

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

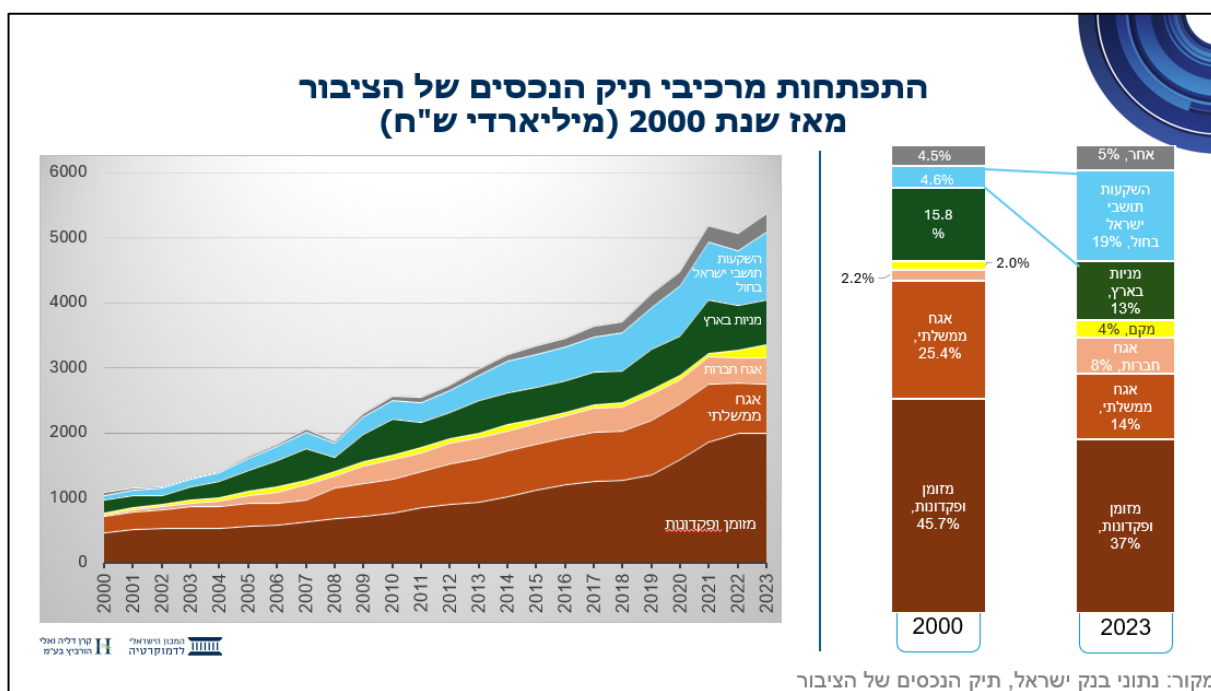
בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

סיכום מושב שוק ההון כמקור למימון השיקום והצמיחה יו"ר המושב: פרופ' קרנית פלוג

פרופ' קרנית פלוג, סגנית נשיא למחקר, המכון הישראלי לדמוקרטיה:

החיסכון והיקף הנכסים של הציבור הולכים וגדלים בקצב יחסית יציב וקבוע. כמו כן ההרכב משתנה. בין 2000 ל 2023 ירידה בהשקעה באג"ח ממשלתי, ובפקדונות ומזומן, ומנגד עלייה בהשקעה באג"ח חברות, ובהשקעות תושבי ישראל בחול.



מקור: נתוני בנק ישראל, תיק הנכסים של הציבור

מצד שני, צורכי המימון של הממשלה והמגזר הפרטי גדלים וצפויים להמשיך לגדול בצורה משמעותית בשנים הבאות – מימון הגרעון ומימון השיקום והתשתיות, וכן הצמיחה של המגזר העסקי. באיזה מידה שוק ההון ישחק תפקיד בצורכי המימון הן של הממשלה והן של צורכי המגזר העסקי? האם ייקח חלק במימון השיקום וחיזוק התשתיות?

