

החיסכון הפנסיוני בישראל - אפשר להיות שקטים?

ראש הצוות: פרופ' איתן ששינסקי

הצוות המכין

ראש הצוות פרופ' איתן ששינסקי, פרופסור (אמריטוס), המחלקה לכלכלה, האוניברסיטה העברית בירושלים

חברי הצוות אלון אטקין, אגף התקציבים, משרד האוצר
אייל אפשטיין, סגן ראש אגף התקציבים, משרד האוצר
יואב בן אור, מנכ"ל עמיתים

פרופ' אמיר ברנע, הדיקן והמייסד של בית ספר אריסון למינהל עסקים, המרכז הבינתחומי הרצליה
רג'ואן גרייב, סגן בכיר לממונה על שוק ההון, משרד האוצר
אסתר דומיניסיני, לשעבר מנכ"לית המוסד לביטוח לאומי; יו"ר מועצת המנהלים של הדסה
מיה הרן, מחלקת הפנסיה, אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, משרד האוצר
חן לב, אגף התקציבים, משרד האוצר
אסי מסינג, סגן בכיר ליועץ המשפטי, משרד האוצר
שלי סבן, מחלקת הפנסיה, אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, משרד האוצר
פרופ' יורם עדן, המחלקה לחשבונאות, בית הספר למינהל עסקים, המסלול האקדמי המכללה למינהל
פרופ' אפרים צדקה, המחלקה לכלכלה, אוניברסיטת תל אביב
מנחם קלי, יו"ר הדירקטוריון ומייסד קבוצת קלי
אודי רמר, אגף התקציבים, משרד האוצר
הראל שרעבי, מנהל מחלקת הפנסיה, אגף שוק ההון ביטוח וחיסכון, משרד האוצר

עוזר מחקר עידו בריקנר, המכון הישראלי לדמוקרטיה

תוכן עניינים

5	1. תקציר
8	2. מערכת הפנסיה בישראל
8	2.1. רפורמות במערכת הפנסיה בישראל
10	2.2. המשבר הכלכלי, שער הריבית והסיכונים במערכת הפנסיה
13	3. אג"ח מיועדות: הגנה על כספי החוסכים
13	3.1. רקע
15	3.2. חלופות א-ב: הקצאת אג"ח מיועדות בהתאם לגיל החוסכים
16	3.3. חלופות ג-ד: הקצאת שיעור אג"ח גבוה לרובד חיסכון בסיסי
17	3.4. דיון והשוואה בין החלופות
20	סיכום
21	4. מודל חכ"ם: חיסכון כספי מותאם
22	4.1. השוואת המודל החכ"ם למודל הסטטי
24	סיכום
25	5. תפקידם הכפול של פיצויי הפיטורים
25	5.1. רקע
25	5.2. פגיעה בחיסכון הפנסיוני
26	5.3. דרכי התמודדות
27	6. נספח
29	מקורות

1. תקציר

במהלך שני העשורים האחרונים עברה מערכת הפנסיה בישראל מספר רב של רפורמות. רפורמות אלו הובילו לשינוי ניכר במבנה החיסכון ארוך הטווח של אזרחי המדינה וליצירתה של מערכת פנסיונית חדשה, אשר נמצאת גם היום בתהליך של התהוות.

מערכת הפנסיה עברה ממערכת שהייתה ברובה "מוגדרת זכויות" (DB) בקרנות הפנסיה הוותיקות ובפנסיה תקציבית למערכת "מוגדרת הפקדות" (DC), המבוססת על חיסכון צובר בקרנות הפנסיה החדשות, בקופות הגמל ובביטוחי החיים. בנוסף שונה מבנה ההשקעות ונערך איזון אקטוארי בקרנות הפנסיה הוותיקות, הועלה גיל הפרישה לנשים ולגברים כך שיתאים להתארכות תוחלת החיים, הופעלה פנסיית חובה על כלל השכירים במשק, והושם דגש על חיסכון לקצבה על חשבון חיסכון הוני.

כחלק מהרפורמות, הקטינה הממשלה את היקף איגרות החוב המיועדות לקרנות הפנסיה החדשות והוותיקות. תהליך זה לווה בהגדלת ההשקעה של הקרנות בנכסים כגון מניות ואיגרות חוב קונצרניות. בסך הכול בשנים 2000-2011 עלה היקף ההשקעה של קרנות הפנסיה במניות מ-2.9% ל-25.9%. בשנים הראשונות המעבר להשקעה במניות אפשר לקרנות הפנסיה לשמור על תשואה גבוהה ורמת תנודתיות נמוכה, משום שמאז שנת 2003 ועד לשנת 2007 חווה שוק ההון תקופה רצופה של עליות. בשנים אלו השיגו קרנות הפנסיה החדשות תשואה נומינלית ממוצעת של 7%-11% בשנה. אולם ב-2008 פרץ המשבר הפיננסי העולמי, הפיל את הבורסות ברחבי העולם והוריד את שערי הריבית לרמה הקרובה ל-0%. באותה שנה הפסידו קרנות הפנסיה, ביטוחי החיים וקופות הגמל 10%-30% מערכם. אף שכבר ב-2009 התאוששו הבורסות ברחבי העולם ומרבית הקרנות והקופות החזירו את ההפסדים שצברו, סביבת הריבית נותרה ברמה נמוכה שבין 0% ל-3% וכך גם התשואה עבור נכסים "חסרי סיכון" אפילו לתקופות ארוכות של 20-30 שנה. המשבר שפרץ חידד את הסיכונים הקיימים לחיסכון הפנסיוני. מחד גיסא, הריבית הנמוכה אינה מאפשרת לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח להשיג תשואות גבוהות דיין באמצעות אפיקי חיסכון סולידיים בשביל לאפשר לחוסכים להגדיל את החיסכון הצבור; ומאידך גיסא, השקעה במניות ובאיגרות חוב קונצרניות, שהיא בעלת פוטנציאל תשואה גבוה, חושפת את החוסכים לתנודתיות ולסיכון גבוה (ביחס לנכסים סולידיים כגון איגרות חוב ממשלתיות ופיקדונות).

תהליכים אלו הובילו את חברי הצוות לעסוק בתכניות ובחלופות שמטרתן להגדיל את רמת הוודאות של החוסכים, להקטין את רמת התנודתיות ולהגדיל את החיסכון הפנסיוני, בלי לשנות שינוי מהותי את רמת המעורבות של הממשלה ובלי להגדיל את התחייבויותיה הפיננסיות.

לפיכך בחרו חברי הצוות להתמקד בשלוש סוגיות המשלימות זו את זו (וודאי שאינן סותרות זו

את זו):

- א. אופן ההקצאה של איגרות החוב המיועדות.
- ב. המודל החכ"ם – חיסכון כספי מותאם לגיל.
- ג. תפקידם הכפול של פיזויי הפיטורים – הן כפיזויי פיטורים והן כרכיב חשוב בחיסכון הפנסיוני.

א. אופן ההקצאה של איגרות חוב מיועדות

איגרות חוב מיועדות הן איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד ובריבית קבועה, אשר מונפקות לקרנות הפנסיה בלבד, בהיקף של 30% מהחיסכון הפנסיוני. שיעור הריבית הניתן כיום על איגרות אלו הוא 4.86%, גבוה מהשיעור הממוצע בשוק לטווח ארוך. כיוון שהמדינה היא הנושאת בתשלומי הריבית, ריבית זו היא בגדר סובסידיה הניתנת על ידה לקרנות. במסגרת נייר זה בחרו חברי הצוות לדון באופן ההקצאה הנוכחי של איגרות החוב המיועדות במטרה להגיע להקצאה יעילה יותר שתמקסם את היתרונות של איגרות אלו.

- חברי הצוות בחנו ארבע חלופות, תוך שהם מציעים לבחון הקצאת איגרות חוב מיועדות לכלל המכשירים הפנסיוניים לקצבה: קרן פנסיה, ביטוח חיים וקופת גמל.
- חברי הצוות מציעים לבחון את האפשרות להגדיל את היקפן של איגרות החוב המיועדות על ידי הורדת התשואה המובטחת כך שהעלות התקציבית של הממשלה לא תושפע.
 - להרחבה זו צפויות השפעות על שוק ההון ועל דרכי המימון של הממשלה, אך אלה לא נבדקו במסגרת הנייר.
 - בפרט יש לוודא שמהלך זה לא יביא להגדלה במצבת ההנפקות וגיובי החוב של המדינה מעבר לחוב הדרוש לה לצורכי מימון הגירעון, כפי שהוא נקבע בכללים הפיסקליים, ולפגיעה במדיניות ניהול החוב של המדינה.
 - יש לוודא כי הגדלת שוק איגרות החוב הלא סחירות לא תפגע פגיעה קשה בשוק איגרות החוב הסחירות, בניזילות וברמת הסחירות.

להלן החלופות שנבחנו:

- **חלופות א ו-ב** מציעות להקצות את איגרות החוב המיועדות לפי גיל החוסך כך שיגדיל את הוודאות לקראת גיל הפנסיה ובמהלכו.
 - **חלופה א** מציעה להקצות את איגרות החוב המיועדות החל מגיל 60 בהיקף של 55% ובשיעור תשואה ריאלי של 4.86%.
 - **חלופה ב** מציעה להקצות את איגרות החוב המיועדות החל מגיל 40, במודל מדורג, בשיעור תשואה מופחת של 4.2%, כך שהיקף האיגרות יעלה עם גילו של החוסך.
 - **חלופות ג ו-ד** מציעות להקצות 70% איגרות חוב מיועדות עד תקרת הכנסה כך שיווצר רובד פנסיוני בסיסי חדש, בין הרובד של הביטוח הלאומי לרובד המושקע בשוק החופשי.
 - **חלופה ג** מגבילה את הקצאת איגרות החוב המיועדות עד תקרת הכנסה של 1,500 ש"ח, בתשואה ריאלית של 4.86%.
 - **חלופה ד** מגבילה את הקצאת איגרות החוב המיועדות עד תקרת הכנסה של 3,000 ש"ח, בתשואה ריאלית של 4.0%.
- בנייר מוצגת סימולציה המשווה בין החלופות בהינתן שלוש רמות שכר – 4,000, 8,000 ו-16,000 ש"ח.

- ניתוח התוצאות מעלה כי להגדלת היקפן של איגרות החוב המיועדות על חשבון הקטנת התשואה המובטחת יש השפעה חיובית על הקטנת רמת התנודתיות והגדלת התשואה של החיסכון הפנסיוני (בהנחות התשואה של הסימולציה).
- **נמצא כי חלופה ד עדיפה לרמות שכר בינוניות ומטה, ואילו חלופה ב עדיפה לרמות שכר בינוניות ומעלה.**
 - הסימולציה בחנה את החלופות ביחס לתקופה שעד גיל הפרישה, ולכן יתרון של חלופות א ו-ב – שבהן ניתן דגש על יציבות הקצבה במהלך הפנסיה עצמה – לא בא לידי ביטוי בהשוואה.
 - לא נבחנו השפעות הרחבת היקפן של איגרות החוב המיועדות על דרכי המימון של הממשלה ושוק ההון.
- לנוכח דברים אלו, חברי הצוות לא הגיעו להסכמה בדבר חלופה מומלצת. כמה מחברי הצוות תמכו בחלופה ד, אחרים בחלופה ב, והיתר סברו כי בשל המגבלות שצוינו לעיל לא נכון לגבש המלצה כלשהי בשלב זה.

ב. המודל החכ"ם (חיסכון כספי מותאם)

- המודל החכ"ם מציע שרמת הסיכון בהשקעה של החיסכון הפנסיוני תושפע מגילו של החוסך כך שרמת הסיכון תקטן ככל שהחוסך מתקרב לגיל הפרישה. באופן זה יוכל חוסך צעיר בעל אופק חיסכון ארוך להשקיע במוצרים שיש להם רמת סיכון גבוהה ופוטנציאל תשואה גבוה, ואילו חוסך בעל אופק השקעה קצר ישקיע במוצרים סולידיים ויימנע מתנודתיות בחיסכון הפנסיוני.
- מעבודת הצוות עולה כי בהשוואה לתיק המנוהל ניהול סטטי, המודל החכ"ם מאפשר להקטין את רמת הסיכון של החוסך המבוגר בלי להקטין את התשואה (ואף להגדילה) ובלי להגדיל את רמת הסיכון הכולל של החיסכון.
- חברי הצוות מסתמכים גם על פרסומים של ארגון OECD, שתומך באימוץ אסטרטגיות מסוג זה, במיוחד במדינות שבהן נהוגות פנסיה מוגדרת הפרשות וחובת חיסכון בדומה למצב בישראל.
- לפיכך חברי הצוות תומכים בהפעלת המודל החכ"ם כמסלול בררת מחדל בחיסכון הפנסיוני בישראל.

