



המכון הישראלי
לדמוקרטיה

הקצאת אג"ח מיועדות בקרנות הפנסיה

נייר עמדה

חברי הצוות

פרופ' איתן ששינסקי עמית בכיר במכון הישראלי לדמוקרטיה ופרופסור (אמריטוס)
לכלכלה באוניברסיטה העברית בירושלים

ד"ר עדו קאליר מומחה לפנסיה ולחיסכון ארוך טווח, הקריה האקדמית אונו

הקדמה

במערכת הפנסיה בישראל שני רבדים: הראשון, **קצבת הזקנה**, נועד לאפשר רמת קיום מינימלית; השני, **הפנסיה התעסוקתית**, נועד לאפשר לחוסכים רמת חיים דומה לזו שהייתה להם לפני הפרישה מהעבודה. בעשורים האחרונים מערכת הפנסיה עוברת שינויים שמטרתם לחזק ולייצב את המערכת, להתאימה לשוק העבודה המשתנה ולמנוע גירעונות אקטואריים. השינויים כוללים מעבר מתכניות המגדירות את הזכויות לתכניות המגדירות את ההפרשות; שינוי הבעלות על קרנות הפנסיה; הטבות מס לחיסכון פרישה בלבד; והנהגת חובת פנסיה. השינוי העיקרי שהוכנס במערכת הפנסיה הוא החלת המודל החכ"ם (חיסכון כספי מותאם) לפני כשנתיים. על פי המודל, השקעת קרנות הפנסיה בשוק ההון נחלקת לפי גילאים לשלוש תקופות:

- א. מתחילת העבודה עד גיל 50 : 20-30 שנים.
- ב. מגיל 50 עד גיל 60 : 10 שנים.
- ג. מעל גיל 60 : תקופה העומדת על בין שנתיים לנשים ל-7 שנים לגברים.

איגרות החוב המיועדות הן איגרות חוב שהמדינה מנפיקה לקרנות הפנסיה בלבד, והן מבטיחות ריבית שנתית של 4.86% בתוספת הצמדה למדד המחירים לצרכן. עד כה היו זכאים לאג"ח מיועדות פרטים החוסכים בקרנות הפנסיה, והן היו בשיעור של 30% מתיקי החיסכון. באמצעות איגרות חוב אלה המדינה מגנה על 30% מהכסף שנמצא בחיסכון הפנסיוני, ואילו יתרת התיק מושקעת בשוק ההון. הואיל ויש חשיבות בהפחתת גורמי הסיכון בהשקעות של החוסכים המבוגרים, הודיעה רשות שוק ההון במשרד האוצר ב־2016 על החלת שינוי באופן חלוקת האג"ח המיועדות. על פי המתווה, הן יחולקו לחוסכים מעל גיל 60 בשיעור של 60%, והיתרה לחוסכים אחרים, כך שאלו יקבלו רק את השארית, וזו תלך ותפחת עם הזמן.¹ המתווה החדש מתייחס לגיל אך אינו מתייחס להבדלים ברמות השכר.

מחקרים רבים מלמדים על עלייה באי־שוויון בהכנסות ועל גידול הולך וגובר בפערי ההכנסה, המשפיע דיפרנציאלית על תוחלת החיים. עלייה בתוחלת החיים לפרטים בעלי רמת הכנסה גבוהה מובילה לרווח נוסף דרך אג"ח מיועדות, המשמשות היום לא רק עוגן של תשואה קבועה אלא גם סובסידיה ניכרת לעמיתים, ודרך קצבת ביטוח לאומי – לאורך זמן רב יותר. מלבד הנצחת האי־שוויון, הפער המתרחב בתוחלת החיים בין

1 יישום המתווה ייעשה בהדרגה במשך 30 שנה: בעוד כ־20 שנה שיעור האג"ח המיועדות לצעירים ירד ל־15% ורק לאחר כ־30 שנה יתאפס לחלוטין. בסיום התהליך יקבלו פנסיונרים 60% אג"ח מיועדות, חוסכים מעל גיל 50 ועד גיל פרישה יקבלו 30%, וחוסכים צעירים מתחת לגיל 50 לא יקבלו אג"ח מיועדות כלל.

