

בית ספר טיומקין  
לכלכלה



# המרכז הבינתחומי הרצליה בית הספר טיומקין לכלכלה

**נייר מדיניות בנושא:**

**הפיכת קרנות יעד לפרישה - TDF לברירת מחדל  
של החסכון הפנסיוני בישראל**

רעות קליינמן 301913315

גל אפרת 200951069

אוגוסט 2015

מנחה - ד"ר טלי רגב

**תוכן עניינים-**

<b>1. שאלת המדיניות וחשיבותה:</b>	
1.1 שאלת המדיניות.....	4
1.2 חשיבות השאלה ומטרות הנייר.....	4
<b>2. עיקרי ההמלצות.....</b>	6
<b>3. רקע:</b>	
3.1 הסיבות לשינויים בשוק החסכון ארוך הטווח.....	7
3.2 מרכיבי החסכון ארוך הטווח בישראל.....	10
3.2.1 ההיסטוריה של החסכון ארוך הטווח בישראל.....	12
3.3 חסכון ארוך טווח בהשוואה בין לאומית:	
3.3.1 ציילה.....	15
3.3.2 איטליה ושבדיה.....	16
3.3.3 גרמניה.....	16
3.3.4 בריטניה.....	17
3.3.5 ארה"ב.....	18
3.3.6 אוסטרליה.....	18
3.4 קרנות היעד TDF.....	19
3.4.1 "קצב הדעיכה".....	19
3.4.2 רקע היסטורי של קרנות היעד והשימוש בארה"ב.....	20
3.4.3 האסדרה על קרנות היעד בארה"ב.....	21
3.4.5 ההבדל בין קרנות היעד למודל הצייליאני.....	21
3.5 כלכלה התנהגותית.....	22
<b>4. הסימולציה:</b>	
4.1 כלל ההחלטה.....	25
4.2 ניתוח שוק ההון.....	25
4.3 הנחות הסימולציה.....	26
4.4 תוצאות הסימולציה.....	27
4.5 סיכום וממצאים.....	29
<b>5. המלצות:</b>	
5.1 השינויים הנדרשים.....	30
5.2 אופן יישום.....	31
5.3 השלכות מאקרו כלכליות.....	31
5.3.1 חינוך פיננסי.....	31
5.3.2 השלמת הכנסה.....	31
5.3.3 השפעות סוציו אקונומיות.....	32
5.3.4 השפעה על שוק ההון.....	32
5.3.5 עליות לחברת הביטוח.....	33
<b>6. סוף דבר:</b>	33
<b>7. ביבליוגרפיה</b>	34
<b>8. נספחים</b>	35

## תקציר מנהלים

חסכון ארוך טווח הוא חלק מהותי מנכסיהם של פרט ושל מדינה. שוק החסכון מאפשר התנהלות נורמטיבית של מדינה ומסייע לה לחלק את הוצאותיה על פני זמן באופן שיאפשר תנאי מחיה נורמטיבים בהווה ובעתיד. נייר מדיניות זה סוקר את מערכת החסכון ארוך הטווח בארץ ובעולם על כלל מאפייניה ומנתח את המגמות, המציאות המשתנה והשינויים שחלו בשוק זה בשלושים השנים האחרונות. לאור השינויים החלים בתנאי השוק ובפרט התארכות תוחלת החיים ומשברים פיננסיים, עולה המסקנה כי שוק החסכון נדרש לבצע התאמות לשינויים בכדי לשמר את יכולתו "לממן" את ציבור החוסכים בהגיעם לגיל פרישה. אי התאמה כאמור פירושה איום ממשי על חסכוניותיהם של המועסקים במשק. בעקבות מסקנה זו מציג נייר המדיניות בהמשך את הרפורמות השונות שחלו בארץ ובעולם בעיקר בהיבט פרמטרי או פרדיגמטי. בשנת 2015 ניתן לראות בבירור כי הרפורמות שהונהגו עד היום בשוק החסכון הישראלי אינן מספקות וכי יש לבצע שינוי מבני מהותי בכדי לאזן גרעונות אקטואריים גדולים ולסייע לדור החוסכים שנפגע מהרפורמות שהונהגו עד כה להגיע למצב שבו הפנסיה שלהם תספק רמת חיים סבירה הדומה לזו שהייתה להם בזמן שעבדו. קרנות היעד הן מוצר פנסיוני המספק פתרון ומענה לחלק מהאתגרים שמציב שוק החסכון ארוך הטווח ובפרט לאתגר אי הוודאות של שוק ההון, קרנות אלו הן ערוץ חסכון המשלב את מימד הזמן בדמות גילו של החוסך ומציע לחוסך להשקיע את כספי הפנסיה שלו בתיק שבו שיעור הנכסים התנודתיים הולך ופוחת עם הגיל, הרציונל מאחורי הקרנות הוא ההבנה כי לאדם צעיר כדאי להשקיע את עיקר כספו בנכסים מסוכנים שכן הפקדותיו השוטפות קטנות יותר וגם במקרה של משבר יש לו מספיק שנים לפצות על האובדן. לעומת זאת אדם מבוגר שקרוב לגיל הפרישה, עדיף שתיקו יושקע במעט נכסים מסוכנים שכן חסכונו הצבור גדול מאוד ובמקרה של משבר לא נותר לו די זמן לפצות על הנזקים שיגרמו לו. סימולציה סטטיסטית בשיטת ה"בוטסטרפ" מובילה למסקנה מובהקת שהשקעה בקרנות היעד עדיפה על מסלולי ההשקעה הקיימים היום בשוק החסכון. בהתאם לכך המשך הנייר מוקדש לשאלה מתחום הכלכלה ההתנהגותית ובודק מה מדינה צריכה לעשות על מנת להעביר את הידע האמור לחוסכיה ולהפוך אותם לפרטים אקטיבים שמשנים את החסכון הפנסיוני שלהם כדי למקסם את תועלתם. בדיקה זו העלתה תוצאות חריגות ומפתיעות על בחירותיהם של פרטים והוכיחה באמצעות סקרים ומחקרים כי העברת מספר מקסימלי של חוסכים למסלול קרנות היעד תאפשר רק ע"י הפיכתן לברירת המחדל של החסכון במדינת ישראל. בהתאם לאמור, הנייר מציג את ההשלכות המאקרו כלכליות של שינוי ברירת מחדל רגולטורית בתחום החסכון ומאפיין את דרכי המעבר לקרנות בהתאם לאילוצים כלכליים.

## 1. שאלת המדיניות וחשיבותה

### 1.1 שאלת המדיניות- האם יש להפוך את קרנות היעד לפרישה, TDF, לברירת המחדל של החסכון הפנסיוני בישראל?

#### 1.2 חשיבות השאלה ומטרת הנייר

העשור האחרון מאופיין בגידול במספר אפיקי החיסכון העומדים לרשותו של חוסך. הגיוון הרב והתנאים השונים של כל אפיק מאפשרים לחוסך בחירת חסכון אופטימלית עבורו שתמקסם את תועלתו. על פי הגישה הניאו קלאסית, במצב שבו כל פרט ממקסם את תועלתו האישית, פועלת ה"יד הנעלמה" המביאה לכך שגם התועלת החברתית המצרפית מגיעה למקסום.

נייר זה מוכיח את טיבן של קרנות היעד לפרישה על פני אפיקי חסכון אחרים ומציג את הישגיהן במגוון מצבי עולם. קרנות היעד הנאפיק חסכון פנסיוני חדשני אשר בניגוד למסלולי החסכון הקיימים כיום מותאמות לגיל הפורש, קרי ככל שאדם מתקרב לגיל פרישה כך כספי החיסכון שלו צריכים להיות חשופים לפחות סיכון, שכן לא נותר זמן "לפצות" על נזקים במידת הצורך.

חתירת הפרט למקסום תועלתו האישית, בשילוב עם הקמתן של קרנות היעד, מובילה למסקנה ברורה שעל מנת למקסם את התועלת המצרפית במדינה ישראל, על הפרטים לבחור לכאורה במסלול קרנות היעד.

עם השנים התפתחה ההבנה כי הגישה הניאו קלאסית אפקטיבית פחות בתנאי חוסר ודאות שכן לפרט אין את הכלים לדעת מה הכי טוב עבורו ובפרט בעולם מורכב כמו חסכון ארוך טווח שבו הידע הדרוש לצורך חסכון אופטימלי הוא נחלתן של חברות הביטוח בלבד. הרצון למקסום תועלתו של הפרט הוביל להתפתחותה של הכלכלה ההתנהגותית (Behavior Economics) שמציגה את חשיבותה והשפעתה של "ברירת מחדל" על בחירותיהם של פרטים.

שילוב הגישה הניאו קלאסית והבנת הכלכלה ההתנהגותית מובילה אותנו למסקנה שבתחומים מסוימים בכלכלה וחברה, שבהם יש קונצנזוס על היכולת של מוצר /שירות/אפיק חסכון למקסם את תועלתו של פרט, אין די בבחירות אינדיבידואליות של פרט בכדי למקסם את תועלתו אלא יש להכניס ברירת מחדל שתסייע לאדם הסביר להבין מה טוב בשבילו על מנת למקסם את תועלתו.

בנושא חשוב כמו חסכון ארוך טווח, המשליך על יכולת הקיום של 10%-15% מהאוכלוסייה ומהווה הוצאה של כ-2.7% מהתוצר<sup>1</sup> הבנת השילוב בין היד הנעלמה והכלכלה ההתנהגותית הוא קריטי ומשנה סדרי עולם. הפיכת קרנות יעד לברירת מחדל בישראל עשויה להשפיע דרמטית על משתנים הן ברמת המיקרו והן ברמת המאקרו ועשויה לסייע ביעול מקסום וארגון תהליכים החל במשק בית פרטי וכלה במדינה שלמה.

<sup>1</sup>הכנסת מרכז המחקר והמידע

**ברמת המיקרו- משקיהבית-** בחירת קרנות יעד כאפיק חסכון פנסיוני תקנה לחוסך תשואה ממוצעת גבוהה יותר על הפקדותיו מה שיהפוך את הפרט לעשיר יותר ויסייע לו לנהל אורך חיים טוב יותר בהווה ובעתיד.

**ברמת חברות הביטוח-** כדי למלא את תפקידם ואת מחויבויותיהם ולמקסם את תועלת הפרטים החוסכים בארגון, מנהלי החיסכון הפנסיוני נדרשים לבצע את עסקיהם כפי שאדם רגיל בעל שיקול דעת היה עושה, תוך ניצול כל מיומנותם וכישרונם בבחירת השקעותיהם (שיפנבאור 2007). כפועל יוצא, מקסום תועלת של הפרט הבודד תביא למקסום תועלת חברת הביטוח וכאמור לפי נייר זה יישום ומעבר לחסכון בקרנות יעד ממקסם את תועלת הפרט בהשוואה לאפיקים אחרים.