ג. תפקידם הכפול של פיצויי הפיטורים

פיצויי הפיטורים הם פיצוי לאדם שפוטר מעבודתו ואמצעי שנועד לסייע לו לשמר רמת הכנסה בתקופת המעבר שבין עבודות. בד בבד כספים אלו מהווים מעל 30% מהחיסכון הפנסיוני. בשנים האחרונות אנו עדים למגמה הולכת וגוברת של חוסכים המושכים את כספי הפיצויים טרם הגיעם לגיל הפרישה. למגמה זו כמה סיבות, בכללן: שינויים בשוק העבודה ומעבר תדיר בין עבודות, קוצר ראייה של החוסכים ושינויי מיסוי המחייבים את העובד להחליט על עתיד כספי הפיצויים מיד לאחר שפוטר. חברי הצוות לא הגיעו להסכמה על דרך הטיפול בסוגיה זו, אך הסכימו ביניהם שיש לערוך שינויים מתאימים כך שיעקר כספי הפיצויים יופנה לחיסכון בגיל הפרישה.

2. מערכת הפנסיה בישראל

פרק זה סוקר את השינויים והמגמות במערכות הפנסיה בישראל בשני העשורים האחרונים. במרכזם של השינויים והמגמות עומדים המעבר מפנסיה מוגדרת זכויות לפנסיה מוגדרת הפרשות וסימני השאלה שהתעוררו בעקבות המשבר הכלכלי העולמי ב-2008 וסביבת הריבית הנמוכה.

2.1 רפורמות במערכת הפנסיה בישראל

מקובל לחלק את החיסכון לגיל פרישה בישראל לשלושה רבדים. **הרובד הראשון** הוא רובד הפנסיה של הביטוח הלאומי, והוא נועד להבטיח הכנסה בסיסית לקשישים. רובד זה מורכב מקצבת זקנה אוניברסלית – אשר לה זכאי כל תושב ישראל המבוטח בביטוח זקנה ואשר הגיע לגיל המזכה¹ – ומקצבה של השלמת הכנסה הכפופה למבחן הכנסה (אוכלוסיית מקבלי קצבת השלמת הכנסה מונה בקירוב 200,000 איש).² נכון לשנת 2012 עומדת קצבת הזקנה הבסיסית ליחיד על 1,481 ש"ח לחודש ועל 2,226 ש"ח לזוג. בתוספת ותק תגיע קצבת הזקנה ליחיד עד ל-2,221 ש"ח לחודש.³ קצבת זקנה עם השלמת הכנסה תגיע עד ל-2,714 ש"ח ליחיד ו-4,031 ש"ח לזוג.⁴

הרובד השני כולל את סוגי החיסכון הפנסיוני השונים, פנסיה תקציבית, קרנות פנסיה, קופות גמל לקצבה שהן קופות ביטוח (ביטוח מנהלים קצבתי), קופות גמל לתגמולים וקופות גמל אישיות לפיצויים. רובד זה מתחלק לשני סוגים: חיסכון צובר "מוגדר הפרשות" (DC),⁵ שאליו משתייכים רוב אפיקי החיסכון החדשים, וחסכון "מוגדר זכויות" (DB),⁶ כדוגמת קרנות הפנסיה הוותיקות והפנסיה התקציבית אשר ככלל לא מקבלות מבוטחים חדשים. (אף שקרנות הפנסיה הוותיקות מוגדרות זכויות, מתקיים בהן איזון אקטוארי, ולכן יכולה להיות הפחתת זכויות.)

הרובד השלישי הוא החיסכון הפרטי, והוא נקבע באופן עצמאי על ידי האזרח.

המעבר מפנסיה מוגדרת זכויות לפנסיה מוגדרת הפרשות עמד במרכזן של רפורמות מקיפות במערכת הפנסיה של ישראל (ובמשקים רבים בעולם) בשני העשורים האחרונים. רפורמות אלו הביאו לשינויים מרחיקי לכת במבנה החיסכון ארוך הטווח של אזרחי המדינה. ניתן לומר כי מערכת הפנסיה עברה ממערכת המווסתת בעיקרה על ידי הממשלה לכזו הפועלת בעיקר בשוק החופשי

- 1 גיל זכאות מותנה במבחן הכנסות או בגיל זכאות מוחלט ללא מבחן הכנסות.
- 2 מבוטח בביטוח זקנה: תושב ישראל מגיל 18 ומעלה ומי שעלה לארץ לפני גיל 60-62 (תלוי בשנת העלייה). מי שעלה בגיל מאוחר יותר עשוי להיות זכאי לגמלת זקנה מיוחדת על חשבון משרד האוצר. זכאיות גם עקרות בית נשואות שאין להן ותק ביטוחי ואוכלוסיות נוספות שמקבלות את הקצבה שלא במסגרת החוק (כדוגמת עולים שלא צברו ותק ביטוחי).
- 3 קצבה בסיסית: מגיל הזכאות לקצבה ועד גיל 80, ללא תוספת ותק. מגיל 80 עולה הקצבה הבסיסית ליחיד ל-1,565 ש"ח ולזוג ל-2,310 ש"ח. אם שני בני הזוג, כל אחד בנפרד, מתאימים לתנאי הזכאות לקצבת זקנה, יקבל כל אחד מהם קצבה ליחיד. שיעור תוספת ותק הוא 2% מן הקצבה תמורת כל שנת ביטוח מלאה שלאחר 10 שנות הביטוח הראשונות, עד תוספת מרבית של 50%.
- 4 גובה הקצבה עד גיל 70. גובה הקצבה עולה בין גיל 70 לגיל 80 ומעל גיל 80.
- 5 Defined Contribution: בשיטה זו קצבת הפנסיה המשולמת לעמית מחושבת על פי הצבירה הכספית בחשבונות והתשואה של הקרן ומומרת לפי מקדם המתאים אקטוארית לעמית.
- 6 Defined Benefits: על פי שיטה זו, קצבת הפנסיה מחושבת לעמית לפי שיעור ממשכורתו הקובעת (שיעור שנקבע מראש), ללא קשר ישיר לסכומים שנצברו במהלך כל תקופת החיסכון והתשואה שהושגה עליהם.

ומפוקחת על ידי הממשלה (אחדות וספיבק, 2010). שני גורמים מרכזיים הובילו לשינוי זה: (א) הרצון לשמור על איתנות החיסכון של האוכלוסייה. ב-1995 היו מערכות הפנסיה בישראל בגירעונות אקטואריים, והרפורמות שהונהגו עד 2003 נועדו לצמצם את הגירעונות ולהביא לאיתנות פיננסית של קרנות הפנסיה. מדובר בגירעונות שהיו ידועים מאז שנות השבעים, אך לא טופלו בשל חילוקי דעות במערכת הפוליטית, הנפוצות בתכניות "מוגדרות זכויות" ברחבי העולם ונובעות מכך שלשום ממשלה אין מוטיבציה לצמצם זכויות לחוסכים. (ב) שינוי באידאולוגיה, מעבר של המשק הישראלי לכלכלת שוק (המשך לתכנית הייצוב של 1985) וצמצום מעורבותה של הממשלה.

ראשיתן של הרפורמות ב-1995, בהחלטת הממשלה לסגור את קרנות הפנסיה (הוותיקות) שהיו מוגדרות זכויות (DB) בפני מצטרפים חדשים, ובהקמת קרנות פנסיה חדשות מוגדרות הפרשות (DC). בשנת 1999 החליטה הממשלה על סגירת הפנסיה התקציבית⁷ בפני עובדי מדינה חדשים, החלטה שהוחלה בהדרגה על מגזרי עובדים שונים. ב-2003 – לנוכח הגירעונות האקטואריים של כמה מקרנות הפנסיה הוותיקות – הוחלה עליהן תכנית הבראה. במסגרת התכנית ניתן לקרנות סיוע ממשלתי נרחב שנועד לאפשר להן להעניק לעמיתים בקרנות זכויות פנסיה גבוהות מן הזכויות שהיה ביכולתן לספק בשל הגירעונות האקטואריים. כמו כן החל בקרנות תהליך הדרגתי להורדת משקלן של איגרות החוב המיועדות (איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות, צמודות מדד, אשר נושאות ריבית קבועה גבוהה יחסית לריבית השוק של איגרות חוב סחירות) מסך השקעות של 93% ל-30%. (נכון להיום משקלן בקרנות הוותיקות הוא כ-45%). ב-2004 – כחלק מהתמודדות עם העלייה המהירה בתוחלת החיים – החל תהליך הדרגתי של העלאת גיל הפרישה לגברים ולנשים. ב-2005 עברה רפורמת בכר במטרה להגביר את התחרותיות בשוק ההון, לצמצם את הריכוזיות וניגודי העניינים בענף ולהרחיב את הפיקוח והבקרה על הגופים השולטים בו. במסגרת הרפורמה עברו קופות הגמל מהבנקים לבתי השקעות וחברות הביטוח. ב-2008 נכנסו לתוקף צו ההרחבה לפנסיית חובה לכלל השכירים במשק וחוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ח-2008 (להלן: תיקון מס' 3). צו ההרחבה מחייב את כלל השכירים והמעסיקים במשק בהפקדות חודשיות לחיסכון פנסיוני, על פי שיעורים קבועים מראש ועד גובה השכר הממוצע במשק.⁸ בתיקון מס' 3 נקבע כי משנת 2008 ניתן יהיה לחסוך חיסכון פנסיוני רק בקופת גמל לקצבה וכי יהיו שני סוגים של קופות גמל לקצבה: קופת גמל משלמת לקצבה וקופת גמל לא משלמת לקצבה.⁹ עוד נקבע כי בקופת גמל משלמת לקצבה ניתן יהיה לבצע משיכת כספים באמצעות היוון חלק מהקצבה לסכום חד-פעמי, ובלבד שסכום הקצבה החודשי שיוותר בידו של עמית לאחר ביצוע היוון הקצבה יעמוד על סך של 3,850 ש"ח.¹⁰ משמעות התיקון האמור היא שינוי סכום מסוים מתוך

7 פנסיה המשולמת מתקציבו השוטף של המוסד המעסיק. זכויות העובד מוגדרת מראש, בדרך כלל כתלות בגובה שכר, ותק ואחוזי משרה. הפנסיה התקציבית הייתה נהוגה בקרב עובדי מדינה, צה"ל, חברת חשמל וגופים ציבוריים נוספים.

8 שיעור ההפקדות נקבע במתווה מדורג שצפוי להסתיים ב-2014. בסופו יגיעו סך ההפקדות ל-17.5% : 5.5% הפרשות עובד, 6% הפרשות מעביד ו-6% הפרשות המעביד לפיצויים (במסגרת ההסכם החדש שנקבע ב-6.3.2011).

9 לעניין זה גם קרנות פנסיה וביטוחי חיים נחשבים קופות גמל. **קופת גמל משלמת לקצבה**: משלמת במישרין קצבה לעמיתיה הזכאים. **קופת גמל לא משלמת לקצבה**: אינה משלמת כספים בדרך של קצבה, ועל כן לא ניתן למשוך ממנה במישרין כספים שהופקדו בה, למעט בתנאים מסוימים, אלא באמצעות העברתם לקופת גמל משלמת לקצבה.

10 הסכום האמור הוא במונחי ינואר 2008 ומתעדכן אחת לשנה לפי שינוי מדד המחירים לצרכן באותה שנה.