ראינו בעבר שההשקעה בתשתית נוטה לסבול בתקופות של לחץ תקציבי, האם זה ייקרה גם הפעם? עד כמה המדיניות הקיימת והרגולציה הקיימת יכולות לסייע בכך שבסופו של דבר חלק גדול יותר מחסכון הציבור יגיע לאותן השקעות. ברור שמי שמנהל את כספי הציבור מוכרח קודם כל להשיא את התשואה לחוסכים בהתאם לסיכון.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

ספי זינגר, יו"ר הרשות לניירות ערך:

בתחילת המערכה – האופק שחשבנו עליו היה "שש אחרי המלחמה". כיום אנו מבינים כי האתגר הוא איך המשק ממשיך לתפקד תוך כדי מערכה צבאית ממושכת. בצד האופטימי אמנם הבורסה ספגה ירידות משמעותיות, אך אלו נמחקו בתוך מספר שבועות. הבורסה לא נסגרה אף לא ליום אחד לאורך המלחמה. כמו כן, גויסו בבורסה סכומים משמעותיים לאורך המלחמה - יותר מ-60 מיליארד ש"ח באג"ח קונצרני, כמעט 5 מיליארד ש"ח במניות והמירים, ויותר מ-100 מיליארד ש"ח באג"ח ממשלתי. למרות חששות שהיו בהתחלה כמעט ולא היו הסדרי חוב של חברות בורסאיות בתקופה זו. המשק הישראלי הציג חוסן יוצא דופן. לא בטוח שיש מדינות אחרות שהיו מתמודדות כך.

העבר הוא חשוב, הוא מלמד אותנו על ההישגים עד כה, אבל לא מבטיח שכך יהיה גם בעתיד. העתיד מזמן לנו אתגרים חדשים ולא פשוטים:

1. **אמון הציבור בשוק ההון** – אמון הוא הכרחי לשוק הון מתפקד. הבטחת רציפות המסחר, שמירת כללי המשחק ואכיפת הדין היכן שהוא מופר. דווקא בתקופה זו זה מקבל משנה חשיבות ומושקעים הרבה משאבים בפיקוח ואכיפה.

2. **שמירת ההתעניינות של המשקיעים הזרים** – כבר לפני המלחמה חלה ירידה בהשקעות הזרות בישראל. המלחמה האיצה את המגמה. המשקיעים הזרים הוציאו יותר מ-34 מיליארד ש"ח בחודשי המלחמה. אלה סכומים משמעותיים. מי שספג את עיקר הסחורה הם המוסדיים הישראליים. לא מפתיע אך דורש התייחסות. היכולת של השוק הישראלי להיות שחקן משמעותי בשוק העולמי היא קריטית להתפתחותו. המשקיעים הזרים מביאים לא רק כסף אלא גם ידע, מקצוענות והתמחות המסייעים למשק המקומי להתפתח. ולכן שמירה על המשק הישראלי כשחקן בין לאומי זו משימה לאומית רחבה. החלק שלנו בתהליך הוא השוואת הסטנדרטים הישראליים למקבילות הבין לאומיות:

- חוק האיג"ח

- הפיכת יום שישי ליום מסחר

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

3. **הגופים המוסדיים** – המוסדיים הם אלו שספגו את מרבית הנכסים שנמכרו על ידי משקיעים זרים. מעיד על החשיבות הרבה של המוסדיים לשוק ההון. אבל גם מאיר סיכון. היקף הנכסים המנוהלים על ידי המוסדיים – 2.5 טריליון שח. צריכים להבטיח את גיוון מקורות האשראי, נזילות הבורסה ולהישמר ממצב שהמוסדיים יהפכו להיות גדולים על המשק הישראלי. מצב בו חברות שהן לא חברות ענק פשוט מתחת הרף של המוסדיים. זה אתגר גדול, מורכב וגם אליו נצטרך להידרש.

שוק ההון הישראלי הפגין חסינות יוצאת דופן. העתיד מציב אתגרים קשים – מאמין שנוכל להם, אבל אנחנו צריכים לעבוד בשביל כך קשה.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

עמית גל, מ"מ הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון:

אין מחלוקת שהמלחמה היא אירוע מקרו כלכלי משמעותי למשק הישראלי. מעבר להוצאות הביטחון הכבדות שנדרשות לניהול המלחמה צפוי גם גידול פרמננטי בהוצאות הביטחון. שוק העבודה חווה שינויים, בין השאר כתוצאה מהיקף השירות במילואים ואירועים גאו פוליטיים העלולים להשפיע על מבנה הכלכלה הישראלית בשנים הקרובות.

ניסיון העבר מלמד שהמשק הישראלי בעל יכולת מרשימה להתאושש ממשברים. למערכת הפיננסית תפקיד חשוב בהתאוששות והיציאה ממשברים. הרפורמות שבוצעו בשני העשורים האחרונים ייצרו שוק הון חזק ומתקדם. חלקו של שוק ההון ביציאה מהמשבר הנוכחי צפוי להיות אפילו משמעותי יותר מבעבר וחשוב לשמר את הישגי הרפורמות שבוצעו.

