

## חיסכון פנסיוני הולם - דו"ח הצוות להגברת הוודאות בחיסכון הפנסיוני

### תקציר מנהלים

במסגרת התכנית האסטרטגית של משרד האוצר לשנים 2015-2016, נקבעו מטרות בתחומים שונים. לנוכח חשיבותו הרבה של קיומו של חיסכון פנסיוני נקבעה מטרה של השגת חיסכון פנסיוני הולם לציבור. לצורך השגת מטרה זו נקבעו מספר יעדים שמימושם יביא להגשמת מטרה זו: (1) הגברת הוודאות בהשגת יחס תחלופה הולם בפרישה; (2) צמצום תשלום עודף למתווכים פיננסיים; (3) יצירת הלימה במערך ההטבות הממשלתי.

צוות בראשות מנכ"ל משרד האוצר, ובהשתתפות אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון, אגף התקציבים, אגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר, אגף החשב הכללי, הלשכה המשפטית של משרד האוצר, בנק ישראל והמועצה הלאומית לכלכלה, הוקם על מנת לבחון את הכלים להגברת הוודאות בחיסכון הפנסיוני לאחר הפרישה.

הצוות בחן את המכשיר המרכזי המספק כיום יציבות במסגרת החיסכון הפנסיוני בקרנות הפנסיה - איגרות החוב המיועדות. איגרות חוב מיועדות הן איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד ונושאת ריבית קבועה אשר מונפקות בהיקף של 30% מנכסי קרנות הפנסיה החדשות המקיפות. כיום, איגרות החוב מוקצות באופן זהה לכל החוסכים והפנסיונרים בקרנות האמורות. הצוות בחן אם השימוש בכלי זה במתכונתו הנוכחית מהווה את ההקצאה היעילה ביותר, אשר מספקת ודאות ויציבות בתשלומי הקצבה.

הבחינה התייחסה לקיימות של כלי זה במתכונתו הנוכחית. מאחר שהיקף הנפקות איגרות החוב המיועדות נקבע כשיעור מסך נכסי קרנות הפנסיה, ומאחר שהיקף נכסים זה צפוי לגדול במהלך השנים, בין היתר, בשל מגמות דמוגרפיות, תשואות שוק ההון, ושינויים רגולטוריים, הרי שסך ההנפקות והיקף המלאי של איגרות החוב המיועדות צפוי לגדול בעשורים הבאים. לגידול זה השלכות על ניהול החוב הממשלתי.

בנוסף, איגרות החוב המיועדות מספקות תשואה ריאלית של 4.86%. בשנים האחרונות, תשואה זו מהווה תשואה עודפת ביחס לתשואת איגרת חוב ממשלתית צמודה סחירה במח"מ זהה. תשואה עודפת זו, באם ימשכו תנאי שוק אלו עשויה להשליך על תקציב המדינה.

מטרת בדיקת הקיימות שהצוות ערך הייתה בחינת השלכות המשך השימוש באיגרות חוב מיועדות וביניהן: היקף הפגיעה בגמישות ניהול החוב ויצירת מחויבויות תקציביות שלא ניתן יהיה לעמוד בהן. מתוצאות הבדיקה שערך אגף החשב הכללי עולה שבכפוף לביצוע התאמות בניהול החוב, ובהתבסס על הנחות וזרם ההנפקות הנובע מהן, הפגיעה בגמישות ניהול החוב הממשלתי עשויה להיות ברת קיימא וכן לא צפויה חריגה משמעותית בעלות הריבית במסגרת תקציב המדינה. על כן אין מניעה להמשיך את השימוש בכלי זה כל עוד לא חורגים מהשיעור הקיים של הנפקת איגרות

החוב המיועדות (היינו : 30% מנכסי קרנות הפנסיה)<sup>1</sup>. כמו כן, מומלץ כי תיבחן הארכת תקופת איגרות חוב מיועדות שיונפקו לקרנות הפנסיה לתקופה ארוכה יותר (במקום 15 כיום), באותו שיעור ריבית ריאלי אפקטיבי.

בהתקיים ההנחות ארוכות הטווח העומדות בבסיס הסימולציות שנערכו עבור הצוות, לרבות ההנחות בדבר קצבי הגידול של הנכסים ושל העמיתים בקרנות, סבר הצוות כי ניתן להמשיך באותו היקף של הקצאת איגרות החוב המיועדות.

בנוסף, ובהתחשב במאפיינים השונים של מוצרי החיסכון הפנסיוני הצוות מצא שאין מקום לסטות מהמדיניות הקיימת, ויש להמשיך להקצות את איגרות החוב המיועדות רק לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות בשיעור של 30% מנכסיהן, וזאת מתוך מגוון מוצרי החיסכון הפנסיוני שניתן לחסוך בהם כיום. גם באשר לקרנות הפנסיה הוותיקות מצא הצוות שאין מקום לסטות מהמדיניות הקיימת ויש להמשיך ולהקצות את איגרות החוב הקיימות בעד 30% מנכסי הקרנות, וזאת במקביל לצעדים השונים שנקטה ממשלת ישראל כדי לסייע לקרנות האמורות.

באשר לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות בחן הצוות מספר חלופות להקצאה של איגרות חוב מיועדות במטרה לבחור בהקצאה היעילה ביותר, מבחינת התועלות שהיא מספקת לחוסכים ולפנסיונרים. החלופות השונות נבחנו על בסיס שני פרמטרים: (1) יחס התחלופה; (2) תנודתיות הקצבה, לרבות בתרחישי קיצון. החלופה האידיאלית תהיה החלופה שבה יתקבל יחס התחלופה הגבוה ביותר ותנודתיות הקצבה הנמוכה ביותר. לאחר בחינת החלופות, ממליץ הצוות על חלופה המגדילה את היקף הקצאת איגרות החוב המיועדות לפנסיונרים, הזקוקים לרמת הוודאות הגבוהה ביותר בקצבה, וכן קביעת שיעור דומה לשיעור הנוכחי לחוסכים מבוגרים הקרובים לגיל פרישה בכפוף לשיעור ההקצאה הכולל לקרן הפנסיה. במקביל, יופחת בהדרגה היקף הקצאת איגרות החוב המיועדות לחוסכים הצעירים, אשר להם אופק השקעה ארוך יותר ועל כן באפשרותם לקחת סיכונים גבוהים יותר בשוק ההון ולהשיג תשואה גבוהה יותר על החיסכון הפנסיוני. חוסכים אלה ייהנו משינוי ההקצאה ביציאתם לגמלאות.

הצוות בחן אם ניתן להשיג את התועלות המתקבלות מאיגרות חוב מיועדות בהקצאה היעילה ביותר, באמצעות כלי תחליפי ביטוחי על מנת להקל על ניהול החוב הממשלתי. אמנם הצוות נוכח כי ישנן מגוון חלופות להבטחת תשואה פרט לאיגרות חוב מיועדות, אולם לא נמצא כלי ביטוחי להבטחת תשואה אשר נמצא בשימוש בהיקף משמעותי כמו אג"ח מיועדות. על כן ממליץ הצוות לבחון פיתוח כלי ביטוחי באמצעות שוק ההון שיבטיח הגנה מפני משברים קיצוניים בשוק ההון, כך שעל בסיס הניסיון שיצטבר במהלכן של מספר שנות שימוש בכלי זה ניתן יהיה לבחון הרחבת השימוש בו.

<sup>1</sup> מהפקדות לקרנות שאינן עולות על 20.5% מפעמיים שכר ממוצע במשק.

א. כללי

החיסכון לגיל פרישה בישראל מורכב משלושה רבדים :

- א. קצבת הזקנה המשולמת על ידי המוסד לביטוח לאומי.
- ב. החיסכון הפנסיוני.
- ג. החיסכון הפרטי של משקי הבית.

במסגרת דוח זה לא נדון ברבדים הראשון והשלישי וההתייחסות לקצבאות הזקנה תהיה אך ורק לקצבאות המשולמות על ידי קרנות הפנסיה, וזאת למעט במקום שהדבר צוין במפורש אחרת.

החיסכון הפנסיוני כולל: קרנות פנסיה ותיקות וחדשות, קופות גמל לקצבה שהן קופות ביטוח (להלן - פוליסות ביטוח חיים), קופות גמל לחיסכון וכן קופות גמל לתגמולים וקופות גמל אישיות לפיצויים, אשר לא ניתן להפקיד בהן כספים החל משנת 2008. בנוסף, נכללים במסגרת החיסכון הפנסיוני הסדרי פנסיה תקציבית ואולם אלה אינם כוללים ניהול של כספים במהלך תקופת החיסכון (למעט הפרשות בשיעור של 2% משכרו של העובד).

מאז שנת 2008, במקום ההפקדות לקופת גמל לתגמולים וקופות גמל אישיות לפיצויים, ניתן היה להפקיד לקופת גמל לא משלמת לקצבה, אשר לא משלמת כספים בדרך של קצבה ועל כן לא ניתן למשוך ממנה במישרין כספים שהופקדו בה, למעט כספים ממרכיב הפיצויים, אלא באמצעות העברתם לקופת גמל משלמת לקצבה (שהיא קרן פנסיה או פוליסת ביטוח חיים). לאחרונה נחקק חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל)(תיקון מס' 13), התשע"ה-2015, שבמסגרתו נקבע כי קופת גמל לחיסכון תחליף את קופת הגמל הלא משלמת לקצבה. לעניין זה נקבע כי קצבה יכולה לכלול תשלומים המשולמים באופן רציף לכל ימי חייו של העמית מקופת הגמל או תשלומים משני מקורות: תשלומי אנונה לתקופה מוגדרת מקופת גמל ולאחריה תשלומים ממבטח לפי פוליסת ביטוח או מקופת גמל אחרת לכל ימי חייו של העמית.

בהתאם להוראות הדין, חיסכון לגיל פרישה יכול להתנהל רק בקופת גמל לקצבה (הכוללת: קרן פנסיה חדשה, קופת גמל לחיסכון או פוליסות ביטוח חיים). בעת היציאה לקצבה ניתן למשוך כספים באמצעות היוון חלק מהקצבה לסכום חד-פעמי, ובלבד שסכום הקצבה החודשי שיוותר בידו של עמית לאחר ביצוע היוון הקצבה יעמוד על סכום של 3,850 ש"ח במונחי שנת 2008. במצב דברים זה ישנו סכום מסוים מתוך החיסכון הפנסיוני שצבר העמית, שהוא מחויב לקבל כקצבה ולגבי כספים נוספים יהיה רשאי העמית למשכם כקצבה או בסכום חד-פעמי, לפי בחירתו.

לנוכח הגירעונות האקטואריים של קרנות הפנסיה נסגרו בשנת 1995 קרנות הפנסיה הוותיקות בפני עמיתים חדשים ונפתחו קרנות פנסיה חדשות.

מערך הזכויות בקרן פנסיה חדשה מקיפה כולל חיוב של רכישת כיסוי ביטוחי לסיכוני נכות ומוות במגבלות אשר מוסדרות על ידי אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון במשרד האוצר. כך ביטוח לסיכוני נכות בקרן פנסיה מקיפה חייב לכלול ביטוח שחרור מפרמיה. שאיריו של המבוטח נקבעים בתקנון ולעמית אין יכולת לקבוע מי יהיו אותם שאירים או להחליפם ואותם שאירים מחויבים לקבל קצבה ואינם יכולים למשוך את הכספים בקרן בסכום חד-פעמי. כיסויים כאמור נכללים גם ברוב הקרנות הוותיקות.

ההתערבות האמורה מתבצעת בשים לב לחשיבות בעידוד אוכלוסיית המבוטחים לרכוש ביטוח מפני סיכוני נכות ומוות, וזאת מאחר שבהיעדר כיסוי כאמור אותם פרטים והתלויים בהם עשויים להישאר ללא מקור הכנסה שיבטיח את יכולתם להתקיים בכבוד. היעדר מקור כאמור עשוי להוביל לכך שנטל הטיפול באותם פרטים יושת על המדינה.

בנוסף, בשונה מקרנות הפנסיה החדשות, לקופות הגמל ולפוליסות ביטוח החיים יש גמישות רבה יותר בעיצוב המוצר שלהן ובקביעת המחיר שלו.

הביטוח בקרנות הפנסיה הוא ביטוח הדדי, שכן קרנות הפנסיה להבדיל ממוצרי החיסכון הפנסיוני האחרים, מבוססות על העיקרון שלפיו בסיכום כולל תשלם קרן הפנסיה לכלל העמיתים ולשאיריהם סכום הזהה לסכום הכולל שנצבר בקרן הפנסיה בגין ההפקדות שנעשו בעבור כלל העמיתים (לרבות התשואה שהושגה בגינן), בניכוי הוצאות הניהול. פועל יוצא זה מהווה את הערבות ההדדית שבין העמיתים, וזאת בשונה ממצב שבו הכיסויים הביטוחיים השונים מכוסים על ידי מבטח. עיקרון זה מוביל לכך שעלות הכיסוי הביטוחי לסיכוני נכות ומוות במסגרת קרן פנסיה נמוך משמעותית מהביטוח שנעשה באמצעות חברת ביטוח. לכך יש השלכה כמובן על סכום החיסכון שנותר לעמית, שכן עלות הכיסוי מנוכה מההפרשות השוטפות בשל העמית.

## **ב. איגרות חוב מיועדות**

בעבר הונפקו איגרות חוב מיועדות לכלל הגופים המנהלים חיסכון פנסיוני. בשנת 1986 החליטה הממשלה על הנהגת רפורמה בשוק ההון, במטרה לשכלל את מנגנוני הקצאת ההון במשק, תוך צמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון והפניית עיקר כספי החיסכון במשק למימון השקעות במשק. משכך, הוחלט על הפסקת הנפקת איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל לתגמולים, אשר מאותה עת ואילך חויבו להשקיע את כל יתרת הצבירה בהן בשוק החופשי, על פי כללים שנקבעו.

בשנת 1990 הופחתה הריבית על איגרות חוב מיועדות, אשר הונפקו לפוליסות ביטוח חיים מ-6.2% ל-4%. במקביל להפחתת ריבית זו, הופחת גם שיעור הריבית הריאלית הנקוב באיגרות החוב מסוג "מירון" שהונפקו לקרנות הפנסיה (הוותיקות) באותה עת, משיעור של 6% לשנה

לשיעור אפקטיבי של 5.57% לשנה. קרנות הפנסיה הוותיקות יכלו להשקיע באיגרות חוב האמורות את מלוא נכסיהן ובכל מקרה לא פחות מ-93% מנכסיהן.

בשנת 1992 הופסקה הנפקת איגרות חוב מיועדות עבור תכניות לביטוח חיים חדשות ונמשכה הנפקתן רק עבור קרנות פנסיה. לפוליסות ביטוח שהוצאו עד שנת 1992 הותר להמשיך ולהשקיע באיגרות חוב מיועדות, עד שתסתיים התחייבות המבטחים בגינן (להלן – **פוליסות ביטוח מבטיחות תשואה**). אשר על כן, עדיין קיימות איגרות חוב שמונפקות עבור תכניות ביטוח כאמור.

בעת סגירת קרנות הפנסיה הוותיקות להצטרפות עמיתים בשנת 1995 החליטה הממשלה כי לקרנות הפנסיה החדשות שיוקמו, יונפקו איגרות חוב מיועדות בהיקף קטן יותר מזה שהונפק ערב ההחלטה לקרנות הפנסיה הוותיקות וכי שיעור הריבית על אותן איגרות חוב יהיה נמוך יותר. בהתאם לאמור 70% מן הצבירה נטו של דמי הגמולים של העמיתים בקרנות הפנסיה החדשות הושקע באיגרות חוב מיועדות מסוג "ערד", אשר נושאות ריבית ריאלית שנתית אפקטיבית בשיעור של 5.05%. עוד נקבעה תקרה של פעמיים השכר הממוצע במשק לעניין שכר מבוטח של עמית בקרן החדשה, וזאת בניגוד לשכר המבוטח בקרנות הפנסיה הוותיקות שלא היה מוגבל בתקרה כלשהי.