קבוצות ההכנסה השונות עשוי לערער את מערכת הפנסיה ואת כושר הפירעון שלה, מאחר שהיא מחויבת לממן קצבאות גבוהות לזמן ממושך.

אנו מעריכים כי אם המתווה ימומש כמות שהוא, הדבר עלול לפגוע פגיעה קשה בקצבאות הפנסיה של מקבלי השכר הנמוך. לפיכך אנו מציעים שתי חלופות, שתיהן מתחשבות ברמת ההכנסה, שאף שהן מבוססות על המודל הקיים ועומדות במגבלות ההקצאה של אג"ח מיועדות, מדגימות ביצועים טובים יותר.

מתווה אג"ח מיועדות: הוספת משתנה הכנסה

כאמור, המודל הנהוג בקרנות הפנסיה החדשות (החכ"ס) מתייחס לחלוקה על פי גילים, אך אינו מתחשב במשתנה ההכנסה. מאחר שהמודל כבר אומץ, במסמך זה נדון רק באופן חלוקת האג"ח המיועדות על פי הנחות הבסיס של משרד האוצר, בלי לדון ביתרונותיו וחסרונותיו. לשם הצגת המתווים להקצאת האג"ח המיועדות נסמן את מודל הבסיס שאימצה רשות שוק ההון כמודל A; שתי החלופות שאנו מציעים (B ו-C) עומדות במגבלת הקצאת האג"ח המיועדות שמציב משרד האוצר, כלומר אינהגדלת כמות האג"ח המונפקת בקצב העולה על קצב הגידול בחסכוניות הציבור בקרנות פנסיה, אך נוסף על משתנה הגיל מביאות בחשבון את גובה ההכנסה.

להלן שלוש החלופות:

1. **מודל A: מתווה רשות ההון החדש, לפי גיל.** מ-2022 עמיתים צעירים עד גיל 50 לא יקבלו אג"ח מיועדות כלל; עמיתים עד גיל 60 יקבלו 30%; ועמיתים מעל גיל 60 יקבלו 60%.
2. **מודל B: מתווה חלופי, לפי גיל והכנסה.** מבוסס על אותה כמות אג"ח מיועדות כמו במודל האוצר, אך בחלוקה שונה לפי רמות השכר – בעלי שכר נמוך מקבלים שיעור גבוה יותר של אג"ח מיועדות יחסית לבעלי שכר גבוה.
3. **מודל C: מתווה חלופי, לפי גיל והכנסה ושינוי תשואה.** מבוסס על אותה עלות של הקצאת אג"ח מיועדות כמו במודל האוצר, אך בחלוקה שונה לפי רמת שכר (בדומה למוצע במודל B). בנוסף, מוצע במודל זה להקטין את תשואת האג"ח המיועדות ל-4% במקום 4.86%, מתוך הנפקת כמות גדולה יותר של אג"ח, בלי לחרוג מהמסגרת התקציבית. כך, במודל זה בעלי שכר נמוך מקבלים שיעור גבוה יותר של אג"ח מיועדות יחסית לבעלי שכר גבוה.

הנקודה העיקרית היא, כאמור, שאג"ח ממשלתיות מיועדות משמשות היום לא רק עוגן של תשואה קבועה אלא גם סובסידיה משמעותית לעמיתים. אג"ח ממשלתיות צמודות מדד לטווח ארוך, שהוא המוצר הפיננסי המקביל לאג"ח מיועדות הנסחר בתשואות של 2.2% לערך, נכון לרבעון הראשון של 2017, משקף סובסידיה של 2.66% למקבלי האג"ח. מכאן שככל שאדם מפקיד יותר לקרן פנסיה, כך הסובסידיה שהוא מקבל מהאוצר גבוהה יותר. על פי המודל של רשות שוק ההון, כל העמיתים מקבלים אג"ח מיועדות. מכאן שמי שמשכורתו כפולה משכר המינימום (10,000 ש"ח ו-5,000 ש"ח בהתאמה) נהנה מסבסוד כפול, מי ששכרו פי 4 נהנה מסבסוד של פי 4, וכולי.

