



מדור ניהול סיכונים והזדמנויות

תשואה השקעתית בקרן פנסיה מקיפה (צוברת) (5)

גיל מזרחי¹

לאחר שדנו בנושא דמי הניהול בקרן פנסיה מקיפה (קרן פנסיה צוברת במסגרת קרנות הפנסיה החדשות הנמכרות בשנים האחרונות), זאת במסגרת ניהול סיכוני הפרישה לפרט, ציינו כי דמי הניהול הינם אקוטיים מאוד לנושא החיסכון הפנסיוני של הפרט וכן הדגשנו כי דמי הניהול אינם הפרמטר היחיד שעל פיו יש לקבל החלטות בתחום מהותי זה. במאמרים הקרובים נתמקד בתשואה על היבטיה. במאמר זה נדון בתשואה מהשקעת הכספים הצבורים בקרן פנסיה מקיפה, הנחשב לרכיב מוביל בחשיבותו בשל היותו מנוע "יצירת הכסף" הפועל על החיסכון הצבור, כאשר אפקט הריבית דריבית הפועל לאורך השנים הרבות מאפשר העצמת הצבירה ליום הפרישה.

כידוע, תחום ההשקעות הינו תחום רחב ומורכב מאוד המושתת על תאוריה מחד ופרקטיקה מאידך על פי גישות שונות, זאת בהתייחס להשקעה בנכסים שונים בעלי מאפיינים שונים, רמות סיכון שונות וכדומה. מאמר זה איננו עוסק ב"עולם ההשקעות" אולם על מנת לקבל החלטות מושכלות בהתייחס לחיסכון הפנסיוני, יש לייצר מעין ארגז כלים בסיסי בתחום זה. לצורך כך, חשוב להעלות על הכתב מספר נקודות המהוות הנחות בסיס שורשיות שהן למעשה נקודת המוצא בבואנו לקבל החלטות בהתייחס לתיק ההשקעות הפנסיוני במסגרת קרן פנסיה צוברת.

נפתח ונאמר כי לכל אדם באשר הוא, ישנם צרכים וטעמים ספציפיים ועל כן נקודות המוצא של בני האדם אינן אחידות ביחס לתחום ההשקעות. על אף זאת ננסה לאפיין מכנה משותף שיאפשר נקודת מוצא בסיסית הגיונית. ראשית לכל, נציין כי תיק השקעות פנסיוני הינו תיק המאופיין בכללותו באופק השקעה ארוך טווח שבו מגולמים סוגים שונים של נכסים, גישות השקעה וכדומה. יתר על כן נציין, כי לכל נכס בתיק ההשקעות קיימים מאפיינים שונים ופרמטרים שונים המקובלים למדידתו בכלל ומזווית רמת הסיכון בפרט. בנוסף, מקובל לאפיין תיק השקעות על פי רמת הסיכון בהתאם להקצאת הנכסים שבו, מגבלות ההשקעה בנכסים אלה ומאפיינים שונים אחרים, כך שתמהיל התיק הכולל יכול לקבל דרוג משוקלל מזווית רמת הסיכון הכוללת. על מנת להתמקד בתחום הפנסיוני מזווית ההשקעות ולשם הפשטות, נניח לצורך הדיון כי נוכל לסווג תיק השקעות פנסיוני (השקעה ארוכת טווח) על בסיס איכותי המושתת בהתאם ל 3 רמות סיכון: סיכון גבוה, סיכון בינוני וסיכון נמוך. לא מיותר מלציין כי יש להניח כי בתיק השקעות ארוך טווח בר סיכון גבוה, גלום פוטנציאל להשאת תשואה גבוהה יותר בטווח הארוך בהשוואה לתיק בר סיכון נמוך, כאשר סיכון גבוה מלווה בתנודתיות ובאי וודאות גבוהה יותר בהשוואה לתיק בר סיכון נמוך. מכאן, שחוסך שיהא מעוניין בהשאת תשואה גבוהה יאלץ לבחור בתיק השקעות בר רמת סיכון גבוהה ובכך לשלם "מחיר" בדמות רמת סיכון. לאור זאת נציין, כי עת מדברים על תשואה יש לנקוב ברמת הסיכון לצידה (איכותית או כמותית).

