

## תוכן העניינים

- 02 הסיפור המרכזי
- 03 משרוקית
- 04 על סדר היום
- 08 דעות
- 10 שוק ההון והשקעות
- 18 הייטק, מדע וחדשנות
- 20 גלובלי
- 25 משפט וכלכלה
- 27 כלכלת ספורט
- 29 רכב ותחבורה
- 31 שיווק ופרסום
- 32 השער הנוסף

## הסיפור המרכזי

ניתוח גלובס

# האוצר מטלפל את שוק הפנסיה: מי יערב לחוסכים?

חיסכון של 20 מיליארד שקל בשנה למדינה, ורווח גדול יותר לחוסכים: החלפת האג"ח המיועדות בביטוח תשואה עשויה להיות שינוי רווחי, אבל היא כרוכה באי ודאות גבוהה שתשפיע על הקרנות הוותיקות והחדשות • באוצר מתחייבים שהחוסכים לא יסבלו מתנודות השוק, אך האם המדינה תכניס את היד לכיס בזמני משבר?

נכתב במחקר. "אולם כאן המצב מעט סבוך יותר, כי הביטוח של המדינה במקרים שאותם ניתחנו, יכול לעלות יותר מאשר העלות של האג"ח המיועדות, כאשר בשוק ההון התשואה בפועל שלילית. למשל, אם התשואה בשוק היא מינוס 10%, המדינה תצטרך להשוות ולהעלות את הסכום לשיעור של כ-14.86%. לעומת זאת, הרוצאה עבור סכסוך באמצעות האג"ח המיועדות לא תעלה על 4.86%."



שר האוצר ליברמן ומנכ"ל משרדו בלינקוב צילום: דוברות משרד האוצר

### רוני ויינברג

אחת מהפצצות המשמעותיות ביותר בחוק ההסדרים, שיובא בקרוב לאישור הכנסת, היא ההצעה להחליף את מנגנון הנפקת אגרות החוב המיועדות ב"ביטוח תשואה" של 5% לחוסכים. המהלך צפוי להשפיע על הקרנות הוותיקות והחדשות. באוצר טוענים שהפרומה לא תפגע ואפילו תשפר את מצבם של החוסכים הפנסיה, אשר נהנים כיום מתשואה של 4.86% באג"ח המיועדות, ומעריכים שהרכב כ-20 מיליארד שקל בשנה.

אין ספק כי המנגנון הקיים, המבטיח לכל הגמלאים הגנה של 60% על התיק הפנסיוני במקרה של משבר שביטוח לנפילה בשוקי ההון, הוא בזבזני עבור המדינה. בשיטה המוצעת, המדינה תצטרך רק להשלים את התשואה ל-5% במקרה שקרנות הפנסיה ישיגו תשואה נמוכה מזו, ובמקרים שהתשואה תהיה גבוהה יותר מ-5%, היא לא תצטרך לסבסד כלל את החוסכים, ואף תקים קרן ייעודית אליה יותבו התשואות העודפות, כך שבטווח הארוך היא תוכל לממן מהקרן את השלמת התשואה.

מי שצפויה להרוויח מהמהלך היא הבורסה, שתייהנה מהזדמנות של מאות מיליוני שקלים נוספים שיחליפו את האג"ח המיועדות.

### החשש העיקרי: חוסר ודאות

למרות זאת, מדובר במנגנון מסורבל במסגרתו המדינה לא תדע במדויק כמה אג"ח מגיעות בסופו של דבר לכל חוסך. בנוסף, מדובר בשיטת חלוקה שאינה שוויונית. כיוון שהחלוקה היא לפי אחוז מתוך החיסכון הפנסיוני, חוסך עם צבירה גדולה יקבל מבחר נה נומינלי כסומו גדול יותר מאשר חוסכים עם צבירה נמוכה יותר.