יש לשים לב להבדלים ממשברים קודמים:

- **סביבת הריבית הנמוכה** יותר בעבר הקלה מאוד על צרכי המימון של הממשלה והמגזר העסקי וגם נתנה מרווח תמרון לציבור.

- **החשש לחזרת האינפלציה** – מסיבות מקומיות או בין לאומיות. מצמצמת את הגמישות הפיננסית של ענף הביטוח והגופים המוסדיים ומכניסה חוסר ודאות להתנהלות הפיננסית של הציבור.

- **ההאטה בענף ההייטק** – החלה עוד לפני פרוץ המלחמה. המשק תלוי בענף, ושימור המובילות שלו הוא מפתח לצמיחה.

תפקידנו להבטיח פעילות תקינה של המערכת הפיננסית. תשתית חיונית לפעילות המשק. המערכת הפיננסית היא מערכת מורכבת ופעילות תקינה שלה תלויה בגורמים רבים שעובדים בתיאום. המערכת הזו היא זו שמאפשרת העברת סיכונים ואספקת והון שאחראים לצמיחה ברת קיימא.

תפקיד מרכזי של הגופים המוסדיים בהתאוששות מהמשבר הוא בתפקידם כמשקיעים של חלק משמעותי מנכסי הציבור. בפרט ככל שאחוז גבוה יותר מהתוצר עבר לניהול השקעות בגופי פנסיה צוברת, כפי שקורה בעשורים האחרונים. שינוי זה מוביל למקצועיות גבוהה יותר בניהול ההשקעות וכן לגיוון מקורות ההון. במובנים רבים הגופים המוסדיים מייצגים את טעמי וצרכי הציבור הישראלי. כמו במדינות רבות, הם בעלי

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

הטייה לשוק המקומי ומשקיעים יותר מחצי מכל שקל שמנוהל על ידם בשוק המקומי. הם משקיעים בראייה ארוכת טווח ומהווים גורם מייצב במשברים.

תפקיד נוסף של הגופים המוסדיים וענף הביטוח הוא פיזור הסיכונים שתומכים בפעילות הכלכלית ושוק התעסוקה. הם מספקים ערבויות, כיסוי נזקי רכוש ונזקי חבויות ובכך מייצרים ודאות הכרחית למגזר העסקי. בתחום ביטוחי חיים – שולמו במלחמה מעל מיליארד שח בכיסוי מוות ושארים. שינויים בשוק העבודה שהוצאו בעקבות המלחמה – צפויים להביא להיקף תשלומים גבוה גם בכיסויים של אובדן כושר עבודה ונכויות. תפקוד תקין של המערכת ויכולתה לספק את צרכי המשק והאזרחים תלויים בפעולה מתואמת וסדירה של כל המנגנונים שפועלים מאחורי הקלעים:

- תשתיות טכנולוגיות חזקות

- ממשל תאגידי נאות

- שמירה על אמון הציבור במערכת

- נגישות לשווקי ההון בעולם ובארץ

- זמינות של ביטוח משנה

כולם הכרחיים להמשך פעילותה של המערכת. המשק הישראלי כיום הוא חלק ממערכת גלובלית פתוחה. נסמך על השקעות זרות, קשרי סחר והשתלבות במערכות פיננסיות בין לאומיות. ענף הביטוח בישראל נסמך במידה משמעותית מאוד על יחסים ארוכי שנים עם מבטחי המשנה המובילים בעולם ולא יכול לעמוד בביקוש של המשק המקומי לבדו. מערכת זו לא חסינה לנזקי המלחמה. יציבות ושימור מעמדה הבין לאומי של ישראל הכרחיים כדי שהמערכת הפיננסית תמשיך להתקיים כמו שאנחנו מכירים אותה.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

מספר תחומים שרגולטורים פיננסיים צריכים להתמקד בהם בשנים הקרובות כדי לעזור בהתאוששות והצמיחה של המשק:

- **מתן ודאות גבוהה ככל שניתן לפעילות עסקית** – רפורמות מבניות ותיקון כשלי שוק הקיימים במערכת הפיננסית. אך לעשות זאת כך שגורמים עסקיים (מקומיים וזרים) יוכלו לקבל החלטות עסקיות ולבצע השקעות מעודדות צמיחה.
 - **המשך אימוץ סטנדרטים בין לאומיים** – השתלבות של המגזר העסקי במערכת הגלובלית. נכון עבור הרבה מגזרים ובפרט בזה הפיננסי.
 - **שיפור מקומה של ישראל במדדים לקלות עשיית עסקים** – לא נמצאים היום במקום מספיק גבוה. המגזר הפיננסי במקום מעט טוב יותר אך גם שם יש מקום לשיפור.
 - **חיזוק ופיתוח הבורסה בישראל** – בעשור האחרון סך נכסי המוסדיים כאחוז מהתוצר עלה בקצב גבוה יותר מקצב מהגדילה של הנכסים הנסחרים בבורסה בתל אביב כאחוז מהתוצר. פיתוח הבורסה מבחינת היקף הנכסים הנסחרים בה, גיוון המוצרים, הרחבת המגוון הענפי וקידום שוק האיוג"ח, יביאו להגדלת היקף ההשקעה של הגופים המוסדיים בה.
- כל אלו יכולים לסייע בהתאוששות של המשק ובהגדלת הצמיחה.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

אילן רביב, מנכ"ל מיטב בית השקעות:

שוק ההון הוא האפיק העיקרי שמקשר בין חסכונות הציבור לבין המגזר העסקי והממשלה. הן ברכיבי חוב (אג"ח), והן ברכיבי הון. שוק ההון הוא אחד מתומכי הצמיחה והשיקום וצריך לאפשר ולעזור לו לעשות את זה. האם המשאב מנוצל בצורה אופטימלית?

לדעתי לא. יש עוד דברים שניתן לעשות. תיק הנכסים הכספיים שבידי הציבור הוא ענק וחלק מזה מעודד צמיחה כבר עכשיו ומשמש מקור לאשראי והשקעות. אבל זה ניתן להגדלה – ולא מדובר בצעדים מרחיקי לכת. צריך לחשוב איך רותמים יותר טוב את המשאב הזה לטובת כלכלת ישראל?

חשוב לומר, אנחנו אמונים להביא לכם (הציבור) פנסיה כמה שיותר בטוחה ובתשואה כמה שיותר גבוהה כאשר תצטרכו אותה. עם זאת, אנחנו כן אזרחים של מדינת ישראל ועם עין אחת שפקוחה על הצרכים של מדינת ישראל. וכשאנחנו צריכים לבחור בין פרויקטי תשתיות דומים בישראל או בחו"ל עם מאפיינים דומים – קובעי המדיניות יכולים לעזור לנו לכוון דווקא לישראל. לדעתי ההקצאה של נכסי הציבור אינה אופטימלית. דוגמא בולטת היא ההחזקה הגדולה מדי של הציבור בעו"ש\מזומן. אם היה ניתן להסיט ולו חלק מזה לאפיקים שיותר תומכים צמיחה זה היה מיטיב גם עם הלקוחות וגם עם הכלכלה והמדינה.

יש שני סוגי חסכונות לציבור: 1. יורד מהמשכורת (חסכונות חובה) 2. וולנטרי (קרנות נאמנות, ניהול תיקים וכו') אשר אותם ניתן לנצל יותר. אחת הסיבות האפשריות לכך שהם לא מנוצלים מספיק: יש אפליה בין המכשירים בעיקר מבחינת מיסוי. יש לעודד מכשירי השקעה גם לחסכונות שהם לא רק חיסכון פנסיוני. דוגמא בולטת הייתה כאשר סגרו את קופות הגמל ההוניות, וראינו שהכסף הזה הלך בעיקר לשוק הנדלן. גם בקרנות הנאמנות יש כספים שלא מגיעים למקומות הנכונים. אני רוצה לנצל את הפורום לקרוא לקובעי המדיניות להוביל תהליכי השלמה של מכשירי השקעה נוספים וכן להסדיר את הרגולציה על מכשירי השקעה הקיימים כך שיותר מהם יכנסו לשוק ההון.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

יורם נווה, מנכ"ל כלל ביטוח פיננסיים:

בהערת שוליים - לטענה שגדולים מדי ולא דנים בהשקעות קטנות, עומד בסתירה מלאה לטרנד של השקעה במדדים. גם אם יהיו כאן 100 גופים מוסדיים גדולים אבל כולם ישקיעו באותם מדדים, לא עשינו שום דבר מבחינת פיזור ההשקעות. תפקיד המוסדיים קודם כל לדאוג לכספי הפנסיה – ועושים את זה.