עוד נקבע בשנת 1995 כי קרנות הפנסיה הוותיקות יהיו זכאיות להמשך הנפקת איגרות חוב בשיעור ובתנאים להם היו זכאים ערב ההחלטה האמורה, וזאת עד לגיבוש תכנית הבראה לקרנות האמורות.

בשנת 2003 במקביל לגיבוש הסדר הבראה בחלק מקרנות הפנסיה הוותיקות, וזאת לנוכח הגירעונות האקטוארים שהמשיכו להתפתח בקרנות האמורות, ובשים לב לחששות השונים שהועלו במהלך הדיונים בכנסת, הוחלט לבסוף כי לקרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות יוקצו איגרות חוב מיועדות מסוג "ערד" בשיעור של 30% מנכסי הקרנות, וזאת בריבית ריאלית אפקטיבית בשיעור של 4.86%.

איגרות חוב מיועדות הן איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד ובריבית קבועה.

להשלמת התמונה יצוין כי בשנת 2015 הורתה הממונה על שוק ההון כי גופים מוסדיים יפעלו על מנת להתאים את מאפייני החיסכון לצרכי עמיתי קופת הגמל שאותה הם מנהלים במהלך תקופת החיסכון, וזאת באמצעות יצירת מסלולי ברירת מחדל של השקעה שאליהם ישויד החוסך בהתאם לגילו, אלא אם יבחר במפורש במסלול השקעה אחר<sup>2</sup>.

---

<sup>2</sup> ראו חוזר גופים מוסדיים 2015-9-29 "מסלולי השקעה בקופות גמל".

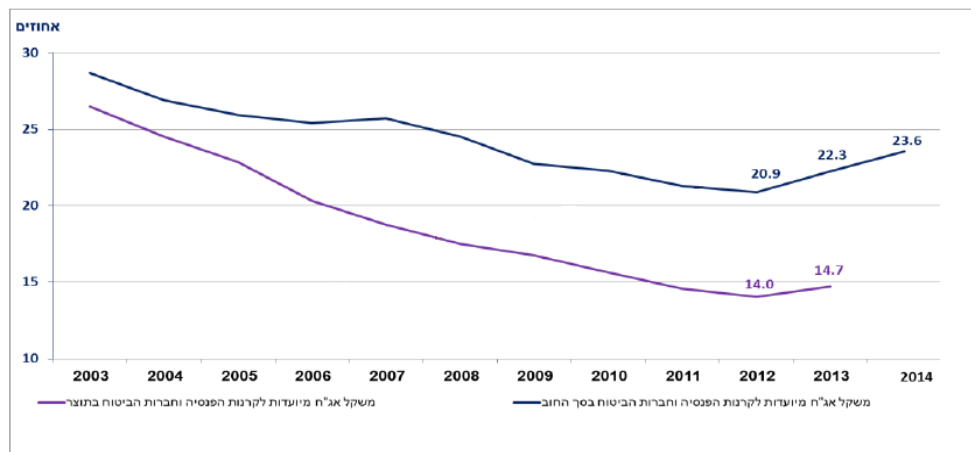
## 1. בחינת קיימות של איגרות חוב מיועדות

מאחר שהיקף הנפקות איגרות החוב המיועדות נקבע כשיעור מסך נכסי קרנות הפנסיה, ומאחר שהיקף נכסים זה צפוי לגדול במהלך השנים, בין היתר, בשל מגמות דמוגרפיות, תשואות שוק ההון, ושינויים רגולטורים, הרי שסך ההנפקות והיקף המלאי של איגרות החוב המיועדות צפוי לגדול אף הוא בשנים הבאות. לגידול זה יש השלכות הן על גיוס החוב הממשלתי והן על תקציב המדינה. הצוות סבר כי בטרם מבצעים שינוי כלשהו בהקצאה הפנימית של איגרות החוב המיועדות, נדרש ניתוח של משמעותיות אלו במטרה לבחון אם היקף הגידול הצפוי במלאי איגרות החוב המיועדות במסגרת הכללים הקיימים כיום, הוא בר קיימא בהיבטי ניהול חוב ותקציב המדינה<sup>3</sup>.

### הגידול הצפוי במלאי איגרות החוב המיועדות

כאמור, החל משנת 2003, בשל הירידה המשמעותית בחובת ההשקעה של קרנות הפנסיה באיגרות חוב מיועדות לשיעור של 30% מנכסי הקרנות במקביל לירידה בריבית על איגרות החוב, הופסקה כמעט כליל הנפקת איגרות חוב מסוג זה עד לסיום תהליך הקטנת האחזקות של קרנות הפנסיה הוותיקות והחדשות באיגרות החוב המיועדות. במקביל עדיין מונפקות איגרות חוב מיועדות לגבי תכניות ביטוח מלפני שנת 1992. תהליך זה הוביל לירידה בהיקף איגרות החוב המיועדות מכלל החוב, מכ-28% בשנת 2003 לכ-20.9% בשנת 2012. נכון לשנת 2014, עמד משקל איגרות החוב המיועדות לפנסיה ולביטוח מתוך כלל החוב הציבורי על כ-23.6%, וזאת לאחר שבשנת 2009 התחדש הגידול בהנפקות והחל משנת 2012 חל בהן גידול משמעותי - ההנפקות גדלו להיקפים של 15.3 מיליארד ש"ח בשנת 2012 ו-30.4 מיליארד ש"ח בשנת 2014.

משקל אג"ח מיועדות מסך החוב ומהתוצר, 2003-2014<sup>4</sup>



מקור: נתוני הסקירות השנתיות של היחידה לניהול החוב (נתוני החוב), לוח ו-נ-18 בנספח הסטטיסטי של דוח בנק ישראל לשנת 2013 (נתוני התוצר) ועיבודי משרד מבקר המדינה.

<sup>3</sup> הצוות לא התייחס לשאלת אופן תקצוב הריבית המשולמת על איגרות החוב המיועדות.

<sup>4</sup> ברבעון שלישי של שנת 2015 חלק המיועדות (קרנות פנסיה והביטוח) מהחוב עמד על 25%.

ניתן להניח כי קצב הגידול המהיר נובע, בין היתר, ממספר שינויים – בשוק החיסכון הפנסיוני, וביניהם: החלתו של הסדר פנסיה חובה, הגעה למועד הפדיון של חלק ניכר מאיגרות החוב המיועדות שהונפקו בעבר וביטול האפשרות למשיכה הונית עם פטור ממס בקופות הגמל<sup>5</sup>. שינויים אלה מובילים לגידול מהיר של נכסי קרנות הפנסיה וכן להיקף הנפקות איגרות חוב מיועדות גבוה במיוחד בשנים האחרונות. בשל ייחודיותם של שינויים אלו, ניתן להניח כי אין בהם כדי להעיד בהכרח על המגמה העתידית של התפתחות מלאי איגרות החוב המיועדות. על כן, התעורר הצורך לבצע אומדנים להתפתחות מלאי איגרות החוב המיועדות, וזאת לשם בחינת מגמות ארוכות טווח.

בהתאם לכך, אגף הכלכלן הראשי ערך סימולציה הצופה את התפתחות מלאי איגרות החוב המיועדות תוך התחשבות במגמות הדמוגרפיות, במאפייני שוק החיסכון הפנסיוני בישראל ובצפי התפתחות הנכסים בקרנות החדשות, בקרנות הוותיקות ובפוליסות ביטוח חיים מבטיחות תשואה<sup>6</sup>. יודגש כי הסימולציה נועדה להציג את מלאי הנכסים הצפוי בעוד 20-30 שנה, ולא לנסות ולחזות את היקף ההנפקות השנתי. לכן, לצורך הסימולציה נעשה שימוש בהנחות המביאות בחשבון מגמות וממוצעים ארוכי טווח, ללא מתן משקל למצבים ייחודיים ונקודתיים.

מהסימולציה עולה כי בעוד שקצב הגידול השנתי הנוכחי של הנכסים בקרנות הפנסיה החדשות עומד על כ-20% (נומינלי), קצב הגידול השנתי הצפוי של הנכסים בקרנות החדשות עשוי לרדת במידה משמעותית עם השנים, ולהתכנס לסביבות הגידול בהיקף הנכסים בשל רווחים מהשקעות בשוק ההון:

שנה	קצב גידול שנתי <u>ריאלי</u> חזוי לנכסים בקרנות החדשות
2019	11.7%
2024	9.1%
2029	7.7%
2034	7.0%
2039	6.2%
2044	5.5%

הסיבה המרכזית לירידה המשמעותית החזויה בקצב הגידול של נכסי הקרנות החדשות טמונה בכך שכיום הקרנות החדשות מאופיינות בחוסכים צעירים ומספר הפורשים מהן נמוך במיוחד. ככל שיחלפו השנים אחוז הפורשים ילך ויגדל, כך שלצד הצטרפותם של עובדים חדשים שיפרישו ממשכורתם לקרנות הפנסיה, תגדל כמות הפנסיונרים בקרנות, שמשמעותה הגדלת תשלומי הקצבאות אשר כרוכה בהפחתת היקף הנכסים. בהקשר זה יש לשים לב לכך שבעוד שהפרט חוסך במשך כ-37 שנות עבודתו, הוא מושך את סכום החיסכון יחד עם הרווחים שנצברו בתקופת פרישה של כ-19 שנים בלבד. כלומר, המשיכה החודשית הממוצעת של פורש גבוהה משמעותית מההפקדה החודשית של עובד.

<sup>5</sup> במקביל ניתנה האפשרות למשוך בקופת גמל לקצבה, שאינה קרן ותיקה, סכומים בהיוון אם משך הפרט סכום קצבה מינימום, אשר עומדת על סכום של 3,850 ₪ במונחי שנת 2008.

<sup>6</sup> לפירוט ההנחות העומדות בבסיס הסימולציה, ראו: נספח א'.

כמו כן, בהסתכלות כוללת על התפתחות מלאי איגרות החוב המיועדות, עולה כי בניגוד למגמת הגידול (המתמתן) בהיקף הנכסים בקרנות הפנסיה החדשות, צפויה הפחתה עקבית בהיקף הנכסים בפוליסות ביטוח חיים מבטיחות תשואה ובקרנות הוותיקות, שאלהן לא מצטרפים חוסכים חדשים. קיטון זה ממתן עוד יותר את קצב הגידול של מלאי איגרות החוב המיועדות הכולל.

עם זאת, יצוין כי אומדן קצב הגידול הריאלי הכולל של נכסי קרנות הפנסיה מהיר מקצב הגידול הריאלי של התוצר.

מהסימולציה עלו המסקנות הבאות באשר להתפתחות הצפויה של היקף איגרות החוב המיועדות מהחוב הציבורי<sup>7</sup>:

<b>היקף איגרות החוב המיועדות מתוך החוב הציבורי</b>			
בהנחה שהחוב נותר 67%	בהנחה שהחוב יורד ל-	בהנחה שהחוב יורד ל-	
מהתוצר	60% תוצר	50% תוצר	
25.5%	28.4%	33.9%	<b>בעוד 9 שנים (2024):</b>
29.8%	33.1%	39.6%	<b>בעוד 19 שנה (2034):</b>
36.1%	40.1%	48.0%	<b>בעוד 29 שנה (2044):</b>

כלומר, ככל שיפחת יחס החוב לתוצר לאורך השנים יעלה שיעור איגרות החוב המיועדות מתוך החוב הציבורי.

### **בחינת קיימות בהיבט ניהול החוב הממשלתי ושוק ההון הישראלי**

ניהול חוב ממשלתי הוא נושא מורכב ורגיש המחייב תכנון ומקצועיות לאורך זמן וכולל בחוב מרכיבים מגוונים כגון ניהול הסדרות המונפקות, ניהול אורך החוב הממשלתי, מיחזור החוב ונושאים מקצועיים נוספים. ניהול זה מורכב אף יותר בסביבת גיוס הכוללת מרכיבים שאינם תלויים ישירות בצרכי הגיוס של הממשלה כגון אג"ח מיועדות.

לניהול חוב אחראי לאורך זמן חשיבות עצומה בדירוג המדינה, בשמירה על מהימנות פסקאלית וכן בניהול יחס החוב לתוצר שהינו מדד מרכזי לעומס החוב על הציבור המשתקלל בדירוג המדינה.

ההנפקות השוטפות של איגרות החוב המיועדות מקטינות ודוחקות את השוק לאיגרות חוב ממשלתיות סחירות מכיוון שמדובר בתחליף מושלם מבחינה ממונית. לכן, המשך הגידול המהיר במלאי איגרות החוב המיועדות מהווה אתגר לניהול החוב הממשלתי, בשל הפגיעה בגמישות הניהול. בהקשר זה ניתן למנות את ההשלכות הבאות: גידול במלאי החוב הצמוד למדד; דחיקת

<sup>7</sup> לתחזית מפורטת יותר, ראו: נספח ב'.

ההנפקות של החוב הסחיר והקטנת הסחירות והנזילות של איגרות חוב ממשלתיות; השפעה על עלות החוב; והשפעה פוטנציאלית על ביקושים לחלק הארוך של עקום התשואות (תלילות העקום).

מהסימולציה שנערכה ניתן לראות כי בהנחה שיחס החוב לתוצר נותר בהיקפים דומים להיקפים הקיימים היום (בניגוד לתוואי המגמה הרצוי לישראל לצורך שיפור דירוג המדינה), הרי שלא מדובר בעלייה שאינה ברת קיימא במשקל החוב הלא סחיר מתוך סך החוב ב-20 השנים הקרובות<sup>8</sup>. במידה ויחס החוב לתוצר ירד או תוואי הגירעון התקציבי ימשיך לרדת, הרי שנטל החוב הלא סחיר מסך החוב צפוי לעלות ואף להגיע לשיעורים שיכולים להיות מהותיים.

במקביל, בחן אגף החשב"ל את "הסבילות" המקסימלית של החוב הממשלתי להנפקת איגרות חוב מיועדות בהתייחס להשלכות על ניהול החוב כפי שמצוינות לעיל<sup>9</sup>. הבחינה מתייחסת הן להשפעה על זרמי ההנפקות והן על סך מלאי החוב. מבחינה זו עולות המסקנות הבאות של אגף החשב"ל:

- בהנחות הגלומות במסגרת תרחיש מרכזי לשנת 2030, הנפקה של איגרות חוב מיועדות בהיקף של 23% מסך הגיוס (זרם הנפקות) ניתנת לביצוע תוך התאמות מסוימות ואינה צפויה לפגוע באופן מהותי בגמישות ניהול החוב. נתון זה, בכפוף להנחות הסימולציה, שקול למלאי חוב לא סחיר של 29.4% בשנת 2030.
- בכפוף לביצוע התאמות בניהול החוב המקומי והחיצוני, ניתן להתמודד גם עם שיעור גיוס לא סחיר בהיקף של 25% (זרם הנפקות) השקול, בכפוף להנחות הסימולציה, למלאי חוב לא סחיר של 31.5% בשנת 2030.

יצוין כי בבחינה האמורה הונח גרעון תקציבי בשיעור קבוע של 3% מהתוצר, כך שעבור מתווה גרעון פוחת, שיעור מלאי החוב הלא סחיר יהיה גבוה יותר.

