3
-------------	-----	--------	-----------------------	------------	------------

המהפכה בשוק ההון: ישראל 1985-2018 - מאת אבי בן בטס - 25910



בייגה שוחט. הפסיק את הסדר הפנסיה התקציבית



ח"כ אלנס קושניר. גער בפיקדי האוצר ודרש תשובות משכנועות



ח"כ נעמה לזימי. "הדברים שהוגשו לא אפויים"

פרופ' אמיר ירון: "בהצעה של האוצר אין התייחסות למצבי משבר פיננסיים קיצוניים, כשקרנות הפנסיה בהפסדים והממשלה לחוצה בתקציבה"

משה קאשי, איש עמותת לובי 99: "אם מעבירים את החוק כמו שהוא, זו התנערות של המדינה מההתחייבות לתת רשת ביטחון לחיסכון פנסיוני"

ד"ר עדי ברנדו: "יש חששות שהממשלה תהיה תחת לחץ לא לשלם מה שמתחייב לפי החוק. חוקים משתנים בקלות"

איגרות חוב ממשלתיות מסוג חדש, הקרויות "אג"ח הפרשים". כשמן כך הן: אלו איגרות חוב ייחודיות שיעניקו להתחייבות המדינה לרשת ביטחון פנסיונית "אופי של חוזה". אופי חוק; מדינת ישראל, אומר הנגיד פרופ' ירון, לעולם לא תגיע למצב שבו היא לא מכבדת את איגרת החוב שהנפיקה בעצמה, כי "הסנקציות הבינו לאומיות האפשריות על הפרת חוזה כזה תהיינה קשות ביותר". השימוש ב"אג"ח הפרשים" גם יפשט עד מאוד את התפעול המעשי של רשת הביטחון החדשה. הסיכוי לקבלת ההמלצה של בנק ישראל נמוך; באוצר לא אוהבים לאמץ המלצות מבחוץ ומבנק ישראל בפרט.

אבל אין ארוחות חינם ואין ביטול סיכונים חינם. אם תאושר ה"רפורמה" בקרנות הפנסיה אכן ישתפר ניהול החוב הממשלתי - ובה בעת מצבם של מיליוני העמיתים בקרנות יורע; מבחינתם, הסיכון לא לקבל גמלה הוגנת לעת פרישה יגדל משמעותית ואי-הוודאות בניהול החסכונות האישיים תזנק.

משה קאשי, איש לובי 99, עמותה הרואה את עצמה כקול הציבור הרחב: "אם מעבירים את החוק שהציע האוצר כמו שהוא, זו התנערות של המדינה מההתחייבות לתת רשת ביטחון לחיסכון פנסיוני".

ויש עוד צר אפל לפרק הנרון בחוק ההסדרים. בסוף 2020 הסתכמו ההתחייבויות של המדינה לזכאים לפנסיה תקציבית - למי שהועסקו במגזר הממשלתי והציבורי עד 2002 - ב-873 מיליארד שקל, שהם כ-60% מהתוצר המקומי השנתי. מהסכום העצום הזה הובטחו לגמלאי מערכת הביטחון בעבר ובעתיד 343 מיליארד שקל לפי החשב הכללי באוצר. לא מדובר כאן בסובסידיה לחיסכון שנצבר. מדובר בהוצאה תקציבית שנתית ישירה. כמו לב-ריאות ולחינוך.

על רקע מספרים אלו תמוהה ומקוממת הצעת האוצר בחוק ההסדרים, המחוררת והמחלייה את רשת הביטחון החלקית מאוד שנותנת המדינה לעמיתי קרנות הפנסיה, המפקידים בהן עד 20% מהכנסת העבודה החדרשית ומקו-וים לגמלה הוגנת לעת פרישה. פיל מסתובב לו חופשי בחדר והם רודפים אחר זנבה של ארנבת.

ריבית ולפרוע במועד. יש במנגנון המוצע, סיכום ראש חטיבת המחקר בבנק ישראל, על אפס ועל חמתם של בכירי האוצר, "משהו שנתפס על ידי האנשים כפחות בטוח מאיגרת חוב ממשלתית, במיוחד כאשר לא בטוח כמה כסף יהיה בקופת המדינה בעת משבר. זו לא איזו גחמה של בנק ישראל. זה נושא מוכר היטב בכלכלה עולמית ולא עניין תיאורטי".