מהצד של החוסכים, בשנים טובות בשוק ההון, כפי שהיו בשונה השנים האחרונות בהן שוק ההון השיג תשואה גבוהה בהרבה מ-4.86%, האג"ח המיועדות מהוות למעשה משקולת שגרה למטה את התשואה של החרים. לכן, יש לא מעט היגיון ברצון להפסיק את מנגנון הנפקת האג"ח המיועדות. אולם בשיטה שמציע האוצר יש לא מעט חורים שעלולים

במשרד האוצר דוחים את החששות בכל פה. בתגובה על פניית גלובס, התחייבו באוצר כי ממשלת ישראל מתחייבת לשלם לחוסכים 5% תשואה ללא קשר לתשואות בשוק

ההגנה שמעניקה המדינה על כל תיק ההשקעות מעלה את החשש שבשוק צומח, ביטוח תשואה יתמרץ את הגופים המוסדיים לסיכונים גדולים יותר, ללא ידיעת החוסכים

להיות מסוכנים לחוסכים - בעיקר בעתות משבר אך גם בימי שגרה ולא פחות חשוב כאשר השוק צומח. השאלה העיקרית שעולה מהרפורם מה נוגעת ליכולת של המדינה לעמוד בהתחייבויות שלה. בניגוד לאג"ח המיועדות, בהן החוסכים מקבלים מעין מסמך מהמדינה שמחייב אותה לתמוך בהן, הרפורמה אינה מבטיחה כי בעת משבר המדינה תוכל לעמוד בהתחייבויותיה.

הרפורם אסף חמדני, מהפקולטה למשפטים באוניברסיטת תל אביב, מסביר כי בתיאוריה, החלפת אג"ח מיועדות בהבטחה להשלמת תשואה לא אמורה לפגוע בחוסכים, אבל מדיניות: "זה יקרה רק אם המדינה תעמוד בהתחייבות שלה. צריך לזכור שהמנגנון הזה יטיל עלות גבוהה על המדינה במצבים של משבר פיננסי מערכתית, שבו כלל גופי הפנסיה במשק יגיבו תשואה נמוכה מ-5%. תרחיש כזה יקרה מן הסתם במשבר מקרו כלכלי, אבל אז יהיו לחצים פוליטיים כבדים על הממשלה להשתמש במקורות שלה למטרות אחרות. גם אם וכיזית החרים יובטחו בחוק, מבחינה משפטית, לא ברור אם ניתן ליצור מנגנון שישפיע ריזי את ביטוח התשואה מפני הדרג הפוליטי."

במחקר שפרסמו בסוף חודש יולי פרופ' אביה ספיבק ור"ר יאיר כוכב (האחרון היה מנהל החוב הממשלתי המקומי בחשכ"ל) מהמרכז לאוריינות פיננסית באוניברסיטת בן גוריון, השניים מעריכים את השפעת הנפיש "במומצי גם המבטח (המדינה) יכול להוריד הוצאות, כי הוא משלם רק כאשר יש אירוע ביטוחי. דהיינו, רק כשתשואה בשוק נמוכה מ-4.86%,

### מאיפה גיע הכסף? קופות חיסכון מיועדות

במשרד האוצר דוחים את החששות בכל פה. בתגובה לפניית גלובס, התחייבו באוצר כי ממשלת ישראל מתחייבת לשלם לחוסכים 5% תשואה ללא קשר לתשואות בשוק. באוצר מסבירים כי המקורות שיאפשרו לממשלה להשלים את התשואה הם מהרווחים ששיאו תשואות הפנסיה בתקופות טובות בהן התשואה תהיה מעל 5%, רווחים אשר יועברו לחשבון נפרד בבנק ישראל.

מקור נוסף, שישמש על פי האוצר לכיסוי ההתחייבות, הוא החיסכון הממשלתי כתוצאה מהפסקת הנפקת אג"ח מסוג ערד (אג"ח שמשלמות ריבית מסובסדת של כ-5% מעבר לזה הנהוג בשוק). באוצר מבטיחים שהשינוי יעוגן בחקיקה ואומרים: "גם אם מקורות אלו לא יספיקו להבטחת התשואה או הממשלה בכל מקרה תשלם את התשואה ל-5% מכוח המחויבות החוקית."