משילוב של מסקנות הסימולציות שנערכו הצוות סבר כי ניתן להמשיך ולהנפיק איגרות חוב מיועדות בהיקף של 30% מנכסי קרנות הפנסיה החדשות המקיפות, וזאת מבלי לחצות את סף "הסבילות" המקסימלי של החוב הממשלתי להנפקת איגרות חוב מיועדות. עם זאת, בשל אי הוודאות הקיימת בתחזיות ארוכות טווח, מומלץ לבחון את התפתחות מלאי איגרות החוב המיועדות בעתיד ולהתאים את המודל במידת הצורך.

בנוסף, לאור הרגישות הרבה של החוב הממשלתי למכשיר איגרות החוב המיועדות, ככל שמגמת היקפי ההנפקות השנתיים תסטה באופן מהותי מהתחזיות שנלקחו בבסיס הסימולציות האמורות, מומלץ לבחון את היקף השימוש באיגרות חוב מיועדות, תוך בחינת העמדת כלים תחליפיים להשגת המטרות שפורטו בדו"ח זה, וזאת מבלי לגרוע מההמלצה שתפורט להלן בעניין בחינת כלים תחליפיים.

<sup>8</sup> לניתוחי רגישות, ראו: נספח ג'.

<sup>9</sup> ראו נספח ד'.

### בחינת קיימות בהיבט תקציב המדינה ועלות החוב הממשלתי

איגרות החוב המיועדות מספקות תשואה ריאלית של 4.86% ללא תלות בעלות הגיוס של איגרות חוב ממשלתיות סחירות. בשנים האחרונות, תשואה זו מהווה תשואה עודפת ביחס לאגרת חוב ממשלתית צמודה במח"מ זהה. ניתן לאמוד תשואה עודפת זו בעלות עודפת בתקציב הריבית של כ- 2.7 מיליארד ₪ (לקרנות פנסיה), 1.1 מיליארד ₪ (לפוליסות ביטוח חיים מבטיחות תשואה) נכון לשנת 2014<sup>10</sup>. עם זאת, יש לזכור כי בעבר לא תמיד כך היה הדבר וכי היו תקופות שבהן תשואה זו של 4.86% הייתה תשואת חסר, כשעיקר הסבסוד נצבר החל משנת 2012.

בסביבת הריבית הריאלית הנמוכה הנוכחית, ובהינתן הגידול במלאי איגרות החוב המיועדות, נדרשת בחינה של היקף העלות העודפת בתקציב הריבית וניתוח של צפי התפתחות עלות זו כשיעור מהתוצר בטווח הארוך וזאת במטרה לוודא כי איגרות החוב המיועדות אינן מהוות נטל עודף על תקציב המדינה באופן שיכול ליצור התחייבויות תקציביות חריגות שלא ניתן לעמוד בהן. יש לציין כי בשל הגידול הצפוי בנכסים הפנסיוניים כשיעור מהתוצר, ובשל הגידול של איגרות החוב המיועדות כשיעור מהתוצר, העלות התקציבית העודפת בגין איגרות החוב המיועדות צפויה לגדול בכל הנחת ריבית על החוב הסחיר הנמוכה מ-4.86%. יצוין כי אורך התקופה של איגרות החוב המיועדות (ATM) הוא 15 שנה.

לאור האמור לעיל, נערך אומדן על ידי אגף התקציבים הבוחן את צפי העלות העודפת בגין איגרות החוב המיועדות וצפי סך הוצאות הריבית בשנת 2039 כאחוז מהתוצר, בהתאם למספר תרחישי סביבת ריבית שונים. להלן תוצאותיו:

#### צפי העלות העודפת בגין אג"ח מיועדות וצפי סך הוצאות הריבית בשנת 2039 כאחוז תוצר

הנחה לגבי עלות הגיוס של אג"ח ממשלתי צמוד במח"מ זהה	עלות עודפת של אג"ח מיועדות כאחוז מהתוצר	צפי לסך הוצאות הריבית על החוב (בניכוי עלות עודפת מיועדות) כאחוז מהתוצר	צפי לסך הוצאות הריבית בתקציב כאחוז מהתוצר
<b>מצב כיום</b>	<b>0.35%</b>	<b>2.65%</b>	<b>2.9%</b> <sup>11</sup>
1%	0.83%	0.67%	1.50%
2%	0.62%	1.34%	1.96%
3%	0.40%	2.01%	2.41%
4%	0.19%	2.68%	2.87%
5%	-0.03%	3.35%	3.32%

האומדן נעש על בסיס המודל לתחזית התפתחות הנכסים בקרנות הפנסיה ואיגרות החוב המיועדות באופן יחסי לתוצר ובהנחה כי יחס החוב תוצר של מדינת ישראל ישמור על רמתו הנוכחית, היינו:

<sup>10</sup> ראה נספח ד'

<sup>11</sup> השיעור המוצג של הוצאות הריבית אינו כולל את הוצאות הריבית המשולמות לביטוח הלאומי. בתוספת הוצאות הריבית לביטוח הלאומי, כפי שמופיע בתקציב המדינה, הוצאות הריבית מסתכמות לכדי 3.6% תוצר.

יחס חוב של כ-67% אל מול התוצר.<sup>12</sup> האומדן בוחן את השונות של עלות סך החוב של מדינת ישראל והעלות העודפת של איגרות החוב המיועדות בהתאם לריביות שונות החלות על כלל מלאי החוב הקיים בשנת 2039. כלומר, ההנחה היא שכל רמת ריבית המוצגת במודל חלה על כלל מלאי החוב שאינו איגרות חוב מיועדות. האומדן אינו נותן ביטוי מדויק למרכיבי מלאי החוב השקלים שאינם צמודי מדד וכן למרכיבי מלאי החוב הנקובים במטבע זר.

גובה העלות העודפת, בגין השימוש באיגרות חוב מיועדות חושב על בסיס הפער בין הריבית הריאלית על גיוס חוב סחיר בעל מח"מ זהה לבין ריבית הגיוס הריאלית של איגרות חוב מיועדות, העומדת על שיעור של 4.86%. פער זה הוכפל בסך מלאי איגרות החוב המיועדות הצפויות בשנת 2039 והתוצאה שהתקבלה היא אומדן לסך העלות העודפת של איגרות החוב המיועדות.

מתוצאות האומדן ניתן לראות כי בתרחיש, שבו עלות הגיוס של אג"ח ממשלתי צמוד במח"מ זהה לאיגרות חוב מיועדות, ומסתכם ל 1% לאורך כל שנות האומדן, העלות העודפת של איגרות חוב מיועדות צפויה להוות כ-0.83% מהתוצר בשנת 2039 וזאת לעומת כ-0.35% כיום. גידול זה הוא משמעותי מאוד, והוא חריג ביחס לרכיבי הוצאה אחרים בתקציב. יחד עם זאת, בתרחיש זה, ריבית הגיוס הנמוכה מפחיתה את יתר הוצאות הריבית בתקציב כך שלפי האומדן, סך הוצאות הריבית בתקציב צפויות לעמוד על כ-1.5% מהתוצר בשנת 2039 וזאת לעומת 2.9% היום<sup>13</sup>. בהתאם לכך, ניתן לראות כי העלות העודפת בגין איגרות החוב המיועדות מגודרת אל מול סך עלויות הריבית בתקציב כך שכשעלות זו עולה סך הוצאות הריבית קטנות, ולהיפך. מכך עולה שאמנם העלות העודפת בגין איגרות החוב המיועדות מהווה מרכיב משמעותי מהתקציב ומתוצר, אך היא מגודרת אל מול סך הוצאות הריבית בתקציב. יש להדגיש כי על אף האמור לעיל היקף הסבסוד המצטבר הולך וגדל ואף צפוי להמשיך לגדול. כך למשל, בסוף שנת 2014 עמד היקף הסבסוד הכולל (קרנות פנסיה וביטוחי חיים) על כ-3.8 מיליארד ש"ח. היקף הסבסוד החזוי לשנת 2015 צפוי לעלות ולעמוד על כ-5.1 מיליארד ש"ח. בנוסף, יצוין כי העלות האבסולוטית של תקציב הריבית כתוצאה מאיגרות החוב המיועדות גבוהה מחלופה של גיוס ללא איגרות חוב מיועדות דבר שמגדיל את תקציב הריבית בצורה אבסולוטית ללא קשר לחלוקה הפנימית.

<sup>12</sup> לפירוט ההנחות בבסיס סימולציה זו ראה נספח א'.

<sup>13</sup> ראו לעיל בהערת שוליים 8.

## 2. בחינת הקצאה מחודשת של איגרות החוב המיועדות

מערכת פנסיה טובה היא מערכת המביאה ליחס תחלופה הולם ברמת ודאות גבוהה ומאפשרת שמירה על קצבה יציבה בתקופת הפרישה. הצוות בחן גם את האפשרות כי כלי המדיניות שבידי המדינה יכוונו ליחס תחלופה גבוה יותר ברמות השכר הנמוכות ועד לשכר הממוצע במשק (שמי"ב) מאשר ברמות השכר הגבוהות יותר. לאור האמור, בחן הצוות חלופות שונות של הקצאה מחודשת של איגרות חוב מיועדות באופן שמגביר את הוודאות בשלב הפרישה תוך שמירה על יחס תחלופה הולם. בשל ההשלכות של איגרות החוב המיועדות על ניהול החוב הממשלתי ועל תקציב המדינה, כפי שצוין בפרק הקודם, מסגרת הדיון בצוות קבעה כי לא תהיה חריגה מהיקף איגרות החוב המיועדות לפי הכללים הקיימים, היינו: **סך איגרות החוב המיועדות המוקצות לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות יישאר 30% מסך נכסי הקרנות האמורות בכפוף לתקרת הפקדות של 20.5% מפעמיים שכר ממוצע במשק (מסגרת ההקצאה הקיימת).**

הצוות סבר שאין מקום לשנות מהמדיניות הקיימת לפיה איגרות החוב המיועדות תונפקנה לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות (בנוסף לקרנות הפנסיה הוותיקות כפי שיפורט להלן), וזאת בשים לב למאפיינים השונים המתקיימים בקרנות הפנסיה המקיפות לעומת יתר מוצרי החיסכון הפנסיוני.

במסגרת המאפיינים האמורים נכלל החיוב הקיים בקרנות הפנסיה החדשות המקיפות לרכישת כיסוי ביטוחי לסיכונים נכות ומוות במגבלות אשר מוסדרות על ידי אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר. כך למשל, ביטוח לסיכונים נכות חייב לכלול ביטוח שחרור מפרמיה. בנוסף, שאירוי של העמית נקבעים בתקנון ולעמית אין יכולת לקבוע מי יהיו אותם שאירים או להחליפם ואותם שאירים מחויבים לקבל קצבה ואינם יכולים למשוך את הכספים בקרן בסכום חד-פעמי. כל האמור נקבע בשים לב לכך כי בהיעדר כיסוי ביטוחי כאמור עלולים אותם פרטים והתלויים בהם להיוותר ללא מקור הכנסה שיבטיח את יכולתם להתקיים בכבוד. היעדר מקור כאמור עשוי גם להוביל לכך שנטל הטיפול באותם פרטים יושת על המדינה.

לכך יש להוסיף כי למוצרי החיסכון הפנסיוני האחרים יש גמישות רבה יותר בעיצוב המוצר ובקביעת מחירו.

בנוסף לאמור, הביטוח בקרנות הפנסיה הוא ביטוח הדדי, וזאת בשונה ממצב שבו הכיסויים הביטוחיים השונים מכוסים על ידי מבטח. עיקרון זה מוביל גם לכך שעלות הכיסוי הביטוחי לסיכונים נכות ומוות במסגרת קרן פנסיה נמוך משמעותית מהביטוח שנעשה באמצעות חברת ביטוח. לכך יש השלכה כמובן על סכום החיסכון שנותר לעמית, שכן עלות הכיסוי מנוכה מההפרשות השוטפות בשל העמית.

באשר לקרנות הוותיקות, בשונה מהקרנות החדשות, קצבת הזקנה לה זכאי העמית מהקרן מחושבת לפי שיטות שונות של צבירת זכויות, וזאת להבדיל משיטת צבירת כספים בהתאם למקובל בקרנות החדשות. בשיטות אלה, החוסך אינו חשוף לסיכוני תשואה באופן פרטני, שכן במועד היציאה לקצבה של עמית בקרן אין חשיבות לערך הקיים באותו מועד של דמי הגמולים שהופקדו בשלו לקרן במהלך השנים.

בהתאם לכך, שינוי שיטת ההקצאה של איגרות חוב מיועדות לפי גילו של העמית תוך שמירה על מסגרת ההקצאה הכוללת לא ישנה דבר בקרן ותיקה. בהקשר זה נציין כי לנוכח המאפיינים המיוחדים של קרנות הפנסיה הוותיקות ומח"מ ההתחייבויות הוגשה לכנסת הצעת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים(ביטוח)(תיקון מס' 27)(כריות ביטחון לקרנות פנסיה ותיקות), התשע"ד-2014, אשר מטרתה ליתן מענה לסיכונים הנובעים מהמאפיינים האמורים. אשר על כן, המלצת הצוות היא כי אין מקום לשנות את אופן הקצאת איגרות החוב המיועדות בקרנות האמורות.

#### **המטרות המרכזיות אותן צריכה לשרת הקצאה יעילה של איגרות חוב מיועדות**

על מנת לבחון מהי ההקצאה היעילה ביותר של איגרות חוב מיועדות, הצוות הגדיר את המטרות העיקריות של הקצאה מחדש של כלי זה. יתרון המרכזי של איגרות החוב המיועדות מתבטא בכך שהן נושאות ריבית קבועה ושהן לא מושפעות מתנאי השוק ולכן מקנות יציבות לחיסכון הפנסיוני ולקצבה. ליציבות יש חשיבות שונה בתקופות החיסכון השונות לאורך חייו של החוסך. ניתן להתייחס לשלוש תקופות מרכזיות בסדר כרונולוגי על ציר הזמן הפנסיוני של הפרט: (1) תקופות החיסכון עד מועד היציאה לקצבה (שכיום אינו יכול להיות לפני גיל 60); (2) מועד היציאה לקצבה שבו מומר החיסכון הפנסיוני בקצבה; (3) תקופת תשלומי הקצבה.

למרכיב היציבות יש חשיבות גוברת ככל שהפרט נמצא קרוב לתקופת תשלומי הקצבה, וזאת בשל התלות הגבוהה בקצבה למחייתו. לעומת זאת, חוסכים צעירים יכולים להתמודד עם חוסר יציבות ותנודתיות בחיסכון הפנסיוני שלהם, באמצעות שינוי בדפוסי העבודה, הצריכה והחיסכון. בנוסף, חיסכון לטווח ארוך בשוק ההון מחליק את התנודתיות ומתקן עצמו לאורך שנות חיסכון מרובות. היכולת להתמודד עם תנודתיות של החיסכון מצטמצמת ככל שהחוסך מתקרב לגיל הפרישה, ויכולת זו כמעט ואינה קיימת לפנסיונרים שכן החיסכון הפנסיוני מהווה מקור הכנסה עיקרי אחרי פרישה מעבודה.

לאור האמור, להלן יפורטו מטרות ההקצאה מחדש של איגרות החוב מיועדות לפי סדר חשיבות, החל מהמטרה החשובה ביותר:

1. יציבות והפחתת תנודתיות בקצבה לאחר הפרישה;
2. הגברת הוודאות במועד המרת החיסכון לקצבה (מועד הפרישה);
3. יציבות תיק החיסכון לקראת הפרישה;
4. החלפת התשואות בשלב הצבירה.