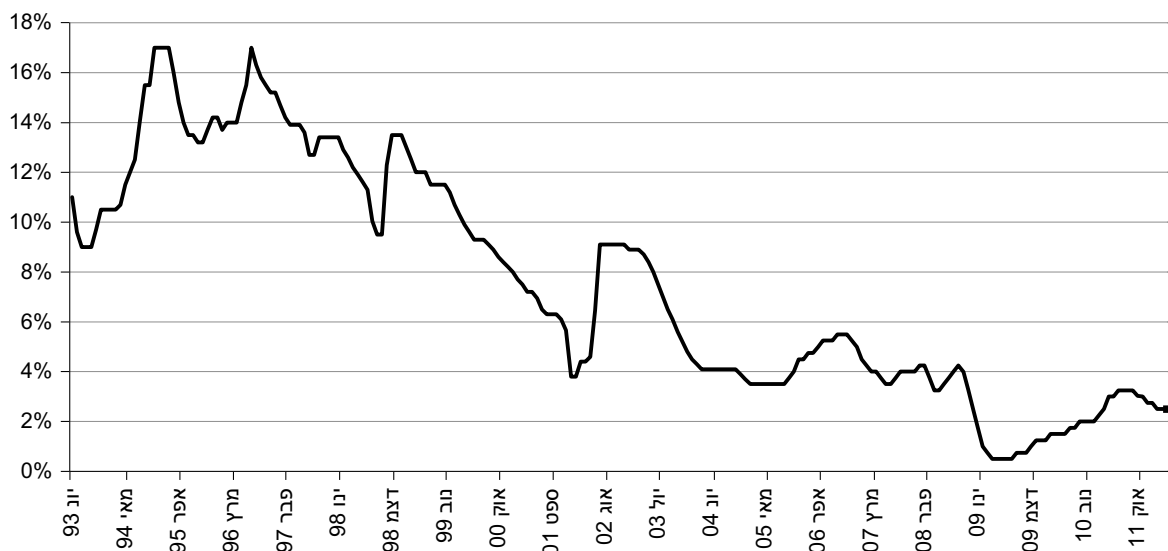
החיסכון הפנסיוני שצבר העמית שהוא מחויב לקבל כקצבה, וכספים שצבורים לזכותו מעבר לסכום זה יהיה רשאי העמית למשכם כקצבה או כסכום חד־פעמי, לפי בחירתו.

2.2. המשבר הכלכלי, שער הריבית והסיכונים במערכת הפנסיה

במקביל לרפורמה במערכת הפנסיה ובאופן בלתי תלוי החל תהליך של ירידת שער הריבית ואתו ירידה על התשואה של נכסים "חסרי סיכון" כגון איגרות חוב ממשלתיות. שער הריבית הנומינלי של בנק ישראל הורד מרמה של 10%-15% בשנות התשעים לרמה של 4%-5% במרבית העשור הקודם (תרשים 1).

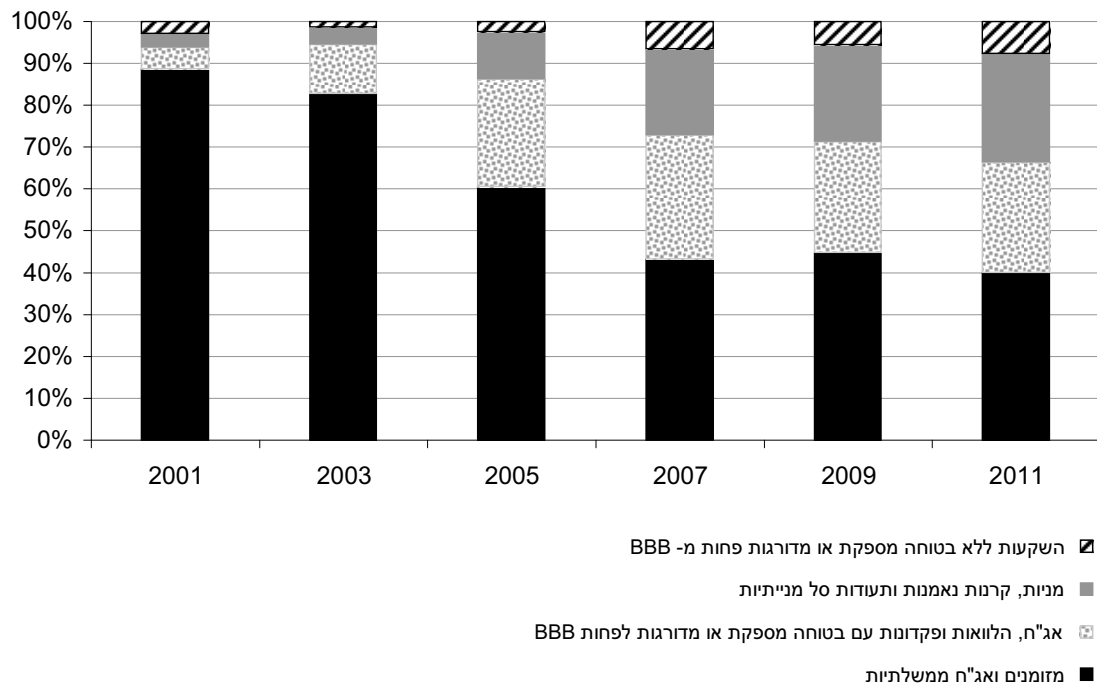
לצד ירידה זו, יחד עם שינויים מבניים בשוק ההון הישראלי והקטנת היקפן של איגרות החוב המיועדות בעקבות הרפורמה של שנת 2003, החלו קרנות הפנסיה להגדיל את ההשקעה במניות ובאיגרות חוב קונצרניות. בשנים 2000-2011 ירד סך ההשקעה של קרנות הפנסיה החדשות במזומנים ובאיגרות חוב ממשלתיות מ-90.5% ל-40% בממוצע. איגרות החוב המיועדות ירדו מ-66.3% מסך הנכסים ל-30% בתהליך הדרגתי שנמשך עד 2007. משקלן של המניות מסך הנכסים עלה מ-2.9% ל-25.9%, ומשקלן של איגרות חוב מדורגות, הלוואות ופיקדונות עם בטוחה מספקת עלה באותן שנים מ-4% ל-26.4% בממוצע (תרשים 2).

תרשים 1: ריבית בנק ישראל המוצהרת הנומינלית, 1993-2012



מקור: בנק ישראל, ריביות בנק ישראל.

תרשים 2: קרנות הפנסיה החדשות, חלוקת נכסים לפי רמת סיכון, 2011-2001



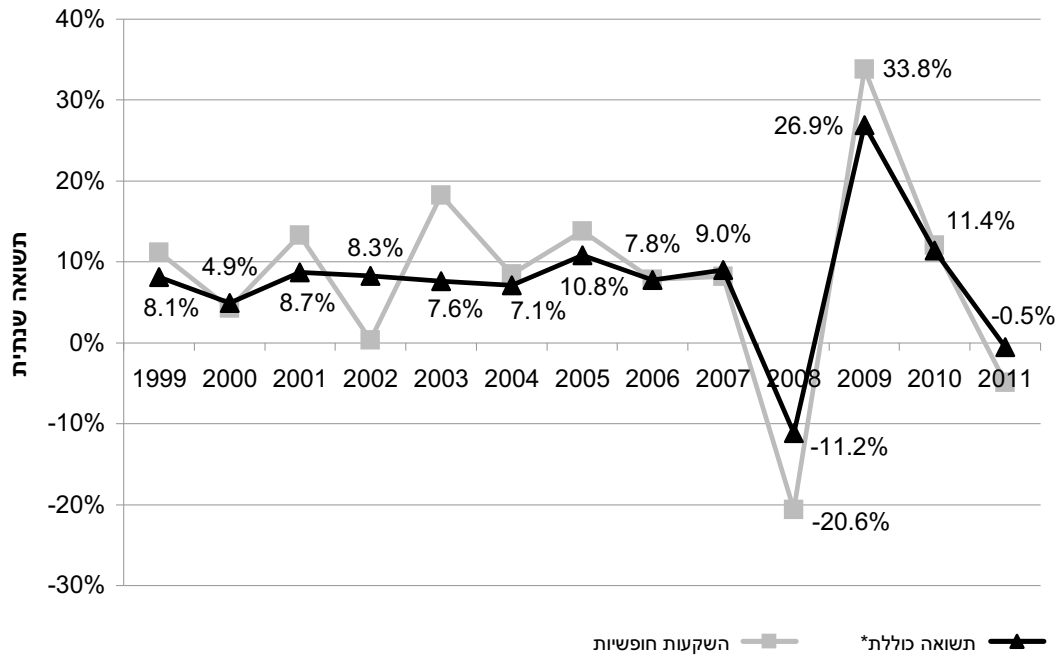
מקור: עיבוד המחברים לנתונים מאתר פנסיה-נט, משרד האוצר.

עד המשבר הפיננסי ב-2008 שמר שוק ההון על יציבות יחסית, עם תשואות גבוהות ורמת תנודתיות נמוכה. מדד ת"א 100 עלה מרמה של 534 נקודות בתחילת 2004 לרמה של 1,154 נקודות בסוף 2007 (תשואה נומינלית ממוצעת של מעל 20% בשנה),¹¹ וקרנות הפנסיה החדשות השיגו תשואה נומינלית ממוצעת של 7%-11% בשנה. ואולם בספטמבר 2008 פרץ המשבר הפיננסי העולמי, הפיל את שוקי ההון והביא לירידה חדה בשערי הריביות בארץ ובעולם. בתוך שישה חודשים בלבד הוריד בנק ישראל את שער הריבית מ-4.25% לשפל היסטורי של 0.5% (תרשים 1), והחסכונות בקרנות הפנסיה, ביטוחי החיים וקופות הגמל הפסידו בין 10% ל-30% מערכם (תרשים 3). באותה שנה הפסידו קרנות הפנסיה 20.6% בממוצע על השקעות חופשיות ו-11.2% בסך הכול. ב-2009 וב-2010 זינקו התשואות בחזרה ל-26.9% ו-11.4% (בהתאמה), וב-2011 נפלו שוב לרמה שלילית של 0.5%. בסך הכול מ-2007 ועד היום השיגו קרנות הפנסיה החדשות תשואה נומינלית ממוצעת של 6.5% בשנה, למרות רמת התנודתיות הגבוהה (תרשים 3).

שערי הריבית בארץ ובעולם נותרו נמוכים עד היום. נכון למאי 2012 עומדת ריבית בנק ישראל על 2.5%, ושערי הריבית העולמיים נותרו ברמה הנמוכה מ-1%. סביבת ריבית נמוכה לאורך זמן תקשה על קרנות הפנסיה להשיג תשואות גבוהות לחיסכון הפנסיוני, ולכן תחייב את החוסכים להגדיל את ההפקדות לחיסכון, להאריך את שנות העבודה או להגדיל את הסיכון בהשקעה כדי להגיע לחיסכון נתון.

11 ב-2003 תיקן מדד ת"א 100 את מרבית הירידות שנגרמו מהמשבר הכלכלי בשנים 2000-2002 ועלה משפל של 318 נקודות בתחילת השנה ל-534 נקודות בסופה: תשואה של כ-68%.

תרשים 3: קרנות הפנסיה החדשות, תשואה נומינלית ממוצעת על השקעות חופשיות ותשואה כוללת, 1999-2011¹²



מקור: עיבוד המחברים לנתונים מאתר פנסיה־נט, משרד האוצר.

תהליכים אלו הביאו את חברי הצוות לדון בתכניות ובחלופות שמטרתן להגדיל את רמת הוודאות ולהקטין את רמת התנודתיות של החיסכון הפנסיוני, מתוך שמירה על מסגרת התקציב הקיימת ופגיעה מינימלית בנזילות ובסחירות של שוק ההון. בקרב חברי הצוות היה מי שקרא לערוך שינויים מקיפים במערכת הפנסיה, הן ברובד הראשון והן ברובד השני, על ידי הגדלת מעורבותה הישירה של הממשלה, שינוי במבנה הטבות המס וכדומה. אולם לבסוף בחרו חברי הצוות להתמקד **בחלופות חלופות** שאינן פורצות את מסגרת התקציב של הממשלה ואשר שואפות לשפר את השיטה הקיימת. ראשית, משום שמערכת של "הפקדות מוגדרות" נחשבת היום מיטבית מבחינת היכולת האקטוארית של קרנות הפנסיה לשמור על יציבות כלכלית, ללא קשר לרמת המעורבות של הממשלה; ושנית, אין היום די ניסיון וממצאים כדי לשנות את השיטה החדשה, שעדיין לא הגיעה לידי מיצוי.