בשיחה עם גלובס הוסיף פרופ' ספיבק: "יש מקומות ספציפיים שלא צריך לשנות בהם את הנפקת האג"ח המיועדות, למשל בקרנות הוותיקות או עבור פנסיונרים. שיטוח התשואה עובד טוב רק לתקופה ארוכה, אך לפנסיונרים אין תקופה ארוכה להסוך. הם לא צריכים לספוג אירועים. לעומתם, לצעירים יש עשרות שנים לחסוך. אם מחילים את המנגנון עליהם, העלויות והירידות בשוק ההון יקונו אחת את השניה, בנוסף להוצאה של המדינה שהיא הרבה יותר נמוכה בשיטת ביטוח התשואה". אבל באוצר אומרים לגלובס כי האג"ח המיועדות יבטלו גם לקרנות הוותיקות: "הבטחת התשואה תהיה ללא קשר לגיל העמית. המדינה תשלם תשואה לקרן הפנסיה ואין סכנה לעמיתים שלא יקב-

עיקבו אחריו גם בפייסבוק, טוויטר, טלגרם, אינסטגרם ולינקדיין

**גלובס**, עיתון העסקים והכלכלה הראשון בישראל, פועל תחת קוד אתי, ערכים ונהלים שקופים ליצירת עיתונות אמينة, אחריות, מגוונת, מכבדת ומניעה לפעולה. עיתונות שמתחבבת מידע וידע, בונה אמון ומעודדת למידה וגיבוש עמדה עצמאית של קוראיה.

נשמח שתקראו על כך ועוד באתר גלובס וברוח האמון השנתי



## גלובס

חיים בר און ז"ל, מו"ל 1984-1998  
גלובס פבלישר עתונות (1983) בע"מ

מו"ל אלונה בר און  
עורכת ראשית נעמה סיקולר

- globes.co.il
- sherut@globes.co.il
- facebook.com/globesnews
- twitter.com/globesnews

הוצרפת ל"גלובס" 5988  
רח' אצ"ל 53 ראשל"צ ת"ד 5126 7515002  
טל. 03-9538888

### אג"ח מיועדות

אגרות חוב ממשלתיות המדינה מבטיחה לתקבלי קצבאות הפנסיה ריבית שנתית קבועה של 4.86% צמודה למדד, על לפחות 60% מסכום הקרן



**אני כשר אוצר קיצצתי 2.7 מיליארד שקל בבסיס תקציב הביטחון**

**יובל שטייניץ, ליכוד**  
יומן הצהריים, גל"צ, 1.8.21



**האם בתקופת שטייניץ תקציב הביטחון קוצץ? לא לפי תגובת משרדו באותם ימים**

עוד תקציב אושר בממשלה ושוב התברר כי תקציב הביטחון גדל בצורה ניכרת. ח"כ יובל שטייניץ, שר האוצר לשעבר, דיבר על כך בגל"צ ועזן: "כשאני הייתי שר אוצר בתקציב של 2011-2012, קיצצתי 2.7 מיליארד בבסיס תקציב הביטחון". האם שטייניץ אכן קיצץ מתקציב הביטחון? ועוד ב"בסיס התקציב", זה שמועבר משנה לשנה ועל בסיס מתחילה בכל פעם בניית התקציב החדש? ברקנו. כדי להבין את ההקשר הנכון לאמירתו של שטייניץ צריך לחזור לשנת 2007, אז אימצה הממשלה את המלצות "ועדת ברוט" שקבעו כי תקציב הביטחון צריך לגדול ב-100 מיליארד שקל לאורך עשור (2008-2017). המקור לחלק מהגידול הזה היה אמור להגיע מתקציב המדינה, וחלק אחר ממנו מהתייעלות של מערכת הביטחון.

כך, לקראת דיוני התקציב, במערכת הביטחון טענו כי מגיעה להם תוספת שנתי של 4.3 מיליארד שקל בהתאם להחלטת הממשלה מ-2007, בעוד שבמשרד האוצר שאפו לקצץ את התוספת הזאת ב-3 מיליארד שקל בשנתיים, בין היתר בטענה כי המערכת לא התייעלה כפי שנדרש ממנה.

ב-15 ביולי 2010 הכריעה הממשלה בסוגיה וקבעה כי תקציב הביטחון יפחת באופן חריף-פועל ב-1.4 מיליארד שקל בתקציב של 2011 ובאופן חריף-פועל ב-1.3 מיליארד שקל בתקציב של 2012. כלומר, במקום 3 מיליארד שקל התקציב הופחת ב-2.7 מיליארד שקל, הסכום אותו הוכרז שטייניץ באיון, אבל האם אפשר לראות בכך קיצוץ בבסיס תקציב הביטחון?

