

תיאור וניתוח פרק ה' בהצעת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2021 ו-2022) - הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה - עדכון

כתיבה: נתנאל קופראק, כלכלן | אישור: אליעזר שוורץ, ראש צוות תאריך: ז' תשרי תשפ"ב, 13 בספטמבר 2021

פיקוח תקציבי

מסמך זה נכתב לקראת דיון של ועדת הכספים ב-13 בספטמבר 2021 בפרק ה' בהצעת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2021 ו-2022), התשפ"א 2021 – הבטחת היציבות בתשואות קרנות הפנסיה.

1. תיאור המצב הקיים

1.1 אגרות חוב מיועדות – רקע כללי

החוב הממשלתי הוא למעשה ההצטברות של הגירעונות השנתיים בתקציב המדינה בהתאם למותר בחוק, ורובו ממומן באמצעות אגרות חוב (להלן "אג"ח) אותן מנפיקה הממשלה באמצעות משרד האוצר. **אגרות חוב מיועדות** הן אגרות חוב המונפקות בריבית קבועה שלא בהכרח תואמת את ריבית השוק. על פי התקנות הקיימות, מונפקות לקרנות הפנסיה (המקיפות והוותיקות) אג"ח מיועדות בתשואה של **4.86%** צמודה למדד לתקופה של 15 שנים (אג"ח "ערד") והן חלק מהחוב הלא סחיר של מדינת ישראל. אג"ח מיועדות מונפקות לקרנות הפנסיה בשיעור של עד 30% מסך הנכסים אותן מנהלות קרנות הפנסיה. בסוף 2020 הסתכם מלאי אג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה ב-**210 מיליארד ש"ח** מתוך מלאי חוב ממשלתי של כ-986 מיליארד ש"ח - **21.3%**¹.

במהלך השנים חל גידול בשווי האג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה, וישנם מספר גורמים לכך. כאמור, 30% מסך הנכסים בקרנות הפנסיה המקיפות מושקעים באג"ח מיועדות כך שכל שישנם יותר חוסכים, המדינה צריכה להנפיק יותר אג"ח מיועדות. מספר החוסכים גדל הן בעקבות החלת פנסיה חובה משנת 2008 (כאשר רוב החוסכים החדשים הם בקרנות פנסיה מקיפות) והן בגלל הגידול באוכלוסייה. בנוסף, ככל שישנן תשואות גבוהות יותר בשוק ההון על החלק שאינו מושקע באג"ח מיועדות גדל סך החיסכון הפנסיוני ואז המדינה צריכה להנפיק עוד אג"ח מיועדות על מנת שהן יהיו 30% מסך הנכסים.

1.2 עלות אג"ח המיועדות למדינה

כאמור, **אגרות החוב המיועדות** מונפקות לקרנות הפנסיה בתשואה של **4.86%** צמודה למדד לתקופה של 15 שנים, ותשואה מובטחת זו גבוהה מהתשואה של אג"ח אחרות שהמדינה הנפיקה בשוק ההון בשנים האחרונות. כך, בשנת 2020 התשואה המובטחת הייתה גבוהה משמעותית מהריבית על אג"ח צמודה לתקופה של 15 שנים שהייתה קרובה ל-0%, ולכן מדובר בסבסוד שנתי של החיסכון לפנסיה בהיקף של מיליארדי ש"ח בשנה.² על פי משרד האוצר,³ היקף האג"ח המיועדות בשנת 2021 היה כ-**230 מיליארד ש"ח**. כמו כן, מכיוון שכיום המדינה מנפיקה אגרות חוב בשוק החופשי בתשואות נמוכות בהרבה מ-4.86% שנתי צמוד מדד, נוצרת למדינה עלות