לצד המטרות האמורות ישנן גם תועלות נלוות, כאשר המשמעותית והמשפיעה ביותר על החיסכון הפנסיוני היא תשואה עודפת בתקופות ריבית נמוכות.

## 1. יציבות והפחתת תנודתיות הקצבה לאחר הפרישה

לאחר הפרישה לקצבה סכום הקצבה נתון לתנודתיות הנובעת משינויים בריבית חסרת הסיכון, המשמשת לשערוך ההתחייבויות והנכסים בקרן, ומהתשואות בשוק ההון המשפיעות על היקף הנכסים בקרן. הנכסים העומדים כנגד התחייבויות לפנסיונרים מושקעים בשוק ההון ולכן חשופים להשפעות האמורות.

איגרות חוב מיועדות מצמצמות את החשיפה של קרן הפנסיה לתנודתיות, שכן ערכן של איגרות החוב המיועדות קבוע ואינו תלוי בשינויים בשוק ההון, ובכך הן מגדילות את יציבות הקצבה לפנסיונרים.

## 2. הגברת הוודאות במועד המרת החיסכון לקצבה (מועד הפרישה)<sup>14</sup>

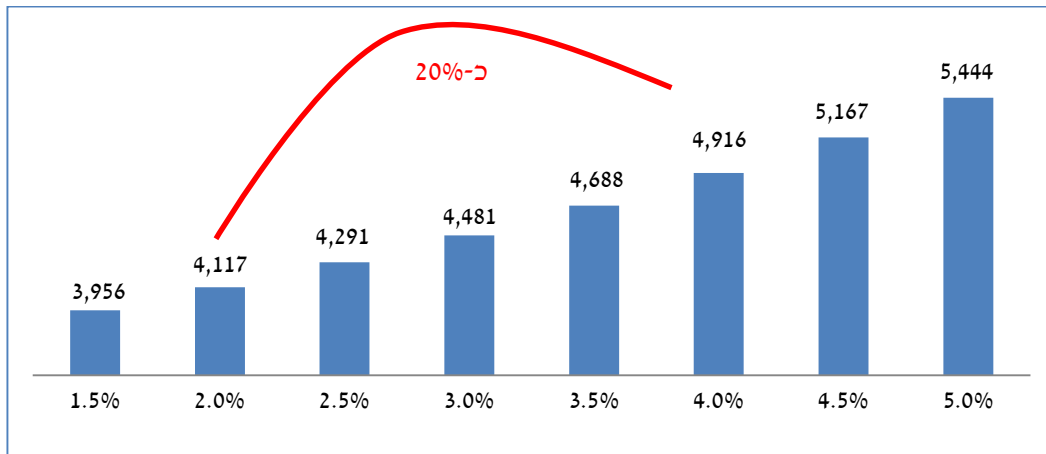
בקרן פנסיה חדשה, הסכום הצבור של חוסך המתחיל לקבל קצבה, מומר לקצבה, בין היתר, על בסיס התשואות הצפויות על נכסי הקרן במהלך השנים שבו הוא צפוי לקבל קצבה. מאחר שתחזית התשואות משתנה כל הזמן בהתאם לתנאים הכלכליים בשוק, יש לחוסך אי ודאות ביחס לתשואות הצפויות וליכולת של קרן הפנסיה להשיג עבורו תשואה שתשמור על סכום קצבת הזקנה שלו. על מנת להמחיש את העניין ניתן להשוות בין חוסכים שפורשים לפנסיה במועדים שונים שבהם התנאים הכלכליים בשוק שונים (כפי שהדבר מתבטא באמצעות ריבית חסרת סיכון). חוסך הפורש בתקופה שבה הריביות בשוק נמוכות יכול לבחור בין קבלת סכום קצבה נמוך בתנאי ודאות או לחשוף את עצמו לסיכונים בשוק ההון על מנת לקבל קצבה בסכום גבוה יותר. לעומתו חוסך שפורש בתקופה שבה הריביות גבוהות יכול לקבל קצבה בסכום גבוה גם בלי לחשוף את עצמו לסיכונים בשוק ההון. עבור הרכיב של איגרות החוב המיועדות יש לחוסך ודאות מלאה, בעוד שעבור רכיב הנכסים החופשיים החוסך חשוף לתנודתיות.

התרשים להלן מתאר את ההשפעה של שיעור הריבית חסרת הסיכון במועד הפרישה על סכום הקצבה.

<sup>14</sup> האמור בסעיף זה אינו מתייחס לסבסוד הקיים היום בין החוסכים לפורשים כתוצאה מפער שבין הריבית במקדם ההמרה לבין הריביות בשוק. לעניין זה ראו טיוטת הוראות ניהול של קרן פנסיה חדשה שפורסמה ביום 28 ביולי 2015.

## תרשים - השפעת שינוי בריבית חסרת הסיכון על קצבה חודשית שמתקבלת מחיסכון של 1

מיליון ש"ח



מקור: עיבוד אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון למקדמי קצבת זקנה בדוחות קרנות הפנסיה

כך למשל, ניתן לראות מהתרשים כי חוסך הפורש בתקופה שבה הריבית היא 4% צפוי לקצבה בסך 4,916 ש"ח. לעומת זאת, חוסך הפורש בתקופה שבה הריבית היא 2% צפוי לקצבה בסך 4,117 ש"ח, בלבד. פער של 20% בקצבאות בין שני חוסכים עם חיסכון צבור זהה כשההבדל היחידי ביניהם נובע מהריבית במועד הפרישה (מיליון ש"ח).

כיום, הנחת הריבית לפיה מחושב מקדם ההמרה היא 4% ולכן יש להשקיע את הנכסים העומדים כנגד התחייבויות לפנסיונרים גם בנכסים שאינם חסרי סיכון על מנת להשיג תשואה זו. השקעות אלו, למרות מנגנון איזון התנדודתיות שנקבע, עלולות להגביר את תנדודתיות הקצבה.

הקצאה של מרכיב גבוה יותר של איגרות חוב מיועדות מסך תיק הפורשים יגדיל את הוודאות שבקצבה.

### 3. יציבות תיק החיסכון לקראת הפרישה

עבור חוסך צעיר אין משמעות רבה להגנה שכן צפוי לו אופק חיסכון ארוך. התשואה הממוצעת ששיג חוסך כאמור באמצעות שוק ההון לאורך תקופת החיסכון צפויה להיות גבוהה מהתשואה על המיועדות. למשל, בעשור האחרון הניבו ההשקעות בשוק תשואה בשיעור של למעלה מ-6%. לחוסך מבוגר לקראת הפרישה אופק ההשקעות קצר יותר והרגישות לתנדודתיות בתשואה גבוהה יותר. עניין זה מקבל משנה תוקף עבור חוסך מבוגר, אשר בשנים טרם פרישתו מתרחש משבר כלכלי משמעותי (דוגמת משבר הכלכלי של שנת 2008), שמפחית את ערכם של הנכסים הפיננסיים.

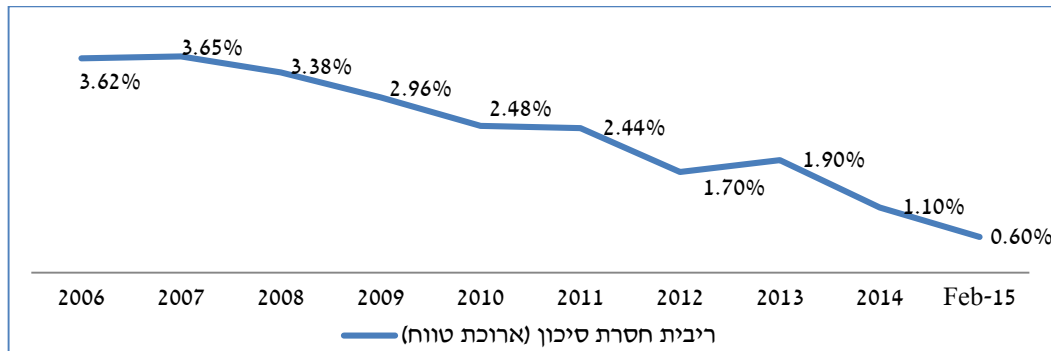
החיסכון המושקע באיגרות חוב מיועדות אינו חשוף לתנדודתיות.

#### 4. החלקת התשואות בשלב הצבירה

איגרות החוב המיועדות מהוות כלי להפחתת סיכוני התשואה החופשית המוטלים על החוסך היחיד. בהקשר זה נציין כי ברוב המדינות המפותחות הקצבה תלויה במידה פחותה בשוקי ההון ביחס למצב בישראל<sup>15</sup>.

בשנים האחרונות, שוק ההון במדינות המפותחות, מאופיין בריביות שוק ארוכות טווח נמוכות. ריביות השוק הנמוכות מביאות לכך שהקצבה במועד הפרישה נמוכה יותר. לצורך השגת תשואות גבוהות יותר עבור החוסכים, שיאפשרו קצבה הולמת בפרישה, על קרנות הפנסיה להשקיע בנכסים בעלי רמת סיכון גבוהה יותר ובכך להעמיד את החוסכים המבוגרים והפנסיונרים בפני סיכון משמעותי יותר. כאמור איגרות החוב המיועדות מסוג "ערד" נושאות תשואה של 4.86% צמודה למדד. בתקופת ריביות נמוכה נראה כי איגרות החוב המיועדות מבטיחות תשואה חסרת סיכון עודפת על פני נכסים חסרי סיכון אחרים ובכך מאפשרות להשיג תשואות גבוהות יותר שמקטינות את הפגיעה ברמת החיים של הפנסיונר. בתרשים להלן, מוצג שיעור הריבית חסרת הסיכון לטווח ארוך החל משנת 2006.

תרשים - שיעור הריבית חסרת סיכון לטווח ארוך



מקור: נתוני בנק ישראל

**הקצאה יעילה של איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה המקיפות - בחינת חלופות**  
לאחר הגדרת המטרות של הקצאה מחדש של איגרות החוב המיועדות, נבחנו ארבע חלופות הקצאה, כשהשיעור הכולל בכל אחת מהחלופות הוא 30% מהיקף הנכסים של קרן פנסיה חדשה מקיפה עד לתקרת הפרשות של 20.5% מפעמיים השכר הממוצע במשק:

<sup>15</sup> על פי דוחות ה-OECD, Pension at a Glance, הקצבה הפנסיונית בישראל תלויה במידה רבה יחסית בתשואות בשוקי ההון (זאת כאשר בישראל רכיב הפנסיה התעסוקתית מתוך סך הקצבה הפנסיונית גדול יחסית). אגרות החוב המיועדות מקטינות תלות זו.

**1. הקצאת אג"ח מיועדות באופן אחיד עד לתקרת הפרשות של 20.5% מפעמיים שמ"ב (חלופת מצב קיים)**

חלופה זו משקפת את המצב הקיים שבו קיימת הקצאה אחידה של איגרות חוב מיועדות בשיעור של 30% מהיקף הנכסים בקרנות פנסיה חדשות מקיפות, ללא תלות בגיל החוסכים.

**2. הסטת איגרות חוב מיועדות מחוסכים צעירים לפנסיונרים עד תקרה של פעמיים שמ"ב (חלופת גיל)**

חלופה זו מציעה לחשוף את החיסכון בקרן הפנסיה באופן שונה לפי קבוצות גיל לשינויי תשואה בשוק ההון. בגיל צעיר החוסך אדיש לתנודתיות החיסכון ולכן ניתן להשיג תשואות גבוהות יותר באמצעות ההשקעה בשוק ההון. לעומת זאת, בשלב קבלת הקצבה הפנסיונר רגיש מאוד לסיכוני תשואה שכן ירידת מחירי הנכסים מובילה לפגיעה בקצבה וברמת החיים שלו. בחלופה זו שלוש קבוצות גיל: (1) פנסיונרים; (2) חוסכים מגיל 50 ועד יציאה לקצבה; (3) חוסכים עד גיל 50. חלופה זו מציעה להגדיל את שיעור איגרות החוב המיועדות בגין הנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים ולהפחית את היקף המיועדות בשל נכסי החוסכים עד גיל 50, ובעתיד הרחוק גם את היקף איגרות החוב המיועדות בקבוצת החוסכים שמגיל 50 ועד יציאה לקצבה. בהתאם לחלופה זו תקרת ההפקדות לקרנות הפנסיה החדשות לא תשונה.

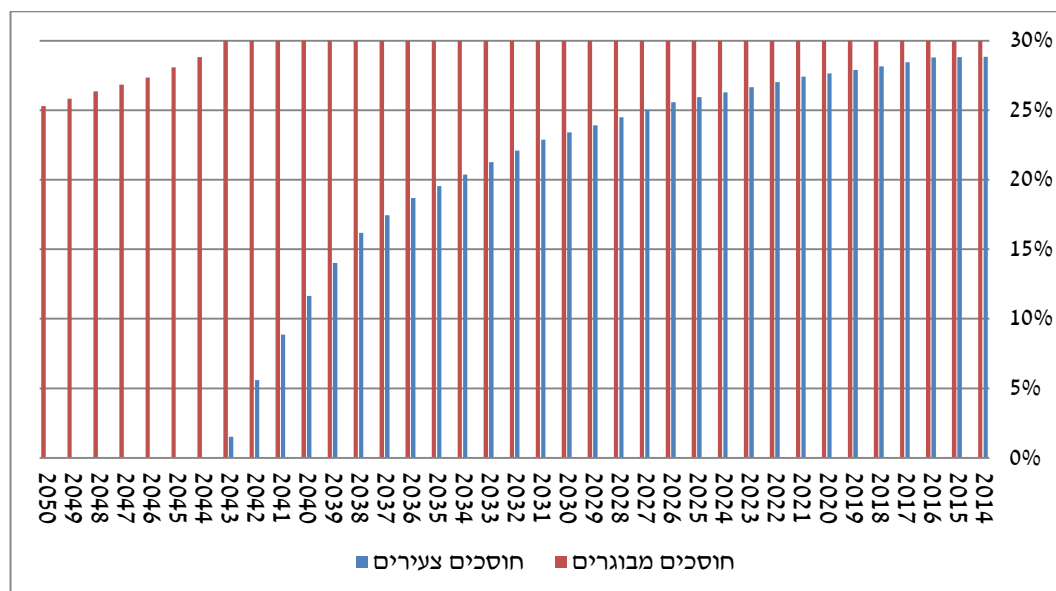
תמהיל הגילאים בקרנות הפנסיה החדשות המקיפות צפוי להשתנות במהלך השנים הקרובות כך ששיעור הפנסיונרים הנמוך היום יגדל. על מנת לשמור על היקף הנפקות זהה להיקף ההנפקות הקיים בכפוף למגבלה של 30% מסך נכסי קרנות הפנסיה, נדרש להתאים את שיעורי הזכאות לאיגרות חוב מיועדות לתמהיל הגילאים המשתנה. לאור האמור, בחלופה זו מוצע להקצות את איגרות החוב המיועדות, **תוך שמירה על הקצאה כוללת לקרן הפנסיה בשיעור של 30% מסך נכסי הקרן**, באופן הבא:

- פנסיונרים - 60% מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים יושקעו באיגרות חוב מיועדות;
- חוסכים מגיל 50 ועד יציאתם לקצבה – יתרת איגרות החוב תוקצה לקבוצה זו עד לשיעור של 30% מהנכסים;
- חוסכים עד גיל 50 – יתרת איגרות חוב מיועדות לאחר ההקצאה לשתי הקבוצות לעיל, תוקצה לקבוצה זו.