בארץ, ישנם מספר גופים מוסדיים המנהלים קרנות פנסיה ומתחרים ביניהם על כספי החיסכון של החוסך. פרמטר התשואה שכל אחד ואחד מהגופים מצליח להשיג עבור העמיתים, הינו בין היתר הכלי שבאמצעותו גופים אלה עשויים להצליח לגייס עוד ועוד לקוחות. ברור, כי עמית שיחליט להפקיד את

¹ אקטואר ומנהל סיכונים M.A. F.I.L.A.A.

החיסכון הפנסיוני שלו בגוף מוסדי בר ביצועים רדודים (מזווית השאת התשואה ההשקעית) לאורך שנים, יינוק מהותית את ירוש לפנסיה, זאת לעומת עמית שיבחר בגוף בר ביצועים מעולים לאורך זמן. נכון, שרכיב התשואה איננו חזות הכל, אולם הוא מרכיב אקוטי מספיק על מנת לשמש פרמטר מרכזי בהחלטה.

נשאלת השאלה, מהו "כלל האצבע" שעל פיו חוסך יכול לקבל החלטות ביחס לבחירת הגוף המוסדי שינהל בעבורו את קרן הפנסיה? נחמד שאלה זו מזווית ההשקעות ונשאל מיהי קרן הפנסיה שמניבה תשואה גבוהה ביחס לאחרות ולאורך זמן, בהינתן רמת סיכון השקעית דומה? התשובה לכך ולשאלות אחרות שעשויות להישאל היא, שאין כלל אצבע. קיימים כלים זמינים וקלים לשימוש, כדוגמת "פנסיה נט" של משרד האוצר שמהם ניתן לגזור תובנות ביחס לביצועי ההשקעות של קרנות הפנסיה על בסיס רמת סיכון דומה ביחס לביצועי העבר. על אף כי ה"פנסיה נט" של משרד האוצר הינה דוגמא לכלי חשוב, בר אמינות גבוהה יחסית ואובייקטיבי שניתן לסמוך על נתוניו ולגזור תובנות פרקטיות ממנו, יש לציין כי בבואנו להשתמש בכלים מעין אלה, קיימת חשיבות למדידת תשואה על פני תקופות מגוונות וארוכות דיון שכן מדידת תשואה יומית, שבועית, חודשית ואף שנתית וכו' איננה עוגן לקבלת החלטות עת עוסקים בחיסכון פנסיוני ובכלל. כמו כן, יש להיות ערים לנושא יציבות התשואות של קרנות הפנסיה השונות וכן להשתמש בפרמטרים ברורים והגיוניים לצורך פילוח וחיתוך הדוחות. בחינת הביצועים של קרנות הפנסיה לאורך זמן, מאפשרת קבלת החלטה מושכלת ובכך מאפשרת לצמצם את הסיכוי לטעות. על אף כי פרקטית עלינו לבחור את הגוף שבסיכוי סביר ומעלה יוכל להשיא עבורנו תשואה גבוהה יחסית ולאורך זמן מעתה והלאה (וזאת על סמך ביצועי העבר), יש להדגיש כי לא ניתן להניח כי נוכל לבחור בוודאות את הגוף הטוב ביותר שינהל מעתה והלאה את ההשקעות בעבורנו באופן יוצא דופן כך שתמיד נשיא תשואה מקסימלית ביחס לשאר קרנות הפנסיה.