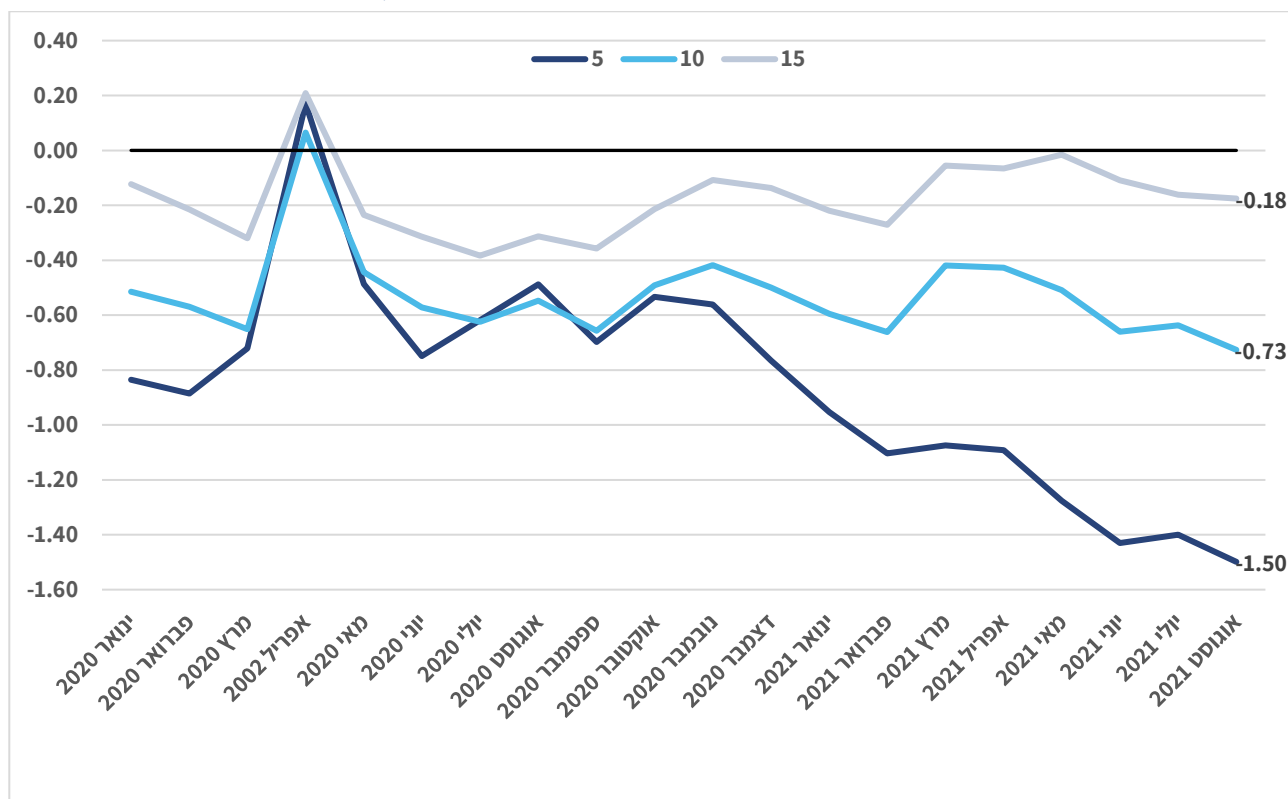
¹ להרחבה: נתן שבע, [התפתחות החוב הממשלתי בעקבות משבר נגיף הקורונה](#), מרכז המחקר והמידע של הכנסת, אוגוסט 2021.

² שם.

³ דברי ההסבר להצעת חוק ההתייעלות הכלכלית (תיקוני חקיקה להשגת יעדי התקציב לשנות התקציב 2021 ו-2022).

עודפת של גיוס חוב באמצעות אג"ח מיועדות לעומת גיוס אג"ח בשוק החופשי. **העלות העודפת** של מנגנון האג"ח המיועדות על פי משרד האוצר הייתה כ-**7.4 מיליארד ש"ח** בשנת 2020 ו**צפויה להיות כ-8.9 מיליארד ש"ח** בשנת 2021. על פי תחזית משרד האוצר, בעשר השנים הבאות העלות העודפת צפויה לגדול לכ-**20 מיליארד ש"ח בשנה**. תרשים 1 להלן מציג את התפתחות התשואה הנומינלית על אג"ח ממשלתיות לתקופות שונות (לא אג"ח מיועדות).

תרשים 1: התשואה הריאלית על אגרות חוב ממשלתיות ל-5, 10 ו-15 שנים⁴



מהתרשים ניתן לראות כי התשואות על אג"ח ממשלתיות צמודות בחודש אפריל 2020 היו הגבוהות ביותר בתקופה המוצגת. באפריל 2020 עמדו התשואות על **0.17%** לאג"ח לפדיון של 5 שנים, **0.07%** לפדיון של 10 שנים ו-**0.21%** לפדיון של 15 שנים. מחודש אפריל 2020 התשואות ירדו וחזרו להיות שליליות אם כי הייתה תנודתיות בשיעור התשואות. באוגוסט 2021 התשואות היו **-1.5%** לאג"ח של 5 שנים, **-0.73%** לאג"ח של 10 שנים ו-**-0.18%** לאג"ח לפדיון של 15 שנים זאת לעומת תשואה של **4.86%** באג"ח המיועדות.