**ברמת המאקרו- מדינת ישראל-** כאמור במידה ותועלת הפרטים תהיה מקסימלית, כך גם התועלת המצרפית בשוק הפנסיה תהיה מקסימלית וזאת למרות העובדה שברירת המחדל היא הסיבה למקסום. ברמת המאקרו, תשואה גבוהה יותר על חסכון משמעותה דור חוסכים עשיר יותר ונטל על המדינה קטן יותר, נתון זה קריטי במיוחד לאור העובדה שמרבית האוכלוסיה שהגיעה לגיל פרישה עדיין משוייכת לתכניות הפנסיה הישנות ומשכך ההוצאה על הפנסיה עתידה להיות נטל גדול יותר על דור העתיד.

כיום ישראל היא בין המדינות היחידות בהן ההפרשה המנדטורית לפנסיה לא כוללת בתוכה חיוב בחירת מסלול חסכון על ידי החוסכים. כל חברת ביטוח רשאית להציע מספר מסלולי בחירה במגבלות הקבועות בחוק ובהתאם לגישה הכמותית המוכתבת, והפרט רשאי לבחור בין המסלולים המוצעים ולשנות את בחירתו באופן חופשי בעתיד. במידה והפרט לא בוחר במסלול, החסכון שלו מועבר אוטומטית למסלול שבו נמצא המעסיק ללא כל התחשבות בנתוניו האישיים. נייר מדיניות זה בוחן את "קרנות היעד" או בשפה המקצועית TDF בהשוואה לתיקי החסכון הקיימים כיום בשוק וכמו כן מסביר מדוע פתרון אופטימלי (יישום קרנות היעד) לא מספיק אם לא יאומץ כברירת מחדל ועל הכלכלה ההתנהגותית שמאחורי התהליך.

## 2. עיקרי ההמלצות

במטרה לענות על שאלת המדיניות על מרכיביה השונים ערכנו סימולציה המשווה את קרנות היעד לאפיקי ההשקעה הפנסיונים הנפוצים בשוק כיום. ההשוואה התמקדה בגודל הקצבה לה זכאי החוסך בגיל פרישה והבחינה בין שלושה מצבי עולם של שוק ההון: "טוב", בינוני ו-"רע", ושלושה טווחי זמן: "ארוך", "בינוני" ו-"קצר". תחת ההנחה שהחוסך הישראלי מפריש הפקדות חודשיות לחיסכון הפנסיוני בין שנות העשרים עד גיל פרישה, 62 לנשים ו- 67 לגברים, החלטנו להתמקד בטווח הזמן הארוך אשר הוגדר כחסכון של 45 שנה, קרי 540 הפקדות חודשיות. מתוצאות הסימולציה ניתן לראות כי תיק ההשקעות האופטימלי הוא קרנות היעד, אפיק זה מבטח את החוסך מפני מצבי עולם "רעים" ו"בינוניים" בעלות ויתור של אחוז תשואה זניח.

בכדי להינות מההשלכות החיוביות של מעבר לאפיק האופטימלי כאמור על הממשלה לבצע מספר פעולות:

### א. יש לקבע את אפיק חסכון קרנות היעד כברירת המחדל של החוסכים הפנסיונים.

עקרונות מרכזיים ביישום ההמלצה:

- שינוי ברירת המחדל הוא הכרחי בכדי שהחוסכים אכן יצטרפו לאפיק זה ועדיף על אפשרויות אחרות.
- היישום צריך להיעשות באופן הדרגתי כך שראשית מצרפים לאפיק זה חוסכים חדשים ולאחר מכן חוסכים קיימים עם קדימות לאלו הקרובים לגיל הפרישה.
- עצם החלת הרפורמה תביא לעליית המודעות הציבורית לנושא הפנסיה.

### ב. לחייב את הפירמות ליידע את החוסכים בדבר שינוי ברירת המחדל ולהמליץ להם על קרנות היעד.

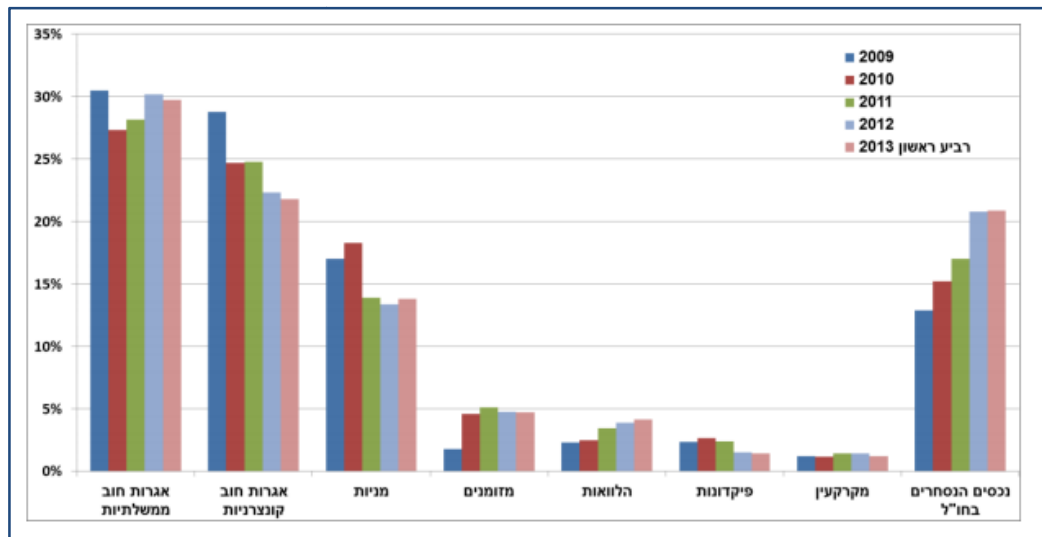
עקרונות מרכזיים ביישום ההמלצה:

- צעד זה משלים לשינוי ברירת המחדל ונועד להעלות למודעות את חשיבות החסכון הפנסיוני ולהקנות חינוך פיננסי.
- ניתן ליישם צעד זה בטווח המידי ובאופן גורף.

### 3. רקע

נכון להיום, נכסי הציבור המושקעים בחסכונות ארוכי טווח מוערכים בכ-922 מיליארד שקלים חדשים, כספים אלו מנוהלים באמצעות מכשירים שונים כגון קרנות פנסיה, ביטוחי חיים וקופות גמל. ועדות ההשקעה של החברות המנהלות את גופי הפנסיה הן אלו שקובעות את תמהיל ההשקעה של כספי החוסכים בהתאם למגבלות הרגולציה ומשקיעות את הכספים באפיקים שונים ביניהם: אג"ח ממשלתיות, אג"ח קונצרניות, מניות, מזומנים, הלוואות, פקדונות, מקרקעין ונכסים הנסחרים בחו"ל. בתרשים מס'1 ניתן לראות את התפלגות תיק הנכסים הפנסיוניים החדש בין השנים 2009-2013.

#### תרשים 1: התפלגות תיק הנכסים הפנסיוניים החדש בין השנים 2009-2013



מקור: אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

לתמהיל ההשקעה חשיבות אדירה על עתיד המשק הישראלי ולכן על מנת לשמר את ערכי החסכון עליו להתאים את עצמו למציאות המשתנה.

#### 3.1 הסיבות לשינויים בשוק החסכון ארוך הטווח

שוק החסכון לטווח ארוך העולמי בכלל והישראלי בפרט, עבר שינויים דרמטיים בשלושת העשורים האחרונים. שינויים אלו נבעו בעיקר ממשברים פיננסיים אשר פקדו ועדיין פוקדים את העולם ומשינויים דמוגרפיים ומדיניים מהותיים. השינויים העיקריים הם:

- א. **הזדקנות האוכלוסייה** – תוחלת החיים העולה, שיעור הילודה היורד והתפתחות הטכנולוגיה יוצרים מגמת הזדקנות שמשמעותה תוחלת חיים ארוכה בהרבה מבעבר (ספיבק, 2012). עליית תוחלת החיים גורמת באופן טבעי לקצבת הפרישה החודשית להיות קטנה יותר שכן היא מתחלקת על פני זמן ארוך יותר (תוחלת החיים בין גיל הפרישה לסופם ארוכה יותר).

ב. **ירידה בשיעור ההשתתפות**<sup>2</sup>- שיעור ההשתתפות בישראל נמצא במגמת ירידה הנגרמת כתוצאה ממגוון סיבות כגון השפעה עקיפה של ירידה בביקושים, עליה באיכות החיים והאטרקטיביות של הביטוחים הקיימים בשוק המסייעים להבטחת הכנסה לפני פרישה. פרטים מעדיפים "לצרוך" יותר שעות פנאי מאשר שעות עבודה והדבר מוביל לירידה בהיצע העבודה.

על אף האמור לגבי קצב הזדקנות האוכלוסייה, ישראל היא מדינה בעלת הרכב דמוגרפי ייחודי המאופיינת בשיעור ילודה גבוה מאוד בהשוואה למקובל בעולם (3.15 ילדים לאישה בישראל)<sup>3</sup> אשר לכאורה מקטין את קצב ההזדקנות. עם זאת, הרכב ייחודי זה מגלם בתוכו שיעור ההשתתפות נמוך יחסית<sup>4</sup> אשר מאזן את קצב ההזדקנות ומשאיר את ישראל במעגל המדינות שנדרשות להתאים עצמן לתנאי המציאות המשתנה.

ג. **תהליך יציאת הממשלה ממערכת הפנסיה**- תהליך זה העביר את האחריות על החסכון מהממשלה לציבור. התהליך כלל בין היתר את העברת הבעלות על קרנות הפנסיה מהמדינה לגופים פרטיים, מעבר משיטת הפנסיה התקציבית<sup>5</sup> לשיטה הצוברת<sup>6</sup> ומשיטת DB<sup>7</sup> ל-DC<sup>8</sup> (הגורם המרכזי בקיטון החסכון הצבור בקרנות הפנסיה), שינוי גיל הפרישה והנהגת "פנסיה חובה". באופן טבעי יציאתה של המדינה מ"עולם הפנסיה" הובילה לירידה בסבסוד אותו נתנה. ביטוי לכך ניתן לראות בירידת התשואה על האג"ח המיועדות<sup>9</sup> ובקיטון בחלקן בקרנות הפנסיה מ-70% ל-30% בעוד שההפרש עבר להשקעה בשוק ההון.