יובהר כי בהתאם לחלופה זו אין מחויבות להקצות שיעור מוגדר של איגרות חוב לחוסכים הצעירים. עם זאת, בהתאם לתחזית המוצגת להלן, שיעור איגרות החוב המיועדות לחוסכים צעירים לא יפחת מ-25% עד שנת 2027, ומ-15% עד שנת 2038. בשנת 2044 השיעור האמור צפוי להיות 0. בשלב זה תחל הפחתה של שיעור איגרות החוב המיועדות של החוסכים המבוגרים.

התרשים הבא מציג תחזית לשיעור איגרות חוב מיועדות שיוקצו לחוסכים עד גיל 50 (חוסכים צעירים) ולחוסכים מעל גיל 50 (חוסכים מבוגרים) בכל שנה בהתאם לעקרונות ההקצאה האמורים לעיל ובהינתן שיונפקו לפנסיונרים איגרות חוב בשיעור של 60%.

תחזית שיעור הנכסים שיונפקו לחוסכים בחלופת גיל



מקור: עיבודי אגף שוק ההון, לדיווחי קרנות הפנסיה

### 3. הקצאת איגרות חוב מיועדות באופן אחיד עד תקרה של השכר הממוצע במשק (חלופת שכר)

כאמור, כיום ניתן להפקיד לקרן פנסיה חדשה מקיפה בשיעור של 20.5% משכר שאינו עולה על פעמיים השכר הממוצע במשק. בהתאם לכך, הקצאת איגרות החוב המיועדות ניתנת על כל ההפקדות האמורות, לרבות בעת קבלת קצבה. חלופה זו מציעה להגביל את הנפקת איגרות החוב המיועדות לחיסכון שמושג מהפקדות שאינן עולות על 20.5% משכר ממוצע במשק וכך למקד את ההגנה מתנודתיות שוק ההון לחוסכים עד השכר האמור. בהתאם לחלופה זו תינתן הגנה בשיעור אחיד, אשר גבוה מהשיעור הקיים היום למשך כל תקופת החיסכון והפרישה.

מניתוח שנערך על ידי אגף הכלכלן הראשי במשרד האוצר עולה כי הפחתת תקרת הפקדות לקרן פנסיה ל-20.5% משכר הממוצע במשק, תאפשר להנפיק איגרות חוב מיועדות בשיעור של 40% מנכסי קרנות הפנסיה החדשות, וזאת לעומת המצב הקיים שבו מנפיקים איגרות חוב מיועדות בשיעור של 30% מנכסי הקרנות (לפי תקרת הפקדות של 20.5% מפעמיים השכר הממוצע במשק). תכליתה של חלופה זו היא תמיכה ביחס תחלופה גבוה יותר ברמות ההכנסה הנמוכות והבינוניות.

#### 4. הסטת איגרות חוב מיועדות מחוסכים צעירים לפנסיונרים והקטנת התקרה לשכר הממוצע במשק (חלופה משולבת)

חלופה זו משלבת בין חלופת הגיל, בכך שהיא משנה את הקצאת איגרות החוב המיועדות לפי גיל החוסכים, ובין חלופת השכר בכך שהיא מקטינה את תקרת ההפקדות ל-20.5% משכר הממוצע במשק. הקטנת התקרה מאפשרת להגדיל את ההגנה מתנדטיות לחוסכים מבוגרים.

בדומה לחלופת הגיל, בחלופה זו שלוש קבוצות גיל: (1) פנסיונרים; (2) חוסכים מגיל 50 ועד יציאה לקצבה; (3) חוסכים עד גיל 50. חלופה זו מציעה להגדיל את שיעור איגרות החוב המיועדות בגין הנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים ולהפחית את היקף המיועדות בשל נכסי החוסכים עד גיל 50, ובעתיד הרחוק גם את היקף איגרות החוב המיועדות בקבוצת החוסכים שמגיל 50 ועד יציאה לקצבה. בהתאם לחלופה זו תקרת ההפקדות לקרנות הפנסיה החדשות תקטן ל-20.5% משכר ממוצע במשק.

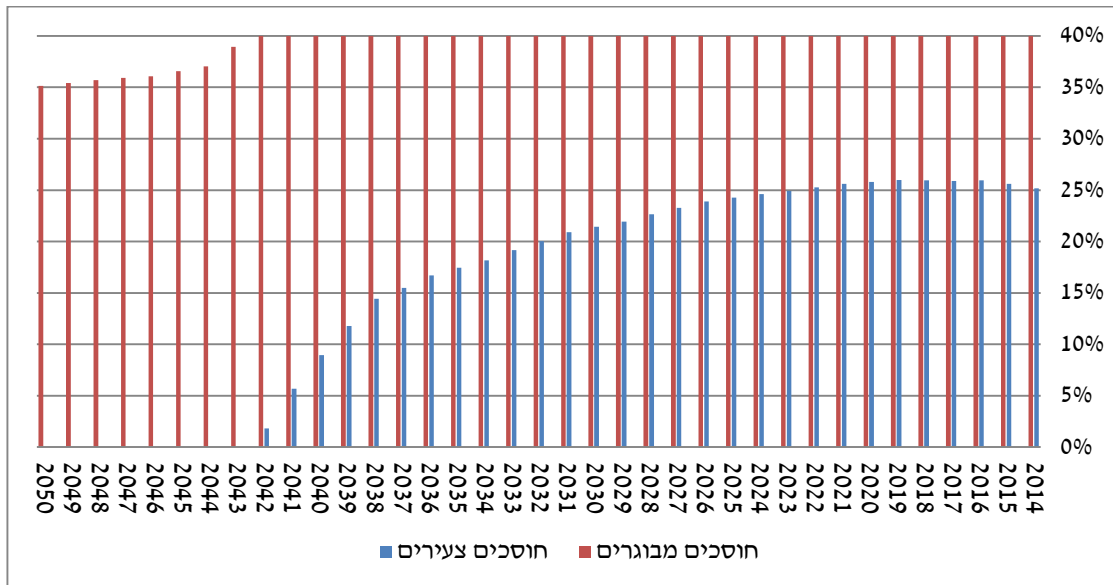
כאמור, תמהיל הגילאים בקרנות הפנסיה החדשות המקיפות צפוי להשתנות במהלך השנים הקרובות כך ששיעור הפנסיונרים הנמוך היום יגדל. בדומה למוצע בחלופת הגיל, ועל מנת לשמור על היקף הנפקות זהה להיקף הנפקות הקיים, נדרש להתאים את שיעורי הזכאות לאיגרות חוב מיועדות לתמהיל הגילאים המשתנה. לאור האמור, בחלופה זו מוצע להקצות את איגרות החוב המיועדות, **תוך שמירה על הקצאה כוללת לקרן הפנסיה כפי שהיא במצב הקיים**, באופן הבא:

- פנסיונרים - 60% מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים יושקעו באיגרות חוב מיועדות;
- חוסכים מגיל 50 ועד יציאתם לקצבה – יתרת איגרות החוב תוקצה לקבוצה זו עד לשיעור של 40% מהנכסים;
- חוסכים עד גיל 50 – יתרת איגרות חוב מיועדות לאחר ההקצאה לשתי הקבוצות לעיל, תוקצה לקבוצה זו.

יובהר כי גם בהתאם לחלופה זו אין מחויבות להקצות שיעור מוגדר של איגרות חוב לחוסכים הצעירים. עם זאת, בהתאם לתחזית המוצגת להלן, שיעור איגרות החוב המיועדות לחוסכים צעירים לא יפחת מ-25% עד שנת 2023, ומ-15% עד שנת 2038. בשנת 2043 השיעור האמור צפוי להיות 0. בשלב זה תחל הפחתה של שיעור איגרות החוב המיועדות של החוסכים המבוגרים.

התרשים הבא מציג תחזית לשיעור אג"ח מיועדות שיוקצו לחוסכים עד גיל 50 (חוסכים צעירים) ולחוסכים מעל גיל 50 (חוסכים מבוגרים) בכל שנה בהתאם לעקרונות ההקצאה האמורים לעיל ובהינתן שיונפקו לפנסיונרים אג"ח בשיעור של 60%.

## תחזית שיעור הנכסים שיונפקו לחוסכים בחלופה המשולבת



מקור: עיבודי אגף שוק ההון, לדיווחי קרנות הפנסיה

### השוואה בין החלופות

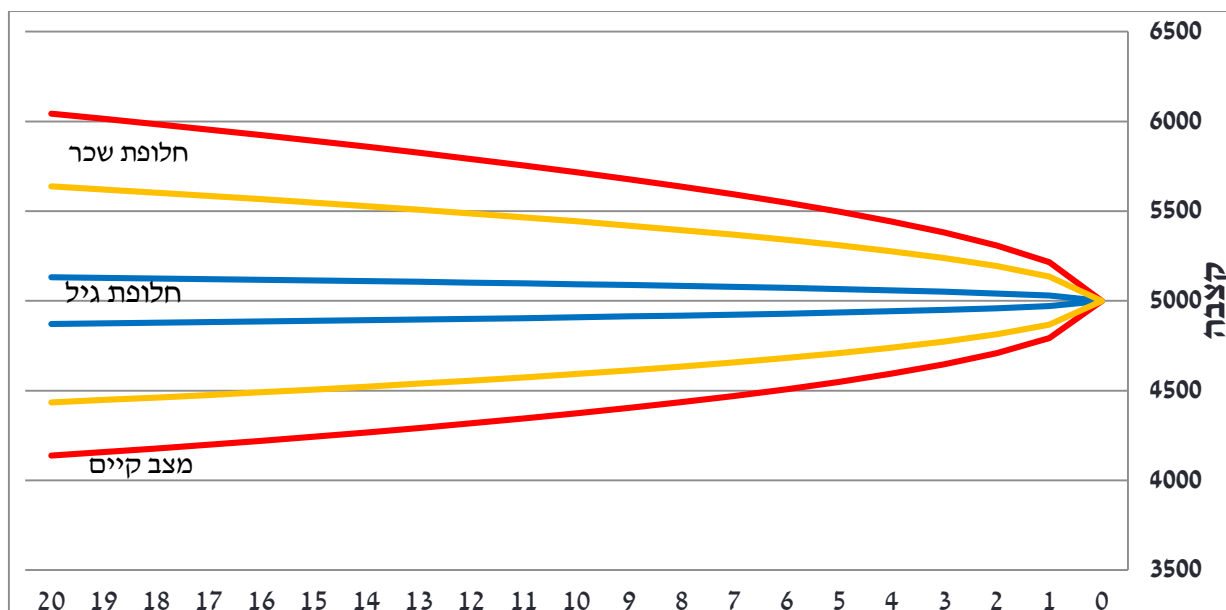
השוואת החלופות נעשתה לאור המטרה של השגת היסכון פנסיוני הולם ושל היעד של הגברת הוודאות בהשגת יחס תחלופה הולם בפרישה. בהתאם לכך נבחנו החלופות לפי שני פרמטרים המשקפים בצורה המיטבית את המטרה והיעד האמורים:

1. **תנוודתיות הקצבה** - במונחי סטיית תקן.

2. **יחס תחלופה נטו** - היחס בין ההכנסה נטו של הפרט בפרישה, הכוללת את קצבת הפנסיה ואת קצבת הזקנה של הביטוח הלאומי, לבין הכנסתו נטו ערב הפרישה.

### תנוודתיות הקצבה

להלן יוצג תרשים שבו מפורטת התנוודתיות האפשרית בקצבה התחלתית בסך 5,000 ש"ח בשלושת החלופות המוצעות: חלופות גיל, בחלופת שכר ובהתאם למצב הקיים. על ציר ה-Y של התרשים סכום הקצבה, ועל ציר ה-X של התרשים מספר השנים שחלפו ממועד הפרישה. מהתרשים עולה כי בחלופת הגיל יציבות הקצבה במהלך תקופת הפרישה היא הגבוהה ביותר.



### יחס תחלופה נטו

להלן יפורטו תוצאות סימולציה של יחסי תחלופה וסטיית התקן של כל אחת מהחלופות בשלוש רמות שכר שונות ובהנחות תשואה שונות<sup>16</sup>:

**שכר התחלתי של כמחצית מהשכר הממוצע במשק (5,000 ש"ח ברוטו):**

סטיות תקן בקצבה	חציון	אחוזון 25	אחוזון 10	
5.6%	74%	65%	59%	מצב קיים
3.2%	<b>78%</b>	68%	62%	חלופת גיל
4.4%	75%	67%	62%	חלופת שכר
3.2%	78%	<b>69%</b>	<b>63%</b>	חלופה משולבת

אחוזון 10: המשמעות היא כי בהסתברות של 90% התשואות יהיו גבוהות מתרחיש זה.

אחוזון 25: בהסתברות של 75% התשואות יהיו גבוהות מתרחיש זה.

חציון: בהסתברות של 50% התשואות יהיו גבוהות מתרחיש זה.

<sup>16</sup> המתודולוגיה וההנחות בבסיס הסימולציה מפורטות בנספח ה'.

**שכר התחלתי בגובה השכר הממוצע במשק (9,600 ש"ח ברוטו):**

סטטיית תקן בקצבה	חציון	אחוזון 25	אחוזון 10	
5.6%	69%	58%	51%	מצב קיים
3.2%	<b>73%</b>	63%	55%	חלופת גיל
4.4%	71%	61%	55%	חלופת שכר
3.2%	73%	<b>64%</b>	<b>56%</b>	חלופה משולבת

**שכר התחלתי בגובה פעמיים השכר הממוצע במשק (19,200 ש"ח ברוטו):**

סטטיית תקן בקצבה	חציון	אחוזון 25	אחוזון 10	
5.6%	70%	58%	50%	מצב קיים
3.2%	<b>74%</b>	<b>63%</b>	<b>54%</b>	חלופת גיל
6.8%	68%	56%	49%	חלופת שכר
5.6%	68%	57%	49%	חלופה משולבת

מניתוח החלופות עולה כי בהשוואת החלופות שבהן תקרת ההפקדה זהה (כלומר: חלופת גיל מול חלופת מצב קיים והחלופה המשולבת אל מול חלופת שכר), החלופה המסיטה את האיגרות החוב המיועדות מצעירים למבוגרים עדיפה על פני החלופה של הקצאה אחידה, הן ביחס תחלופה והן בתנודתיות.

על כן ההשוואה הרלוונטית היא בין חלופת הגיל לבין החלופה המשולבת:

**יחס תחלופה נטו** - יחס התחלופה נטו לבעלי שכר נמוך ולבעלי שכר ממוצע בחלופה המשולבת גבוה בנקודת אחוז אחת ביחס לחלופת הגיל, וזאת בתרחישי תשואה נמוכה (אחוזון 10 ואחוזון 25). מנגד, בתרחישי תשואה סבירה, וממילא גם בתרחישי תשואה גבוהה, יחס תחלופה נטו גבוה יותר בחלופת גיל לעומת היחס האמור בחלופה המשולבת.

**תנודתיות הקצבה** – לבעלי שכר נמוך ולבעלי שכר ממוצע שיעור איגרות החוב המיועדות שמוקצה לפנסיונרים זהה בשתי החלופות ולפיכך אין הבדל בתנודתיות הקצבה בין החלופות. לבעלי שכר שמעל שכר ממוצע במשק, בחלופה המשולבת, חלק מהחיסכון הפנסיוני אינו זכאי לאיגרות חוב

מיועדות ולכן גדלה תנודתיות הקצבה כך שסטיית התקן של הקצבה לבעלי שכר התחלתי של פעמיים השכר הממוצע במשק היא 5.6% לעומת 3.2% בחלופת הגיל.

לאור ממצאים אלו, המראים כי אין יתרון מובהק ומשמעותי לחלופה המשולבת על פני חלופת הגיל ברמת השכר הנמוכה והממוצעת, אך היא נחותה באופן מובהק ברמת השכר של עד פעמיים השכר הממוצע במשק, הצוות ממליץ ליישם את חלופת הגיל.