נוכיר, כי עסקנו בשני המאמרים האחרונים בדמי הניהול ובהקשר לכך צוין כי דמי הניהול אינם חזות הכל ואכן כך הוא. ישנם הטוענים כי שווה לחוסך לשלם דמי ניהול גבוהים בעבור ניהול השקעות איכותי ובכלל זה השאת תשואה גבוהה בעבורו, מאשר לשלם דמי ניהול נמוכים וביצועים רדודים בהתאם. על אף כי לא ניתן לומר שטענה זו הוכחה, יש לשקלל זאת בבואנו לקבל החלטה ביחס לבחירת קרן הפנסיה. כאמור, תיק השקעות פנסיוני מאופיין בכללותו באופק השקעה ארוך טווח, מאחר ומדובר על "תקופת עבודה" של הפרט, בה אדם מתחיל לחסוך בקרן פנסיה עם כניסתו לעבודה בגיל צעיר יחסית ומסיים לחסוך בנקודת הפרישה לפנסיה. יחד עם זאת, יש לציין כי עת קרבים לגיל פרישה אופק ההשקעה הולך ומתקצר באופן טבעי, ובנקודה זו אופק ההשקעה של הפרט איננו כבר ארוך טווח. אופק ההשקעה הינו פרמטר מרכזי בתחום ההשקעות מאחר ושווקי ההון תנודתיים ובנקודת זמן מסוימת תיק השקעות עשוי להימצא במצב של רווח נאה לעומת נקודת זמן אחרת בה תיק ההשקעות עלול להימצא במצב של הפסד גבוה. ברור הוא, כי פרישה לפנסיה בנקודת שפל בשווקי ההון עלולה להביא לקצבה נמוכה בסדר גודל משמעותי לפרט הפורש בעת זו. טענה מקובלת בתחום ההשקעות מתייחסת לעובדה כי באופק השקעה ארוך טווח מתקיימת רווחיות בממוצע בתיק השקעות. כמו כן, מתקיימת מעין מחזוריות בשווקי ההון, כך שלאחר עליות תבואנה הירידות ולאחר ירידות תבואנה העליות ובנקודת מבט ארוכת טווח ירידות "מתקנות" בעליות, ובטווח הארוך נוצרת תשואה חיובית על החיסכון. מאחר והמטרה היא למקסם את גובה הצבירה לנקודת הפרישה (על מנת שניתן יהא לקבל קצבה מקסימלית ככל שניתן מקרן הפנסיה לדוגמא), תסריטים של ירידות משמעותיות בשווקי ההון לקראת פרישה מהווים איום גבוה על סך הצבירה של הפרט הבודד בהתייחס לנקודת פרישתו. על מנת להימנע מאירוע של ירידות בשווקים לקראת פרישה מבלי יכולת להנות מגל העליות הבא, הגיוני הוא שיש לצמצם את רמת הסיכון בתיק ההשקעות הפנסיוני ככל שהולכים ומתקרבים לגיל הפרישה. קשה לקבוע מסמרות בנושא זה, שכן אין אנו נביאים ואין אנו מסוגלים לתזמן השקעות על פי עליות או ירידות. יחד עם זאת ברור כי מבחינת גישה, "תאבון הסיכון" שלנו הולך ויורד ככל שאנו הולכים וקרבים לגיל פרישה.