ד. **סביבת ריביות נמוכה** - מאז משבר 2008 הבנקים המרכזיים בעולם נוקטים במדיניות של הרחבה כמותית וזו מייצרת סביבת ריביות נמוכה שמשמעותה בעניינינו היא תשואה

<sup>2</sup> **שיעור השתתפות** - אחוז האוכלוסייה, בכל גיל, שפעיל מבחינה כלכלית, אם כשכירים, אם כעצמאיים ואם כמובטלים (בהנחה שמובטל יעבוד אם תמצא לו עבודה). שיעורי השתתפות יכול שיחושבו לגבי גברים, לגבי נשים או לגבי שניהם ונוטים להשתנות בהתאם לגיל. (מתוך מעות-אגרון הכלכלה, המנהל והעסקים).

<sup>3</sup> לפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה נכון לשנת 2013.

<sup>4</sup> גבוה בעיקר מעל גיל 55 ועומד על 63.7 נכון ל-2013 על פי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

<sup>5</sup> **פנסיה תקציבית** - שיטת מימון פנסיה שבה העובד זכאי לפנסיה מתוך סכומים הכלולים בתקציב המוסד המשלם את הפנסיה, כמו כל משכורת, ואינה תלויה בהפרשות של העובד והמעביד. (מתוך מעות-אגרון הכלכלה המנהל והעסקים).

<sup>6</sup> **פנסיה צוברת**- כל שיטה פנסיונית שבה הן העובד והן המעביד מפרישים מידי חודש סכומי כסף לקרן פנסיה. תשלומים אלה משמשים עתודה ממנה ישולמו, בבוא העת, הקצבאות. (מתוך מעות-אגרון הכלכלה המנהל והעסקים).

<sup>7</sup> **פנסיה מוגדרת על-פי גמלה (DB-Defined Benefit)**- שיטה זו מבטיחה מראש את זכויותיו של המבוטח ללא קשר להפרשות או לתשואה של השקעותיו. כלומר, גובה הקצבה קבוע מראש.

<sup>8</sup> **פנסיה מוגדרת על-פי הפרשה (DC-Defined Contribution)** - שיטה זו היא סוג של פנסיה צוברת בה ההפרשה של העמית מוגדרת מראש. העמית מקבל את הכספים שהופרשו על ידו ועל ידי מעבידו בתוספת ריבית וניכויים של הוצאות ניהול הקרן המבטחת. גובה הגמלאות תלוי גם בתשואות שמניבות השקעות הקרן.

<sup>9</sup> **אגרות חוב מיועדות**: אלה אג"ח צמודות שמונפקות על ידי הממשלה במיוחד לקרנות פנסיה ובעבר גם לביטוחי מנהלים, הן אינן נסחרות בבורסה ואינן נרכשות על ידי משקיעים פרטיים. שמות אג"ח אלה הן חץ, מירון וערד



נמוכה על קרנות הפנסיה. המציאות הכלכלית האמורה, מחייבת פתרון שיטיב עם קרנות הפנסיה של החוסכים או לפחות ישמר את המצב הקיים, כאשר זה יכול להיות או הגדלת ההפרשה החודשית או השקעה בנכסים מסוכנים יותר שיניבו תשואה גבוהה יותר כמו למשל השקעה בשוק ההון. נדגיש כי חרף ההתאוששות היחסית של השווקים הפיננסיים סביבת הריביות עדיין נמוכה ואין צפי לעלייתן בטווח הקרוב, במילים אחרות, הפתרון לבעיה צריך להגיע ממקום אחר.

ה. **משברים פיננסיים**- השקעה בנכסים מסוכנים כחלק מחסכון ארוך טווח בעייתית בעיתות משבר. המשבר הפיננסי בשנת 2008 מחק תשואות שהושגו על פני שנים והושקעו בנכסים תנדתיים (Barstein, 2015). לחוסך המתקרב לגיל פרישה מדובר באסון שכן הקצבה החודשית שלו נחתכת בעשרות אחוזים ללא זמן לפצות על האובדן.

בעת בחינת השינויים והמגמות שתוארו לעיל בשוק הפנסיוני יש להבין כי מאחורי כל תכניות החסכון המוצעות בשוק (קרן פנסיה, קופת גמל או ביטוח מנהלים) קיים יחס תחלופה בין הרצון לשמר את מערכת הפנסיה כוודאית, יציבה וחסרת סיכון לבין הרצון להגדיל את התשואה על הכסף הנצבר, מה שחושף את החוסך לסיכון, חוסר ודאות ובאופן טבעי גם לחוסר יציבות. השינויים האמורים שמים את שוק החסכון בנתיב קריטי ורגיש ומחייבים התאמה מיידית בכדי להימנע מקריסה שמשמעותה הותרת אחוז לא מבוטל מהאוכלוסייה, אוכלוסיית הפנסיונרים בישראל, מחוסרת כל<sup>10</sup>.

יתרה מזו, השינויים והמגמות כאמור לעיל יוצרים גרעון אקטוארי<sup>11</sup> שהוא למעשה הגורם המרכזי לשרשרת הרפורמות והפערים שמטרתן להביא בסופו של דבר ליעילות ואיזון אקטוארי. כמו כן לשינויים במערכת החסכון לטווח ארוך ישנם גם גורמים חברתיים כמו לדוגמה צמצום אי השוויון בהתחלקות ההכנסות, נייר זה לא יעסוק במטרות אלו.

<sup>10</sup> אוכלוסיית הפנסיונרים בישראל מונה כיום כ- 10% ועתידה לעלות לכ-15% בשנת 2035.

<sup>11</sup> **גרעון אקטוארי**- הפרש שלילי בהערכה אקטוארית. מצב שבו הערך הנוכחי של נכסים שהצטברו בקרן פנסיה או בתוכנית ביטוח חיים, יחד עם הערך הנוכחי של התשואה עליהן והפרשות עתידיות, לא יספיקו כדי למלא אחרי ההתחייבויות העתידיות והוצאות הניהול הנובעת מאותה הערכה. כאשר המצב הפוך, יש לנו עודף אקטוארי. עודף כזה יכול לנבוע מהעמסות גדולות, תמותה נמוכה וכדומה. (מתוך מעות-אגרון הכלכלה, המנהל והעסקים)

### 3.2 מרכיבי החסכון ארוך הטווח בישראל

בבואנו להבין את התפתחות החיסכון ארוך הטווח בישראל, מרכיביו ורשת הביטחון שהוא מהווה, יש להבין תחילה מהם הערוצים מהם מתקבלים אותם הכספים עם הגעתו של החוסך לגיל פרישה ורק לאחר מכן לסקור את השינויים בענף תוך חלוקה לערוצים המקובלים. נהוג לכנות ערוצים אלו – "רבדים" שכן מדובר בשכבות שבחלקן מתבססות ונתמכות אחת על השנייה לצורך יצירת הביטחון הכלכלי האולטימטיבי לחוסך. בחלק נכבד מהמדינות המפותחות בעולם וכך גם בישראל ישנם שלושה רבדים עיקריים:

#### הרובד הראשון – קצבת זקנה ושארים של המוסד לביטוח לאומי

קצבת הזקנה מורכבת מבסיס המחושב כאחוז מהשכר הממוצע במשק<sup>12</sup> בתוספת ותק<sup>13</sup> ובמידה והחוסך דוחה את פרישתו מעבר לגיל הפרישה<sup>14</sup> קיימת תוספת בגין דחייה<sup>15</sup>. החוסך זכאי לקצבת הזקנה בשתי תחנות אופציונאליות: האחת בהגיעו של החוסך לגיל המותנה<sup>16</sup> (לא כל האוכלוסייה תחל לקבל את הקצבה בגיל זה) והשנייה בגיל המוחלט<sup>17</sup> (מועד בו כלל החוסכים זכאים להתחיל לקבל קצבה אלא אם התחילו בגיל המותנה). לקצבת שאירים זכאים אלמנה וילדיו של תושב ישראל המבוטח בכפוף לכללים הקבועים בחוק. גובה קצבת זקנה ושארים מותנה בהרכב המשפחה ובמספר התלויים<sup>18</sup>. בנוסף, אישה שהגיעה לגיל פרישה כעקרת בית<sup>19</sup> תהיה גם היא זכאית לקצבת זקנה בתנאי שמתקיימים מספר תנאים המוגדרים בחוק<sup>20</sup>. קצבת הזקנה בישראל עומדת כיום על 1,531 / 2,301 ש"ח עד גיל 80 ולאחר מכן היא עולה ל- 1,617 / 2,387 ש"ח ליחיד/ה וזוג<sup>21</sup> בהתאמה.

בנוסף לקצבאות שנמנו לעיל, מסייע המוסד לביטוח לאומי לאנשים בגיל פרישה שמסיבות מסוימות לא הצליחו או נבצרה מהם היכולת לחסוך לגיל פרישה. הסיוע האמור מגיע בצורת קצבה המכונה קצבת השלמת הכנסה וזאת כשמה כן היא משלימה לשכר/ קצבה המינימאלית שהוגדרה בחוק כראויה למחיה, מדובר בקצבה סלקטיבית המוענקת לאחר מבחני הכנסה ומשלימה את קצבת הזקנה.

<sup>12</sup> השכר הממוצע במשק - 9,260 – לפי דו"ח עדכון קצבאות של המוסד לביטוח לאומי נכון ל- 01 בינואר 2014.

<sup>13</sup> ותק - קצבת הזקנה תכלול תוספת ותק למי שהיה מבוטח יותר מ-10 שנים לפני יום זכאותו לקצבת זקנה בפעם הראשונה, בכפוף למגבלות הקבועות בחוק.

<sup>14</sup> גיל הפרישה בישראל עומד על 62 לנשים ו-67 לגברים נכון לשנת 2015.

<sup>15</sup> תוספת דחייה - משולמת במקרים שלא הייתה זכאות לקצבת זקנה בגלל הכנסות מעבודה, או שבגלל ההכנסות מעבודה מגיעה למבוטח קצבת זקנה בסכום נמוך, והוא מוותר על קבלת סכום נמוך זה.

<sup>16</sup> הגיל המותנה - עד שנת 2004 עמד על 65 לגבר ו-60 לאישה ולאחר מכן עלה ל-67 לגבר ו-64 לאישה.

<sup>17</sup> הגיל המוחלט - ללא מבחן הכנסות - עד שנת 2004 עמד על 70 לגבר ו-65 לאישה ולאחר מכן גיל האישה הועלה ל-70.

<sup>18</sup> תלויים - יכולים להיות בן זוג התלוי במקבל הקצבה והוא אינו זכאי לקצבה בזכות עצמו – אם עבר מבחן

הכנסות כמוגדר בחוק, וכן ילד התלוי במקבל הקצבה. ילד עשוי להיות זכאי עד גיל 22 לפי הגדרות החוק.

<sup>19</sup> עקרת בית - היא אישה תושבת ישראל, מבוטחת הנשואה לגבר מבוטח שאינה עובדת לא כשכירה ולא כעצמאית.

<sup>20</sup> ראה - "קצבת זקנה לעקרת בית" המוסד לביטוח לאומי.

