



**התייחסות לטיטות האוצר – הנחת התשואה במקדם המרה לקצבה
והשפעתה על הקצבה בקרנות הפנסיה**

ספטמבר 2013

מבוא

מסמך זה מתייחס לטיטוט נייר עמדה שפירסם האוצר בנושא הנחת התשואה במקדם ההמרה לקצבה. המסמך מוגש מטעם מרכז אדוה, עמותה רשומה 580157402, ומטעם פורום החוסכים לפנסיה בישראל, עמותה רשומה 580538106.

כיוון שההצעה שפורסמה היא תוצאה של מצב קיים בתחום הפנסיה, נתייחס לבעייתיות שמובילה למצב זה, ולמה שחסר במסמך: השפעת המודל הצייליאני (או המודל החכ"מ), והנפקת אג"ח מיועדות.

נקודה נוספת היא שהמסמך מתייחס לבעיית הירידה בתשואות על השקעות, ובראשן אגרות חוב ממשלתיות, מאז המשבר הפיננסי בסוף 2008. אולם יש לציין כי מאז יוני 2013 יש שינוי במגמה, בעקבות ההודעה על הפסקת מדיניות ההרחבה הכמותית בארה"ב, ומאז עלו שיעורי התשואה על אג"ח ממשלתיות בארה"ב וגם בישראל. ייתכן שגם מבחינה זו, צעד זה לא נחוץ כלל.

המודל הצייליאני להתאמת רמת הסיכון לגיל החוסך

ראשית נציין שתשואה בקרנות הפנסיה הגדולות מינואר 2010 ועד היום, במסלולים העיקריים (בד"כ הכלליים), עומדת ביעד הקיים של 4% ריאלית לשנה. הטיטה שהפיץ האוצר מתייחסת רק לנושא התשואה הצפויה של כספי החסכון ממועד היציאה לפנסיה ועד למשיכת הכסף, אולם לא מתייחסת לרמת הסיכון. בתחילת 2010 הודיע כזכור משרד האוצר על הכוונה לאמץ את המודל הצייליאני להתאמת רמת הסיכון לגיל החוסך, תחת השם "המודל החכ"מ". למודל זה חשיבות רבה בהפחתת הסיכון לחוסכים המבוגרים, כדי למנוע תנודות ובעיקר ירידות משמעותיות בשווי החסכון, כמו שראינו בסוף 2008, לחוסכים מבוגרים אשר לא יהיה להם זמן להחזיר את ההפסדים, והם תלויים בגובה הקצבה כדי לממן מחיה, מזון ותרופות, לדוגמה בביטוחי המנהלים בהם יש התאמה שוטפת של הקצבה לתשואת החסכון, או כמו החשיפה לתשואה בקרנות הפנסיה החדשות לפני יום הפרישה.

בתאריך 6.7.10 פירסם משרד האוצר טיטה שניה של חוזר למודל החכ"מ, שקבע שהמודל ימומש בתהליך מ-2013 ועד 2016. ב-4 בינואר 2012 התקיימה מסיבת עיתונאים של שר האוצר והממונה על שוק ההון, שבה הודיעו על הכוונה לממש את המודל החכ"מ ולהפחית את הסיכון לחוסכים המבוגרים. אולם ב-18 באפריל 2012 הודיע משרד האוצר על הכוונה לדחות את מימוש המודל לשנת 2014. גם מועד זה הולך ומתקרב ואנו מצפים למימוש המודל.

עם זאת, הבעיה המקובלת בתורת המימון היא שסיכון נמוך כרוך בתשואה נמוכה. באג"ח ממשלתיות סחירות התשואה נמוכה, ואילו באג"ח קונצרניות ייאלצו מנהלי ההשקעות לבחור בין אג"ח בסיכון גבוה לבין כאלה בתשואה נמוכה. **הפתרון הוא אפוא במימוש אחריות המדינה באמצעות אג"ח ממשלתיות מיועדות.**

הנפקת אג"ח מממשלתיות מיועדות

משנות התשעים בוצעו מספר רפורמות בשוק החסכון הפנסיוני. בראשן המעביר מקרנות פנסיה בשיטת צבירת זכויות (Defined Benefit) המקובלת בקרנות הפנסיה הותיקות, לשיטה המכונה בשם הציני Defined Contribution בה החוסך יודע רק מה יפקיד אך לא מה יקבל; העברת עובדי המגזר הציבורי מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת; והפחתת הנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה, מ-70% ל-30%. הצירוף של שינויים אלו נתפס כהסתלקות המדינה הן מאחריות ישירה לנושא הפנסיה והעברתו למגזר הפרטי ולשוק ההון, וגם הן ממחויבות למרכיב הערבות ההדדית בהקשר הבין-דורי שלה. אנו נציע כאן שינוי מדוד של הערכתנו תועלתו מרובה בהרבה מעלותו.