2. תיאור השינוי המוצע

כאמור, מנגנון האג"ח המיועדות נועד להבטיח תשואה על חלק מהכספים בקרנות הפנסיה, כדי להבטיח רמת יציבות וודאות מסוימת לחוסכים. על פי השינוי המוצע, החל מה-1 בינואר 2022 יוחלף מנגנון אג"ח המיועדות במנגנון אחר שיבטיח תשואה, מנגנון "התחייבות הפרשים". מוצע

⁴ בנק ישראל, [התשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס](#), 13 בספטמבר 2021. הנתונים המוצגים הם ממוצע של התצפיות בין ה-16 לחודש הקודם ל-15 בחודש המוצג בתרשים.

כי תופסק הנפקת אג"ח מיועדות, כך שכל אג"ח מיועדות שנפרעות לא יונפקו במקומן אג"ח מיועדות חדשות. קרנות הפנסיה ישקיעו את חלק הנכסים שהתפנה בדומה להשקעות של הנכסים שאינן אג"ח מיועדות בהתאם למסלולי ההשקעה השונים של הקרנות. כלומר, מדובר בתהליך הדרגתי של עד 15 שנים במהלכן יקטן בהדרגה משקל האג"ח המיועדות.

על מנת שלא להפסיק את הבטחת התשואה והיציבות שנתנו האג"ח המיועדות, תובטח לחוסכים תשואה שנתית של **5% צמוד מדד** על אותו החלק שמושקע כיום באג"ח מיועדות. הבטחת התשואה תיעשה באמצעות הקמת "קרן להשלמת תשואה" ממנה יועברו לקרנות הפנסיה השלמות תשואה ("התחייבות הפרשים") במידת הצורך כפי שיוסבר להלן. בכל חודש יחושב החלק שבגיננו נדרשת הבטחת התשואה, ובכל חמש שנים יעשה חישוב האם הקרנות השיגו תשואה של 5% צמוד מדד ומעלה (תשואה מצטברת של 27.6% בתוספת הצמדה למדד) או נדרשת השלמת תשואה. ישנם שלושה תרחישים אפשריים לבדיקה זו:

- התשואה השנתית הממוצעת של קרנות הפנסיה לפני הצמדה למדד היא 5% – במצב זה לא נדרשת השלמת תשואה.
- התשואה השנתית הממוצעת של קרנות הפנסיה לפני הצמדה למדד היא נמוכה מ-5% – במצב זה נדרשת השלמת תשואה מ"הקרן להשלמת תשואה" או מתקציב המדינה על מנת להגיע לתשואה המובטחת.
- התשואה השנתית הממוצעת של קרנות הפנסיה לפני הצמדה למדד גבוהה מ-5% – במצב זה התשואה העודפת תועבר על ידי קרנות הפנסיה ל"קרן להשלמת תשואה".

כאמור, האג"ח המיועדות מבטיחות תשואה שנתית של 4.86% צמודת מדד ואילו המנגנון החדש מבטיח תשואה שנתית של 5% צמודת מדד כך שעל פניו, מצב החוסכים לא יורע אלא אף יוטב מעט (תוספת של 0.14% תשואה שנתית). יש לציין כי שינוי זה בא להחליף את מנגנון אג"ח המיועדות הקיים ולא בא לשנות את הרכב הנכסים מבטיחי התשואה שיש בכל מסלול השקעה. כך למשל, במסלולים של בני 60 ומעלה בהם מושקעים כיום כ-30% באג"ח מיועדות תובטח התשואה עבור אותו שיעור נכסים.

3. ניתוח השינוי המוצע

3.1 תשואות קרנות הפנסיה בעשורים האחרונים

כספי החוסכים בקרנות הפנסיה, מלבד האג"ח המיועדות, מושקעים בעיקר במכשירים פיננסיים בשוק ההון. עד שנת 2008, כל כספי החוסכים, ללא הבדל בגילם, הושקעו במסלול השקעה אחד (מסלול כללי) זאת מלבד מי שבחר להיות במסלול אחר. לאחר המשבר בבורסה בשנת 2008, החליטה הממשלה להטיל על הממונה על שוק ההון ביטוח וחיסכון במשרד האוצר לפעול ליצירת מסלולי השקעה התלויים גם בגיל החוסכים,⁵ כדי להקטין את הסיכון של החוסכים הקרובים לגיל

⁵ החלטת ממשלה מס' 4323 בנושא: [סיוע ממשלתי לחיסכון פנסיוני](#), 14 בדצמבר 2008.

