

חווה להבטחת תשואת רצפה לקופות הפנסיה¹

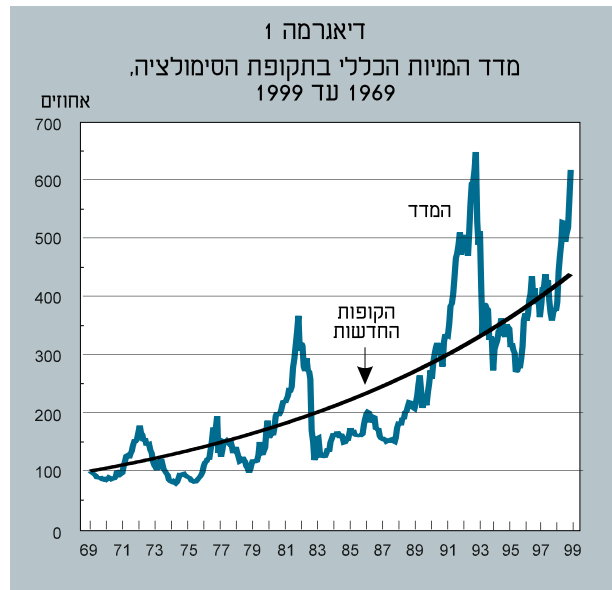
יעקב אלאשווילי, צבי וינר, דני יריב ומאיר סוקולר - המחלקה המוניטרית

המקנה עדיפות לחיסכון לפנסיה, ואם עובדים בסקטור הציבורי יעברו מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת. ראוי לציין שבשאר שורר מצב לא סביר: בעוד שפנסיונרים בחו"ל רשאים להשקיע בחברות ישראליות, וכך ליהנות מרווחי התעשיות המתקדמות, חסומות השקעות אלו בפני פנסיונרים ישראלים. להערכתנו, מנהלי הקופות והעמיתים חוששים מהשקעה בשוק ההון בגלל התנודתיות המאפיינת אותה, שכן תנודתיות גבוהה פירושה שהתשואה עלולה לרדת ירידה חדה ולסכן את העמידה בהתחייבויות לעמיתים. מכאן, שלצורך שילוב קרנות הפנסיה בשוק ההון, נדרשים כלים שיפחיתו את התנודתיות, כלומר את אי-הוודאות. אנו סבורים שאם הסקטור העסקי לא יציע כלים כאלה, תידרש התערבות זמנית של הממשלה, שתזרז את פיתוח

הסדרי הפנסיה הנוכחיים בישראל לוקים בשורה של בעיות וחסרונות. להלן נציג את הבעייתיות שבהפניית כספיהן של קופות הפנסיה לאיגרות חוב מיועדות, לא סחירות ובריבית מובטחת, המסובסדות על ידי הממשלה. משקיעים מוסדיים, המאופיינים באופק השקעה ארוך, עשויים להקנות יציבות ונזילות לשוק ההנפקות החדשות ולמסחר בבורסה, ולכן היעדרם פוגע בשוק זה. נפגעת גם סחירותו ונזילותו של שוק איגרות החוב הממשלתיות הסחירות - בייחוד כשהגירעון הממשלתי פוחת, וצורכי המימון מצטמצמים - דבר המקשה גם על תפקודו כסמן (benchmark) לשוק ההנפקות הפרטיות. השלכות שליליות אלו יתגברו אם תיושם רפורמה במס,

¹ תמצית של עבודה שנכתבה במחלקה המוניטרית.

44 אחוזים מהשיעור המצטבר של עליית מדד המניות באותה תקופה. בתום 10 שנים ייבדק מה היה שיעור העלייה השנתי המצטבר של מדד המניות שנבחר בתחילת התקופה. אם שיעור זה היה נמוך מ-3 אחוזים לשנה, יעביר הגוף המבטח את ההפרש לקופות הפנסיה – ואם הוא גבוה מ-3 אחוזים לשנה, יעבירו הקופות לגוף המבטח כ-44 אחוזים מהעלייה שמעבר ל-3 אחוזים, ו-56 האחוזים הנותרים יישארו בידיהן. שיעור הוויתור ייקבע במכרז בין קופות הפנסיה (שיפתח אולי גם למשקיעים מוסדיים נוספים). תשואת המינימום תיקבע על פי מודל Black & Scholes של תמחור אופציות, וזאת בהנחות סבירות לגבי המשק הישראלי. בסימולציה שערכנו לגבי השנים 1969 עד 1999 נמצא כי בתנאים שצוינו לעיל שיעור



התשואה השנתי שקיבלה קרן הפנסיה בגין השקעה במדד המניות בליווי החוזה המוצע היה 6.4 אחוזים.

מכירת חוזים משולבים תאפשר לקופות לתחום את הסיכון הכרוך בהשקעה במניות תמורת ויתור על חלק מתשואת השוק.

דיאגרמה 1 מציגה את התשואה המצטברת של הקופות בחוזה כזה - חוזה מסוג "רצפה-ויתור" לטווח של שנה, שעל פיו שיעור הרצפה המובטחת הוא אפס. כפי

השוק ותניע את הקופות להיכנס אליו.