- **חלופות א ו-ב** מציעות להקצות את איגרות החוב המיועדות לפי גיל ובאופן זה להגדיל את הוודאות לקראת גיל הפנסיה ובמהלכו.
- **חלופות ג ו-ד** מציעות להגביל את ההקצאה של איגרות החוב המיועדות בהתאם לתקרת הכנסה כך שייווצר רובד פנסיוני בסיסי מובטח.

חברי הצוות דנו במודל החכ"ם (חיסכון כספי מותאם) כאמצעי נוסף להקטנת רמת התנודתיות והסיכון לקראת הפרישה וכתכנית משלימה לשתי החלופות. התקיים גם דיון בסתירה בתפקידם הכפול של פיצויי הפיטורים – כפיצויי פיטורים בתקופת מעבר בין עבודות וכחיסכון פנסיוני.

12 תשואה כוללת: השקעות חופשיות, אג"ח מיועדות, מזומנים ותשואה דמוגרפית.

3. אג"ח מיועדות: הגנה על כספי החוסכים

פרק זה דן באופן ההקצאה של איגרות החוב המיועדות ובהיקפן במסלולי הפנסיה החדשים. חברי הצוות בוחנים ארבע חלופות לשינוי דרך ההקצאה הנוכחית של איגרות החוב המיועדות ומציעים לבחון את הגדלת היקף האיגרות המונפקות על ידי המדינה בלי להגדיל את ההתחייבויות התקציביות. הם מציעים לעשות זאת באמצעות הקטנת התשואה המובטחת.

3.1. רקע

איגרות חוב מיועדות הן איגרות חוב ממשלתיות לא סחירות צמודות מדד ובריבית קבועה המונפקות על ידי המדינה לקרנות הפנסיה. כיוון שהמדינה היא הנושאת בתשלומי הריבית, הרי בתקופות שבהן ריבית השוק נמוכה מהריבית באיגרות אלו, ריבית זו היא בגדר סובסידיה שהמדינה נותנת לקרנות. בעבר הונפקו איגרות חוב מיועדות לקרנות פנסיה, לקופות גמל לתגמולים ולביטוחי חיים אשר שימשו לחיסכון לגיל פרישה. אולם ב-1986 החליטה הממשלה על הנהגת רפורמה בשוק ההון כדי לשכלל את מנגנוני הקצאת ההון במשק, ומתוך צמצום מעורבות הממשלה בשוק ההון והפניית עיקר כספי החיסכון למימון השקעות במשק. בעקבות זה הוחלט על הפסקת הנפקת איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל לתגמולים, אשר מאותה עת ואילך חויבו להשקיע את יתרת הצבירה בהן בשוק החופשי על פי הכללים שנקבעו. ב-1990 הופחתה הריבית על איגרות חוב מיועדות אשר הונפקו לתכניות ביטוח חיים מ-6.2% ל-4%. בד בבד הופחתה הריבית הריאלית של איגרות חוב מיועדות מסוג "מירון" שהונפקו לקרנות הפנסיה (הוותיקות) – מ-6% ל-5.57% לשנה. ב-1992 הופסקה הנפקת איגרות חוב מיועדות עבור תכניות לביטוח חיים חדשות ונמשכה הנפקתן רק עבור קרנות פנסיה.¹³

ב-1995 – בעקבות הגירעונות האקטואריים של קרנות הפנסיה (הוותיקות) – החליטה הממשלה על סגירת קרנות אלו בפני עמיתים חדשים (החלטת ממשלה מס' 5156 מיום 29.3.2005). בין היתר נקבע שקרנות אלו יוסיפו ליהנות מאיגרות חוב מיועדות מסוג "מירון" עד לגיבוש תכנית הבראה. כן נקבע שתוקמנה קרנות פנסיה חדשות, שלהן יונפקו איגרות חוב מיועדות בהיקף קטן יותר ובשיעור ריבית נמוך יותר מזה שהונפק לקרנות הוותיקות. החלטת הממשלה עוגנה בתיקון שנעשה לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל, התשכ"ד-1964). לפי התיקון יושקעו 70% מן הצבירה נטו מדמי הגמולים של העמיתים בקרנות הפנסיה החדשות באיגרות חוב מיועדות מסוג "ערד", אשר נושאות ריבית ריאלית שנתית אפקטיבית בשיעור של 5.05%. 30% הנותרים יושקעו בשוק ההון, לפי כללי השקעה מחייבים שנקבעו בדין.¹⁴

בהמשך להחלטת הממשלה מ-1995 ובמקביל לגיבוש הסדר הבראה בקרנות הפנסיה הוותיקות החליטה הממשלה בשנת 2003 על שינוי מדיניותה בהנפקת איגרות מיועדות לקרנות

13 לפוליסות ביטוח שהוצאו עד שנת 1992 הותר להמשיך ולהשקיע באיגרות חוב מיועדות, עד שתסתיים התחייבות המבטחים בגינן.

14 החלטת הממשלה קבעה גם שבקרנות החדשות יוגבלו איגרות החוב המיועדות לתקרת שכר בגובה פעמיים השכר הממוצע במשק – בניגוד לשכר המבוטח בקרנות הפנסיה הוותיקות, שלא היה מוגבל בתקרה כלשהי.

הפנסיה הוותיקות והחדשות כאחד (החלטת הממשלה מס' 92 מיום 25.03.2003). בין היתר הוחלט על הפסקת ההנפקה של איגרות חוב מיועדות מסוג "מירון" לקרנות פנסיה ותיקות אשר סבלו מגירעונות אקטואריים (הקרנות שבהסדר). אבל במסגרת הדיונים בוועדת הכספים של הכנסת על הרפורמה בקרנות הפנסיה הועלה חשש מתנודתיות חדה בתשואה בעקבות הפסקת הנפקת איגרות החוב לקרנות שבהסדר. לכן הוחלט לבסוף על הנפקת איגרות חוב מיועדות מסוג "ערד" בהיקף של 30% מנכסי הקרנות החדשות והוותיקות ובריבית ריאלית שנתית אפקטיבית בשיעור של 4.86% (היינו, איגרות החוב מסוג "ערד" יונפקו במחיר מלא וללא ניכיון).¹⁵

לאיגרות חוב מיועדות יש יתרון על פני כלים פיננסיים אחרים ומכאן חשיבותן לקרנות הפנסיה. איגרות אלו נושאות תשואה קבועה אשר אינה נתונה לתנודתיות של שוק ההון, הריבית קבועה גם בחידושה (לאחר פירעון), ואין בה סיכון (יחסית).¹⁶ כמו כן זהו כלי שמאפשר יציבות לחיסכון הפנסיוני, כאשר אינדיקציה על הפנסיה המיועדת היא חיונית בתכנון הפיננסי המשפחתי. עם זאת מנגנון הסבסוד באמצעות איגרות חוב מיועדות לוקה בכמה חסרונות (כמפורט להלן), ולכן החליטה הממשלה לצמצם את השימוש במכשיר זה:

- הנפקת איגרות חוב מיועדות מגבילה את הכלים המוניטריים העומדים לרשות הממשלה ואת יכולתה לגייס כספים בריבית השוק כמקובל בעולם (לדוגמה: על ידי הנפקת איגרות חוב בריבית שקלית לא צמודה). יתר על כן, איגרות אלו מגויסות בהכרח בשוק המקומי, לכן הנפקתן מגבילה את יכולתה של הממשלה לגייס חוב מחוץ לישראל.
- היקף הנכסים של מוצרי החיסכון הפנסיוני גדל בקצב מהיר. לכן הנפקת איגרות חוב מיועדות בשיעור גדול למוצרים אלו מחייבת את הממשלה לגייס סכומי כסף גדלים והולכים לטווח ארוך, אף אם אין לה צורך בכך.
- איגרות החוב המיועדות מסובסדות על ידי המדינה ועלותן התקציבית עשויה להגיע למאות מיליוני ש"ח בשנה, ואף למעלה מזה.

יתרה מזו, הקטנת היקף ההנפקה של איגרות החוב המיועדות אפשרה לשכלל את שוק ההון הישראלי, תוך הפניית המשקיעים המוסדיים הגדולים, ובראשם קרנות הפנסיה, לשוק זה ואפשרה לחוסכים להשיג תשואות גבוהות יותר עבור החיסכון הפנסיוני. מטרת מדיניות זו הייתה לעודד את הפעילות העסקית במשק ולסייע בכך להעלות את המשק על פסים של צמיחה, התייעלות בהקצאת מקורות וצמצום מעורבות ממשלתית בשוק ההון. כמו כן, הנפקת מספר גדול יותר של איגרות חוב מיועדות עשויה אף להקטין את הביקושים בשוק ההון.¹⁷

כאמור, כללי ההשקעה של כספי החיסכון הפנסיוני מבחינים בין קרנות הפנסיה לבין קופות הגמל וביטוחי החיים (ביטוחי מנהלים) וקובעים כי רק קרנות פנסיה מקיפות ישקיעו 30% מנכסיהן באיגרות חוב מיועדות מסוג "ערד" (המניבות תשואה אפקטיבית גבוהה ביחס לשוק בשיעור שנתי

15 בעקבות החלטה זו הותקנו ביום 4.8.2003 תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ג-2003. בתקנה 41ב(ב) לתקנות עוגן התיקון שעליו החליטה הממשלה, בשינויים שעליהם הודיעה הממשלה לכנסת.

16 איננו מתייחסים לנושא הסבירות מפני שממילא האיגרת מוערכת בערך הוגן, במקביל לשערוך ההתחייבויות. בקרב חברי הצוות היה מי שסבר שאג"ח מיועד הוא מכשיר לא לגיטימי למעורבות ממשלתית בחיסכון הפנסיוני.

17 ראו למשל את עבודתם של י" אלאשווילי, צ' וינר, ד' יריב, ומ' סוקולר, **חווה להבטחת תשואת רצפה לקופות פנסיה תוך כדי הפנייתן להשקעות בשוק ההון**, בנק ישראל, סדרת מאמרים לדיון, 2000.

של 4.86%). אולם לנוכח תיקון מס' 3 לחוק קופות גמל, מרבית חברי הצוות מסכימים כי בעולם תחרותי שבו כל מוצרי החיסכון הפנסיוניים אמורים להיות תחליפיים, ואף שלא כל המוצרים כוללים תכנית ביטוח מקיפה, יש מקום לבחון הקצאת איגרות חוב מיועדות לכלל קופות הגמל לקצבה. עם זאת, לנוכח החסרונות הטמונים בהנפקת איגרות חוב מיועדות כמפורט לעיל, מוסכם על מרבית חברי הצוות שאין מקום להגדיל את המסגרת התקציבית הכרוכה בהנפקת איגרות אלו ושיש לשקול את ההשפעות השונות שבהרחבת ההקצאה על המשק.¹⁸ יתר על כן, בהיתן היקף ההנפקה הנוכחי של איגרות אלו, חלוקתן לכלל המכשירים תקטין את שיעור ההשקעה האפשרי באפיק זה מ-30% לכ-15% בלבד.¹⁹ לפיכך כמה מחברי הצוות מציעים לבחון אפשרות להגדיל את היקפן של איגרות החוב המיועדות על חשבון הקטנת התשואה המובטחת באופן שלא ישפיע על ההתחייבויות התקציביות של הממשלה. לשינוי זה תהיינה מן הסתם השלכות על התשואה של החיסכון (תיבדקנה להלן). בנוסף, כפי שהוזכר לעיל, להרחבת היקפן של איגרות החוב המיועדות צפויות גם השלכות על שוק הון ועל דרכי המימון של הממשלה, כגון הקטנת גמישותה של הממשלה בגיוס כספים, מספר איגרות החוב המיועדות עלול לעלות על צורכי הממשלה בטווח הארוך, פגיעה בסחירות ונזילות בשוק ההון. חברי הצוות חלוקים בעמדתם אשר למידת ההשפעה השלילית של צעד זה. כיוון שההשלכות לא נבדקו במסגרת עבודת הצוות, מומלץ שייבדקו על ידי משרד האוצר לפני שתתקבל הכרעה בנושא.