רשות שוק ההון ביטוח וחסכון הובילה מהלך שבו הגופים המוסדיים חויבו לקבוע מסלולי ברירת מחדל המותאמים לגיל החוסכים מזווית מסלול ההשקעות של הסכומים הצבורים שבהם הסיכון הולך ופוחת ככל שהגיל עולה וזאת למצטרפים חדשים (חוסכים קיימים הורשו/יורשו להצטרף למסלולים תלוי הגיל). כל גוף מוסדי מנהל מספר סוגי מסלולי השקעה: הראשון הינו מסלולי השקעה במודל השקעה תלוי גיל, השני לפי מסלולי השקעה מתמחים (מניות, אג"ח...), השלישי מסלולי השקעה המיועדים למקבלי קצבאות. במודל השקעה תלוי גיל משרד האוצר הביא למעין פתרון לשם מניעת מצב שבו חוסכים יעמדו בפני שוקת שבורה ערב פרישתם מזווית היקף הסכום הצבור שיעמוד לרשותם: ככל שהחוסך צעיר יותר כך רמת הסיכון הגלומה בתיק החיסכון מזווית ההשקעות, יהיה גבוה יותר, שכן בעת "ירידה משמעותית בשוק ההון", לחוסך יוותרו מספיק שנים על מנת ששוק ההון "ימחוק" את הירידות בשווי החיסכון הצבור. במודל זה המסלולים מחולקים לחוסכים עד גיל 50, לבני 50-60, 60 עד קבלת קצבת זקנה, ומקבלי קצבאות. חוסך שלא יבחר אחרת, יצורף אל המסלולים המובנים אוטומטית לפי גילו. באמצעות גישה זו גם תופחת רמת הסיכון משמעותית מגיל 60 ואילך על רקע התארכות תוחלת החיים וסביבת הריבית הנמוכה. אגב, ישנם החולקים על מודל זה וטוענים שאין להפחית את רמת הסיכון בגילאי +60 אולם בסוגיה זו לא נדון הפעם. הערה: "תיק בר סיכון גבוה" כלל באופן מסורתי תמהיל תיק משופע במניות ודומיהן ומיעוט יחסית של אג"ח וכדומה. כיום (בעידן הריבית האפסית) הסיכון הגלום באג"ח קונצרני ובאפיקי השקעה אלטרנטיביים כנדל"ן, הלוואות לא סחירות, סיכון המדינה, סיכון מח"מ ועוד, לעיתים לא פחות מהסיכון בהשקעה במניות.

בקרנות הפנסיה החדשות המקיפות מזה שנים כ-30% מכספי החיסכון הושקעו באג"ח מיועדות של הממשלה המניבות תשואה שנתית מובטחת של 4.86% צמוד (עד תקרה של 20.5% מפעמיים השכר הממוצע במשק). מציאות זו מאפשרת לחוסכים בקרנות הפנסיה ביחס לחוסכים בקופות הגמל ובביטוחי המנהלים, יתרון חשוב ביותר מזווית השאת תשואה, יציבות והגנה מסוימת על תיק החוסכים עת תהיינה ירידות חדות בשווקי ההון. לאחרונה, האוצר הוביל שינוי בהקצאת כרית הביטחון הממשלתית הנ"ל לחוסכים לפנסיה לטובת מקבלי הקצבה (המבוגרים לרוב אך לא רק), מיולי 2017. חוסכים צעירים עד גיל 50 לא יקבלו הקצאה של אג"ח מיועדות (אם כי נושא זה יחול באופן הדרגתי ויבוסס בו העיקרון של חלוקה תקציבית של הקצאת האג"ח המיועדות לפי קרן פנסיה, כך שצעירים יוכלו להמשיך ולהנות מהקצאת האג"ח בצורה כזו או אחרת), בני ה-50 ועד גיל פרישה ייהנו מ-30% הקצאה מסך הכספים המנוהלים בהתאם למצב בשנים האחרונות ומקבלי הקצבה (הפנסיונרים בעיקר) ייהנו מ-60% הקצאה מהכספים המנוהלים.

נסכם ונאמר, כי השוואת ביצועי ההשקעות של קרנות הפנסיה הצוברות לאורך זמן מזווית התשואה על ההשקעות, תוך בחינת מספר תקופות (שנה והלאה) ובחינת יציבות התשואות, תאפשר אינדיקציה טובה לאיתור קרנות הפנסיה המנוהלות באופן סביר ומעלה מזווית ההשקעות. במאמר הבא, נדון בתשואה הדמוגרפית ומשמעותה ונראה כי התשואה הדמוגרפית חייבת להשתקלל בקבלת החלטות של החוסך לצד התשואה מההשקעות.