שילוב מדד ההכנסה בהקצאת האג"ח בקרן הפנסיה: ניתוח החלופות

כאמור, המתווה המוצע על ידי רשות שוק ההון (חלופה A) אינו מתייחס למשתנה ההכנסה; לעומת זאת החלופות שאנו מציעים משלבות את משתנה ההכנסה. על מנת לעמוד על האופן שבו משפיעה הכללת רמת ההכנסה במתווים השונים על גובה קצבאות הפנסיה החודשיות, נציג ניתוח של שלוש החלופות על פי חלוקה לשלוש רמות הכנסה:

- א. בעלי שכר מינימום: 5,000 ש"ח ברוטו.
- ב. בעלי שכר כפול משכר המינימום: 10,000 ש"ח ברוטו.
- ג. בעלי שכר הגבוה פי 4 משכר המינימום: 20,000 ש"ח שהם בקירוב תקרת ההפקדה לקרן פנסיה חדשה הצפויה בשנת 2017.

בניתוח החלופות לפי שכר, שלפיהן מקבלי השכר הנמוך מקבלים שיעור גבוה יותר של אג"ח מיועדות, שמרנו על רמת סיכון זהה לזו של המודל של רשות שוק ההון, על ידי התאמה של רמת הסיכון של הנכסים בתיק החופשי. היות שאנו מקצים אג"ח מיועדות לפי שכר, הקצאת האג"ח המיועדות לבעלי שכר שונה, שונה גם היא, ובסך הכול אין שוני בהקצאה. כך, בעוד שלפי המתווה של רשות שוק ההון, צעירים עד גיל 50 בעלי שכר נמוך אינם מקבלים אג"ח מיועדות כלל, לפי המתווה שאנחנו מציעים הם יכולים לקבל 32% (ללא שינוי בריבית) או 39.6% (אם הריבית תרד ל-4%), ואילו הצעירים בעלי השכר הגבוה לא יקבלו אג"ח מיועדות כלל. בגיל 50 ומעלה יקבלו בעלי השכר הנמוך 44% אג"ח מיועדות, לפי המתווה שאנחנו מציעים (ללא שינוי בריבית) או 55% (אם הריבית תרד ל-4%), ובעלי שכר גבוה יקבלו רק 24.3% ו-18.3% בהתאמה.

מתודולוגיה

הניתוח נעשה באמצעות כלי סימולציה מתמטית מתקדם המריץ עשרות אלפי אפשרויות סטטיסטיות בכמה דקות, מתוך התחשבות במספר לא מוגבל של אפשרויות לשילוב נכסים פיננסיים והנחות עבודה בתיק ההשקעות, בכלל זה התפלגויות שונות לכל רכיב בתיק (אג"ח קונצרני, מניות, נכסים בחו"ל) והקורלציות ביניהן. למיטב ידיעתנו, מודל כזה לא יושם על ידי רשות שוק ההון. הסימולציה שלנו בוצעה באמצעות הרצה של 10,000 תרחישים לכל אחד משלושת המודלים שהוצגו, כפול 3 רמות שכר, ובסך הכול 90,000 הרצות. עבור כל מודל אנו מציגים את ההסתברות החזיונית (50%) לצבירה בגיל פרישה ואת האפשרות של התממשות תרחיש גרוע בהסתברות של 5%.

תוצאות הסימולציה

בלוח שלהלן מופיעות הקצבאות של פנסיית בררת המחדל לגבר. מדובר בקצבאות החודשיות הצפויות בהתאם למקדמי הקצבה לפי המסלול הכללי, כולל קצבת שארים לבת הזוג, נכון ל-2017, על פי רמות השכר והמודלים השונים (בש"ח). האחוזונים בלוח משקפים את התפלגות הקצבאות לפי הביצועים בשוק. האחוזון ה-95% משקף את התרחיש הטוב שלפיו מתקבלת קצבה גבוהה, ואילו האחוזון ה-5% משקף את התרחיש הגרוע.