**בפועל, בסיס תקציב הביטחון גדל בשנים שעליהן דיבר שטייניץ. ב-2011 הוא גדל לכ-49.1 מיליארד שקל, וב-2012 הוא כבר זינק ביותר ממיליארד שקל**

בפועל, בסיס תקציב הביטחון גדל בשנים האמורות. כך, בעוד שב-2010 הוא עמד על כ-48.9 מיליארד שקל, ב-2011 הוא גדל לכ-49.1 מיליארד, וב-2012 זינק ביותר ממיליארד שקל לכ-48.4 מיליארד שקל. נכון שמבחינת האחוז שמהווה תקציב הביטחון מכלל התוצר נרשמה ירידה, אך היא לא הייתה יוצאת דופן. נתון זה נמצא במגמת ירידה מאז 2008, למעט שנים חריגות.

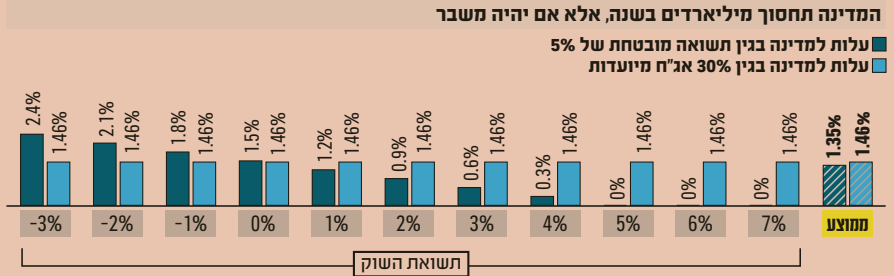
חיווק נוסף לטענה כי התקציב לא קוצץ בפועל, בניגוד לטענת שטייניץ, ניתן לקבל, מטענות המשרד שבראשו עמד שטייניץ באותם ימים. לאחר שיועץ הרמטכ"ל הלין על כך שתקציב הביטחון קוצץ בפועל ב-2.7 מיליארד שקל והוא "הנמוך ביותר מאז קום המדינה", במשרד התוספת שהיא אמור המשרד לקבל. בנוסף, בפועל, בסיס רשמית ששללה זאת: "טענות מערכת הביטחון אינן נכונות. תקציב הביטחון גדל".

**■ בשורה התחתונה: דבריו של שטייניץ לא נכונים ברובם. בתקר פה הרלוונטית הממשלה אכן החליטה על הפחתה חריפה של 2.7 מיליארד שקל מתקציב הביטחון שנפרסה על פני שנתיים, אך זו הופחתה מתוך התוספת שהיא אמור המשרד לקבל. בנוסף, בפועל, בסיס תקציב הביטחון גדל בשנים אלו, וכך גם עולה מתגובת משרד האוצר באותם ימים.**

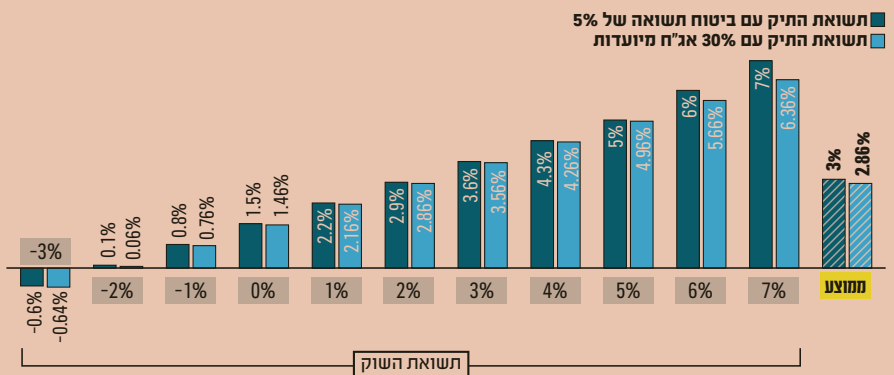
תחקיר: אוריה ברמאיר

מבוסס על תחקיר המוביע בליווי מקורות במדור המניורוקית באתר "גלובס"

**כך צפויה התשואה המובטחת להשפיע על החוסכים ועל המדינה**



**החוסכים יהנו מתשואה גבוהה יותר, בתנאי שהמדינה תעמוד בהתחייבות שלה**



מקור: עיבוד גלובס לנתונים ממחקר של פרופ' אביה ספיבק וד"ר יאיר כוכב

זאת מכיוון שמנהלי התיקים יזכו לגיי בוי של המדינה, בין אם יבצעו השקעות מניבות תשואה גבוהה או השקעות לא טובות.