<sup>21</sup> הקצבה לזוג מורכבת מקצבה ליחיד וכן תוספת בעבור בת זוג.

### הרובד השני - החסכון הפנסיוני

ביום ה- 1/1/08 הוחלט בצו הרחבה על ידי שר התמי"ת על חובת העובדים לחסוך לפנסיה במדינת ישראל ועל חובת המעסיקים להשתתף בחסכון הפנסיוני של עובדיהם. החלטה זו נבעה מתוך הבנת החשיבות האדירה של החסכון הן ברמת המדינה והן ברמת הפרט ובמטרה למנוע את תלות הציבור במדינה בהגיעו לגיל פרישה. קיימים שלושה אפיקי חיסכון פנסיוני שבהם יכול העובד לחסוך את כספו לגיל הפרישה: קופות גמל, קרנות פנסיה וביטוחי מנהלים. בנוסף, קיימת אוכלוסייה ותיקה שהחיסכון הפנסיוני שלה נמצא בתוכניות ישנות כמו קרנות פנסיה ותיקות (סגורות למצטרפים חדשים מ- 1995) או בפנסיה תקציבית. את אפיקי החסכון ניתן לחלק לחסכונות מוגדרי זכויות (DB) שהם פחות שכיחים כיום בישראל ויותר מאפיינים את הפנסיה התקציבית וחסכונות מוגדרי הפקדות (DC) המקובלים יותר בישראל ומזוהים עם הפנסיה הצוברת.

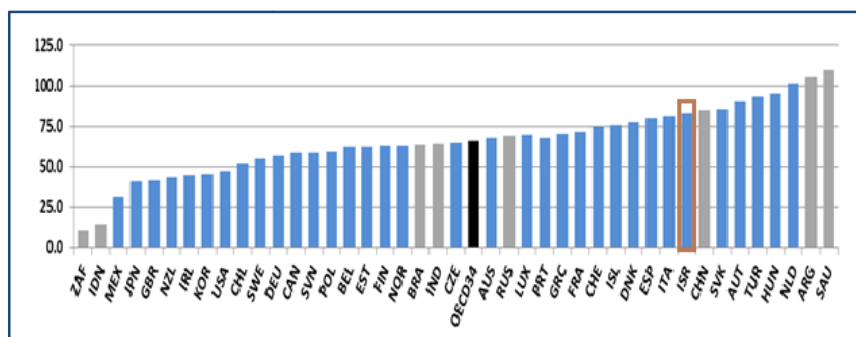
### הרובד השלישי - החסכון הפרטי-וולונטרי

חסכון זה הינו אישי, סובייקטיבי ונתון לשינויים לפי ראות עיניו של החוסך ללא מגבלות, כל פרט יכול לחסוך מעבר לחסכונות המחייבים בכל ערוץ שיבחר בהתאם לחוקי המס המקובלים<sup>22</sup>.

לסיכום, "עושרה" של קצבת הפרישה של הפרט על כל מרכיביה (שלושת הרבדים) נמדד כאחוז מהשכר אותו הפרט הרוויח בזמן שעבד או במילים אחרות לפי "שיעור התחלופה"<sup>23</sup> שלו. שיעור התחלופה בישראל, קרי היחס בין ההכנסה בזמן עבודה להכנסה בזמן פרישה, הינו נתון חשוב ביותר הנולד מתוך ההנחה שאדם צריך לשמר את רמת החיים לה היה רגיל עד גיל הפרישה. עם זאת, נדגיש כי סוגיית שיעור התחלופה האופטימלי שנויה במחלוקת בספרות המקצועית ומרבית המאמרים מנעים מלנקוט עמדה בנושא (Sunstein and Thaler, 2008).

בגרף הבא ניתן לראות את שיעור התחלופה במדינות ה-OECD בהתאם לשכר הממוצע במשק, שיעור התחלופה בישראל הוא בין הגבוהים בעולם אך יחס זה צפוי לרדת לאור העובדה כי מרבית הציבור בגיל פרישה כיום זכאי לפנסיה תקציבית:

### תרישים 2: שיעור התחלופה במדינות ה-OECD לשנת 2013



מקור: OECD Pensions at a Glance 2013

<sup>22</sup><http://www.pensia.mof.gov.il/print/inner1.htm>

<sup>23</sup>שיעור תחלופה - היחס בין הקצבה שיקבל החוסך עם הגיעו לגיל פרישה לבין שכרו בזמן העסקתו.

### 3.2.1 ההיסטוריה של החסכון ארוך הטווח בישראל

החסכון ארוך הטווח עבר מתיחת פנים מהותית בשלושת העשורים האחרונים, הרפורמה המהותית הראשונה הייתה בשנת 1995, במסגרתה צומצמה מהותית ההתערבות הממשלתית במערכת הפנסיה. "מניעה העיקריים של הרפורמה היו הגירעונות האקטואריים של קרנות הפנסיה ומעבר לכלכלת שוקשברקע שיקולים אידיאולוגים של העברת האחריות לפרט ושיקולים פוליטיים של החלשות ההסתדרות" (ספיבק ואחדות, 2010, עמ' 28). רפורמה זו יצאה לדרך עם החלטת הממשלה על הקמת קרנות הפנסיה החדשות כחברות בנות של הקרנות הוותיקות וסגירת הוותיקות לחוסכים חדשים.

בשנת 1999 הוחלט על סגירת הפנסיה התקציבית לחוסכים חדשים ומעבר לפנסיה צוברת. בשלב זה חשוב להבדיל בין המושגים "פנסיה תקציבית" ו"פנסיה צוברת" (המכונים גם מימון שוטף וצובר בהתאמה) המתייחסים לצורת וגורמי המימון של הפנסיה לבין המושגים "השיטה מוגדרת ההפקדות-DC" ו"השיטה מוגדרת הזכויות-DB" שמתייחסים לשיטת החישוב של הפנסיה.<sup>24</sup> בשנת 2003 בוצע מעבר מתכנית הפנסיה מוגדרת הזכויות-DB לתכנית מוגדרת ההפקדות-DC. חלקו הראשון שלהמעבר התבצע למעשה כבר בשנת 1995 עם השלמת האיזון האקטוארי בקרנות, "אמנם המעבר הסופי עד לרמת הפרט בוצע כאמור בשנת 2003" (ספיבק ואחדות, 2010, עמ' 31). בראשית שנות ה-90 עיקר תכניות הפנסיה במדינת ישראל היו מוגדרות זכויות ובאופן טבעי גרמו לגירעונות אקטואריים מהותיים. המעבר לפנסיה מוגדרת הפרשות הפחית משמעותית את הצורך בהתערבות ממשלתית ובנוסף העביר את המושכות לידי המבוטח בהיבט של אחריות להבטחת הכנסתו. על אף היתרונות המשמעותיים שהביא איתו המעבר, אין להתעלם מהעובדה שאחריות הפרט על הבטחת הכנסתו מביאה עמה סיכונים שלא היו קיימים בשיטת הפנסיה מוגדרת הזכויות, לדוגמה התארכות תוחלת החיים שכאמור תגרום להפחתת הקצבה החודשית, הפסקת תעסוקה שמשמעותה הפסקת הפרשות, הסיכון הטבעי שקיים בשוק ההון וכל גורם נוסף המסכן את הפרט החוסך או את חסכונו בזמן העסקתו. רפורמה חשובה זו לוותה בערבויות ממשלתיות באופן כזה ש-70% מההשקעות היו באג"ח מיועדות בעלות תשואה מובטחת של 5.05% ולשאר ההשקעות החופשיות הבטיחה הממשלה תשואה מינימאלית של 3.5%<sup>25</sup> ובכך פיצתה על הסיכונים והחסרונות האמורים לעיל.<sup>26</sup> רפורמה זו נחתמה סופית עם הפחתת משקלן של האג"ח המיועדות מ-70% ל-30% מתיק ההשקעה בד בבד עם הפחתת תשואתן ל-4.86%. שינוי זה כאמור העביר את מערכת הפנסיה הישראלית סופית לשיטה מוגדרת ההפקדותשכן גם הערבויות הממשלתיות ברובן אינן וכעת האחריות הבלעדית על כספי הפנסיה הינה על החוסך.

הגרף הבא מציג את החלוקה בין פנסיה מוגדרת הפקדות ופנסיה מוגדרת זכויות במדינות ה-

<sup>24</sup> נהוג לשוב כי הגדרות אלו מקבילות, אמנם לא כך הדבר ואין זה מחייב שהמדיניות תהיה פנסיה תקציבית עם

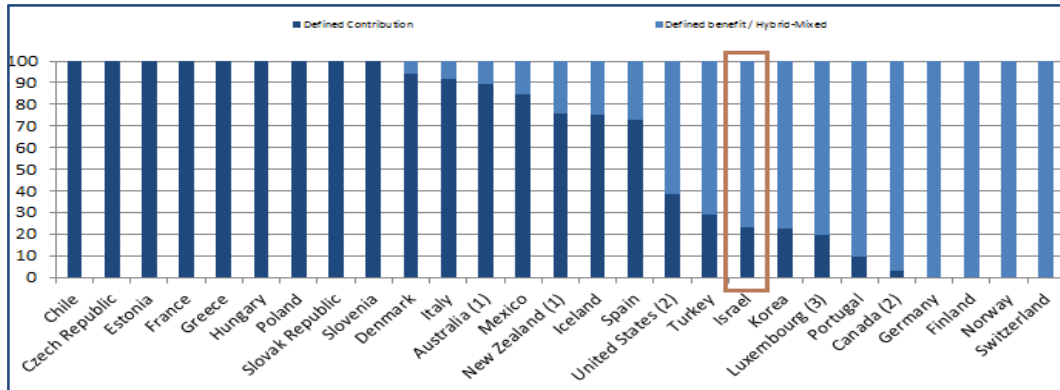
שיטת ה-DB ופנסיה צוברת עם שיטת ה-DC. בהמשך מסמך זה מוצגות מדינות שפעלו אחרת- ראו NDC.

<sup>25</sup> השקעות בגובה של 30% מהתיק

<sup>26</sup> ערבויות אלה בוטלו ב-1997

OECD, ניתן לראות שעל אף חתימתו הסופית של התהליך, עדיין לא ניתן לראותו גרפית שכן מרבית הפנסיונרים כיום עדיין נמצאים במסלול הפנסיה התקציבית.

### תרשים 3: התחלקות הפנסיה התקציבית והצוברת במדינות ה-OECD לשנת 2011



מקור: OECD Pensions at a Glance 2011

רפורמה נוספת היא המעבר מהשקעה באג"ח להשקעה בשוק ההון, ברפורמה זו הופסקה הנפקת אג"ח מיועדות לקופות הגמל (1987) ולפוליסות הביטוח (1991) והופחתה כאמור הנפקתן עבור קרנות הפנסיה (1995).