לוח 1 קצבה חודשית צפויה לפי מודל, רמת הכנסה ותרחיש, בש"ח

אחוזון 5%	אחוזון 50% (חציון)	אחוזון 95%	שכר חודשי בש"ח	
2,299	3,324	4,837	5,000	מודל A: מתווה רשות שוק ההון
4,598	6,648	9,675	10,000	
9,195	13,296	19,350	20,000	
2,835	3,642	4,724	5,000	מודל B: תשואה של 4.86% על אג"ח מיועדות
4,447	6,516	9,670	10,000	
7,862	12,296	19,555	20,000	
2,773	3,544	4,218	5,000	מודל C: תשואה של 4% על אג"ח מיועדות
4,647	6,395	8,898	10,000	
8,545	12,450	18,357	20,000	

לוח 2 פערי הקצבאות בין חלופות B ו-C לבין מודל A

מודל C: תשואה של 4% על אג"ח מיזעדות			מודל B: תשואה של 4.86% על אג"ח מיזעדות			
20,000	10,000	5,000	20,000	10,000	5,000	שכר חודשי בש"ח
-993	-777	-619	205	-5	-113	95% אחוזון
-846	-253	220	-1,000	-132	318	50% אחוזון (חציון)
-650	49	474	-1,333	-151	536	5% אחוזון

הנתונים מלמדים כי אם מאמצים את החלופות שאנו מציעים, מצבם של בעלי השכר הנמוך משתפר והאישויון מצטמצם. לפי מודל B, בתרחיש החציוני גובה הקצבה של בעלי השכר הנמוך עולה ב-318 ש"ח או בכ-10%, בהשוואה למתווה של רשות שוק ההון. בתרחיש הגרוע (אחוזון 5%), שבו לעוגן של האג"ח המיועדות יש תפקיד מרכזי (תשואה מובטחת), גובה הקצבה עולה ב-536 ש"ח או בכ-23%, בהשוואה למתווה של רשות שוק ההון. לפי מודל C, בתרחיש החציוני גובה הקצבה של בעלי השכר הנמוך עולה ב-220 ש"ח או בכ-7%, בהשוואה למתווה של רשות שוק ההון. בתרחיש הגרוע (אחוזון 5%) גובה הקצבה עולה ב-474 ש"ח או בכ-20%, בהשוואה למתווה של רשות שוק ההון.

מסקנות

תוצאות הסימולציה מוכיחות שמדיניות רשות שוק ההון נכונה, אך ניתן לשפר אותה. המתווה שהוחלט עליו ברשות שוק ההון לא מביא בחשבון ממצאים ידועים מעבודות קודמות ולא משתמש במתודולוגיות מחקר מתקדמות ובסימולציות הבוחנות את השפעת השינוי בחלוקת האג"ח על הקצבה העתידית של משקי הבית.

חלוקת האג"ח המיועדות באופן הדרגתי על פני גילאים היא נכונה, אבל החלוקה האחידה לכל רמות השכר שגויה.

- א. חלוקה זו מנציחה את הסובסידיה למשקי הבית בעשירוניים הגבוהים (מעשירון 9 ומעלה) ומגבירה אותה לעומת משקי בית בעשירוניים הנמוכים. אין היגיון נראה לעין בחלוקת מתנה זו באופן הזה.
- ב. חלוקה זו מגדילה את הסיכוי שמשקי הבית בעלי ההכנסות הנמוכות יגיעו לגיל פרישה עם פנסיה נמוכה וחסרה.

ג. יש יתרון מובהק בהגדלת אחוזי ההקצאה של אג"ח מיועדות, גם אם בריבית נמוכה יותר, בעיקר למשקי בית חלשים. הגדלת נתח האג"ח המיועדות מאפשרת לקרן הפנסיה להחזיק עבורם תיק נכסים חופשי המורכב כולו מנכסים מסוכנים לכאורה (מניות), ללא הגדלת הסיכון הכללי, בזכות העוגן.

המלצות

- א. לערוך מחקר מקיף על ההשלכות שיש לחלוקת האג"ח המיועדות.
- ב. להבנות בחקיקה ראשית או בתקנות מתווה חלוקת אג"ח מיועדות המביא בחשבון את גובה השכר, שבעקבותיו אופן החלוקה של האג"ח המיועדות יהיה מיטבי.