ניסיון העבר מלמד כי למנהלי ההשקעות לוקח זמן רב, שנים בדרך כלל, להעלות את שיעור ההשקעה במניות, אך לא מן הנמנע כי הגנה ממשלתית על התיק כולו, בעיקר בשוק הון פורח, עשויה להביא למינוף התיק. זאת כאשר ציבור החוסכים לא מודע כלל לסיכון שלוקחים מנהלי ההשקעות. כאן עולה השאלה האם לחייב את הגופים המנהלים לפרסם גם את מידת הסיכון בהשקעות ולפרסם סם כמה תרם כל אפיק השקעה (נרל"ן, אג"ח, מניות וכו') לתשואה הסופית.

**בעשור האחרון: השוק\* עקף את רשת הביטחון**

**5.7%**  
התשואה הממוצעת בשנה בשוק ההון

**4.86%**  
התשואה המובטחת לשנה באג"ח המיעודות

מקור: אתר הנורסה \*לפי מדד תל אביב 35

לו את התשואה המובטחת". כאן חשוב לציין כי העלויות יהיו גבוהות הרבה יותר מאשר כמנגנון האג"ח המיעודות, במיוחד עבר החוסכים הצעירים. על פי מודל הקצאת האג"ח המיעודות עבור חוסכים בני 50 ומטה, שיעור האג"ח המיעודות היה אמור להצטמצם משנה לשנה, והם היו נהנים רק משארית ריבית האג"ח לאחר שאלה הוקצו לפני סיווגים ולחוסכים המבוגרים. נציין כי ברשות שוק ההון, הרגולטור האזרחי על תחום הפנסיה, לא מתנגדים למנינוף, כל עוד הוא יעוגן בחקיקה.

במחקר, ספיבק ברך כיצד צפויה להשפיע התשואה בשוק ההון על שני המודלים המוצעים: האג"ח המיעודות, וביטוח תשואה בגובה של 4.86%, ולא 5% כפי שמציעים באוצר (הרעיון להתחייב לתשואה גבוהה יותר מאשר זו שמציעות האג"ח המיעודות יאפשר למדינה לצמצם התנגדויות לביטול המנגנון הקיים). תוצאות התשואה מגלות כי בממוצע שבין תשואה חיובית של 7% לתשואה שלילית של 3%, התשואה הממוצעת של התיק גבוהה יותר ב-0.09% בשיטת ביטוח התשואה. הפערים הללו נובעים ממקרים בהם התשואה בשוק ההון גבוהה יותר מהתשואה שמבטיח תות האג"ח המיעודות, בעוד כאשר התשואה נמוכה יותר, התשואה בשני המודלים זהה.

בריקת גלובס, שמתבססת על מודל ההשוואה של ספיבק, אך אל מול ביטוח תשואה של 5%, מעלה שהפערים אף גדלים יותר ועומדים על 0.14% על פני המודלים המוצעים. על פי הסימולציה של ספיבק וכוך, כב, החיסכון של המדינה יגדל. בניגוד לעלות ממוצעת של 1.46%, מתוך כ-2 טריליון שקל שנצברו בחסכונות

**לא מחוכננים צעדי מנע להגדלת הסיכונים**

במשרד האוצר השיבו כי המנגנון מגדיר כי קרנות הפנסיה ישקיעו את הכספים המגובים בהבטחת תשואה כפי שמציעים את הנכסים החופשיים (הנכסים שלא מגובים בהבטחת תשואה) במסלול השקעה עד גיל 50. מנגנון זה מבטיח שקרנות הפנסיה לא ייקחו סיכונים מיותרים שכן הם עלו לים להשפיע על כל התיק המנוהל. בנוסף ציינו באוצר כי במסלול השקעה עד גיל 50 כבר קיימת חובה לדרוש לרגולטור ולחוסכים: "קרנות הפנסיה מחויבות בדיווחים שוטפים לרשות שוק ההון ולציבור מכוח החוקים והרגולציה הקיימת. דיווחים אלו כוללים התפלגות של אופן ההשקעה בהתאם לרמת הסיכון של ההשקעות".