בשנת 2005 הוקמה ועדת בכר אשר מטרתה העיקרית היו הגברת התחרות, צמצום הריכוזיות בשוק ההון וחקיקה בתחום הפיקוח על השירותים הפיננסיים בהיבט הייעוץ והשיווק הפנסיוני. הוועדה הורתה לבנקים למכור את קופות הגמל וקרנות הנאמנות שברשותם תוך ארבע שנים ואלו נמכרו במהרה לחברות הביטוח ולקרנות השקעה זרות. בנוסף, בכדי לעודד תחרותיות הותר לבנקים לעסוק בהפצה של תכניות ביטוח פנסיוני ובכך ירדו דמי הניהול המקובלים. בטבלה הבאה ניתן לראות את הירידה במדדי הריכוזיות והתחרות בשנים שלאחר הרפורמה:

### לוח 1: מדדי ריכוזיות ותחרות בשנים 2005-2011 (לאחר רפורמת בכר)

מדד ריכוזיות ותחרות - CR3							
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
34%	35%	36%	31%	32%	37%	47%	סך קופות הגמל
74%	74%	74%	74%	74%	74%	74%	ביטוח חיים*
80%	81%	82%	83%	83%	84%	71%	סך קרנות הפנסיה החדשות
מדד ריכוזיות ותחרות - HHI							
2011	2010	2009	2008	2007	2006	2005	
0.06	0.06	0.08	0.06	0.06	0.07	0.09	קופות הגמל
0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	0.23	ביטוח חיים*
0.25	0.26	0.26	0.27	0.28	0.29	0.26	קרנות הפנסיה

מקור: אגף שוק ההון וביטוח וחסכון דו"ח שנתי 2011

בשנת 2008 תוקן חוק הפיקוח על השירותים הפיננסיים, תיקון מס' 3, ובו נקבע כי החל משנת 2008 הפניית עיקר הכספים שנצברו כחלק מהחסכון הפנסיוני תהיה לקצבאות שיחלו עם הפרישה

בניגוד לשיטת המרכיב ההוני<sup>27</sup> שהייתה נהוגה קודם לכן. העדיפות לתכניות המשלמות קצבה משרתת את הממשלה בכך שמאפשרת לה להימנע מהשלמת הכנסה בעת הגעת הפרטים לגיל פרישה וכמו כן מסייעת לפרטים להבטיח לעצמם הכנסה בגיל זה. עוד בשנת 2008 נכנס לתוקפו צו הרחבה לפנסיה חובה המחייב את השכירים והמעסיקים בהפקדות לפנסיה אשר יהיו חלק מקופת גמל לקצבה וזאת תחולק לשני סוגים: קופת גמל משלמת לקצבה<sup>28</sup>, כזאת שהעמית יוכל לדרוש סכום חד פעמי ממנה אמנם רק בתנאי שיוותר לו סכום קצבה חודשי לאחר היוון של 3850 ₪, כלומר כל עמית יוכל לקבל כספים שצבורים עבורו מעבר לסכום הקצבה המינימלי כסכום חד פעמי בהיוון ליום המבוקש וקופת גמל לא משלמת לקצבה<sup>29</sup>.

בשנת 2012 הכריז פרופ' עודד שריג, הממונה על שוק ההון, ביטוח וחסכון במשרד האוצר, על ביטול מקדמי<sup>30</sup> קצבה מובטחים<sup>31</sup> בפוליסות ביטוחי מנהלים החל מה-1/1/13 למי שטרם מלאו לו 60, מקדם זה שימש כמגן לחוסכים מפני עלייה בתוחלת החיים שעלולה להקטין את הפנסיה שלהם. מדובר במהלך דרמטי שנובע מצד אחד מהערכת האוצר כי חברות הביטוח לא יוכלו לעמוד בהתחייבויותיהם למקדמי הקצבה המובטחים וזאת בשל הזדקנות האוכלוסייה, שינויים בשיעור האבטלה ושינויים תכופים בשוק ההון ועל מנת לייצר מוצר בעל שקיפות לחוסך. לצעד זה של פרופ' שריג השפעה מהותית על החסכון לטווח ארוך בישראל במובן של צמצום הפערים הקיימים בין הביטוחים לבין קרנות הפנסיה, כעת ביטוחי המנהלים איבדו מהיתרון היחסי שהיה להם בהיבט של מקדם קצבה לא מובטח<sup>32</sup>.

על אף הרפורמות שנמנו לעיל נראה כי המערכה עדיין לא הגיעה לקיצה וההתנהלות הקיימת כיום עדיין אינה יעילה דיה ואינה מותאמת למציאות המשתנה של שנת 2015. לפיכך נייר זה יציג בהמשך פתרון המגדיר מימד נוסף בתחום החסכון

<sup>27</sup> שיטת המרכיב ההוני- משיכת החסכון כתשלום חד פעמי בעת הפרישה.

<sup>28</sup> קופת גמל משלמת לקצבה- תשלום ישיר לזכאים לה.

<sup>29</sup> קופת גמל לא משלמת לקצבה- אינה משלמת כספים כקצבה. כספים ימשכו ממנה בתנאים מסוימים אם כי ניתן להעבירם לקופה משלמת לקצבה.

<sup>30</sup> מקדם אקטוארי-ערך מספרי (מקדם) שלפיו נערך חישוב ההופך את סכום החיסכון שנצבר בקרן פנסיה או בביטוח חיים לקצבה חודשית שתשלום בתום תקופת הביטוח או בגיל הפרישה. מקדם זה מחושב בהתאם לגיל המובטח ולמצבו המשפחתי בעת הפרישה, ולפי ריבית להיוון המבוססת על תשואת הקרן. ככל שמקדם ההמרה גבוה יותר סכום הקיצבה יהיה נמוך יותר (מתוך מעות אגרון הכלכלה, המנהל והעסקים).

<sup>31</sup> מקדם קצבה מובטח- מקדם קצבה שנקבע כבר ביום ההצטרפות לפוליסה ומבוסס על לוחות תמותה הנכונים במועד זה. מקדם מובטח אינו ניתן לשינוי כשמשנתים לוחות תמותה ותוחלת חיים.

<sup>32</sup> מקדם קצבה לא מובטח- מקדם קצבה שחברה יכולה לשנות בהתאם לעדכון לוחות תמותה ותוחלת חיים. במקרה זה, מבוטח לא יודע בעת רכישת פוליסה מה יהיה מקדם הקצבה כשיתחיל לקבל קצבה

### 3.3 חסכון ארוך טווח בהשוואה בין לאומית

כמו במדינת ישראל, במרבית המדינות המפותחות בעולם נהוג לחלק את מערכת החסכון לטווח ארוך לשלושה רבדים: הרובד הראשון הוא הציבורי, המספק רשת בטחון בצורה של קצבה המקבילה לקצבת הביטוח הלאומי במדינת ישראל, השני מכיל את תכניות החסכון לפנסיה כגון: קרנות פנסיה, קופות גמל וביטוחי מנהלים והשלישי מיוחס לחסכון הפרטי ה"וולנטרי". כאשר סוקרים את הרפורמות בעולם יש להבחין בין שני סוגים עיקריים של רפורמות: רפורמות פרמטריות המייצגות שינויי פרמטרים במערכת הפנסיה לדוגמא: הגדלת ההפרשות לפנסיה, העלאת גיל הפרישה, עידוד פרישה מאוחרת או כל שינוי בפרמטרים אשר משמשים את החישוב הפנסיוני ורפורמות מהותיות ויסודיות בהן השינוי הוא בתפיסת המערכת, רפורמות אלה מכונות פרדיגמטיות שכן הן מייצגות שינוי בתפיסת הפרדיגמה של צבירת הזכויות לפנסיה, דוגמאות לשינוי שכזה הן מעבר משיטת DB ל-DC או הנהגת NDC<sup>33</sup>. בין 34 המדינות החברות ב-OECD ניתן לראות מגוון של דרכים להתמודדות עם משברים, ישנן מדינות שבחרו לבצע שינויים שהם בעיקרם פרמטרים כמו גרמניה וישנן כאלו שבחרו בשרשרת של שינויים פרדיגמטיים כמו צ'ילה. בין שתי הקצוות קיים ספקטרום של מדינות המשלבות את השניים. בנוסף להבחנה בין השינויים הפרמטריים והפרמטריים חשוב להבין את ההבדל בין שיטות המימון הקיימות, השוטפת והצוברת כפי שהוגדר בפרק 3.2.1.

#### 3.3.1 צ'ילה

אחת המדינות שביצעה את השינוי הקיצוני ביותר במערכת הפנסיה שלה היא צ'ילה. בראשית דרכה הפנסיונית, אימצה צ'ילה מדיניות של מימון שוטף, אמנם בשנת 1981 הוחלט על מעבר חד למימון צובר בשילוב עם מעבר נוסף מהשיטה המוגדרת זכויות DB- לכזאת המוגדרת הפרשות-DC במטרה להביא לאיזון אקטוארי, נישול הממשלה מהתחייבויות פנסיוניות והפרטת המערכת. על אף היתרונות הרבים הגלומים בשיטת המימון הצובר כמו הגעת החוסך לקרן האופטימלית עבורו והעלאת המודעות למשמעויות של פרישה מוקדמת, ישנה בעייתיות רבה ברפורמה זו שכן קרנות הפנסיה הפרטיות בצ'ילהגבו דמי ניהול גבוהים מאוד וכמו כן היא אינה ממלאת תפקיד בהתחלקות ההכנסות ובהגנה על החוסכים מפני סיכונים טבעיים שלא בשליטם. בשנים שלאחר הרפורמה, יותר ויותר אנשים מצאו עצמם ללא פנסיה או לחלופין עם קצבאות נמוכות מאוד ובשנת 2008 הוחלט סופית על שינוי מדיניות והוכנס למערכת רובד בסיסי שמומן על ידי מיסים ומעניק כיסוי מינימלי לאותם אלה שמערכת המימון הצובר לא מכסה. במילים אחרות ניסיונה של צ'ילה לנהל מערכת פנסיונית ללא הרובד הסוציאלי הבסיסי, מקבילו של הביטוח הלאומי במדינת ישראל, לא צלח והמערכת הצ'יליאנית שונתה וישרה קו עם מרבית המדינות המפותחות בעולם המנהלות מערכת חסכון לטווח ארוך הכוללת שלושה רבדים.

<sup>33</sup>NDC-Notional defined contributions – תכנית הפרשות לצבירה רעיונית- שיטה שבה התקבולים השוטפים

מדמי הביטוח אמנם מיועדים לממן את ההתחייבויות השוטפות של תשלומי הפנסיה, אך הפנסיה מחושבת לכל פרט לפי צבירתו הרעיונית, כלומר בהתאם לשיעור תשואה רעיוני שנקבע במערכת (ספיבק ואחדות, 2010).