פרישה ושל מקבלי הקצבאות, ובהמשך לכך גובשו תקנות בנושא בשנת 2012. במסגרת זו הוחלט להחיל מודל דומה למודל שהופעל בצ'ילה, ומודל זה נקרא בישראל מודל ה"חכ"מ" – **חיסכון כספי מותאם ומכונה גם המודל הצי'ליאני**.⁶ בעקבות יישום המודל והתקנת התקנות, רמת הסיכון במסלולי ההשקעה לפי גיל שונה וככל שגיל החוסכים עולה רמת הסיכון יורדת. כחלק משינוי זה מדיניות הקצאת האג"ח המיועדות השתנתה, ותמהיל האג"ח מסך ההשקעות משתנה בהתאם למסלולי הגיל. כך למשל, 60% מההשקעות של הנכסים של זכאים שפרשו וכבר מקבלים קצבה הם באג"ח מיועדות, בני 50 ומעלה זכאים לאג"ח מיועדות בהיקף של עד 30% ובטווח הארוך לא תהיה הקצאה משמעותית של אג"ח מיועדות לבני 50 ומטה. על מנת לבחון עד כמה צפוי כי יהיה צורך בהשלמת תשואה לקרנות הפנסיה מובאות להלן בלוח 1 נתוני התשואות השנתיות הממוצעות של מסלולי החיסכון המתואמים לגיל בקרנות הפנסיה המקיפות החדשות.

לוח 1: התשואה השנתית הממוצעת בקרנות הפנסיה המקיפות בשנים 2016-2021⁷

מסלול השקעה בקרן הפנסיה	תשואה שנתית ממוצעת משוקללת (2016-2021)
בני 50 ומטה	6.90%
בני 50 עד 60	5.95%
בני 60 ומעלה	4.94%
מקבלי קצבה ⁸	5.03%
ממוצע כללי משוקלל	6.03%

בלוח רואים כי בחמש השנים המלאות האחרונות, התשואה השנתית המשוקללת לתקופה של כלל מסלולי הפנסיה המקיפה הייתה 6.03%, כאשר ישנה ירידה בתשואה עם העלייה בגיל. בהינתן נתונים אלו, הרי שנדרשת השלמת תשואה רק לבני 60 ומעלה בשיעור נמוך יחסית. ככל שלא יחולו שינויים משמעותיים בתשואות, הרי שהשינוי המוצע אכן צפוי להביא לחיסכון תקציבי. עם זאת, קשה לחזות את התנהגות שוק ההון לטווח ארוך, ויש הטוענים כי בטווח הרחוק התשואות לחיסכון הפנסיוני יהיו נמוכות מהמצב כיום. עם זאת, ככל שהשלמת התשואה הנדרשת, יחד עם עלות הנפקת אג"ח ממשלתיות בשוק החופשי כחלופה לאג"ח המיועדות תהיה נמוכה מ-4.86% שנתית, הרי שהשינוי המוצע יביא לחיסכון תקציבי.

3.2 היבטים נוספים

3.2.1 עיגונו של ההסדר המוצע

כאמור, השינוי המוצע מבקש לעגן בחקיקה את מנגנון השלמת התשואות ובמקביל לבטל את הקצאת האג"ח המיועדות. בהקשר זה עלתה השאלה של חוזקו של המנגנון המוצע אל מול הנפקת אג"ח. הועלה חשש שככל שיהיה משבר כלכלי חזק שיוביל לירידות חדות בשוק ההון,

⁶ להרחבה: ענת ירון, **מודל חיסכון כספי מותאם (חכ"מ) בחיסכון הפנסיוני – תיאור וניתוח**, מרכז המחקר והמידע של הכנסת, מרץ 2013.

⁷ רשות שוק ההון ביטוח וחיסכון, "**פנסיה נט**", כניסה: אוגוסט 2021. עיבוד של מרכז המחקר והמידע של הכנסת.

⁸ הנתונים ביחס לקבוצה זו הם רק עבור 3 השנים האחרונות, ולכן ייתכן שלטווח ארוך יותר התשואה הממוצעת במסלול זה נמוכה מזו שבמסלול לבני 60 ומעלה.