ההצעה מבוססת על הצעה שהגיש "פורום החוסכים לפנסיה בישראל" במספר הזדמנויות. בהנחה שמסלולי החסכון בקרנות הפנסיה החדשות יחולקו במסגרת המודל הצייליאני לקבוצות גיל שונות, מסלולי החסכון לחוסכים המבוגרים יזכו לשעור גבוה יותר של הנפקת אג"ח מממשלתיות מיועדות – למשל, 50% לחוסכים מגיל 60 ומעלה, ו-70% למקבלי קצבה בפועל. כך, יזכו החוסכים המבוגרים והפנסיונרים לתשואה סבירה, לדוגמא ה-4.86% הקיימים כיום באגרות חוב מיועדות מסוג "ערד", וחסרת סיכון. כמו כן, מרגע שכספי הפנסיונרים בפועל מושקעים 70% באג"ח מיועדות, החשיפה שלהם לשערי הריבית בשוק ההון נמוכה יותר, ולכן סביר להניח שלא יהיה כלל צורך מובהק בהתאמת מקדמי הקצבה לשיעורי התשואה הקיימים בשוק.

במסגרת זו ניתן יהיה להנפיק אג"ח מיועדות למסלולי החוסכים המבוגרים גם בקופות הגמל ובביטוחי המנהלים, שכיום אין להם אג"ח מיועדות (פרט לאג"ח ח"ץ שהונפקו עבור פוליסות מבטיחות-תשואה שהונפקו בעבר). יש להחיל את המודל החכ"מ גם על קרנות י של ביטוחי המנהלים.

חיזוק מפתיע לרעיון זה קיבלנו דווקא מפרופ' אבי שמחון, לשעבר היועץ הכלכלי לשר האוצר שטייניץ, שהזכיר שהממשלה למעשה חוסכת כסף בכך שהיא מגייסת כסף בשוק ההון בריבית נמוכה. שמחון הוסיף שהמדינה לא צריכה לחסוך על חשבון הפנסיונרים שלה והיא יכולה להנפיק להם אג"ח באותה ריבית בהם הנפיקה בעבר.

שאלה חשובה לא פחות היא מה תעשה המדינה עם הכספים הנוספים שתגייס מההנפקה הנוספת של אג"ח מיועדות וכיצד תממן בעתיד את החזר החוב לקרנות הפנסיה. כיום הכספים שהמדינה מגייסת נבלעים בתקציב המדינה, והחוב מתווסף לחוב הממשלתי הרגיל ועתיד להיות ממומן מכספי משלמי המיסים העתידיים, ומהווה לכאורה נטל על הדור הבא. בנוסף, הוא מגדיל את יחס החוב/תוצר של המדינה.

ההצעה שלנו היא להשקיע את הכספים הנוספים שיתקבלו מהנפקת אג"ח מיועדות בקרן הלאומית לתמלוגי הגז, או בקרן דומה לה, מתוך מטרה להשיג תשואה בטוחה הארוך. כספים אלו, שמן הראוי כי ינוהלו על ידי גוף ציבורי, ניתן יהיה להשקיע הן

בארץ והן בחו"ל, מתוך מטרה הן לחפש תשואה ופיזור, והן לתרום לצמיחה הריאלית במשק, בדומה לכספי המדען הראשי במשרד הכלכלה או לפרוייקט תשתית בשיטת BOT.

בתסריט זה, החוב שהמדינה תהיה חייבת לקרנות הפנסיה כנגד האג"ח המיועדות, יהיה מגובה בקרן נכסים המיועדים למטרה זו, ולכן החשיפה היחידה של המדינה תהיה להפרשי תשואה בטווח הארוך, אם וכאשר יהיו, בין התשואה שהובטחה לבין זו שהושגה על ההשקעות. התחייבות זו תתומחר בחוב הלאומי כמו חוזה Swap להפרשי ריבית, שעלותו נמוכה בסדרי גודל משל נכס הבסיס.

כך, יושג שיפור אחריות של המדינה לפנסיונרים, והפחתת הסיכון לפנסיונרים, תוך לקיחת התחייבות שאינה גדולה יחסית. אנו מצפים להשתתפות של כל הגורמים הרלוונטיים במשרד האוצר בבחינת הצעה זו, תוך "חשיבה מחוץ לקופסא".

היפוך המגמה בריבית

מובן לנו שהצעד של התאמת תחזית התשואה לתשואות הקיימות בא כתוצאה מירידת הריביות הממשלתיות, ואיתן כל עקום התשואות באג"ח הקונצרניות בסיכון נמוך, מאז המשבר הכלכלי בסוף 2008. עם זאת, נראה שמאז הודיע הבנק המרכזי בארה"ב בחודש יוני 2013 על הכוונה להפסיק את ה"הרחבה הכמותית", ששפכה כסף זול לשוק בריבית נמוכה, יש מגמת עלייה בתשואות על אג"ח ממשלתיות בארה"ב, בעולם ואף בישראל, ממנה מושפעות גם האג"ח הקונצרניות. ייתכן שבמועד שבו ייושם הצעד המדובר, כבר לא יהיה בו צורך. מצורף גרף של שיעורי התשואה על אג"ח ממשלתיות ל-10 שנים בארה"ב. כפי שניתן לראות, התשואות עלו לשיא של שנתיים, ונראה שהן עשויות להמשיך לעלות.

CBOE Interest Rate 10-Year T-No

■ ^TNX

Sep 09, 2013



© Yahoo!

שיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות אמריקאיות ל-10 שנים, מתוך Yahoo Finance