לנוכח דברים אלו בחרו חברי הצוות לבחון את אופן ההקצאה הנוכחי של איגרות החוב המיועדות במטרה להגיע להקצאה יעילה יותר שתאפשר להקטין את רמת התנודתיות של החיסכון הפנסיוני בלי להגדיל את היקף הסבסוד הממשלתי ותוך מזעור נזקים לשוק ההון. לשם כך נבחנו ארבע חלופות:

- **חלופות א-ב** מציעות להקטין את האי-ודאות לקראת גיל הפרישה ובמהלך קבלת קצבת הפנסיה. מוצע שהדבר ייעשה על ידי הקצאה של איגרות חוב מיועדות רק לחוסכים מבוגרים, באחוז גבוה מזה שניתן היום.
- **חלופות ג-ד** מציעות להגביל את ההקצאה של איגרות החוב המיועדות בהתאם לתקרת הכנסה כך שיווצר רובד פנסיוני בסיסי בעל תשואה מובטחת, נוסף על קצבת הזקנה של הביטוח הלאומי.

ארבע החלופות נבחנות בהנחה שאיגרות החוב המיועדות יוקצו לכלל המכשירים הפנסיוניים.

3.2. חלופות א-ב: הקצאת אג"ח מיועדות בהתאם לגיל החוסכים

חלופות אלו מבקשות להקטין את רמת התנודתיות של מקבלי קצבת הפנסיה בגיל הזכאות לקצבה. כאמור, במצב הנוכחי איגרות החוב המיועדות ניתנות לחוסכים בקרנות הפנסיה ללא תלות בגיל החוסך, גובה החיסכון או רמת הסיכון המתאימה לו. מצב דברים זה מביא לכך שחוסכים בגילאי ה-20 וה-30 לחייהם זוכים להגנה שווה לזו הניתנת למי שכבר מקבל קצבת זקנה, אף שמקבל הקצבה רגיש מאד לתנודתיות בקצבה והחוסך הצעיר רגיש פחות לתנודות בחיסכון. לכן חלופות אלו

18 בקרב חברי הצוות היה גם מי שסבר שיש להמשיך ולצמצם את המסגרת התקציבית הכרוכה בהנפקת אג"ח מיועדות.

19 הערכה ראשונית המתבססת על היחס בין סך ההפקדות לקרנות הפנסיה לסך ההפקדות לביטוחי החיים וקופות הגמל.

מציעות כי איגרות חוב מיועדות יוקצו לחוסכים מבוגרים ולמקבלי קצבאות בלבד, בשיעור גבוה מזה הניתן היום, כך שהקצבה בתקופת הזכאות תהיה פחות רגישה לשינויים ומשברים בשוק ההון ובשער הריבית.

להלן שתי החלופות שהועלו במסגרת הדיונים בין חברי הצוות:

- **חלופה א:** אג"ח מיועדות החל מגיל 60, בהיקף של 55% מסך הנכסים ובשיעור תשואה גבוה של 4.86%.
- **חלופה ב:** אג"ח מיועדות במודל מדורג ובשיעור תשואה נמוך של 4.2%.
 - גילאי 40-50: 10% מסך הנכסים.
 - גילאי 50-60: 30% מסך הנכסים.
 - גילאי 60-67: 50% מסך הנכסים.
 - גיל 67 והלאה: 70% מסך הנכסים.

3.3. חלופות ג-ד: הקצאת שיעור אג"ח גבוה לרובד חיסכון בסיסי

חלופות אלו מבקשות ליצור רובד חיסכון מובטח תשואה מעבר לרובד הראשון של הביטוח הלאומי, הרגיש במידה פחותה לתנודות בשער הריבית ובשוק ההון. כאמור, בהנחה שאיגרות החוב המיועדות יוקצו לכלל המכשירים הפנסיוניים, היקפן הנוכחי מאפשר לכסות רק כ-15% מסך ההשקעות במכשירים אלו, שיעור שאינו מהווה עוגן ממשי בהגנה על החוסכים מפני תנודות בשוק ההון ובשער הריבית. כמו כן, מכיוון שההקצאה יחסית, היא נותנת העדפה לבעלי הכנסות גבוהות, הנהנים מהיקף השקעה גבוה יותר של איגרות חוב מיועדות לעומת בעלי הכנסות נמוכות.²⁰

לכן חלופות אלו מציעות כי איגרות החוב המיועדות יוגבלו לתקרת הכנסה כך **שהחיסכון עד התקרה יזכה להשקעה בהיקף של 70%**. באופן זה ייווצר לכלל החוסכים במשק רובד פנסיוני בעל תשואה מובטחת ורמת תנודתיות נמוכה, שיהווה רובד ביניים בין רובד ראשון של הביטוח הלאומי לרובד שני של חיסכון בשוק החופשי. פעולה זו אף עשויה להקטין את דמי הניהול על רובד זה. יתר על כן, לחלופות אלו יש גם צדק בפן החלוקתי: חוסכים בעלי הכנסה נמוכה יהיו זכאים ליותר אג"ח מיועדות מזכאותם כיום, שכן הגדלת השיעור והקטנת התקרת מיטיבות עם בעלי הכנסה נמוכה. מאחר שההגנה ניתנת לכל תקופת החיסכון ולכלל החוסכים, רובד הקצבה שניתן להבטיח הוא רובד בסיסי.

להלן שתי החלופות שהועלו במסגרת דיוני הצוות:

- **חלופה ג:** תקרת הפקדה לרמת שכר של כ-1,500 ש"ח²¹ – שיעור תשואה גבוה (4.86%).
- **חלופה ד:** תקרת הפקדה לרמת שכר של כ-3,000 ש"ח²² – שיעור תשואה נמוך (4%).

20 איגרות החוב המיועדות מוגבלת ברמת שכר של עד פעמיים השכר הממוצע במשק – רמת שכר של עשירון תשיעי. עם זאת נשמעת הטענה שדווקא בעלי הכנסה גבוהה חשופים יותר לשיעורי תחלופה נמוכים, כלומר לירידה ברמת החיים בגיל הפרישה ולכן הם זקוקים להגנה זו יותר מבעלי הכנסות נמוכות.

21 גובה ההפקדה החודשית המרבית הוא כ-263 ש"ח. רמת השכר מחושבת לפי שיעור הפרשה של 17.5%.

22 גובה ההפקדה החודשית המרבית הוא כ-524 ש"ח. רמת השכר מחושבת לפי שיעור הפרשה של 17.5%.

3.4. דיון והשוואה בין החלופות

על מנת להשוות בין החלופות עשינו סימולציה שמפיקה התפלגות של הפנסיה הצפויה בגיל הפרישה. הסימולציה בוצעה עבור שלוש רמות שכר קבועות: 4,000, 8,000 ו-16,000 ש"ח. בכל רמת שכר השווינו בין ארבע החלופות לעיל **בתוספת חלופה חמישית, שלפיה איגרות החוב המיועדות מחולקות לכלל המכשירים הפנסיוניים בשיעור קבוע של 15%** (שלא כמו המצב היום שבו רק קרנות הפנסיה נהנות מאיגרות מיועדות בהיקף של 30%. ראו פרק 3.1). כדי לדמות את שוק הפנסיה נבנתה קרן פנסיה בעלת מבנה השקעות ממוצע לקיים בשוק. מאפייני החוסך שנבדק הם כדלקמן:

- החוסך בן 30 וחוסך עד גיל 67.
- דמי הניהול הם הממוצעים בשוק: 0.34% מהצבירה, 4.05% מההפקדות.
- שיעור ההפרשות לפנסיה הוא 18.33%.
- עלות הביטוח המובנה בקרן הפנסיה (מסלול בסיסי) עומדת על 15% מההפקדה בממוצע.
- החוסך אינו מושך את הפיצויים עד יום פרישתו.

ההנחות המלאות על המודל – בכלל זה רמות סיכון, הרכב תיק ההשקעות, תשואות צפויות וסטיית התקן – מפורטות בנספח. הסימולציה **לא** בחנה את ההשלכות של החלופות על יציבות הקצבה במהלך תקופת הפנסיה, אלא רק עד גיל הפרישה. לכן היתרון של חלופות **א-ב**, שבהן ניתן דגש על יציבות הקצבה במהלך הפנסיה עצמה, לא מובא לידי ביטוי בניתוח זה.

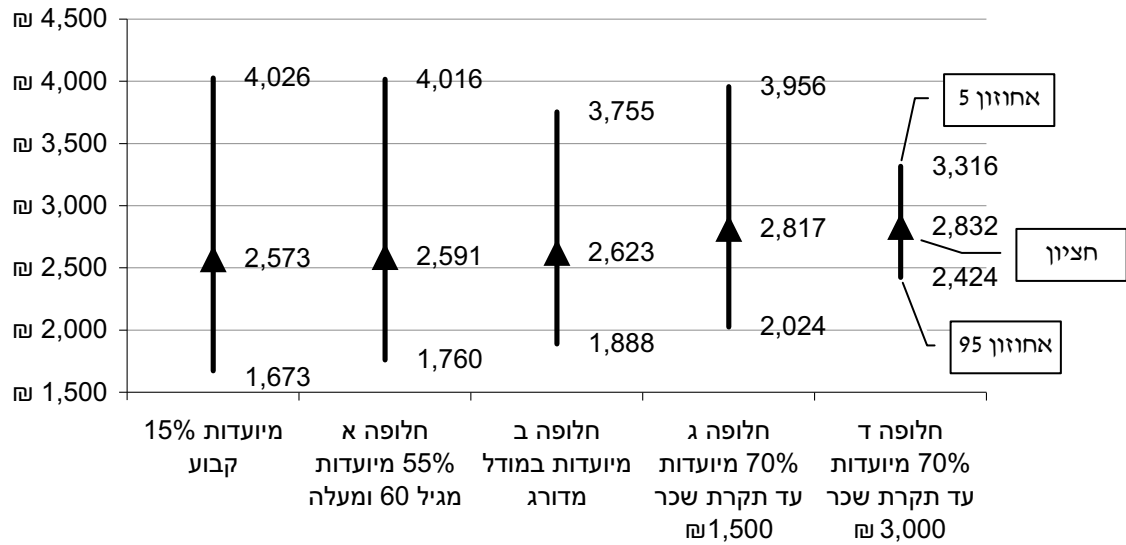
הצגת התוצאות

לשם הצגת התוצאות וניתוחן בחרנו שלושה אחוזונים:

- א. אחוזון 95 (רף תחתון): 95% מהמקרים יניבו פנסיה **גבוהה** ממנו. החלופה הטובה ביותר על פי מדד זה היא החלופה שנותנת את הרף הגבוה ביותר.
- ב. חציון (מסומן כמשולש): המרחק בין הרף התחתון (אחוזון 95) לחציון משקף את רמת התנודתיות והסיכון. לכן החלופה הטובה ביותר היא זו שתיתן את הפער הקטן ביותר ביניהם ואת החציון הגבוה ביותר.
- ג. אחוזון 5 (רף עליון): 5% מהמקרים יניבו פנסיה **גבוהה** ממנו. ככל שהפער בין החציון לרף העליון גדול יותר, הסיכוי לתשואה עודפת גדול יותר. לכן החלופה הטובה ביותר היא זו שתיתן את הרף הגבוה ביותר.

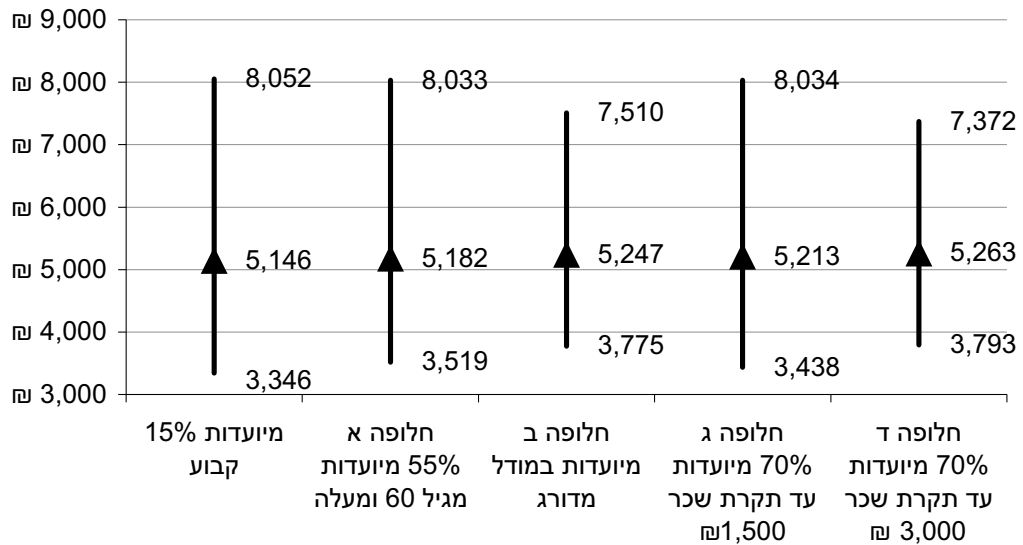
כל אחד מן התרשימים 4-6 משווה בין חמש החלופות שהוזכרו לעיל עבור רמת שכר אחת (4,000, 8,000, 16,000 ש"ח).

