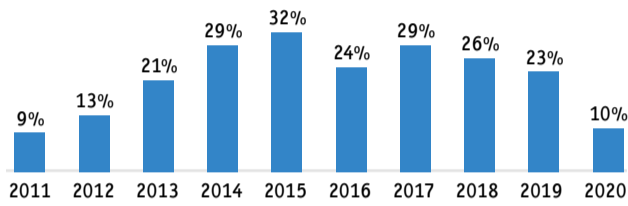


לבטל את האג"ח המיועדות, להבטיח את התחייבות המדינה – ולעשות את זה בזול

משרד האוצר מציע מנגנון הגנה חדש לחוסכים לפנסיה, שכספם יושקע בשוק ההון – במקום אג"ח מיועדות שהמדינה מנפיקה כדי לייצב את שיעורי התשואה של השקעות קרנות הפנסיה • מהם הסיכונים הטמונים בהצעת האוצר – ומהן הדרכים שבהן ניתן לשפר אותה?

פחות גיוסים

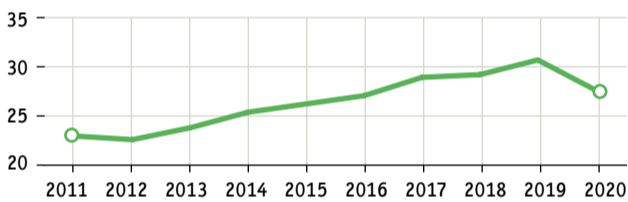
שיעור גיוס לא סחיר, מתוך סך הגיוס



מקור: אגף החשב"ל במשרד האוצר

ירידה בשנת הקורונה

שיעור מלאי החוב המקומי הלא סחיר, מתוך סך החוב



מקור: אגף החשב"ל במשרד האוצר



ההצעה לא תשנה משמעותית את מצבם של הפנסיונרים צילום: הדס פרוש (למצולמים אין קשר לנאמר בכתבה)



דירת ההשקעות
אביה ספיבק ויאיר כוכב

אחד הכלים הבודדים שביעורתי מייצבת המדינה את קרנות הפנסיה הוא אג"ח מדינה מיוחדות המונפקות לקרנות – אג"ח מיועדות. איגרות חוב אלה נושאות ריבית צמודה של 4.86% בשנה, ומשמעות עוגן של תשואה בטוחה על כ-30% מתיק ההשקעות.

המשרדים האחרונים, של 2008 ושל 2020, מרגימים את נחיצותו של הסדר כזה לאור התנודתיות בשיעורי התשואה של ההשקעות בשוק ההון. הרי בר נובע מכך שבשיטת הפנסיה הנוכחית, הצבירה במועד הפרייה היא שקובעת את גובה הפנסיה. יתרה מזאת, העובדה שמאז 2008 המדינה מחייבת לחסוך לפנסיה, מטילה עליה אחריות עקיפה לפנסיה של האזרחים.

ביישום המוצע על ידי משרד האוצר, ייצוב התשואות הקיים יוחלף במנגנון חדש – שיבטיח הגנה על יציבות התשואות בדרך כוון הפנסיוני בקרנות הפנסיה דרך השלמת תשואה, גבוהה מעט יותר, במקרה הצורך. ההגנה שמעניקות אג"ח מיועדות על 30% מהתיק היא הגנה קבועה שנושאת תשואה של 4.86% בשנה.

לפי השינוי המוצע, רכיב זה יושקע מעתה בשוק ההון והחוסים כיום יקבלו הבטחה לתשואה שנייה מינימלית של 5%, בצמוד למדר. תשואה שנתית ממוצעת זו תחושב כל חמש שנים – כלומר, אחת לחמש שנים תחוייב שב התשואה שהשיאו הנכססים שעליהם חל המנגנון החדש.

אם התשואה שהצטברה נמוכה מתשואת היעד המצטברת לתקופה זו – 27.6%, המשקפת 5% בשנה בחישוב של ריבית דהריבית – המדינה תשלם לקרן הפנסיה את ההפרש בין תשואת היעד המצטברת לבין התשואה שצברו הנכססים במהלך חמש השנים. כאמור, קיימים מנגנונים נוספים וטובים יותר, שמשפרים את התשואה לחוסי כספים – וגם לא מגדילים את

העלות לממשלה. **?** מדיניות ימומן התשלום להפ"רשי התשואות? המנגנון המוצע על ידי משרד האוצר כולל הקמתה של קרן ייעודית שממנה תבוצע השלמת התשואה, שיהיו לה שני מקורות הכנסה. הראשון, קרנות הפנסיה אם הקרן תשיג יותר מ-5% – יתרת התשואה על הרכיב המבוסס תעבור לקרן להשלמת תשואה. המקור השני הוא תקציב המדינה. כלומר, המדינה מתחייבת לעשות השלמת תשואה ממקורות תקציביים במקרה שקרן הפנסיה השיגה פחות מ-5%.

מנגנון זה הוא נקודת הכשל. הסיבה לכך היא העובדה שגורם קיצוץ בכל דיוני תקציב, ובייחוד בשנים קשות. **?** למה התשואה מחושבת דווקא כל חמש שנים? עדיף, הן מבחינת החוסכים והן מבחינת משרד האוצר, שהחייי שוב יהיה בזמן ארוך יותר, אפילו עשרות שנים – ברומה לאופק החיסכון. כמו כן, עדיף לכל הצדדים שהחישוב יהיה בזמן ארוך יותר, אפילו עשרות שנים, ברומה לאופק החיסכון.