כחלק מהרפורמה הגדולה שתוארה, החל משנת 2002, הנהיגה המדינה מדיניות של חיסכון רב-מסלולי לפנסיה המותאם לקבוצות גיל שונות באוכלוסייה, ככל שהגיל עולה רמת הסיכון בתיק החסכון יורדת-המודל הצייליאני, זוהי למעשה הסנונית הראשונה של חסכון מותאם גיל. מנהלי קרנות הפנסיה בציילה התבקשו לפתוח מסלולי השקעות אשר מסומנים באותיות A-E כאשר A הוא המסלול המסוכן ביותר ו-E הוא המסלול הכי פחות מסוכן. כמו כן, חוסך שלא יבחר במסלול הרצוי לו ישוּך אוטומטית למסלול המותאם לגילו- המשמעות היא למעשה הכנסת המודל כברירת מחדל. מודל זה מאפשר הבטחת תשואה מינימלית בהתאם למסלול החסכון הנבחר, במידה והתשואה אשר הניבה הקרן נמוכה מהתשואה המינימלית שהוגדרה למסלול המותאם, החוסך יקבל את התשואה המינימלית שהובטחה<sup>34</sup>. מודל זה כשל ועל אף קווי הדמיון שלו עם מודל קרנות היעד הם שונים מאוד ועל כך יורחב בהמשך.

### 3.3.2 איטליה ושבדיה

איטליה ושבדיה פועלות באופן דומה ונחשבות סולידיות ברפורמות שהנהיגו. המדינות הללו בחרו להנהיג רפורמת-NDC, כאמור לעיל, שיטה זו היא מעין שילוב של המימון השוטף והצובר, כלומר מצד אחד נשמר המימון השוטף הבא להגן על הצעירים, אמנם הזכויות נקבעות לפי מה שהופרש- "מוגדרות הפרשות". זוהי למעשה שיטה רעיונית המייצרת מעבר רך מהשיטה השוטפת לצוברת ומהווה תחנת ביניים ההופכת את המעבר הקיצוני הנ"ל לשישי. בהיבט המעשי, "ההפרשות השוטפות מממנות את ההתחייבויות השוטפות, אולם הפנסיה היא נגזרת של התחשיב האינדיבידואלי של אותן הפרשות, למעשה כל מבוטח מקבל את השקעתו, אשר נצברת בחשבון רעיוני אישי, והתשואה על ההשקעה שווה לשיעור הגידול בשכר לנפש ולא לשער הריבית כנהוג בתכנית DC. בעת ההגעה לגיל הפרישה הקצבה מחושבת כצבירה חלקי מקדם מיוחד בהתאם לשינויים בקצב הצמיחה ובתוחלת החיים" (ספיבק, 2013). כאמור, מדיניות ה-NDC הופעלה ברובד הראשון הבסיסי ואילו ברובד השני הנהיגו מדינות אלה שיטה של צבירה בפועל-DC, כאשר החסכון לפנסיה הינו חובה וישנן קרנות המיועדות לאוכלוסייה אשר הגיעה לגיל פרישה ואין לה פנסיה או יש לה פנסיה אך היא אינה מגיעה למינימום הנדרש.

### 3.3.3 גרמניה

בחרה להחיל בעיקר שינויים פרמטרים. לפני הנהגת הרפורמה שיעור התחלופה עמד על 70% (גבוה יחסית) וגיל הפרישה 60 (נמוך יחסית), האמור בשילוב עם תוחלת החיים ההולכת וגדלה גרם להידרדרות המערכת הפנסיונית כתוצאה מגירעונות אקטוארים גדולים. הוחלט להחיל שינויי פרמטרים כגון: העלאת גיל הפרישה, צמצום התמריצים לפרישה מוקדמת, הצמדת הפנסיה לשכר הממוצע נטו במקום ברוטו, צמצום אורכן של "שנות גידול ילדים" ו"שנות רכישת השכלה" שהיו תקופות בהן לא שולמו דמי ביטוח והתווסף "גורם קיימות" שהביא לידי ביטוי את התפתחות היחס בין מספר הגמלאים למספר המשלמים ביטוח לאומי (ספיבק, 2013). בנוסף לכלל שינויי

<sup>34</sup> הממשלה דורשת מכל קרן להיות בעלת עתודה כספית של 2% מסכום כספי הקרן, ואם התשואה שהשיגה הקרן לא הגיעה לתשואה המזערית, ההפרש מוחזר לעמיתים מכספי עתודה זו. נוסף על כך, אם קרן הפנסיה אינה יכולה לשלם לחוסך את התשואה המזערית המובטחת, הממשלה נושאת באחריות זו כלפי החוסך.



הפרמטרים שהתרחשו בגרמניה, ניתן היה לראות גם שינויים מבניים כמו רפורמת Rister שהייתה בשנת 2001 וכללה הנהגת פנסיית מינימום ועידוד חסכון פרטי- וולנטרי.

#### 3.3.4 בריטניה

ניהלה מערכת פנסייה בעלת 3 רבדים המחולקים ל-7 תתי רבדים: הרובד הראשון הוא הרובד הבסיסי סוציאלי הכולל בתוכו את פנסיית היסוד ואת תכנית ה- $^{35}S2P$  שנכנסה לתוקפה בשנת 2002, רובד זה ממומן באמצעות דמי ביטוח ובשיטת המימון השוטף, הרובד השני הוא הפנסייה התעסוקתית והיא מחולקת לפנסייה מוגדרת זכויות ופנסייה מוגדרת הפרשות והרובד השלישי בנוי מתכניות פנסיות אינדיבידואליות למיניהן ואישיות וגם הוא מחולק ל-3 קבוצות: הסדרי פנסייה אישית, הסדרי פנסייה תעסוקתית ופנסייה באמצעות נאמן. לפני שורת הרפורמות שנוהלה בבריטניה ומעבר לבעיה הדמוגרפית הקיימת בכל העולם, בריטניה התמודדה עם בעיית עוני חמורה בקרב האוכלוסייה המבוגרת. ההתמודדות הייתה הן במישור הפרמטרי שכלל את ההחלטה על שינוי יעד גיל הפרישה מ-65 לגבר ו-60 לאישה ל-68 לשני המינים עד שנת 2046, והן במישור המבני הפרדיגמטי- הנהגת פנסייה חובה לכל העובדים במשק- כל מעסיק חייב להוסיף את עובדיו לתכנית פנסייה. שנת 2008 כללה רפורמה בה החוסכים נדרשו להבטיח לעצמם 20 אלף ליש"ט בשנה באמצעות הפקדת חסכונותיהם בחברות ביטוח, במידה ונשארים להם כספים מעבר לסכום האמור, הם רשאים למשוך את היתרה כסכום חד פעמי אמנם משיכה כזאת הייתה אינה כדאית בשל מיסוי גבוה של 55%. (להוציא אוכלוסייה שמלאו לה 55 שנים שזכאית למשיכת יתרת הסכום לפי שיעור מס שולי ואוכלוסייה מבוגרת מכך שזכתה להטבות מס גבוהות יותר). אמנם, באנגליה התרחש לאחרונה אחד השינויים המבניים הקיצוניים ביותר שנראו במערכת הפנסיונית העולמית, שר האוצר הבריטי, ג'ורג' אוסבורן, סבור כי המערכת הקיימת כופה על האוכלוסייה "רכישת" קצבאות, פתרון שאינו מתאים לאור הזמנים המשתנים ואיתם גם צרכי הציבור ואופי הפרישה. לפי אוסבורן מטרתה המרכזית של ממשלת בריטניה הינה לאפשר לציבור החוסכים חופש בחירה שיביאם ל"עסקה" הטובה ביותר עבורם ולכן "רכישת" קצבה מחברת ביטוח ללא גמישות ושליטה בכספי הביטחון היא אינה אידיאלית ואינה כלכלית. הוחלט כי החל מאפריל 2015 יכולים בני 55 ומעלה למשוך את הכספים הצבורים בקרנות הפנסייה שלהם בניכוי מס שולי (הנע בין 45%-0%) בניגוד לשיעור המס הגבוה שהיה נהוג וכאמור עמד על 55% ובכל מקרה 25% מסכום המשיכה יהיה פטור ממס. מדובר ברפורמה קיצונית המשנה את התפיסה הרווחת בעולם ויש האומרים שהיא הגדולה ביותר במאה השנים האחרונות שכן בניגוד לעולם כולו היא מחזירה את המושכות לידי הפרט הבודד בדבר דין כספי החסכון שלו ועצם קיומם- מעניין לראות מה יהיו תמורותיו של שינוי מבני קיצוני זה.

$^{35}S2P$  - State Pension Second Scheme - מכונה גם "פנסייה משלימה"- תכנית זו כוללת פנסייה המסופקת על-ידי המדינה, המעסיקים ומוסדות פיננסיים. לתוכנית זו זכאים בעלי הכנסות בטווח מוגדר שבין השכר הנמוך (Lower Earning Limit) והשכר הגבוה (Upper Earning Limit). תכנית זו מעניקה קצבה נדיבה יותר לבעלי הכנסות נמוכות וממוצעות ולבעלי מוגבלויות. באופן כללי - עד הרף העליון- ככל שאדם מרוויח יותר, כך הגמלה שיקבל תהיה גבוהה יותר מתוך "הסדרי פנסייה בחינה השוואתית" 2004 - יהודית גלילי ומיכל טביביאן-מזרחי"

### 3.3.5 ארצות הברית

מערכת הפנסיה בארה"ב פועלת בשלושה רבדים, בראשון קיימת פנסיה ציבורית תלויה הכנסה, הממומנת ע"י מערכת הביטחון הסוציאלי, בשני תכניות חסכון ארוכות טווח הניתנות במקום העבודה, מדובר בפנסיה תעסוקתית המבטיחה קצבה מסוימת לעובדים כתלות במספר שנות העבודה של החוסך ובמבחן אמצעים, רובד זה מסתייע במימון פדרלי ומתבצע בשיטת המימון הצוברת(דוגמאות למכשירי חסכון ברובד זה הן (K)401- (B)403) ובשלישי חסכון אישי הנחשב למפותח ביחס למדינות העולם וכולל שלל תכנית וביניהן ה- Individual Retirement Plan-IRA המאפשר לחוסך מצד אחד ליהנות מהטבות המס על הפקדת הכסף ומצד שני לשלוט באופן ההשקעה. תכנית הפנסיה הפופולארית ביותר בארה"ב היא ה- (K)401 ומטרתה לעודד חסכון פנסיוני. חוסך בתכנית שכזו, יקבע בעצמו את הסכום אותו הוא מעוניין להעביר לתכנית בהתאם למגבלות ה-IRS (ארגון מס הכנסה בארה"ב) והטבות המס שהיא מציעה. בנוסף, בהתאם לחוקי התכנית, המעסיק רשאי להשתתף בהפקדות עד לגובה של 100% גובה התקרה הקבועה בחוק ובכל מקרה לא יעלה על 100% משכר העובד. השלמת הכנסה זו מתומצת בדרך של הוצאה מוכרת למעסיק, כלל הכספים מנוהלים ע"י חברה ייעודית לניהולם - Administrator ובדומה למרבית החסכוניות הפנסיונים הם מושקעים בשוק ההון בהתאם לבחירת רמת הסיכון האישית של העובד. הקרן הנצברת ניתנת למשיכה מגיל 59.5 בעוד משיכה מוקדמת תחייב את החוסך בקנס בגובה 10% מהצבירה. תכנית זאת ניתנת להעברה/ נידוד ממעסיק למעסיק ללא פגיעה בזכויות החוסך, פרוצדורה זו מכונה RollOver. בנוסף, ישנה וריאציה נוספת המיועדת לארגוני חינוך ציבוריים, מעסיקים ללא כוונת רווח, ארגוני שירות בתי חולים ציבוריים ושרים- (B)403. הממשלה מעודדת חסכון ברובד זה באמצעות הטבות מס.