תרשים 4: תוצאות הסימולציה עבור שכר בגובה 4,000 ש"ח



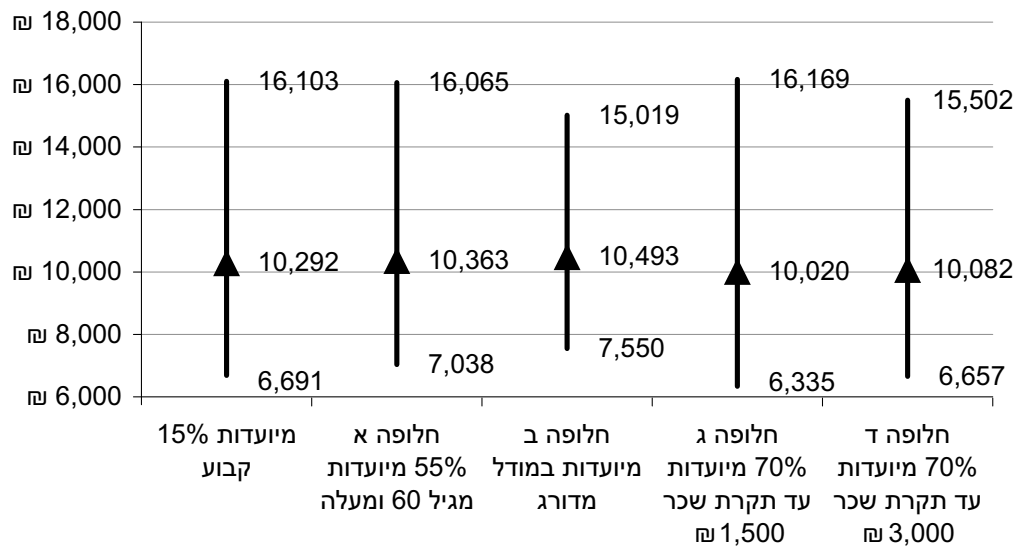
מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

תרשים 5: תוצאות הסימולציה עבור שכר בגובה 8,000 ש"ח



מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

תרשים 6: תוצאות הסימולציה עבור שכר בגובה 16,000 ש"ח

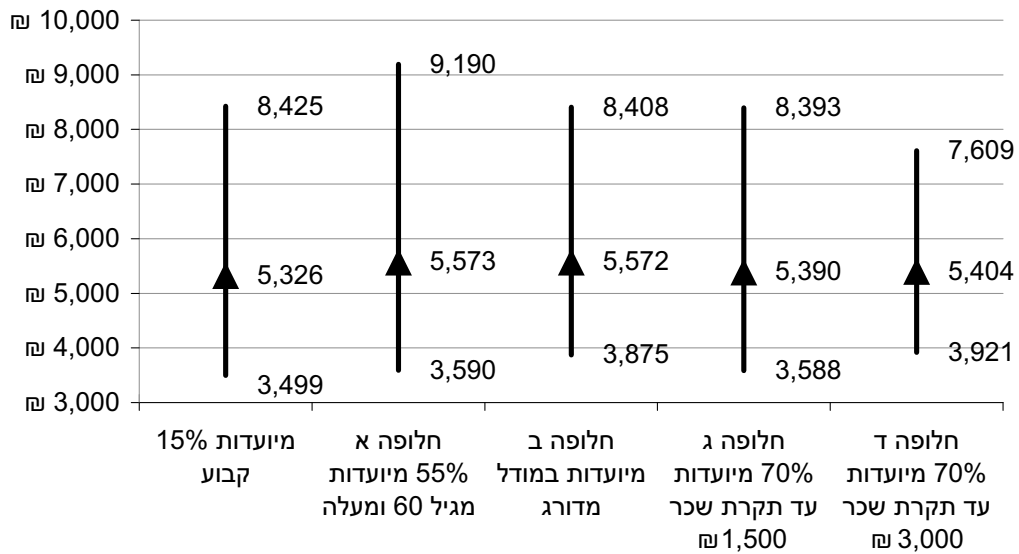


מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

תוצאות

ניתוח תוצאות הסימולציה מעלה כי ישנן שתי חלופות דומיננטיות: חלופה ב – המעניקה איגרות חוב מיועדות במודל מדורג ובתשואה נמוכה (4.2%); וחלופה ד – שבה החוסך נהנה מרובד חיסכון בסיסי עם איגרות חוב מיועדות בשיעור גבוה (70%) ובתשואה נמוכה (4%). הדומיננטיות של חלופות אלו מתבטאת בחציון גבוה וברמת סיכון נמוכה יחסית ליתר החלופות (ההפרש בין החציון לרף התחתון). חלופה ב עדיפה ברמת השכר הגבוהה (תרשים 6); חלופה ד עדיפה ברמת השכר הנמוכה (תרשים 4); ושתי החלופות שוות יחסית ברמת השכר הבינונית (תרשים 5). בניתוח המוצג לעיל מנוהל תיק ההשקעות החופשי בניהול סטטי (התיק שאינו מושקע באג"ח מיועדות). השוואת התוצאות כאשר תיק ההשקעות החופשי מנוהל באמצעות מודל השקעות חכ"ם, שבו רמת הסיכון בהשקעה פוחתת עם הגיל, מייצרת תוצאות דומות עם יתרון לחלופה ב ברמות השכר הבינוניות (תרשים 7. הסבר על המודל החכ"ם בפרק הבא).

תרשים 7: תוצאות הסימולציה עבור שכר בגובה 8,000 ש"ח ותיק השקעות חופשי המנוהל באמצעות מודל חכ"ם



מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

סיכום

- התוצאות המוצגות בפרק זה מייצרות תמונה שלפיה הגדלת היקף איגרות החוב המיועדות שהממשלה מספקת על חשבון הקטנת התשואה ותוך שמירה על מסגרת תקציבית משפרת את מצבם של מרבית החוסכים לפנסיה. תוצאה זו נובעת במידה רבה מסביבת הריבית הנמוכה ומהציפיות בשוק ההון שזו תיוותר נמוכה לפחות בטווח הבינוני (ועל פי הנחות הסימולציה).
- ביחס לתקופה שעד גיל הפרישה, **חלופה ד – שלפיה ניתן אחוז גבוה של איגרות חוב מיועדות עד תקרת שכר של כ-3,000 ש"ח – היא החלופה העדיפה לרמות שכר בינוניות ומטה, ואילו חלופה ב – המציעה להקצות את איגרות החוב לפי גיל, במודל מדורג – היא החלופה העדיפה לרמות שכר בינוניות ומעלה, הגם שהיא מבטיחה רמת תנודתיות נמוכה בגיל הפרישה.**

יש לציין כי אלו תוצאות ראשוניות וחלקיות, והן בודקות מאפיינים של חוסך אחד ומבוססות על הנחות מסוימות ביחס לתיק ההשקעות, רמת הסיכון והתשואה. נוסף על כך חשוב לומר כי הסימולציה בחנה את החלופות ביחס לתקופה שעד גיל הפרישה, ולכן יתרון של חלופות א ו-ב – שבהן ניתן דגש על יציבות הקצבה במהלך הפנסיה עצמה – לא בא לידי ביטוי בהשוואה. וגם, כפי שהוזכר לעיל, בדיקות הצוות לא התייחסו להשלכות אפשריות של הרחבת ההיקף של איגרות החוב המיועדות על שוק ההון ועל דרכי המימון של הממשלה.

- לנוכח דברים אלו, חברי הצוות לא הגיעו להסכמה בדבר חלופה מומלצת: אחדים מחברי הצוות תמכו בחלופה ד, אחרים בחלופה ב, והיתר סברו כי בשל המגבלות שצוינו לעיל לא נכון לגבש המלצה כלשהי בשלב זה.

4. מודל חכ"ם: חיסכון כספי מותאם

פרק זה דן במודל החכ"ם. המודל מציע שרמת הסיכון בהשקעה של החיסכון הפנסיוני תושפע מגילו של החוסך כך שרמת הסיכון תקטן ככל שהחוסך מתקרב לגיל הפרישה. בדיקת חברי הצוות מעלה כי המודל החכ"ם צפוי לשפר את התשואה הכוללת של החוסך, בלי להגדיל את רמת הסיכון הממוצעת לאורך חיי החיסכון.

ממשלת ישראל אישרה בדצמבר 2008, בעקבות המשבר הכלכלי, את החלטה מס' 4323 הקובעת כי על הממונה על שוק ההון ביטוח וחסכון במשרד האוצר "לעשות את הפעולות הנדרשות לשם יצירת מסלולי השקעה התלויים באופק החיסכון ובאפיקי החיסכון לגיל פרישה, באופן שיביא להקטנת הסיכון הגלום בתיק ההשקעות של החוסכים הקרובים לגיל פרישה" (משרד ראש הממשלה, 2008). לאור ההחלטה פיתחו במשרד האוצר את המודל החכ"ם.²³ העיקרון העומד בבסיסו של מודל זה הוא שלתנודתיות בחיסכון פנסיוני יש השפעה נמוכה על מבוטחים צעירים והשפעה גבוהה על מבוטחים מבוגרים, ולכן יש להתאים את רמת הסיכון לגיל המבוטח. על פי הצעת האוצר, מודל זה יהווה מסלול בררת מחדל בכל אפיקי החיסכון הפנסיוני (פנסיה, גמל, ביטוח), ולחוסכים תינתן אפשרות לעבור למסלולי השקעה מתמחים. גורמים אחדים תומכים בהפעלת מודל מסוג זה בישראל:

- ארגון המדינות המפותחות ממליץ לשקול את אימוצן של אסטרטגיות "מחזור חיים" (Life-Cycle), שבהן יורדת רמת הסיכון עם גיל החוסך, בייחוד במדינות שבהן: (א) פנסיה מוגדרת הפרשות (DC) היא חלק הארי של ההכנסה לאחר הפרישה; (ב) יש חובת חיסכון; (ג) החוסכים מתאפיינים ב"שנאת סיכון" גבוהה. ממצאי הארגון מעלים בין היתר כי אסטרטגיות אלו מגדילות את הוודאות לחוסכים לקראת הפרישה ומתאימות במיוחד כאשר ממירים את הסכום הצבור לקצבה, בדומה לצורת המשיכה בישראל (OECD, 2011).
- מעל 90% מכספי החוסכים בישראל נמצאים במסלולים כלליים המהווים את מסלול בררת המחדל, אף שקיים היצע נרחב של מסלולים מתמחים (במניות, באג"ח, מסלולים שקליים ועוד). נתון זה מלמד שרובם המכריע של החוסכים הם פסיביים ביחס לאפיק ההשקעה בפנסיה, אינם מכירים או מבינים את האפשרויות השונות ואינם מתאימים את החיסכון לצורכיהם המשתנים.

ממצא נוסף שעולה ממחקרי ארגון OECD הוא ששיעור התחלופה²⁴ במסלולים שבהם שיעור החשיפה למניות נמוך לאורך כל חיי החיסכון (20% ומטה) הוא נחות ביחס לשיעור התחלופה המתקבל במסלולים שבהם ננקטת אסטרטגיית "מחזור חיים", שבה רמת סיכון גבוהה לחוסכים

23 ראו טיוטת תקנות הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (הקמת מסלולי ברירת מחדל), התשע"ב-2012, וטיוטת החוזר בעניין.

24 שיעור תחלופה: היחס בין הפנסיה שיקבל המבוטח ובין שכרו לפני הפרישה.

צעירים ורמת סיכון נמוכה לחוסכים מבוגרים (Antolín, Payet, and Yermo, 2010).²⁵ עם זאת, חשוב להדגיש שהמודל החכ"ם אינו קובע ששיעור החשיפה למניות צריך בהכרח להיות גבוה לחוסך צעיר, אלא שרמת הסיכון תפחת עם העלייה בגילו של החוסך (לדוגמה, מ-20% ל-0%).