ביחס למצב הקיים, לפי הסימולציה, חלופת הגיל מקטינה באופן משמעותי את תנודתיות הקצבה (5.6% לעומת 3.2% בהתאמה) ומשפרת את יחס התחלופה בכ-4 נקודות אחוז ברוב תרחישי התשואה וברמות השכר השונות.

יש להעיר כי חלופת הגיל והחלופה המשולבת עשויות ליצור הבדלים בשיעור הקצאת איגרות החוב המיועדות לחוסכים עד גיל 50 בין קרנות הפנסיה, וזאת לנוכח המאפיינים הדמוגרפיים השונים בקרנות. עם זאת, יש לזכור כי הקצאת איגרות חוב מיועדות בקרנות הוותיקות ובקרנות החדשות המקיפות היא ברמת נכסי הקרן והקצאתן של איגרות החוב המיועדות לחשבונו של כל עמית תלויה במודל חישוב הזכויות בקרן. בנוסף, עמית בקרן פנסיה חדשה מקיפה רשאי בכל עת לבחור לשנות את בחירתו במוצר החיסכון הפנסיוני באמצעות העברת החיסכון הפנסיוני לקרן פנסיה חדשה מקיפה אחרת או כל מוצר חיסכון פנסיוני אחר. עוד יש לזכור כי גם כיום ישנם מאפיינים שונים אשר משליכים על היקף איגרות החוב המיועדות. כך למשל, רווחים והפסדים משליכים על היקף איגרות החוב המיועדות וכך גם מאפיינים דמוגרפיים אשר מובילים לאיזון אקטוארי של הקרן.

עוד יצוין כי עמדת הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון היא כי לא ניתן ליצור קרן פנסיה שבה עיקר אוכלוסיית העמיתים שבה הוא מקבוצת גיל מסוימת (צעירה או מבוגרת). במצב הקיים הרכבי הגילאים בקרנות הפנסיה השונות דומים. בהתאם לכך, ובמידת הצורך, בכוונת הממונה לנקוט באמצעים רגולטורים כדי למנוע תופעה זו.

על מנת לשקף את אופן הקצאת איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה החדשות לפי קבוצות גיל, הודיעה הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון כי בכוונתה לקבוע הנחיות בדבר אופן חישוב שיעורי איגרות החוב המיועדות הצפויים לשנים הבאות לפי קבוצות גיל, וכן את אופן הדיווח של השיעורים האמורים לעמיתי הקרן.

## **לסיכום, המלצת הצוות לעניין ההקצאה המחודשת של איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה החדשות המקיפות היא כדלקמן:**

תקרת ההפקדות לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות תיוותר לפי התקרה הקיימת כיום, היינו: 20.5% מפעמיים השכר הממוצע במשק. לקרנות הפנסיה החדשות המקיפות יונפקו איגרות חוב מיועדות בשיעור של 30% מנכסי הקרן. הקצאת איגרות החוב המיועדות לחוסכים ולפנסיונרים בקרן, בכפוף לשיעור הכולל כאמור שיונפק לקרן הפנסיה החדשה המקיפה, תהיה כלהלן:

- פנסיונרים - 60% מהנכסים העומדים כנגד ההתחייבויות לפנסיונרים יושקעו באיגרות חוב מיועדות;
- חוסכים מגיל 50 ועד יציאתם לקצבה – יתרת איגרות החוב תוקצה לקבוצה זו עד לשיעור של 30% מהנכסים;
- חוסכים עד גיל 50 – יתרת איגרות חוב מיועדות לאחר ההקצאה לשתי הקבוצות לעיל, תוקצה לקבוצה זו.

בהתאם לחלופה זו אין מחויבות להקצות שיעור מוגדר של איגרות חוב לחוסכים הצעירים. עם זאת, בהתאם לתחזית המוצגת להלן, שיעור איגרות החוב המיועדות לחוסכים צעירים לא יפחת מ-25% עד שנת 2027, ומ-15% עד שנת 2038. בשנת 2044 השיעור האמור צפוי להיות 0. בשלב זה תחל הפחתה של שיעור איגרות החוב המיועדות של החוסכים המבוגרים.

בנוסף, הנפקת איגרות החוב המיועדות לטווחי זמן ארוכים יותר תקטין את העלות העודפת ותגדיל את המח"מ הממוצע של החוב הממשלתי. לכן, מומלץ כי תיבחן הארכת תקופת איגרות חוב מיועדות שיונפקו לקרנות הפנסיה לתקופה ארוכה יותר (במקום 15 כיום), באותו שיעור ריבית ריאלי אפקטיבי.

### 3. בחינת כלים תחליפיים לאיגרות חוב מיועדות

במסגרת הדיון בהקצאה היעילה של איגרות החוב המיועדות, הודגשו היתרונות בשימוש בכלי זה והמטרות אותן הוא משרת, בראשן: הגברת היציבות והפחתת התנודתיות של קצבת הפנסיה לאחר הפרישה; הגברת הוודאות בעת המרת החיסכון לקצבה במועד הפרישה; הגברת יציבות תיק החיסכון בשנים לקראת הפרישה; החלקת התשואות בשלב הצבירה.

לצד יתרונות אלו, אין להתעלם מההשלכות המשמעותיות של כלי זה על ניהול החוב הממשלתי ובכלל זה דחיקת ההנפקות של החוב הסחיר והקטנת הסחירות והנזילות של איגרות החוב הממשלתיות. משום כך, איגרות החוב המיועדות מהוות חריג בנוף הפנסיוני הבינלאומי, כך שאין דוגמא לשימוש בכלי זה בהיקפים כה משמעותיים פרט לישראל.

בשל כך, לאחר שהצוות בחן וקבע מהי ההקצאה היעילה ביותר של איגרות החוב המיועדות, בדק הצוות האם ניתן להשיג את התועלות המתקבלות מהכלי בהקצאתו היעילה ביותר, באמצעות כלי תחליפי המשיג את אותן התועלות אך עם השלכות נלוות פחותות על ניהול החוב הממשלתי.

מלבד איגרות חוב מיועדות, ישנם כלים נוספים להבטחת תשואה אשר המשותף לכולם הינו אופיין הביטוחי. מגוון הכלים כולל בין היתר עסקאות החלף (SWAP) על סוגיהן וביטוח הדדי בין דורי. בשנת 1999 הציע צוות כלכלנים מהמכון הטכנולוגי של מסצ'וסטס (MIT) תכנית בה הממשלה מציעה עסקת החלף (SWAP) המבטיחה שיעור תשואה של בין 4%-5% וזאת על חשבון התשואה העודפת מעל שיעור תשואה זה.<sup>17</sup> בשנת 2000 הציע צוות כלכלנים מבנק ישראל כלי פיננסי להבטחת תשואה אשר מוצע במכרז ע"י גוף מבטח, בין אם הממשלה או גוף פרטי.<sup>18</sup> כלי זה מאפשר חוזים מבוססי נגזרים בהם המבטח מתחייב לתשואת רצפה בתמורה לשיעור מהתשואה העודפת מעל תשואה זו על הנכס המבוטח, או בכל התשואה מעבר לתשואת תקרה שנקבעת בחוזה.

למרות שברמה התיאורטית ישנן מגוון חלופות להבטחת תשואה פרט לאג"ח מיועדות, ככל הידוע, אף כלי ביטוחי להבטחת תשואה אינו נמצא בשימוש בהיקף משמעותי, בוודאי שלא בסדר גודל דומה להיקף הנכסים בקרנות הפנסיה להם תשואה מובטחת במסגרת אג"ח מיועדות בישראל. לכן, נראה כי רמת הישימות של החלפת אג"ח מיועדות בסדר גודל משמעותי ככול שמדובר בכלים ביטוחיים נמוכה מאוד בשלב זה. יחד עם זאת, בד בבד עם השינוי המוצע במודל איגרות החוב המיועדות, מוצע לפעול לפיתוח כלים ביטוחיים משלימים באמצעות שוק ההון.

המודל המוצע להקצאת איגרות החוב מיועדות לפי גיל מספק ודאות רבה יותר בגיל הפרישה אך איננו נותן מענה מספק בהבטחת תשואה לחוסכים לקראת גיל הפרישה. זאת בשל כך שמגיל 50 עד גיל הפרישה שיעור האיגרות החוב המיועדות יעמוד על כ-30% בעוד שלאחר גיל הפרישה הפורש

<sup>17</sup> *A solution to the Social Security Crisis*, F. Modigliani, M.L. Ceprini, A.S. Muralidhar, MIT, November 1999

<sup>18</sup> "חוזה להבטחת תשואת רצפה לקופות פנסיה תוך כדי הפנייתן להשקעות בשוק ההון", ע. אלאשווילי, צ. וינר, ד. יריב, מ. סוקולר, המחלקה המוניטרית, בנק ישראל, אוקטובר 2000.

יחויב לעבור לתיק נכסים שכולל 60% אג"ח מיועדות. המעבר להשקעה בהיקף משמעותי של אג"ח מיועדות בגיל פרישה פוגע באופק ההשקעה בנכסים מסוכנים של אותה אוכלוסייה ועלול לקבע ירידת ערך משמעותית עבור חוסכים שפורשים בסמוך לאחר משבר כלכלי המלווה בירידה משמעותית בערכי הנכסים הפיננסיים במשק (בדומה למשבר בשנת 2008).


אמנם המעבר למודל השקעות תלוי גיל מפחית במידה מסוימת את השפעתו של משבר לקראת גיל פרישה, אך עדיין אין בידו להעלים את הסיכון כליל והוא עושה זאת במחיר של פגיעה בתשואה הפוטנציאלית. על כן מוצע לבחון פיתוח והנגשת כלי ביטוחי שיאפשר הגנת תשואה לחוסכים לפנסיה בחמש השנים לפני פרישה. בנוסף ייבחן האם הכלי הביטוחי שיפותח, בדומה לכלים שנסקרו להלן, ימומן על ידי החוסכים בקרן הפנסיה (למשל על ידי הקצאת חלק מהתשואות העודפות למבטח תמורת תשואה מינימאלית) או במימון ציבורי. מיקוד בחלק מהנכסים של אוכלוסייה קטנה יחסית מסך החוסכים לפנסיה צפוי להקל משמעותית על פיתוח והנגשה של כלי זה שעדיין לא נפוץ בהיקף משמעותי בישראל או בעולם. כמו כן, בשל היותו של כלי זה ניסיוני בראשיתו, מוצע לערוך בחינה מחודשת של היתרונות והחסרונות של השימוש בכלי כזה בעוד כמספר שנים לשם הערכה מחדש של מידת היכולת להרחיב את השימוש בכלי עד כדי תחליף חלקי לאג"ח מיועדות ככלי שמאפשר צמצום סיכונים לחוסכים הפנסיוניים.

בנוסף, לאור הרגישות הרבה של החוב הממשלתי למכשיר איגרות חוב המיועדות ולאור היקפן המהותי מתקציב המדינה, ככל שתהיה סטייה מהותית מהתחזיות שנלקחו בבסיס עבודת הצוות, מומלץ לבחון את היקף השימוש באיגרות חוב מיועדות, תוך בחינת העמדת כלים תחליפיים להשגת המטרות שפורטו בדו"ח זה.


### על המלצות הצוות באו על החתום,



מיכל עבאן - בוניאניו  
החשבת הכללית




יואל נוח  
הכלכלן הראשי והממונה  
על הכנסות המדינה



דורית סלינגר  
הממונה על שוק ההון,  
ביטוח וחיסכון



מנכ"ל משרד האוצר



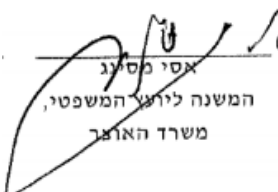
עדי ברנדור  
מנהל אגף מאקרו כלכלה  
ומדיניות, בנק ישראל



ניר בריל  
המועצה הלאומית  
לכלכלה



יעל מצרבי  
סגנית הממונה על  
התקציבים



אסי מסי  
המשנה ליועץ המשפטי,  
משרד האוצר

נספח א' – ההנחות העומדות בבסיס הסימולציה לבדיקת קיימות של איגרות חוב מיועדות

הפרמטר	ההנחה	ביאור	השפעת ההנחה על "ברות הקיימא" של המיועדות
דמוגרפיה		למ"ס - אוכלוסייה עד 2059. תחזית בינונית	-
שיעור הרווחים בשוק ההון	5% ריאלית	על פי הגידול בשנים האחרונות. <b>תרחיש מרחיב</b> ביחס לתשואות לאורך זמן.	רווח גבוה מגדיל סיכון
צמיחה	3% ריאלית	בהתאם לתחזיות ארוכות טווח של אגף הכלכלן הראשי	צמיחה גבוהה יותר מקטינה סיכון
שיעורי ההפרשה	15.5% מהשכר של כלל העובדים	לפי פנסיה חובה והנהוג כיום ובהינתן הפרשה לפיצויים של 4%. <b>תרחיש מרחיב יחסית</b> - מניח שעצמאים מפרישים כמו היתר, הפרשות כמו פנסיה חובה גם מעל שמ"ב, וכיום מושכים כחצי מהפיצויים.	הפרשות גבוהות יותר יגדילו את הסיכון, משיכת פיצויים גדולה יותר תקטין את הסיכון
דמי ניהול	ממוצעים (3.4%-1) (0.3%)		הפחתת דמי הניהול תגדיל את הסיכון אולם בצורה מינימלית (ירידה לדמי ניהול של 0.2%-2.5%) מעלים את היקף האג"ח המיועדות (בפחות מחצי נקודת אחוז)
התפתחות המיועדות בוותיקות	יורד עד 2045	בהתאם לנתונים שהועברו על ידי אגף שוק ההון	-
התפתחות המיועדות בביטוחי החיים	מתאם של 0.6 עם הוותיקות	<b>הנחה שמרנית</b> שכן סביר והירידה תהיה מהירה יותר	-
שכר פנסיוני וקצב עלייתו	6000 ש"ח ו-2% בשנה	השכר נקבע בהתאם לנתוני אמת של חברת מגדל. קצב העלייה יהיה מהיר יחסית וזאת בשל התבגרות החוסכים בקרנות הפנסיה החדשות.	שכר גבוה יותר יגדיל את הסיכון (הנחת שכר ראשוני של 7000 ש"ח, יחד עם צמצום קצב הגידול ל-1.5% יעלו את היקף המיועדות באחוזי תוצר בכ-2-3%)
שיעור התעסוקה	76%	בהתאם לנתונים כיום. <b>תרחיש מרחיב</b> שכן כיום נמצאים בנקודת שיא ובהתחשב בצפי הגידול באוכלוסיות הערבים והחרדים	

נספח ב' – תחזית צמיחת מלאי האג"ח המיועדות מתוך החוב הציבורי

כ- % מחוב של 67%				
סה"כ	מיועדות בביטוחי חיים	מיועדות בוותיקות	מיועדות בחדשות	
23.6%	6.4%	7.7%	8.5%	<b>2014</b>
24.1%	4.9%	5.4%	12.7%	<b>2019</b>
25.5%	3.6%	3.9%	17.0%	<b>2024</b>
27.0%	2.4%	2.3%	21.3%	<b>2029</b>
<b>29.8%</b>	<b>1.6%</b>	<b>1.4%</b>	<b>25.8%</b>	<b>2034</b>
33.2%	1.2%	1.0%	30.1%	<b>2039</b>
36.1%	0.7%	0.4%	33.9%	<b>2044</b>
39.1%	0.4%	0.2%	37.6%	<b>2049</b>
42.7%	0.1%	0.0%	41.6%	<b>2054</b>
<b>47.4%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>46.3%</b>	<b>2059</b>

כ- % מחוב של 50%				
סה"כ	מיועדות בביטוחי חיים	מיועדות בוותיקות	מיועדות בחדשות	
				<b>2014</b>
31.9%	5.5%	6.1%	14.2%	<b>2019</b>
33.9%	4.9%	5.2%	22.8%	<b>2024</b>
35.8%	3.2%	3.0%	28.5%	<b>2029</b>
<b>39.6%</b>	<b>2.2%</b>	<b>1.8%</b>	<b>34.6%</b>	<b>2034</b>
44.2%	1.6%	1.3%	40.3%	<b>2039</b>
48.0%	0.9%	0.6%	45.5%	<b>2044</b>
52.0%	0.5%	0.2%	50.3%	<b>2049</b>
56.8%	0.2%	0.0%	55.7%	<b>2054</b>
<b>63.1%</b>	<b>0.0%</b>	<b>0.0%</b>	<b>62.1%</b>	<b>2059</b>

כ- % מחוב של 60%	
סה"כ	
	<b>2014</b>
26.8%	<b>2019</b>
28.4%	<b>2024</b>
30.0%	<b>2029</b>
<b>33.1%</b>	<b>2034</b>
37.0%	<b>2039</b>
40.1%	<b>2044</b>
43.5%	<b>2049</b>
47.5%	<b>2054</b>
<b>52.8%</b>	<b>2059</b>

נספח ג' – תחזית צמיחת מלאי איגרות החוב המיועדות: ניתוח רגישות

**תרחיש הבסיס**

- בהתאם להנחות המפורטות בנספח א'.