מערכת הפנסיה בארה"ב עברה שינויים רבים<sup>36</sup> כאשר חלקם היו מבניים וחלקם פרמטריים. על מנת להתמודד עם גירעונותיה האקטואריים, בין היתר חוקק חוק הגנת הפנסיה בשנת 2006 (PPA) שכלל את עיגון "חוק הצמיחה הכלכלית והטבות המס" - EGTRRA<sup>37</sup> ואפשר מעבר אוטומטי לתכניות חסכון לטווח ארוך כמו - (K)401. בנוסף, הוא אפשר למי שמלאו לו 62 וטרם סיים את עבודתו לעבור למסלול חסכון אישי.

### 3.3.6 אוסטרליה

הרפורמה הגדולה באוסטרליה התרחשה בשנת 1980 בעקבות מטרתה של הממשלה לצמצם את מודל הפנסיה הממלכתית ולהרחיב את אחריותו של החוסך על עושרו העתידי. פרי הרפורמה היה תכנית ה-Superannuation שבה מעביד חייב לנכות אחוז מסוים משכרו של העובד לטובת חשבון פרישה אשר יהיה סגור למשיכה עד גיל 65. מדיניות זו של הממשלה הינה גורם עיקרי לעושרה של המערכת הפנסיונית באוסטרליה הממוקמת גבוה מאוד ביחס למדינות העולם. בדומה למרבית השווקים הפנסיונים, גם השוק האוסטרלי הותאם למבנה הפיננסי והחברתי המשתנה וגם הוא פוצל ל-3 רבדים כחלק מהניסיון להתמודד עם השינויים הדמוגרפיים הפוקדים את העולם.

<sup>36</sup> ראה אבולוציית הפנסיה בארצות הברית- [A Timeline of the Evolution of Retirement in the United States](#)

<sup>37</sup> EGTRRA - חוק הצמיחה הכלכלית והטבות המס- בהקשר הפנסיוני חוק זה הוריד משמעותית את המס על החסכון לקרן פנסיה בתכנית 401(k) ו(b) 403 אמנם המס עלה בחזרה בשנת 2010 כחלק מהפעולות לסגירת החוב הלאומי.

### 3.4 קרנות היעד (Target Date Funds)

קרנות היעד הן מוצר פנסיוני שמטרתו להתגבר על בעיית חוסר הוודאות השוררת בשוק ההון ולספק מענה פשוט לחסכון ארוך הטווח, כאשר המאפיין העיקרי שלו הוא ירידת רמת הסיכון בתיק ההשקעה<sup>38</sup> ביחס הפוך לגילו של החוסך. קרנות אלו מהוות תפנית ברפורמות שהיו נהוגות עד כה שכן הן משלבות את מימד הזמן קרי, גיל החוסך כחלק מהפרמטרים שיש לקחת בחשבון בבניית אפיק חסכון ובכך מתמודדות עם הבעיות והשינויים שתוארו בפרקים הקודמים.

בעקבות משברים פיננסיים, בראשם המשבר העולמי בשנת 2008, התחדדה ההבנה כי חוסך אשר קרוב לגיל הפרישה, מוטב שתמהיל תיק ההשקעה שלו יהיה מורכב ממיעוט נכסים מסוכנים שכן במצב של משבר האובדן הכספי הוא מהותי ללא זמן מספק "לפצות" על אותו הפסד. לעומת זאת, אדם צעיר שזה עתה החל לחסוך, מוטב שתיק ההשקעה שלו יכלול מרכיב גדול של נכסים מסוכנים שכן במקרה של צמיחה תשואתו על התיק תגדל דרמטית ואילו במקרה של משבר, יש לו מספיק שנים לפצות על הנזק שנגרם לו. מכיוון שהחסכון הפנסיוני הוא ארוך טווח, נראה כי יישום המודל יאפשר מיתון מקסימלי של התנודתיות בשוק ההון וכתוצאה מכך תשואה מקסימלית לחוסך. נייר מדיניות זה ובפרט הסימולציה יבדקו כיצד מגיבות קרנות היעד במצבי עולם שונים והאם אכן הן עדיפות על מסלולי ההשקעה הכלליים הקיימים כיום בשוק.

שתי התיאוריות הכלכליות העיקריות עליהן מתבססות קרנות היעד הן "תיאורית הפורטפוליו המודרנית" ו"תיאוריית ההון האנושי". תיאורית הפורטפוליו המודרנית גורסת כי פיזור השקעה הוא היעיל ביותר למיקסום תשואה ומזעור סיכון שכן פיזור הוא הגורם המרכזי להפחתת מתאם התשואות וכאשר האחרון פוחת התנודתיות פוחתת וכפועל יוצא גם הסיכון קטן. תיאורית ההון האנושי מחלקת את נכסיו של הפרט לשניים: נכסים פיננסיים מוחשיים (שכר) ונכסים פיננסיים בלתי מוחשיים (הון אנושי) המחושבים ע"י היוון אומדן המשכורות העתידיות של אדם. התיאוריה גורסת כי הונו האנושי של אדם הולך ופוחת בעוד הונו המוחשי גדל. תיאוריה זו מקבלת משנה חשיבות בדיון על קרנות היעד מכיוון שאדם יכול לסכן בגיל צעיר חלק גדול יותר מכספו לא רק בשל הזמן הרב שנותר לו לפצות על נזקים אם כי גם בשל תיאורית ההון האנושי הגורסת שמשכורתיו יעלו.

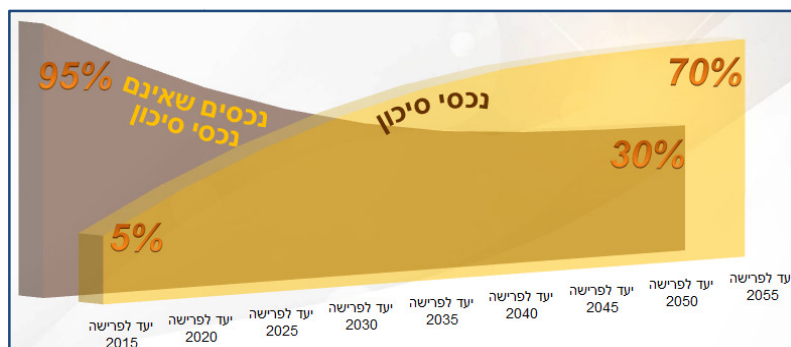
#### 3.4.1 "קצב הדעיכה"

קצב הדעיכה הוא אחד המרכיבים החשובים והשנויים במחלוקת של קרנות היעד. כאמור, המאפיין המרכזי של קרנות היעד הוא ירידת האחוז המושקע בנכסים תנודתיים (מניות) בהתאם לגיל החוסך ולכן השאלה המרכזית המתבקשת היא באיזה קצב יש להוריד את האחוז האמור. הדעיכה מתבצעת בפועל על ידי מעבר מתיק אחד לתיק אחר, כלומר תיק ההשקעה של החוסך אינו רציף לאורך תקופת החסכון אלא ישנם כמה תיקים שבהם אחוז הסיכון שונה והחוסך מועבר מתיק אחד לאחר כאשר רמת הסיכון בהם הולכת וקטנה.

<sup>38</sup> רמת הסיכון בתיק- האחוז המושקע בנכסים תנודתיים, לרב מתייחס לחלק המנייתי בתיק ההשקעה. הליך הורדת סיכון זה מכונה "קצב דעיכה" או Glide Path

התרשים שלהלן מייצג מסלול דעיכה של תכנית "יעד לפרישה" של קרן הפנסיה "מבטחים החדשה". ניתן לראות שנכסי הסיכון בתיק הולכים ופוחתים בהתאם להתקדמות החוסך ליעד הפרישה שלו. להמחשה, עמית בקרן באמצע שנות העשרים לחייו העתיד לצאת לפנסיה בעוד 40 שנה יהיה שייך לתיק "יעד לפרישה 2055" והרכב תיק החסכון הפנסיוני שלו יהיה 70% נכסי סיכון ו- 30% נכסים שאינם נכסי סיכון.

#### תרשים 4: קצב הדעיכה בתוכנית "יעד לפרישה"



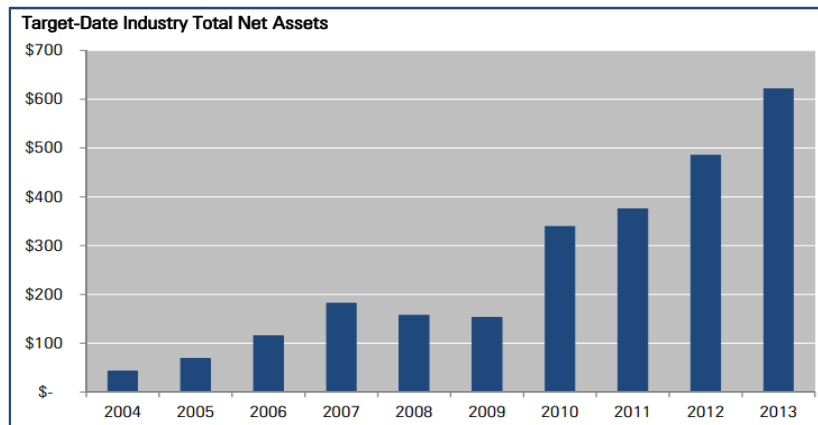
מקור: מנורה מבטחים פנסיה וגמל

#### 3.4.2 רקע היסטורי והשימוש בקרנות היעד בארה"ב

קרנות היעד הופיעו לראשונה בראשית שנות ה-90 בארה"ב. שמותיהם של מוצרי הקרנות הראשונים הם "Wells Fargo Advantage"<sup>39</sup> ו-"Life Path Fund"<sup>40</sup>. המודעות לקרנות היעד מאז הקמתן ועד היום עלתה לאין שיעור כאשר נקודת המפנה המרכזית היא בשנת 2006 עם חקיקת חוק הגנת הפנסיה שיצרה את הצורך באלטרנטיבה לברירת המחדל הקיימת בחסכון ארוך הטווח (Department of Labor, 2007). בשנת 2009, לאחר ההתאוששות מהמשבר הפיננסי של שנת 2008, נבדק ונמצא כי 70% מהמעסיקים בארה"ב מפרישים כספים לקרנות ה-TDF בתכנית 401K (Collins, 2009). בהיבט הכלכלי, כפי שניתן לראות בגרף מטה, שווי נכסי ה-TDF נמצא במגמת עלייה מתמדת החל משנת 2004 ועד היום אך הצמיחה המוצגת בין השנים 2004-2013 צפויה להיעצר ולהגיע ל"סטטיסטי" מסוים שכן הגידול המאיסיבי היה עקב הפיכת המסלול לברירת מחדל. בנוסף קרנות היעד רשמו הכנסות של 48 מיליארד דולר בשנה בממוצע ב-7 השנים האחרונות כאשר שנת 2013 בלבד גרפה הכנסות של 51 מיליארד דולר.