4.1. השוואת המודל החכ"ם למודל הסטטי

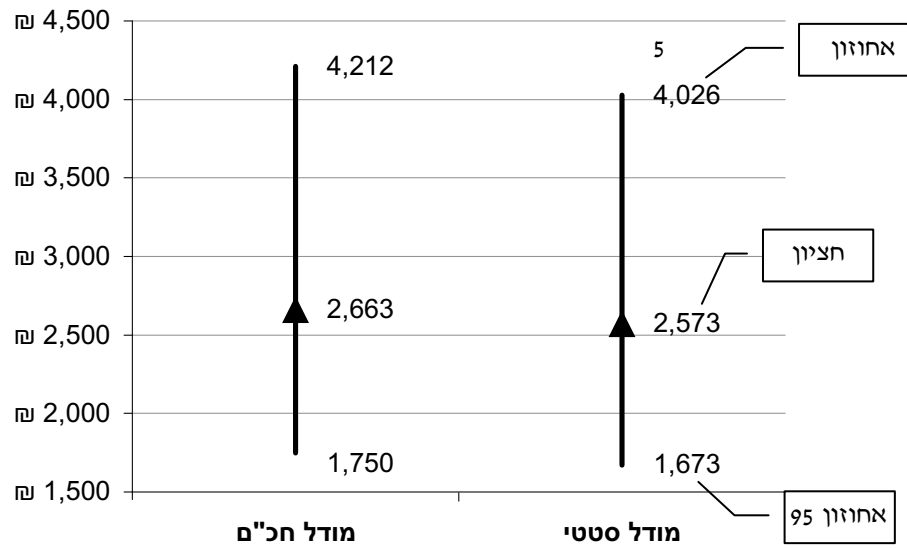
כדי לבחון את ההשפעה של המודל החכ"ם על רמת הסיכון והתשואה של החיסכון הפנסיוני השתמשנו בסימולציות ובהנחות שהוצגו בפרק הקודם (פרק 3.4). בחנו בשלוש רמות שכר (8,000 ו-16,000 ש"ח) את חמש החלופות שהוצגו לעיל, פעם אחת כאשר תיק ההשקעות החופשי (שאינו מושקע באג"ח מיועדות) מנוהל באופן סטטי, ופעם שנייה כאשר תיק ההשקעות החופשי מנוהל באמצעות מודל חכ"ם. המודל החכ"ם בסימולציה מתבסס על מודל חכ"ם רציף בשיטת הפניקס, שבו בכל שנה מעודכנת הקצאת הנכסים ורמת הסיכון בהשקעות מופחתת בהדרגה ככל שהלקוח מתבגר (החל מ-30 שנים לפני הפרישה). התיק הסטטי נבנה על בסיס מבנה ההשקעות הממוצע של קרנות הפנסיה (הנחות מלאות בנספח).

הסימולציה מלמדת כי המודל החכ"ם משפר את התשואה של החיסכון בשלוש רמות השכר ובחמש חלופות ההקצאה של איגרות החוב המיועדות שנבחנו. חשוב מזה: הסימולציה מדגימה שהמודל משפר את התשואה בלי להגדיל את רמת הסיכון הכללית של החוסך. כלומר, בעוד רמת הסיכון של החוסך המבוגר יורדת מאוד, רמת הסיכון של החוסך הצעיר אינה גדולה מרמת הסיכון של חוסך מקביל במודל סטטי.

בתרשימים הבאים מוצגת השוואה בין קרן פנסיה המנהלת תיק השקעות חופשי סטטי לבין קרן המנהלת תיק השקעות חכ"ם (שתי הקרנות משקיעות 85% מהתיק בהשקעה חופשית ו-15% באיגרות חוב מיועדות בתשואה של 4.86%. תוצאות דומות התקבלו בכל החלופות המוצגות בפרק הקודם). כאמור, 95% מהמקרים יניבו פנסיה גבוהה מהרף התחתון בתרשים; 5% יניבו פנסיה גבוהה מהרף העליון; המשולש מייצג את החציון.

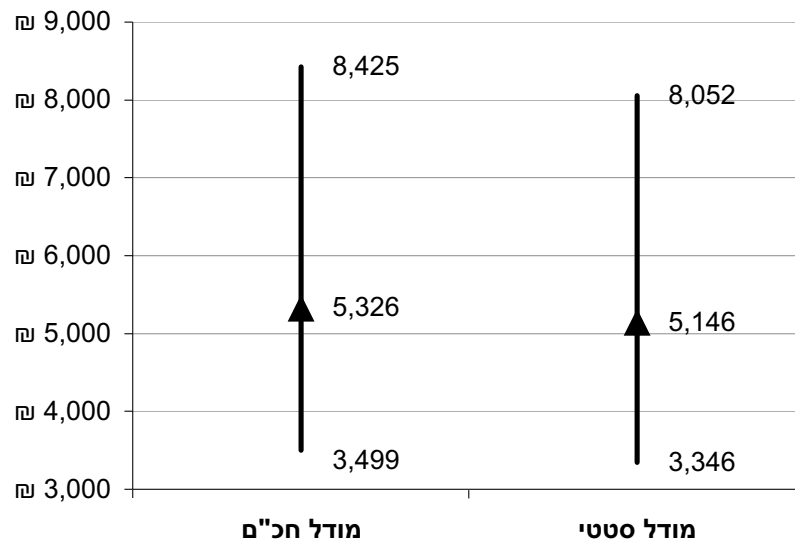
25 יש מי שמטיל ספק בגישה שלפיה באסטרטגיית השקעה לטווח ארוך עדיפה ההשקעה במניות על פני אפיקים אחרים כדוגמת איגרות חוב. ראו לדוגמה את מאמרם של Taqqu and Bodie ב-*Wall Street Journal*, 12.03.2012: "Why Stocks Are Riskier than You Think": <http://online.wsj.com/article/SB10001424052970204795304577221052377253224.html>

תרשים 8: מודל חכ"ם לעומת הקצאת נכסים סטטי; רמת הכנסה: 4,000 ש"ח



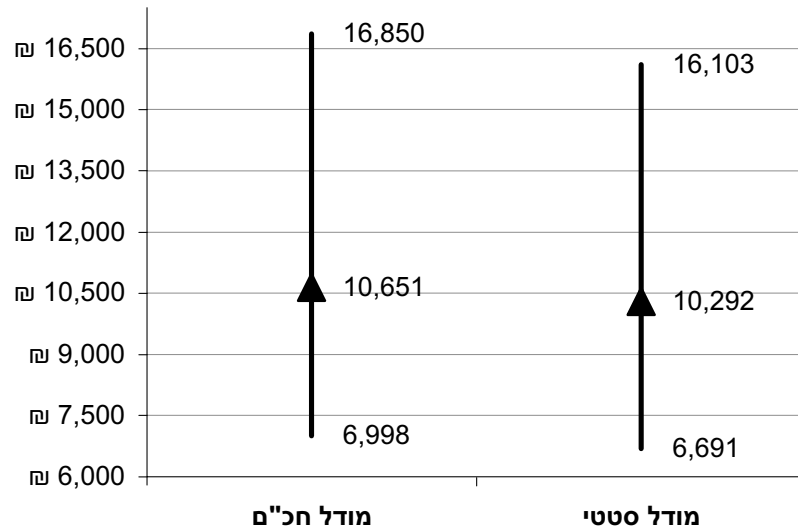
מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

תרשים 9: מודל חכ"ם לעומת הקצאת נכסים סטטי; רמת הכנסה: 8,000 ש"ח



מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

תרשים 10: מודל חכ"ם לעומת הקצאת נכסים סטטית; רמת הכנסה: 16,000 ש"ח



מקור: ניתוח החלופות בוצע בסיוע של הפניקס חברה לביטוח בע"מ ושל ד"ר עידו קאליר.

סיכום

- חברי הצוות תומכים בהפעלת המודל החכ"ם כמסלול בררת מחדל בחיסכון הפנסיוני בישראל, משום שכפי שמתקף מניתוח של הצוות ומפרסומי ארגון OECD, המודל החכ"ם מאפשר להקטין את רמת הסיכון של החוסך המבוגר בלי להגדיל את רמת הסיכון של החוסך הצעיר ובלי לפגוע בתשואה של תיק החיסכון (ואף להגדילה).
- חברי הצוות ממליצים שמשרד האוצר יציג תוצאות נוספות ובהן שינוי מאפייני החוסך, תיק ההשקעות ומבחני רגישות לתשואה ולריבית ארוכת הטווח.

5. תפקידם הכפול של פיצויי הפיטורים

סוגיה נוספת שחברי הצוות בחרו להתמקד בה היא הסתירה בתפקידם הכפול של פיצויי הפיטורים – כפיצויי פיטורים בתקופת מעבר בין עבודות מצד אחד וכחיסכון פנסיוני מצד אחר. סתירה זו מתחדדת בשנים האחרונות שבהן אנו עדים למגמה הולכת וגוברת שמבוטחים מושכים את מרכיב הפיצויים בטרם הגיעם לגיל פרישה בלי להבין כי פעולה זו פוגעת מאוד בחסכונם הפנסיוני.

5.1. רקע

חלק מרכזי מההפרשות המקובלות לחיסכון הפנסיוני בישראל מקורו בהפרשות לפיצויי פיטורים. המטרה המקורית והעיקרית שבגינה נחקק חוק פיצויי פיטורים הייתה לספק הכנסה לפרט לאחר פיטוריו ממקום עבודה כדי למנוע ירידה ברמת החיים בתקופת המעבר בין עבודות. הנוהג לתבוע פיצויי פיטורים היה קיים עוד בתקופת המנדט הבריטי. לאחר הקמת המדינה הכירו בתי המשפט בנוהג זה. במרוצת השנים הונהגו הסכמים קיבוציים שענינו זכות זו של העובדים, עד כדי גיבוש חוק פיצויי פיטורים, התשכ"ג-1963. על מנת לעודד את המעסיקים ליישם את הוראות החוק ניתנה האפשרות להפקיד את החבות בגין הפיצויים או את חלקה לקופת גמל. בהתאם לאישור שנתן שר התמ"ת לפי סעיף 14 לחוק פיצויי פיטורים הפקדות לרכיב הפיצויים בקופת גמל נחשבות תשלום חבות המעביד לפיצויי פיטורים לעובדו, בכפוף לתנאים שנקבעו באישור. אישור זה נתן למעסיק אפשרות לפרוש את החבות להפקדה חודשית במהלך השנים ולגדר את סיכון עליית השכר וערך הכסף והפך את ההפקדה החודשית לקופת הגמל לאטרקטיבית יותר. יתרה מזו, שוק העבודה – שהתאפיין עד לפני שני עשורים ביציבות גבוהה ובמיעוט מעברים – הביא לניצול מועט של הזכות למשוך את פיצויי הפיטורים. אולם בשנים האחרונות מתגברת התופעה של משיכה מוקדמת של כספים אלו, בין לצורכי הסתגלות במעבר בין עבודות ובין לשימושים פרטיים אחרים, בשל שינויים בשוק העבודה ובעיקר מעבר תדיר בין עבודות, קוצר ראייה של חוסכים ושינויים בתקנות המס, אשר מחייבים את החוסכים להחליט ברגע הפיטורים על משיכת הכספים או חסימתם עד הפרישה.

5.2. פגיעה בחיסכון הפנסיוני

כאמור, משיכת כספי פיצויים בסכום הוני פוגעת בחיסכון הצבור של הפרט ומביאה לכך שבעת פרישתו מעבודה עומדים לרשותו סכומים נמוכים של חיסכון. בלוח 1 ניתן לראות כי חיסכון פנסיוני הכולל את רכיב הפיצויים מגדיל את הקצבה בשיעור של 50% לעומת חיסכון שאינו כולל את רכיב הפיצויים ובהתאמה מביא גם לשיעור תחלופה גבוה יותר. לדוגמה, אדם ששכרו ההתחלתי היה כ-8,000 ש"ח, צפוי לקבל קצבה פנסיונית בגובה של 3,221 ש"ח בלבד ללא פיצויי הפיטורים, לעומת 4,901 ש"ח כולל הפיצויים (לוח 1).