עם זאת, מסכים שיש ציפייה בהיותנו גופים גדולים ומשמעותיים במשק שנהיה זרז במשק הישראלי – ובעקיפין זה משפיע על איכות החיים של כולנו ועל עצם זה שתהיה לנו פנסיה. כבר היום אנו מהווים נדבך משמעותי וקריטי במשק ובכלכלה, הגופים המוסדיים מספקים הון הנדרש לפעילות חברות ומקור לחוב עסקי חוץ בנקאי המשכלל ומגוון את מקורות ההשקעה במשק. בעשורים האחרונים המוסדיים היוו מקור מימון משמעותי לכמעט כל פרויקט תשתית ובכך סייעו בהעברת נטל הקמת התשתית מהמדינה למגזר הפרטי. בנוסף, המוסדיים נכנסים באמצעות שותפויות ישירות או באמצעות קרנות עם יזמים כבר בשלבי ההקמה של פרויקטי תשתית ובכך מעלים את הכדאיות ליזם ואת היכולת לקדם פרויקטים עתירי הון.

מהמשבר הפיננסי של 2008 כבר ראינו שיתופי פעולה בין המדינה למוסדיים. חלקם הצליחו יותר וחלקם פחות: קרנות המנוף, קרנות לעסקים קטנים בערבות המדינה, קרנות משרד הכלכלה לעסקים בינוניים וקטנים, מסלול 43 של רשות החדשנות להשקעה בתעשיות עתירות ידע, ביטול אגח מיועדות ומעבר למודל הבטחת תשואה. מטרתם של שיתופי הפעולה האלה הייתה לייצר פתרונות win-win. גם טיפול בבעיה במשק הישראלי וגם לתרום לתשואה של החוסכים. השוק הישראלי צריך להיות אטרקטיבי גם למוסדיים המקומיים. תקופה זו היא מאתגרת למשק ולמדינה. רק פתרונות win-win בין צורכי המדינה וצורכי החוסכים יכולים לעבוד.

האוצר יכול לפעול לרתום את המוסדיים למאמצי השיקום ובכך להוריד את הצורך של המדינה לגייס חוב בעצמה. זאת על ידי הגדלת האטרקטיביות של השוק הישראלי עבור המוסדיים. ניתן לעשות זאת על ידי הקמת קרנות שיקום, פרויקטי תשתית, היו דברים כאלה, לדוגמא: ההתנהלות סביב הקמת כביש 6 – הייתה סוג של הבטחת תשואה מינימלית למול אי ודאות מאוד גדולה. לפעמים לא מדובר בכסף אלא בנטרול התנודתיות והפחתת הסיכון. מנגנונים נוספים כמו – ערבות מדינה, הבטחת תשואה או הבטחת קרן והכל על בסיס כדאיות כלכלית. הבטחת תשואה מהסוג המתואר היא off-balance-sheet למדינה, ויכולה לייצר את היכולת עבור המוסדיים לשים את הכספים בקרנות שיקום מהסוג הזה ובסופו של דבר להאיץ את הפתרונות ולהקטין

כנס אלי הורב"ץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

את נטל המדינה בפתרונות. בנוסף, במקרים כאלה יהיה הרבה יותר קל להגיע לועדות ההשקעה ולהגיד שטיפלנו בסוגיית הסיכון המשמעותית יותר בשוק המקומי למול האלטרנטיבות האפשריות בחו"ל.

ישנם חסמים נוספים שניתן להסיר, אתייחס רק לאחד - סעיף 9.2 לפקודת מס הכנסה. בעבר ההקצאה של כספי הציבור התחלקה חצי בביטוח מנהלים וחצי בקרנות הפנסיה והגמל. בביטוחי המנהלים אין חבות מס והסעיף למעשה אינו רלוונטי. מאחר והעתיד הפנסיוני של מדינת ישראל מתבסס על קרנות הפנסיה יש תוספת מס צפויה למדינה. עם זאת זה הופך להיות חסם אמיתי ואפקטיבי וצריך לשקול לבטל אותו לפחות בהשקעות במדינת ישראל, במקומות בהם רוצים לעזור ולתמרץ את הכלכלה.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

אבנר חזד, מנכ"ל הפניקס בית השקעות, קסם וקרנות:

הקורונה הייתה אירוע קיצון ולמול אירועי קיצון ניתן לבחון תהליכים ולהבין כיצד הם פועלים. היה ניתן לראות בתקופה את הגישה בה נקטו קברניטי המדיניות הגדולות. טראמפ הדגיש עד כמה השווקים חזקים ועד כמה שוק ההון האמריקאי משמעותי בכלל ובפרט בניהול משבר. הפד לא הפסיק להזרים דולרים ודאג לייחצ"ן את זה. גם ביפן הייתה התייחסות דומה לשווקי ההון. באופן קבוע קברניטי המשק רואים בשוק ההון משאב, מתייחסים אליו ופועלים בהתאם. בישראל לעומת זאת, הייתה כמובן דאגה לבריאות, ליוקר המחיה ולעסקים – אבל לא שמענו התייחסות רשמית בדבר חשיבות שוק ההון במיוחד בתקופה כזו. לא הייתה פעולה ממשלתית שתכליתה חיזוק שוק ההון. כאן טמונה הבעיה לדעתי. יש שוק הון בישראל, מתפקד סה"כ טוב. הרגולטורים עושים עבודה טובה, בנק ישראל עושה בסה"כ עבודה טובה, וכך גם הגופים המוסדיים והבורסה. אבל זו תוצאה ולא פעולה. אין ראייה מלמעלה שרואה את כל התמונה ובודקת איך מנהלים הכל בצורה הטובה ביותר. אין למיטב ידיעתי תוכנית לאומית שאומרת שאם שוק ההון הוא משאב לאומי, שיכול להטיס את הכלכלה, במיוחד בתקופה הזו, מהם הצעדים הנדרשים למימוש הפוטנציאל.

לצערי לפעמים יש גם דברים פחות חיוביים, שלא משרתים את האינטרס של לראות את שוק ההון כמנוע לצמיחה וצריך להתייחס גם אליהם. לדוגמא: לפי תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים קופות הגמל, אסור לשלם דמי ניהול לקרנות נאמנות בישראל על המדדים המובילים בארץ. לעומת זאת, על המדדים בחול מותר לשלם דמי ניהול. למה? אולי בגלל שההשקעה במדדים מובילים בישראל נתפסת ככזו שאין לה מספיק ערך, בעצם האמירה של הרגולטור היא שכל אחד יכול לנהל את זה, גם קופות הגמל. והמסר לשוק – אל תשקיעו בישראל. מקום שאי אפשר לשלם בשבילו כנראה שלא שווה הרבה, תשקיעו בחו"ל. זו תקנה מ-2012 וכמות הכסף שעבר לחול על חשבון ישראל היא אסטרונומית. אם אנחנו מגדירים את שוק ההון בישראל כמשאב לאומי, אז צריך לוודא שלא תהיה אפליה לרעת ישראל.

דוגמא נוספת: נכון להיום קיימת מגבלה של 20% לאחזקה ישירה של מוסדיים (בין אם חברה ציבורית או פרטית). המוסדיים בגודלם הנוכחי לא מתעסקים עם השקעות של מתחת לחצי מיליארד ש"ח, כלומר 20% זה 100 מיליון שקל – אלו סכומים יחסית קטנים. התוצאה של המגבלה הזו היא שלא יכולים להשקיע בהרבה מאוד חברות. במידה וההשקעות האלו ייכנסו לאותם חברות זה יאפשר להפחית את עלות ההון ועלות הגיוס של החברות ואלו דברים מאוד חשובים למשק הישראלי.

כנס אלי הורביץ לכלכלה וחברה

בצל המלחמה || 2024

21-22 במאי

דוגמא נוספת: קרנות זרות – קרנות נאמנות בישראל מפוקחות היטב על ידי הרשות לני"ע מתוקף חוק משנת 1994 שמאז אף הורחב. התורה שבע"פ בתחום זה גדולה מהתורה שבכתב. רגולציה זו לא חלה על קרנות זרות. קרנות זרות נרשמו למסחר בישראל לפני מספר שנים, וממשיכות להנות מרגולציה בחו"ל. לדוגמא, קרנות זרות יכולות לפרסם את התשואה על איזה מדד שהן רוצות. קרנות ישראליות נאלצות לעבור תהליך כדי לפרסם משהו כזה. המשמעות היא יתרון לקרנות זרות על פני הקרנות המקומיות. לאף אחד אין בעיה עם תחרות אבל נוצר מצב שבשביל לנסות להגביר את התחרות יצרו סיטואציה שגורמת לאפליה לרעת הקרנות והגופים הישראליים. לסיום – בלי לשים לב אנחנו לאט לאט דוחפים יותר ויותר השקעות לחול. השווקים בחול בשיא כל הזמנים. השווקים בישראל נמצאים בשפל היסטורי. למעשה, אנחנו דוחפים את המשקיעים בלי לשים לב להוציא כסף לחול על חשבון כסף לישראל.