עשוי להיווצר מצב בו המדינה תידרש להשלים הפרשים גדולים להשלמת התשואות לקרנות הפנסיה, ובשל מגבלות תקציביות יבוצע תיקון חקיקה שישנה את תנאי ההסדר. לעומת זאת, אג"ח הוא כלי בטוח יחסית מכיוון שאי פירעון אג"ח נחשב כחדלות פירעון של המדינה ולכן המדינה תשלם בכל מקרה את התשואות המובטחות באגרות החוב. אמנם עקרונית ניתן לשנות גם את תנאי התשלום של אג"ח, אך צעד זה נחשב קיצוני יחסית.

3.2.2 השפעת השינוי המוצע על תקציב המדינה

הצעת משרד האוצר להפסיק בהדרגה את מנגנון האג"ח המיועדות ולהחליפו בהבטחת תשואה בקרנות הפנסיה המקיפות והוותיקות צפויה להפחית בהדרגה לאורך שנים את התשלומים מתקציב המדינה על תשלומי ריבית הכלולים במגבלת ההוצאה, וכך ניתן יהיה להפנות תקציבים אלו לשאר משרדי הממשלה. עם זאת, במצב של משבר כלכלי מתמשך אשר יביא לתשואות נמוכות במשך שנים רבות, תצטרך הממשלה להקצות תקציבים גבוהים לשם הבטחת התשואה לקרנות הפנסיה על חשבון תקציבים אחרים או הגדלת החוב הממשלתי.

לפי המוצע, המדינה תוכל להפקיד כסף ב"קרן להשלמת תשואה" באופן שוטף, כך שאם יהיה צורך בהשלמת תשואה בשנים הבאות, לא יהיה צורך בהוצאה חד פעמית גבוהה מתקציב המדינה אלא חלק מהסכום הנדרש להשלמת התשואה כבר יהיה בקרן. לחלופין, המדינה תוכל לממן את השלמת התשואות בעתיד ישירות מתקציב המדינה שלא באמצעות הפקדות לקרן. בשלב זה לא ברור האם בכוונת המדינה להפקיד באופן שוטף כספים לקרן, או להשלים את החסר בעת הצורך כך שלא ברורה ההשפעה המיידית על ההוצאה התקציבית.

3.2.3 אופן ניהול כספי הקרן

על פי המוצע, הכספים שיופקדו לקרן מקרנות הפנסיה או מאוצר המדינה ינוהלו בחשבון ייעודי של הממשלה בבנק ישראל ותשולם בגינו ריבית בהתאם להסכמים בין המדינה לבנק לתשואות על פיקדונות בבנק. כספי הקרן לא יהיו ניתנים לשעבוד, עיקול וכדומה והם מיועדים להשלמת תשואה בלבד.

3.2.4 היבטים חברתיים-כלכליים בהקצאת התקציב הממשלתי בתחום הפנסיה

כאמור, הקצאת האג"ח המיועדות נעשית כשיעור מסך נכסי קרנות הפנסיה, ומשקל האג"ח מסך הנכסים משתנה בהתאם למסלולים המותאמים לגיל. בעבר הועלו טענות כי מנגנון זה הינו גרסיבי, כך שבעלי חסכונות פנסיונים גבוהים יותר נהנים מסבסוד ממשלתי גבוה יותר, ולא בהכרח נלקחים בחשבון שיקולים של צמצום פערים חברתיים בהקצאת התקציב הממשלתי.⁹ נציין כי השינוי המוצע אינו מתייחס ישירות לנושא זה, אך ככל שבעקבות השינוי המוצע ההוצאה התקציבית על סבסוד החיסכון הפנסיוני אכן תקטן, כך תפחת לכאורה גם הרגרסיביות מסך ההוצאה הציבורית, ובהתאם למדיניות הממשלה ניתן יהיה להפנות את התקציב שנחסך למטרות אחרות לרבות כלי מדיניות לצמצום פערים.

⁹ פרופ' איתן ששינסקי, [הקצאת אג"ח מיועדות בקרנות הפנסיה- לדאוג קודם לחלשים](#), המכון הישראלי לדמוקרטיה, 6 באפריל 2017. פרופ' אביה ספיבק, [הצעה להקצאה הוגנת יותר של אג"ח מיועדות למבוטחי קרנות הפנסיה](#), פברואר 2015.