לוח 1: השוואה בין גובה קצבה צפויה עם וללא רכיב הפיצויים²⁶

קצבה עם פיצויים			קצבה ללא פיצויים			שכר אחרון	שכר התחלתי
שיעור תחלופה	ללא ביטוח לאומי	כולל ביטוח לאומי	שיעור תחלופה	ללא ביטוח לאומי	כולל ביטוח לאומי		
81%	2,450	4,616	64%	1,610	3,655	5,723	4,000
62%	4,901	7,067	45%	3,221	5,144	11,446	8,000
55%	7,351	9,517	39%	4,831	6,634	17,169	12,000
52%	9,802	11,968	35%	6,441	8,123	22,892	16,000

מקור: עיבודי המחברים לצורך נייר זה.

5.3 דרכי התמודדות

בקרב חברי הצוות שוררת הסכמה שיש לטפל בסוגיה זו ולנקוט צעדים שיאפשרו להקצות את עיקר כספי הפיצויים לחיסכון הפנסיוני. אולם חברי הצוות לא הגיעו לכלל הסכמה על אופן הפתרון הרצוי.

להלן שתי הצעות שעלו במהלך הדיון:

- **הקטנה של ממש בהטבות המס** על כספי הפיצויים כך שתעודד את החיסכון שלהן לטווח ארוך.
- **משיכת פיצויי הפיטורים כקצבה:** מוצע להתאים את משיכת כספי הפיצויים למטרתם המקורית – לספק הכנסה לפרט לאחר עזיבת מקום העבודה לתקופת הסתגלות עד להשתלבותו בעבודה חלופית. לפיכך מוצע למנוע את משיכת כספי הפיצויים כסכום הוני ולאפשר את משיכתם רק בדרך של קצבה חודשית, כהשלמה לדמי אבטלה, בתקופת מעבר בין עבודות.²⁷

היו חברי צוות שטענו כי לא נכון לערוך שינויים בפיצויי הפרישה בלי לטפל בעת ובעונה אחת במערכת דמי האבטלה, משום שגובה דמי האבטלה ומשך הזכאות לקצבה בישראל הם נמוכים מאוד בהשוואה למרבית המדינות המפותחות.

סיכום

- עמדת חברי הצוות היא שכספי הפיצויים הם רכיב חשוב מכלל החיסכון הפנסיוני של אזרחי המדינה, ולכן יש לערוך שינויים מתאימים כדי שעיקרם של כספים אלו ישמש את החוסכים בגיל הפרישה.

26 הנחות: שיעור גידול בשכר של 1% בשנה; רכיב הפיצויים מהווה 6% מההפקדות, הפקדות מעביד 6% והפקדות עובד 5.5%; קצבת זקנה ליחיד, כולל ותק מרבי – 2,166 ש"ח; התשוואה לטווח ארוך היא 3% בשילוב 30% אג"ח מיועדות בריבית 4.86%; מקדם המרה 225.

27 הצעה זו אינה עוסקת בהסדרים למשיכת כספי הפיצויים **בפרישה**, אלא בתקופה שעד הפרישה, במעבר בין עבודות ובמהלך שנות העבודה של העובד.

6. נספח

הנחות הסימולציה לבחינת החלופות

להלן הנחות המוצא שבעזרתן בוצעה הסימולציה להשוואת החלופות. הסימולציה בוצעה על ידי הפניקס חברה לביטוח בע"מ וד"ר עידו קאליר, באמצעות תוכנת @Risk של חברת Palisade.

- בחינת החלופות התבצעה באמצעות סימולציית מונטה-קרלו (10,000 תרחישים).
- כל סימולציה מפיקה התפלגות של קצבת הפנסיה הצפויה בגיל פרישה.
- נבחרו שלושה אחוזונים להצגה:
 - אחוזון 95% : 95% מהמקרים יניבו פנסיה גבוהה ממנו.
 - אחוזון 5% : 5% מהמקרים יניבו פנסיה גבוהה ממנו.
 - חציון.
- קרנות הפנסיה הסטנדרטיות אינן תלויות גיל או רמת סיכון, והקצאת הנכסים בהן קבועה לכל הלקוחות.
- כדי לדמות את התנהגות קרנות אלו בשוק ההון נלקח מבנה ההשקעות הממוצע שלהן (חלוקה לעשר קבוצות לפי פנסיה-נט) והותאם מדד ייחוס לכל קבוצת השקעות.
- התשואה הצפויה חושבה לפי התשואה לפדיון במדדי האג"ח ובפרמיה היסטורית של מדדי המניות מעל האג"ח הצמוד הארוך.
- יחס ההמרה לחישוב הקצבה הצפויה הוא לפי מקדם 195.
- סטיית התקן חושבה לפי התנהגות מדדי הייחוס בפועל בעשרים השנים האחרונות.
- חלוקה לקבוצות נכסים של רכיב ההשקעה החופשי נעשתה על פי החלוקה בלוח 2.

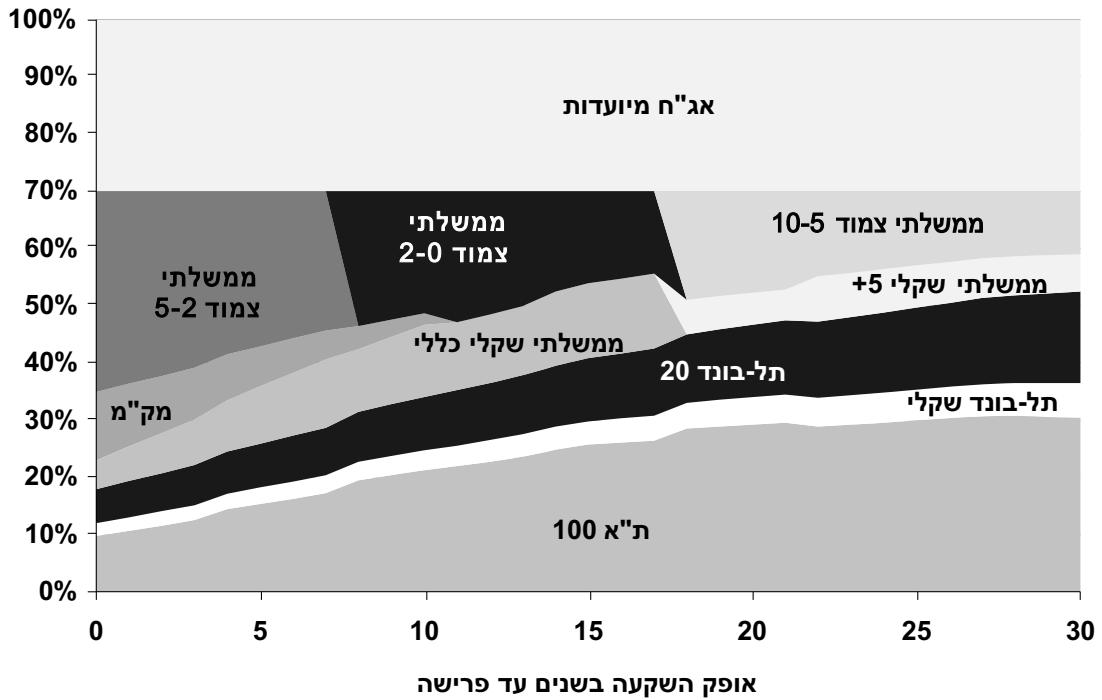
לוח 2: חלוקה לקבוצות נכסים, רכיב השקעה חופשי

קבוצת נכסים	שיעור אחזקה ממוצע בקרנות הפנסיה	מדד ייחוס	תשואה ריאלי (שנתית בסימולציה)	תשואה ריאלי (20 שנה)	סטיית תקן היסטורית ריאלי (20 שנה)
מניות / תעודות סל בישראל	18.50%	תל אביב 100	6.50% (פרמיה של 4% מעל הצמוד)	7.45%	25.05%
מניות / תעודות סל בחו"ל	11.44%	MSCI All countries	5.70% (פרמיה של 3.2% מעל הצמוד)	6.02%	22.72%
אג"ח קונצרני מדורג + פיקדונות	19.75%	תל בונד 20	3.80%	4.27%	7.47%
אג"ח בדירוג נמוך + הלוואות	10.10%	תל בונד 40	4.00%	4.65%	8.7%
נכסים אחרים - חו"ל	4.62%	JP Morgan EM Bond	3.20%	5.58%	11.39%
אג"ח ממשלתי סחיר	5.59%	אג"ח ממשלתי כללי	1.80%	3.95%	5.02%
סה"כ השקעות חופשיות	70%				

מקור: הפניקס חברה לביטוח בע"מ.

- כתיק מייצג למודל החכ"ם נעשה שימוש בקרן הפנסיה ב"שיטת הפניקס". רמת הסיכון נקבעה על פי מסלול בררת המחדל של הפניקס (רמת סיכון 3. תרשים 11). ב"שיטת הפניקס" בכל שנה (החל מ-30 שנים לפני הפרישה) הקצאת הנכסים מעודכנת והסיכון בהשקעות מופחת בהדרגה ככל שהלקוח מתבגר.

תרשים 11: הקצאת נכסים, פוליסת ביטוח, רמת סיכון 3 (שיטת הפניקס)



מקור: הפניקס חברה לביטוח בע"מ.

נתוני החוסך

- החוסך בן 30 וחוסך עד גיל 67.
- דמי הניהול הם הממוצעים בשוק: 0.34% מהצבירה, 4.05% מההפקדות.
- שיעור ההפרשות לפנסיה הוא 18.33%.
- עלות הביטוח המובנה בקרן הפנסיה (מסלול בסיסי) עומדת על 15% מההפקדה בממוצע.
- החוסך אינו מושך את הפיצויים עד יום פרישתו.

מקורות

- אחדות, ל', וא' ספיבק, 2010. "מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש-עשרה שנות רפורמה", ירושלים: התוכנית לכלכלה וחברה, מכון ון ליר בירושלים.
- ביטוח לאומי, קצבת זקנה: <http://www.btl.gov.il/> (אוחזר ב-2.5.2012).
- בנק ישראל, ריביות בנק ישראל:
- www.bankisrael.gov.il/deptdata/monetar/interest/bointcrh.htm (אוחזר ב-2.5.2012).
- הבורסה לניירות ערך: www.tase.co.il/TASE/homepage.htm (אוחזר ב-20.5.2012).
- החשב הכללי, 2003. **יחידת ניהול החוב הממשלתי: דוח שנתי לשנת 2003**, ירושלים: משרד האוצר. הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, **סקר חברתי 2010**, מחולל הלוחות של הסקר החברתי:
- <http://surveys.cbs.gov.il/Survey/survey.htm> (אוחזר ב-24.5.2012).
- משרד האוצר, 2008. חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (קופות גמל) (תיקון מס' 3), התשס"ח-2008: <http://ozar.mof.gov.il/> (אוחזר ב-2.5.2012).
- , 2012. תזכיר חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (תיקון), התשע"ב-2012, הלשכה המשפטית משרד האוצר: www.mof.gov.il/Units/Pages/awtazkir.aspx (אוחזר ב-1.6.2012).
- , **פנסיה נט – מערכת להשוואת קרנות פנסיה**: <http://pensyanet.mof.gov.il/Pensya/Pensya/UI/dafMakdim.aspx>
- משרד התמ"ת, חוק פיצויי-פיטורים, תשכ"ג-1963: www.moital.gov.il/NR/exeres/2DE7876F-0A66-443C-AB04-3990EF0CEABE.htm (אוחזר ב-2.5.2012).
- , **מידע לצו הרחבה לפנסיית חובה בישראל**: www.moital.gov.il/NR/exeres/4E41D973-0E56-4C81-99A9-5BC251C99D4D.htm (אוחזר ב-2.5.2012).
- משרד ראש הממשלה, 2008. **סיוע ממשלתי לחיסכון פנסיוני**: www.pmo.gov.il/PMO/Archive/Decisions/2008/12/des4323.htm (אוחזר ב-19.5.2012).
- Antolín, P., S. Payet, and J. Yermo, 2010. *Assessing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans*, OECD Working Papers on Finance, Insurance and Private Pensions, No. 2, OECD.
- OECD, 2011. *Roadmap for Defined Contribution Pension Plans: Policy Options to Strengthen Retirement Income Adequacy*.