הסיבה היא שככל שהזמן ארוך יותר, התיקון שהשוק עושה על פני השנים מקטין את העלות התקציבית של הביטוח עבור משרד האוצר. עם זאת, חישוב כל חמש שנים מגדיל את הוודאות שמשרד האוצר אכן יממש את ההתחייבויות

שלו לספק את הביטוח האמור. חישוב ותשלום ברמה החד-שנית מגדילים עוד יותר את הוודאות לקבל את התמיכה, אבל מייקרים את המנגנון עבור משרד האוצר. **?** במה ישיקיעו קרנות הפנסיה את חלקן של התיק המבוסס? קרנות הפנסיה ישיקיעו את הכספים שהיו מושקעים באג"ח מיועדות בשוק ההון, בהתאם לתמהיל השקעה הכללי שלהן. תמהיל זה משתנה על פי גיל או בחירה של המבוטחים, וכלל עד כה הקצאת אג"ח מיועדות בשיעור 30% תקפה עבור חוסכים בני 50 ויותר. **?** איך ישיקיע השינוי המוצע על פנסיונרים? ההצעה שמציג משרד האוצר לא צפויה לשנות בצורה משמעותית, לטובה או לרעה, את מצבם של הפנסיונרים. עם זאת, ניתן להציע מנגנון טוב בהרבה, המקטין את עלויות הסיכוי עבור האוצר – וגם מאפשר לחוסכים הפנסיונרים לקבל קצבה גבוהה יותר. **?** מדוע האוצר רוצה לבטל את האג"ח המיועדות? כדי להבטיח למשרד האוצר מקור גיוס רציף ואמין. עם השנים הצורך במקור זה התייתר, ובמקביל, הרייבית הצמודה על אג"ח אלה נהפכה גבוהה מריבית השוק – משמע, הן נהפכו לכלי סכסוד למחזיקים בהן. מאחר שהנפקות האג"ח המיועדות נקבעות כשיעור קבוע

המדינה מתחייבת להשלים את התשואה ל-5% ממקורות תקציביים, וכאן הכשל: גובה ההשלמה השנתי נתון לסכנת קיצוץ בכל דיוני תקציב – ובייחוד בשנים קשות

החוב על ידי משרד האוצר. אם כך, מדובר בצעד חיובי מאוד. הרי ההגנה שניתנת גבוהה יותר – תשואה של 5% צמוד, במ-קום 4.86%.

על פניו, התשואה המובטחת היא אכן גבוהה יותר, וזוהי בשורה חיובית לחוסכים. עם זאת, בדרך שבה מציע משרד האוצר ליישם את הביטוח, מדובר בכ"לי "פרו-מחזורי", המעלה חשש משמעותי ליכולת של המדינה לעמוד לאורך שנים בהתחייבות הנדרשת, בייחוד בשנים של משבר כלכלי.

משבר כזה מגדיל את ההסתברות לתשואות נמוכות ואף שליליות, באופן שיחייב "השלמת תשואה מהמדינה". בו בזמן הוא פוגע בפעילות הכלכלית באופן שעשוי לאתגר את היכולת של המדינה לעמוד בהתחייבות חייבות לחוסכים במקרה של ירידה חדה בהכנסות ממסים – או עלייה גדולה בהוצאות, או שניהם יחד. מדובר בסיכויים גבוהים מכלכלה פוליטית במובן הקלאסי שלה.

? האם יש פתרונות נוספים? כן. אפשר לבטל את האג"ח

המיועדות, להבטיח את התחייבויות המדינה ולעשות את זה בזול. מחקר שביצענו בנושא מצביע על שני שיפורים משמעותיים שניתן לבצע.

השיפור הראשון מקטין משמעותית את הסיכון שהממשלה לא תעמוד בהתחייבותה ומצמצם את סיכון הכלכלה הפוליטית. הדרך לעשות זאת היא על ידי שימוש במכשיר פיננסי. האג"ח המיועדות הן התחייבות פיננסית של המדינה, שמוגנת על פי הכלים של נכס פיננסי. זו הגנה חזקה יותר משהתחייבות תקציבית שמוצעת בחוק ההסדרים. על כן, נכון להחליף את האג"ח המיועדות במכשיר פיננסי אחר, שיתן את אותו הביטוח שעליו מדובר בחוק ההסדרים.

שיפור נוסף הוא ביצוע החיי שוב בתקופת זמן ארוכה יותר מחמש שנים, והשאת התשואה העורפת גבוהה מ-5%, שמוגנת בידי החוסכים. בדרך זו, העלות לממשלה יכולה להצטמצם משמעותית, שכן היא תידרש להתערב בפחות מקרים, משום ששוק ההון מתקן את עצמו לאורך זמן. במקביל, השאת העורף מעל 5% בידי העמיתים תוכל לשפר מאוד את מצבם. לפי חישובים שלנו, ניתן להגדיל את הקצבה ב-25% – שייעור משמעותי ביותר.

פרופ' ספיבק וד"ר כוכב הם חוקרים במרכז לפנסיה, ביטוח ופסיכולוגיה כלכלית באוניברסיטת בן גוריון