הפיל והארנבת

אייל לב-ארי מצוות הייעוץ המשפטי לועדת הכספים העלה עוד סוגיות לא פתורות. אין במנגנון המוצע, אמה, הבחנה בין קרנות פני-סיה חרשות לוותיקות, הבחנה מתבקשת בגלל האופי השונה שלהן. אבי סנדרוב, מנהל מיוחד ב"עמיתים", דרש לכן להחריג את קרנות הפני-סיה הוותיקות מכל הרפורמה המוצעת. "אנחנו גוף שונה", הסביר, "היקף הנכסים אצלנו הולך ויורד, בניגוד לקרנות חדשות שם הוא עולה". "מדובר בהתחייבות ממשלתית שיכולה להשתנות מחדש לחודש", הזהיר "ואין לזה תקדים בספרי החשבונאות". גם מיכל היימן, מנהל לת מחלקת הפנסיה ברשות שוק ההון הפגינה בוועדת הכספים אותה גישה: אני בעד אבל בעצם נגה.

עם פרסום חוק ההסדרים פניתי לפרופ' אשר בלס, מרצה וחוקר, בעל מוניטין כמומחה לניהול פנסיוני וביקשתי את הערכתו. היא הייתה חרי-פה. הצעת האוצר, אמר פרופ' בלס, תיצור בוכה ומבולקה בקרנות הפנסיה. החל מהצורך בניתוח פרטני של כל חשבון חיסכון בכל קרן כדי לרעת במה בדיוק הושקעו אותם 30% מהנכסים הזכאים לתשלום הפרשים מהאוצר, נמשך בקושי הנובע מהיעדר הבחנה בין חוסכים לפי קבוצות גיל, ונגמר בבעיות לא פתורות של מעבר מקרן לקרן ויציאה לגמלאות בתוך חמש שנות ה"מבחן של האוצר", כדבריו. פרופ' בלס שולח את מכיני ההצעה בחזרה ללוח הנקי, עם ציון "נכשל". כמוהו בנק ישראל.

ומה החלופה שמציע הבנק המרכזי? הוא מציע לעגן את הביטחון של החוסכים בהנפקת

מיועדות, תובטח מעתה התשואה לחלק מחסכו-נותינו הפנסיונים - לאחר מעשה, פעם בחומש - באמצעות מילה של הממשלה שתעוגן בחוק. זו ההצעה שהובאה לאישור ועדת הכספים של הכנסת, ולא אושרה.

שאלתי על ההצעה את אחד המומחים העולי-מיים לנושא, פרופ' אמיר ירון, נגיד בנק ישראל. פרופ' ירון: "אני תומך ברעיון להפסיק את ההנפקה של איגרות חוב מיועדות חדשות ולמי-צוא במקומן דרך יותר יעילה לתמיכה בקרנות פנסיה, תוך הסתמכות גדולה יותר על שוקי ההון. אבל ההצעה של משרד האוצר סובלת מליקויים רבים. אין בה, למשל, התייחסות למצבי משבר פיננסיים קיצוניים, כשקרנות הפנסיה בהפסדים והממשלה לחוצה בתקציבה. שיטת האוצר עלולה גם להחליש מאוד את תחושת הביטחון הפנסיוני של החוסכים ולזרוע חשש בקרבם. מבחינתם יש הרי כל ההברל בעולם בין התחייבות המדינה לפרוע איגרת חוב שהנפיקה לבין התחייבותה להעביר כספים מקרן תקציבית ממשלתית כלשהי, התחייבות שאין לה סטטוס של מכשיר פיננסי באחריות המדינה". את הביקורת של בנק ישראל הביא לדיוני ועדת הכספים ר"ר עדי ברנדה, מנהל אגף מקרו כלכלה ומדיניות כלכלית בחטיבת המחקר של הבנק. ברנדה לא חסך במילים. להצעת האוצר, אמה, "אין מתווה ברור ושקוף", "הרמה המוסרית שלה לא ברורה", אין בה מענה הולם לסיכונים עתידיים ויש הסתמכות יתר על הרווחיות הגבוהה של קרנות הפנסיה מהשקעה בשוק ההון בשנים האחרונות. "אין ודאות", הזכיר ברנדה, "שאלו יהיו תשואות בשוק בעתיד. בזמן המשבר יש חששות שהממשלה תהיה תחת לחץ לא לשלם מה שמתחייב לפי החוק; אנחנו יודעים שהרבה פעמים החוקים משתנים בקלות".

הדברים עוררו תגובה נועזת של בכירי האוצר. הם התרעמו על ביקורת המעוזה להטיל ספק בהתחייבות חוקית של הממשלה ולפיקח "סותרת את כל התנהלות המדינה". ענה להם ד"ר ברנדה: "ביטחון של חוסכים הוא לא רק עניין של איך משרד האוצר רואה אותו. עובדה, בתקופות קשות מדינת ישראל כן משנה חוקים". לעומת זאת, מדינת ישראל לא הפסיקה אף פעם לשרת את איגרות החוב שהנפיקה, לשלם