

**הנדון: חסכון פנסיוני: השקעות כספי אג"ח ממשלתיות מיועדות**

מחקר של ה-OECD, שצוטט לאחרונה בידי בכיר באגף שוק ההון, גורס כי בישראל, אנשים שנמצאים כיום באמצע הקריירה צפויים להרוויח בתקופת הפנסיה כ-40% משכרם הממוצע, לעומת 70% במדינות אחרות של OECD וגם בישראל בעבר. הסיבה העיקרית לכך היא יציאת הממשלה והמעבידים מאחריות ישירה לתחום הפנסיה. רגולציה וחינוך פנסיוני הם חשובים כשלעצמם; איך אינם מהווים תחליף להשתתפות ישירה של הממשלה באחריות לכספי הפנסיה. במכתב זה אציע דרך אפשרית לנושא.

כפי שראינו במשבר של 2008, ובמידה פחותה יותר ב-2011, בתקופות של ירידה בשוק, הראשונים להיפגע הם הפנסיונרים בפועל, מושכי הכספים מקבלי הקצבאות, ואלו שאמורים להצטרף אליהם בקרוב. כדי להוציא אותם ממעגל הסיכון, יש חשיבות לאמץ בהקדם את המודל הצייליאני (המכונה גם המודל החכ"מ), שקובע התאמה של רמת הסיכון בתיק ההשקעות לגיל החוסך ולמועד בו יצטרך למשוך כספים. משרד האוצר פירסם בינואר 2012 הצהרת כוונות המתייחסת למודל הצייליאני, אולם יש לה מספר חסרונות: למשל, שהמודל מתייחס רק לכספי התגמולים ולא לכספי פיצויים, מה שאומר שהוא לא יחול על 40% ויותר מכספי החסכון הפנסיוני (בהתחשב בעובדה שכיסויים ביטוחיים בד"כ ממומנים מכספי התגמולים). גם אם יש שייכות מסוימת של כספי הפיצויים מהמעביד הנוכחי של העובד למעביד עצמו, היא איננה מצדיקה לדעתנו את אי-החלת המודל. הוא קובע הפרדה בין מסלולים שונים לקבוצות גיל, אולם משאיר בידי גוף הפנסיה שיקול דעת מלא לקביעת תכני המסלולים. זה יכול להוביל לאבסורדים, כמו זה שקיים כיום בשוק הגמל, בו קופות גמל רגילות (שהן השקעה לטווח ארוך) משקיעות בממוצע אחוז קטן יותר במניות מאשר קרנות השתלמות, שהן לטווח בינוני ולכן אמורות להיות ברמת סיכון נמוכה יותר.

אולם החסרון הגדול ביותר, הוא שהוא מחייב הסטת כספים מסוימים למסלולים סולידיים, מבלי לתת להם כלי טוב מספיק למימוש מסלולים אלו. אג"ח ממשלתיות נותנות בתקופות מסוימות, כגון בשנים האחרונות, תשואות ריאליות לא גבוהות, מה שיגרום לגופי הפנסיה להשקיע שוב באג"ח קונצרניות, חלקן ללא בטחונות ובמינוף גבוה, כמו שראינו בשנים האחרונות בפרשות אפריקה ישראל, דלק נדל"ן ואחרות, ולהיחשף לסיכונים שוק ההון.

הפתרון הוא פשוט: על הממשלה להנפיק אג"ח מיועדות לטובת מסלולי החסכון לחוסכים המבוגרים (מגיל 60 ומעלה), צמודות למדד בריבית 4% או 5%, בכל אפיקי החסכון הפנסיוני: ביטוחי מנהלים, קופות גמל וקרנות פנסיה, כאשר במסלול למקבלי קיצבה (הסיכון הנמוך ביותר) תינתן אפשרות לרכישת עד 70% אג"ח מיועדות. במצב כזה המסלול יהיה פתוח למקבלי קיצבה בפועל בלבד. בכך תממש הממשלה את אחריותה לגורל הפנסיונרים ותקטין את החשיפה שלהם לטלטלות שוק ההון. כמו כן, בכך תקל הממשלה על גופי הפנסיה לעמוד בהתחייבויות למקדמי קיצבה (או מקדמי המרה) ידועים מראש מבלי ליצור גרעון אקטוארי, מרגע שהתשואה להשקעות כספי מקבלי הקיצבה תהיה סבירה ומובטחת.

עם זאת, נשאלת השאלה כיצד תנהל הממשלה את הכספים הנוספים שתגייס בדרך זו. נראה לנו כי הכנסת הכספים לתקציב המדינה, והחזרת החוב כנטל על משלמי המיסים בעתיד אינה הדרך הטובה ביותר. אנו מציעים איפוא השקעת הכספים בקרן ההשקעות שמוקמת לצורך תמלוגי הגז, מתוך מגמה לייצר תשואה לאורך זמן. כספים אלו ניתן יהיה להשקיע הן בארץ והן בחו"ל, מתוך מגמה לפזר השקעות. אולם כספים מהנתח שמושקע בארץ ומיועד למניות, ניתן יהיה להשקיע בהשקעות יוצרות צמיחה ומפחיתות ריכוזיות, כגון בתחומי ההיי-טק, קלינטק, ביו-טק וביו-מד, בין אם באופן ישיר או באמצעות קרנות הון סיכון.

בדרך זו, יהיו בידי הגופים המוסדיים אג"ח ממשלתיות מיועדות בתוך מסלולי ההשקעה לחוסכים המבוגרים, ולממשלה יהיה חוב מצד אחד, שמועדי הפרעון שלו ידועים ברובם מראש (כיוון שרוב הכספים יימשכו כקיצבה) והוא גם מתחדש עם כניסת חוסכים מתבגרים נוספים למסלולים, וכספי השקעה בקרן ההשקעות מצד שני, כך שהממשלה תידרש לממן מתקציבה רק הפרשי תשואה במידה ויהיו.

לסיכום, אנו קוראים להחלת המודל הצ'יליאני בהקדם הן על כספי תגמולים והן על כספי פיצויים, ולהנפיק אג"ח ממשלתיות מיועדות לטובת המסלולים לחוסכים המבוגרים, ולהשקיע את הכספים בקרן תמלוגי הגז או בקרן מקבילה, מתוך ראייה לטווח ארוך.

בברכה,

רועי מימרן

יו"ר פורום החוסכים לפנסיה בישראל