<b>היקף איגרות החוב המיועדות מתוך החוב הציבורי – תרחיש הבסיס</b>			
בהנחה שהחוב נותר 67%	בהנחה שהחוב יורד ל-60% תוצר	בהנחה שהחוב יורד ל-50%	
מהתוצר	תוצר	תוצר	
25.5%	28.4%	33.9%	<b>בעוד 10 שנים (2024):</b>
29.8%	33.1%	39.6%	<b>בעוד 20 שנה (2034):</b>
36.1%	40.1%	48.0%	<b>בעוד 30 שנה (2044):</b>

**תרחיש מרחיב**

- שיעור גידול הנכסים בשל רווחי שוק ההון יעמוד על 5.5%.
- שיעור ההפרשה לפנסיה יעמוד על 17% (משיכת פיצויים של 0.5% בלבד).
- דמי הניהול ירדו ל-2.5% מההפקדות ו-0.2% מהצבירה.
- יתר המאפיינים זהים לתרחיש הבסיס.

<b>היקף איגרות החוב המיועדות מתוך החוב הציבורי – תרחיש מרחיב</b>			
בהנחה שהחוב נותר 67%	בהנחה שהחוב יורד ל-60% תוצר	בהנחה שהחוב יורד ל-50%	
מהתוצר	תוצר	תוצר	
27.3%	30.4%	36.3%	<b>בעוד 10 שנים (2024):</b>
34.4%	38.3%	45.8%	<b>בעוד 20 שנה (2034):</b>
44.9%	50.0%	59.8%	<b>בעוד 30 שנה (2044):</b>

**תרחיש מצמצם**

- שיעור גידול הנכסים בשל רווחי שוק ההון יעמוד על 4.5% (כאמור, ההנחה בשוק הפנסיה היא תשואה של 4% בשנה).
- שיעור ההפרשה לפנסיה יעמוד על 14.5% (משיכת פיצויים בהיקף חצי מהסכום).
- יתר המאפיינים זהים לתרחיש הבסיס.

<b>היקף איגרות החוב המיועדות מתוך החוב הציבורי – תרחיש מצמצם</b>			
בהנחה שהחוב נותר 67%	בהנחה שהחוב יורד ל-60% תוצר	בהנחה שהחוב יורד ל-50%	
מהתוצר	תוצר	תוצר	
24.2%	26.9%	32.1%	<b>בעוד 10 שנים (2024):</b>
26.4%	29.4%	35.1%	<b>בעוד 20 שנה (2034):</b>
29.8%	33.2%	39.6%	<b>בעוד 30 שנה (2044):</b>

## נספח ד' – תמצית עבודה כלכלית לניתוח ההשפעה של איגרות חוב מיועדות על ניהול החוב הממשלתי

### מתודולוגיה

לצורך בחינת ההשפעה של איגרות חוב מיועדות על ניהול החוב הממשלתי התבצעה עבודה כלכלית אשר בחנה את ההשפעה תחת תרחיש מרכזי, תרחשי לחץ ותרחשי קיצון. הניתוח בוחן הן את ההשפעה על הזרם – ההנפקות השוטפות והן את ההשפעה על המלאי (סך החוב) לטווח קצר (עד 5 שנים), בינוני (10 שנים) וארוך (15 שנים). ניתוח זה נבנה בשיטת Bottom Up באמצעות סימולציה מפורטת להתפתחות מלאי החוב.

לצורך עבודה זו בוצע שימוש במודל אקונומטרי (Diebold Li), סימולציות סטוכסטיות (Monte Carlo) לגורמי סיכון מרכזיים, והשוואות בינלאומיות לאינדיקטורים מרכזיים.

### תרחיש מרכזי

להלן ההנחות המרכזיות בתרחיש המרכזי:

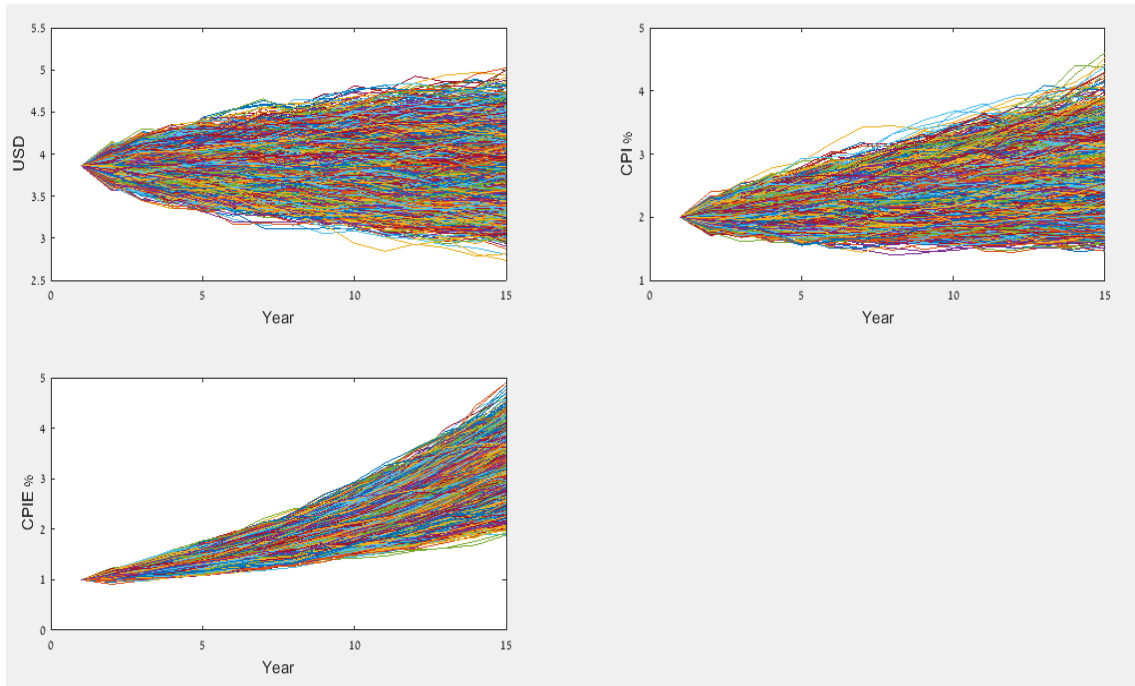
2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
2.55%	2.21%	1.97%	1.94%	1.84%	1.77%	1.68%	1.59%	1.52%	1.38%	1.30%	1.28%	1.19%	1.10%	1.00%	ציפיות אינפלציה
2.08%	2.09%	2.24%	2.15%	2.14%	2.12%	2.10%	2.21%	2.30%	2.28%	2.21%	2.23%	2.04%	2.06%	1.40%	אינפלציה בסועל
3.855	3.858	3.859	3.856	3.860	3.864	3.865	3.864	3.860	3.859	3.855	3.855	3.855	3.852	3.850	שע"ח
3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	3.00%	2.90%	גירעון

### תרחישי לחץ

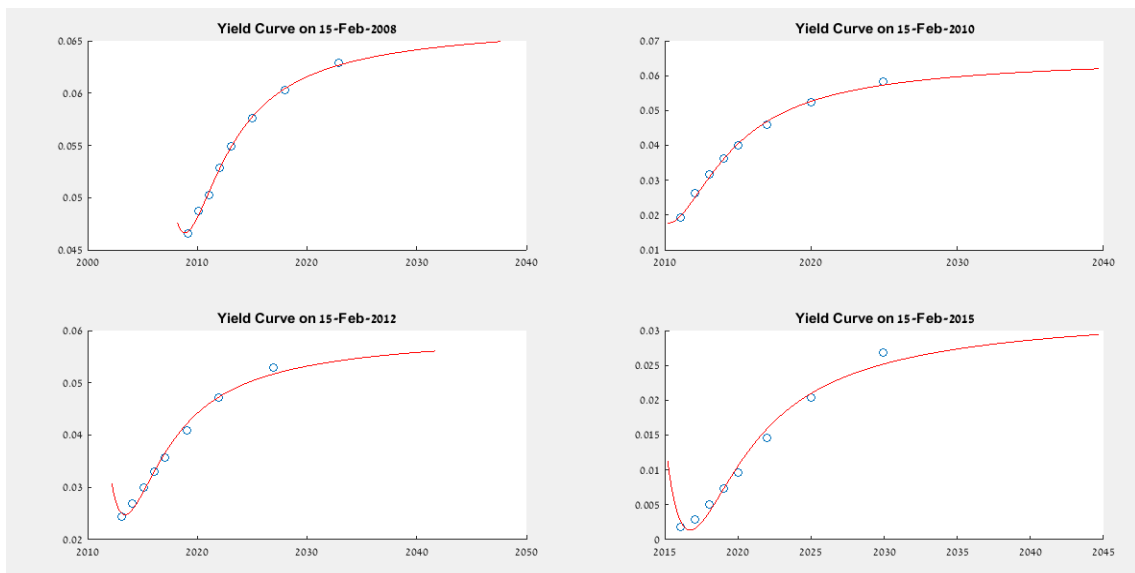
לצורך ניתוח העלות הורצו 1350 תרחישים מתוך סימולציית MC.

1. אינפלציה – 3 תרחישים (כמעט וקבוע על 2%, עולה ל-4% וקיצון ממוצע 7%).
2. שערי מט"ח – 3 תרחישים (כמעט זהה, עולה, יורד).
3. גירעון – 3 תרחישים (הולך ופוחת, קבוע 3%, תנודתי).
4. עקום ריביות שקלי – 5 תרחישים (עולה בהדרגה, עולה משמעותי, עולה יורד, תנודתי, קבוע).
5. עקום ריביות צמוד – 5 תרחישים.
6. עקום במט"ח – 2 תרחישים.

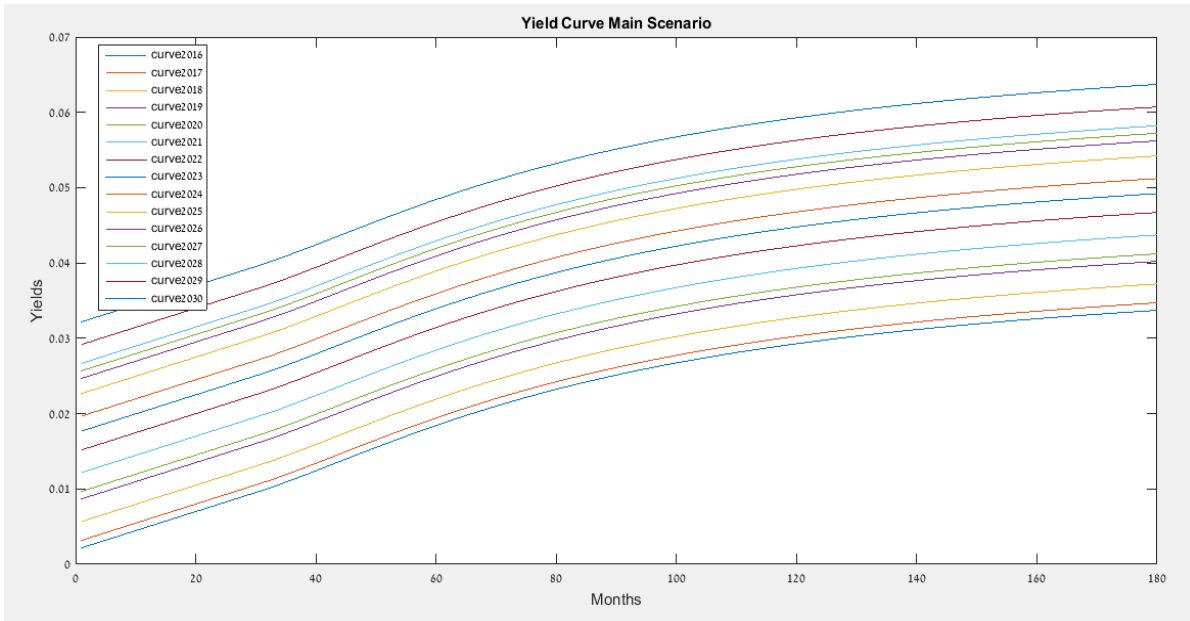
## אינפלציה, ציפיות אינפלציה ושער דולר



## עקום תשואות



## עקום תשואות תרחיש מרכזי



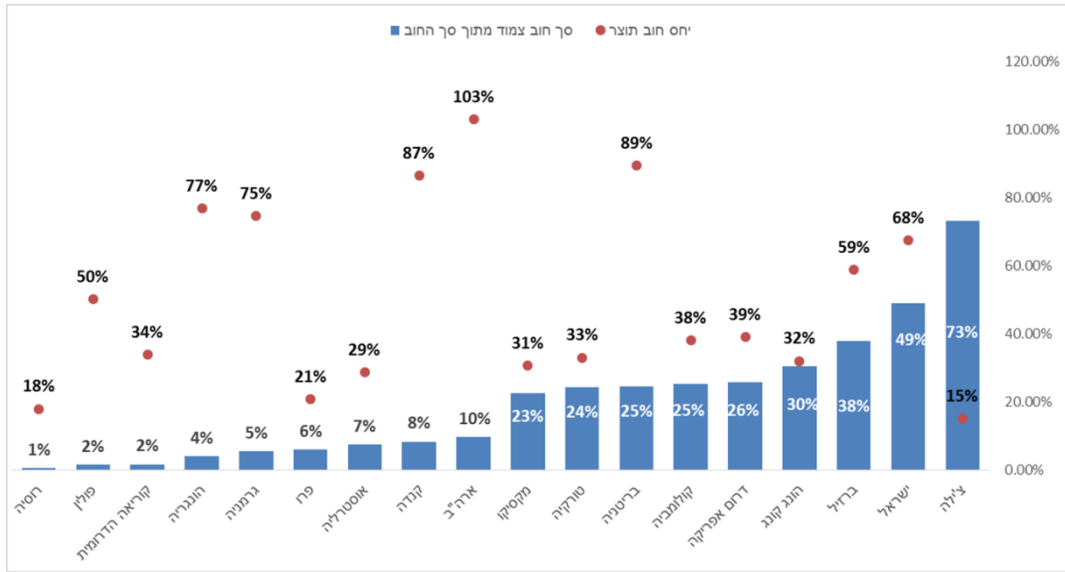
## תרחיש קיצון

2030	2029	2028	2027	2026	2025	2024	2023	2022	2021	2020	2019	2018	2017	2016	
2.22%	2.68%	2.57%	2.31%	3.22%	3.85%	5.75%	9.64%	15.23%	25.78%	12.26%	7.43%	5.84%	4.77%	2.46%	אינפלציה בפועל (תרחיש קיצון)