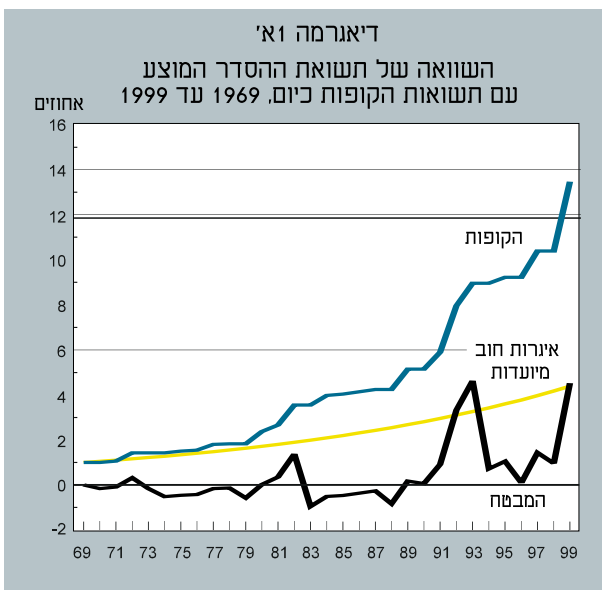
הצעתנו מורכבת משני חלקים עיקריים:

(1) חסימת קופות הפנסיה הקיימות בפני עמיתים חדשים ופתיחת קופות פנסיה חדשות, שלא

יהיו זכאיות לרכוש איגרות חוב ממשלתיות מיועדות בריבית מבוטחת.

(2) מכירת חוזים משולבים, שיאפשרו לקופות לתחום את הסיכון הכרוך בהשקעה במניות (מעין רכישת אופציית PUT על ידי הקופות), תמורת ויתור על חלק מתשואת השוק (מעין מכירת אופציית CALL); זאת בכמות מוגבלת ובאמצעות מכרז.

אנו מציעים כי ייחתם חוזה בין הקופות לגוף מבטח, ולפיו יקבלו הקופות תשואת רצפה מובטחת מסוימת ועוד שיעור מסוים מהעלייה של מדד מניות שייבחר. שילוב של חוזה והשקעה במדד המניות יאפשר לקופות הפנסיה להגדיל את התשואה הצפויה שמקורה בשוק ההון תוך הגבלת הסיכון שבהשקעה בשוק זה. כך, לדוגמה, ייקבע בחוזה כי תמורת הבטחת תשואה ריאלית שנתית בשיעור של 3 אחוזים במשך 10 שנים, תוותר קופת הפנסיה על



שניתן לראות, התשואה המצטברת היא 9 אחוזים, גבוהה הרבה יותר מזו של איגרות החוב המיועדות החדשות (כ-5 אחוזים). החוזה מאפשר אפוא ליהנות מפירות שוק ההון בשנים טובות ומבטיח תשואת מינימום בשנים פחות טובות.

ישנה גם אפשרות לחוזה מסוג "רצפה-תקרה", שבו המבטח מבטיח תשואת רצפה (כמו במקרה הקודם), ובתמורה לכך מבטיחה הקופה להעביר אליו את התשואה השנתית שמעבר לשיעור מסוים (שייקבע במכרז). כך, למשל, עבור הבטחת

תשואה שנתית בשיעור של 2 אחוזים, תתחייב הקופה להעביר למבטח את הרווחים שמעבר לשיעור שנתי של 10.9 אחוזים. ההבדל בין שני סוגי החוזים הוא באופן חלוקת הסיכון בין המבטח לקופות.

עקרונית אין מניעה שהמבטח יהיה גוף פרטי, ואכן בעולם התפתחו מכשירי שוק בשם structure notes, הנמכרים לקרנות הפנסיה על ידי בתי השקעה גדולים בדומה לחוזה המוצע לעיל. דוגמאות לכך ניתן למצוא, בין השאר, בצ'ילה, בארגנטינה ובפרו, שבהן נערכה רפורמה

בתחום הפנסיה תוך הרחבת השקעותיהן של קופות הפנסיה בשוק ההון. ואולם, אנו מציעים כי תעסוק בכך חברה ציבורית, שהונה העצמי יתבסס על החיסכון הנובע מצמצום התמיכה בפנסיה. ניתן לצפות כי בהמשך ימצאו

יזמים פרטיים שיטלו על עצמם תפקיד זה, כפי שאירע בשוק האופציות שקל/דולר שהפעיל בנק ישראל.

בסימולציה לשנים 1969-1999 התקבל שהתשואה המושגת על ידי קופות הפנסיה המשקיעות בשוק המניית בחוזה מהסוג המוצע עולה

על זו המתקבלת כיום באיגרות החוב המיועדות, ואף חשבון המבטח צובר בתקופה זו יתרה חיובית מהפעלת החוזה. במילים אחרות: מצבן של קופות הפנסיה והעמיתים עשוי להשתפר. עם זאת ייתכנו תקופות של ירידות רצופות בשערי המניות, שיגרמו לשחיקה בהון העצמי של החברה הציבורית העוסקת במכירת החוזה המוצע; כדי למזער את ההסתברות לכך, מוצע לקבוע כי היקפי החוזים שיוצעו ישתנו בהתאם ליחס שבין הסיכונים להונה העצמי של החברה.

החוזה מאפשר ליהנות מפירות שוק ההון בשנים טובות ומבטיח תשואת מינימום בשנים פחות טובות.