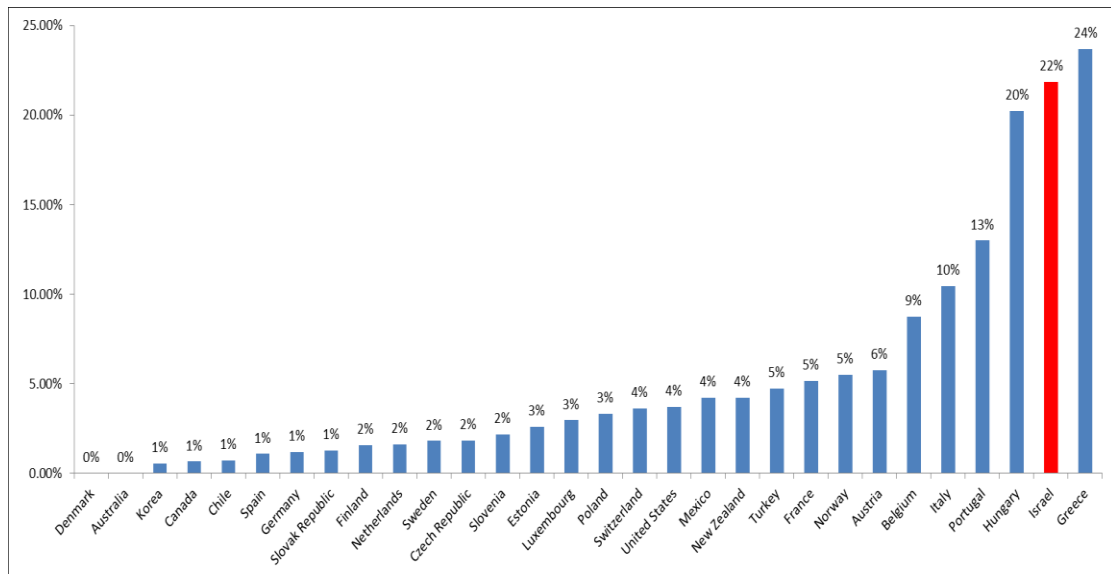
## תוצאות מרכזיות

חזוי לשנת 2030			
סך הוצאות ריבית חזויות 2016-2030 במיליארדי ש"ח	היקף חוב צמוד בתרחיש מרכזי	היקף חוב שקלי בתרחיש מרכזי	אחוז לא סחיר מסך הגיוס
651	51%	37%	23%
653	52%	37%	24%
656	52%	37%	25%

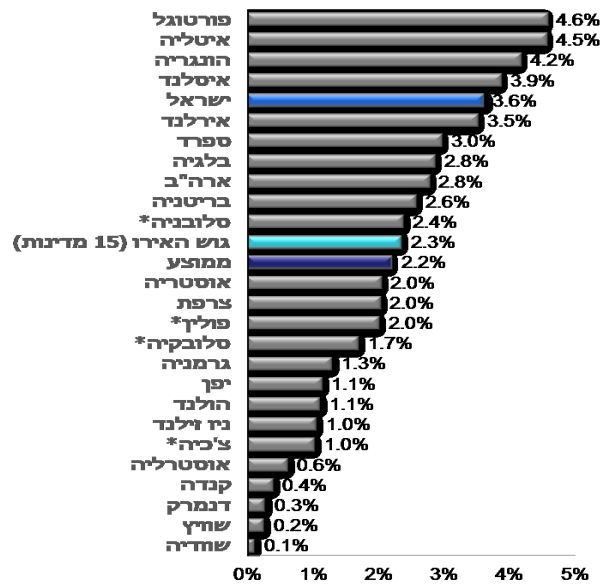
חוב צמוד מדד- השוואה בינלאומית



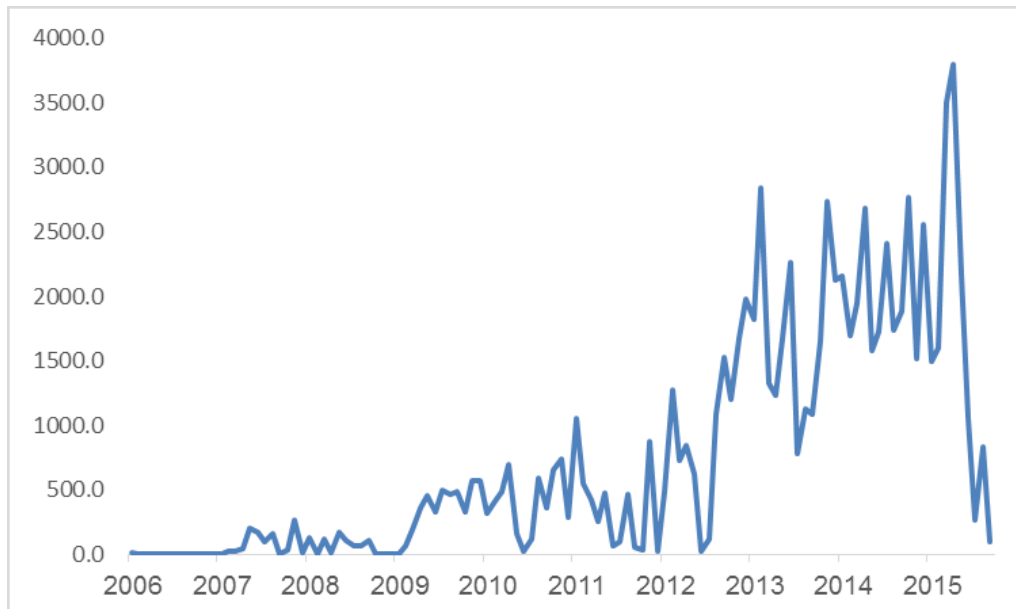
חוב לא סחיר ביחס לתמ"ג – השוואה בינלאומית



**הוצאות ריבית – השוואה בינלאומית**

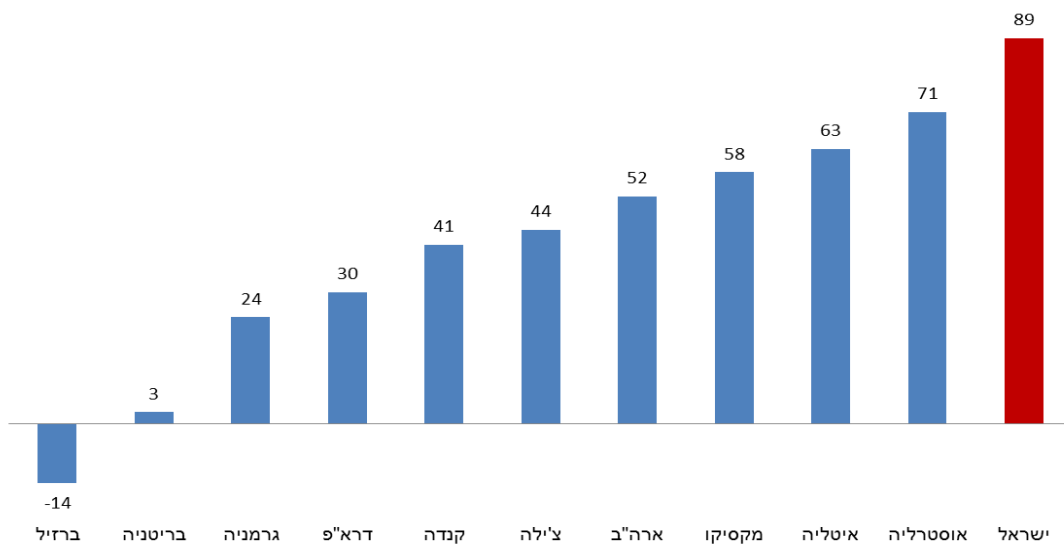


**תנודתיות בהנפקות לא סחירות - קרנות פנסיה**



2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	2007	2006	מלש"ח, חודשי
2,055	1,721	961	362	401	359	62	85	2	ממוצע
2,772	2,844	1,977	1,047	734	572	173	268	8	מקסימום
1,515	784	26	26	20	-	-	1	-	מינימום
447	660	605	341	237	189	61	90	2	סטיית תקן

### תלילות העקום



### הנפקות קונצרניות צמודות למדד

יחס	צמוד	שקלי	
3.4	166,916	48,482	סך הון רשום
3.4	455	132	סך תכ"מ 30
4.2	413	97	סך תכ"מ 365

### נקודות בנצ'מרק להנפקות

מדינה	3Y	5Y	6Y	7Y	8Y	9Y	10Y	15Y	20Y	25Y	30Y	40Y
רוסיה					X							
פולין												
קוריאה												
הדרומית							X					
הונגריה	X											
גרמניה							X	X			X	
פרו								X				X
אוסטרליה		X								X		
קנדה										X		
ארה"ב		X					X				X	
מקסיקו		X		X								
טורקיה		X					X					
בריטניה							X				X	
קולומביה		X					X					X
דרום אפריקה									X			
הונג קונג	X											
ברזיל		X				X						X
<b>ישראל</b>							<b>X</b>				<b>X</b>	
צ'ילה							X		X		X	
איטליה			X		X		X					

### מחזורי מסחר באג"ח ממשלתי

2014	2013	2012	2011	2010	2009	2008	
1,309	1,280	1,299	981	866	976	930	מחזור מסחר צמוד (מלש"ח)
2,292	2,549	2,409	2,235	1,617	2,289	2,278	מחזור מסחר שקלי (מלש"ח)
<b>43%-</b>	<b>50%-</b>	<b>46%-</b>	<b>56%-</b>	<b>46%-</b>	<b>57%-</b>	<b>59%-</b>	<b>יחס מחזור מסחר</b>
176.7	180.7	170.1	155.4	145.4	146.8	123.1	מלאי חוב סחיר צמוד (מיליארדי ₪)
209.6	213.4	207.7	191.4	170.4	147.8	123.4	מלאי חוב סחיר שקלי (מיליארדי ₪)
<b>16%-</b>	<b>15%-</b>	<b>18%-</b>	<b>19%-</b>	<b>15%-</b>	<b>1%-</b>	<b>0%</b>	<b>יחס מלאי</b>
25	32.8	35	27.5	25	24.8	17.4	הנפקות צמוד (מיליארדי ₪)
39	49.2	62	51	36	49.1	45.7	הנפקות שקלי (מיליארדי ₪)
<b>36%-</b>	<b>33%-</b>	<b>44%-</b>	<b>46%-</b>	<b>31%-</b>	<b>49%-</b>	<b>62%-</b>	<b>יחס הנפקות שוטפות</b>

**נספח ה' - המתודולוגיה וההנחות בבסיס הסימולציה להשוואה בין חלופות ההקצאה של איגרות החוב המיועדות**

לצורך ההשוואה בין החלופות נקבעו ההנחות לחישוב סימולציות קצבת הפנסיה והתנודתיות.

**הנחות המודל לחישוב יחסי התחלופה בפנסיה:**

משך חיסכון	37 שנים
דמי ניהול לפנסיונרים	0.5%
דמי ניהול מהנכסים	0.3%
דמי ניהול מדמי הגמולים	3.4%
גידול שכר שנתי	1.5%
שנת לידה של העמית	1985
שכר ממוצע במשק	9,600 ש"ח
קצבת ביטוח לאומי (כולל תוספת ותק)	2,300 ש"ח
רכיב פנסיוני בשכר	85%
מסלול ביטוח לנכות	75%
מסלול ביטוח לשאירים	100%
מסלול ביטוח לאלמנה	60%
מסלול ביטוח ליתום	30%
הפקדות עובד	5.5%
הפקדות מעביד	6%
פיצויים, כולל הנחת משיכת פיצויים	3%
שיעור הפקדות כולל	14.5%

הוראות הרגולציה לניהול מסלולי השקעות להתאמת סיכון וגיל החל משנת 2016 וההתנהלות בפועל של חלק מקרנות הפנסיה החדשות<sup>19</sup> כיום הובילה לקביעת מסלולי השקעה ב-3 שלבי חיסכון: עד גיל 50, גילאי 50-67 ומעל גיל 67. להלן פירוט מסלולי ההשקעה בהתבסס על מדיניות ההשקעות בחלק מקרנות הפנסיה:

**הרכב תיק השקעה לפי גיל במצב הקיים**

מסלול השקעה לחוסכים עד גיל 50	מסלול השקעה לחוסכים בגילאי 50-67	מסלול השקעה לחוסכים מעל גיל 67	
30%	30%	30%	אג"ח מיועדות
16%	8%	0%	מניות בישראל
25%	12%	0%	מניות בחו"ל
5%	0%	0%	נדל"ן בחו"ל
12%	25%	70%	אג"ח ממשלתי
5%	10%	0%	אג"ח קונצרני בישראל
7%	15%	0%	אג"ח קונצרני בחו"ל
100%	100%	100%	סה"כ

<sup>19</sup> פירוט נוסף מופיע בנספח ה'.

התשואות לכל מסלול גיל מבוססות על 1,000 תרחישים שבוצעו לתשואות הבסיס בשוק. להלן פירוט התשואות ששימשו בסימולציה :

### תנודתיות קצבת הפנסיה ותשואות מסלולי השקעות לפי גיל בחיסכון פנסיוני

מצב קיים (הקצאה של 30% אג"ח מיועדות לכל החוסכים) :

תשואה באחוזון 10%	תשואה באחוזון 25%	תשואה חציונית	
3.5%	4.4%	5.36%	עד גיל 50
3%	3.5%	4.1%	גילאי 50-67
1.07%	1.8%	2.7%	מעל גיל 67
5.6%			תנודתיות בפנסיה (סטיית תקן)

חלופת גיל (הקצאה של 15% אג"ח מיועדות עד גיל 50, 30% בגילאי 50-67 ו-60% מעל גיל 67) :

תשואה באחוזון 10%	תשואה באחוזון 25%	תשואה חציונית	
3.1%	4.2%	5.3%	עד גיל 50
2.98%	3.5%	4.1%	גילאי 50-67
2.78%	3.17%	3.65%	מעל גיל 67
3.2%			תנודתיות בפנסיה (סטיית תקן)

חלופת שכר (הקצאה של 40% אג"ח מיועדות עד תקרת הפקדה של שכר ממוצע במשק) :

תשואה באחוזון 10%	תשואה באחוזון 25%	תשואה חציונית	
3.62%	4.39%	5.17%	עד גיל 50
3.35%	3.69%	4.21%	גילאי 50-67
1.74%	2.33%	3.05%	מעל גיל 67
4.4%			תנודתיות בפנסיה (סטיית תקן)

חלופת משולבת (הקצאה של 15% אג"ח מיועדות עד גיל 50, 40% בגילאי 50-67 ו-60% מעל גיל 67 עד תקרת הפקדה של שכר ממוצע במשק) :

תשואה באחוזון 10%	תשואה באחוזון 25%	תשואה חציונית	
3.1%	4.2%	5.3%	עד גיל 50
3.25%	3.7%	4.2%	גילאי 50-67
2.78%	3.17%	3.65%	מעל גיל 67
3.2%			תנודתיות בפנסיה (סטיית תקן)