<sup>39</sup> הוקם ע"י Wells Fargo  
<sup>40</sup> הוקם ע"י Barclays Global Investors

**תרשים 5: שווי נכסי- קרנות יעד בשנים 2004-2013**



מקור: Morning Star

**3.4.3 האסדרה על קרנות היעד בארה"ב**

הרגולציה על קרנות היעד מבוצעת בעיקרה על ידי משרד התעסוקה (DOL) ואגף שוק ההון (SEC). בראשית שנות ה-90 הפיקוח על המוצר היה מינורי אך המשבר הפיננסי בשנת 2008 גרם לקרנות יעד שונות להציג ביצועים שונים, מה שהביא להגברת האכיפה והרגולציה בענף. המטרות העיקריות של החמרת הרגולציה היו שקיפות מרבית, פשטות והתכנסות לקצבי דעיכה מוגדרים ומתוכננים מראש. שתי אבני דרך בעולם הרגולציה על קרנות היעד היו בשנת 2010 עם פרסום מסמך תקנות מחייב על ידי ה-SEC שעיקרו היה שיווק הקרנות והוא שם דגש על הפיכת השיווק לשקוף, ברור וישים לכל אדם ובשנת 2013 עם פרסום כללים למעקב אחר קרנות היעד. בנוסף, בשנת 2013 המליץ ה-SEC על יצירת מדד סיכון אחיד ומוסכם (הדומה לדירוג אשראי) שיאפשר לכלל החוסכים לקבל החלטות השקעה ויסייע להם לבחור בין כלל מוצרי ה-TDF השונים.

**3.4.5 ההבדל בין קרנות יעד למודל צ'יליאני**

נהוג לחשוב שהמודל הצ'יליאני זהה לקרנות היעד בשל מוטיב הסיכון היורד עם גיל החוסך. תפיסה זו הינה שגויה ולמעשה מלבד מוטיב זה אין כל דמיון בין השניים, המודל הצ'יליאני הינו תכנית פנסיה מוגדרת מראש שבה ההשקעה בנכסים תנודתיים יורדת בקצב ידוע מראש ואין לחוסך כל יכולת להשפיע על הקצב או התמהיל של תיקו ואילו קרנות היעד הן מוצר פנסיוני בו לחוסך יש ספקטרום רחב של אפשרויות השקעה ובחירת מסלול המתאים לו, לדוגמה חוסך שעתיד לפרוש בשנת 2055 יכול לבחור להשקיע במסלול קרנות יעד של 2020 ונוסף על כך יכול להגדיר את היקף ההשקעה בקרנות יעד. כלומר אם ישראל ישראל מעוניין לבחור להשקיע 70% מכספו בקרנות יעד ו30% מתיקו במניות חברת טבע הוא רשאי לעשות זאת.

### 3.5 כלכלה התנהגותית

מזה כמה עשורים פסיכולוגים וכלכלנים מנסים להסביר את התנהגותם של משקיעים בתנאי אי וודאות. עוד במאה ה-18 הוכח כי עקרון מקסום תוחלת הרווח, עקרון לפיו כלכלנים מסבירים תיאוריות שונות, אינו רלוונטי כשמדובר בבחירת השקעות שתשואותיהן אינן וודאיות. דוגמא ידועה מאותה תקופה היא ניסוי "פרדוקס סנט פטסבורג" המתאר כיצד פרטים לא מוכנים לסכן את כספם בתמורה להשתתפות במשחק, וזאת חרף העובדה כי המשחק מגלם תוחלת רווח אינסופית (Seidl, 2013). בשנים האחרונות, עם עליית המודעות לנושא הכלכלה ההתנהגותית, חל כרסום במעמדה של תיאורית תוחלת התועלת<sup>41</sup> והחלו מחקרים בנושא החלטות הפרט. מחקרים אלו הראו כי לא נס ליחה של תיאורית התועלות אך ישנה חוסר עקביות בין החלטות הפרט בפועל ובין הבסיס התיאורטי של תיאוריה זו (Kahneman & Tversky, 1979).

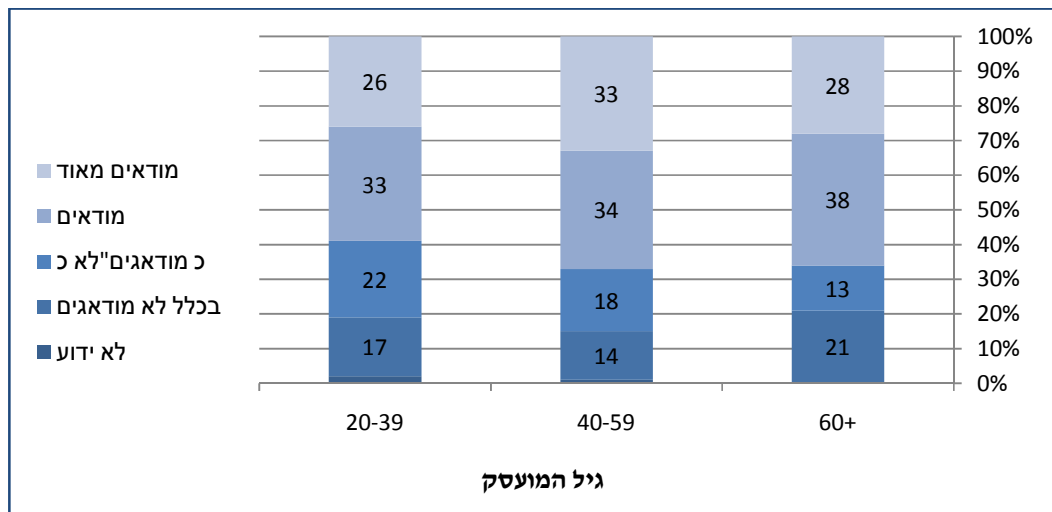
כשדנים בחסכון הפנסיוני החישוב כמה לחסוך פשוט לכאורה, ראשית יש לחזות את צפי הרווחים העתידי של הפרט, תוחלת החיים ורמת החיים בגיל הפרישה. לאחר מכן יש לחשב את גובה ההפרשה הרצויה בכדי שרמת החיים לא תשתנה בגיל פרישה וכל זאת מבלי לפגוע מהותית בתצרוכת הנוכחית של הפרט. חישוב זה אולי עושה שכל אך בפועל אינו פשוט ליישום ובבסיסו שתי בעיות עיקריות הקשורות להתנהגות הפרט: הראשונה, רוב רובם של הפרטים מבינים את מהות החיסכון אך אינם יכולים לחשב את ההפרשה החדשית שתמקסם את תועלתם היות ויש משתנים רבים. השנייה, פרטים נוטים להיות פאסיביים בכל הנוגע לשינוי התנהגותי, גם אם שינוי זה הוא שינוי לטובה, רבים המקרים בהם אנחנו רוצים להתחיל דיאטה, להתחיל להתאמן, להפסיק לעשן או לשנות איזשהו מרכיב בחיינו, אך רצונות אלו נשארים בגדר רצון ובפועל אנחנו נשארים פאסיביים. רצונות אלו לא שונים מהרצון להיות עם היד על הדופק בכל הקשור לנושא הפנסיה שלנו ולחשיבה על העתיד (Sunstein & Thaler, 2008). הרצון לפתור את בעיית המקסימיזציה כך שהפרט ייחנה מצריכה קבועה לאורך כל חייו (Benartzi & Thaler, 2004) מתנגש עם היעדר שליטה עצמית אשר לא מאפשרת הקטנה צריכה בהווה לשם צריכה עתידית (Thaler & Shefrin, 1981). ממשלת ישראל וממשלות שונות בעולם הבינו את המסובכות שבהפרשות לפנסיה ואת העובדה כי הפרטים אינם מתנהגים באופן רציונאלי בתחום זה והכניסו שינויים מנדטוריים לעידוד חסכון פנסיוני תעסוקתי דוגמת ה-401(K). ואכן, שינויים מסוג זה מהווים צעד בכיוון הנכון אך לא די בכך. סאנסטיין וטאלר (Sunstein & Thaler, 2008) מצאו כי ישנן תוכניות פנסיה בבריטניה אשר ממומנות לחלוטין ע"י המעסיקים, ללא הפרשה מצד העובד עצמו, ודרישתן היחידה של תוכניות אלו היא כי העובד יהיה אקטיבי ויצטרף לתוכנית זו המוצעת ע"י המעסיק. נתונים אודות עשרים וחמש תוכניות מסוג זה מראים כי רק מחצית מהעובדים הזכאים להשתתף (51%) נרשמו. מחקרם של השניים ממשיך גם לשוק האמריקאי ומגלה כי גם קהל זה מוותר על "כסף חינם". במקרה זה מדובר בהפקדות של המעסיקים לעובדים המבוגרים שלהם, כל שעל העובדים לעשות הוא להירשם לתוכנית ולמשוך את הכספים לאחר תקופה מסוימת כשהם "נקיים" ממיסים והפחחות אחרות. גם כאן, ממצאי המחקר מפתיעים ומראים כי רק 60% מהזכאים נרשמים ומושכים את הכספים.

<sup>41</sup> תיאוריית תוחלת התועלת-תיאוריה כלכלית לפיה הפרטים פועלים בצורה רציונאלית, באופן שממקסם את תוחלת התועלת שלהם במצבי אי וודאות.

ניתן לראות דמיון בין פאסיביות החוסכים בחו"ל לחוסכים הישראלים. הישראלים פאסיביים בכל הקשור לחיסכון הפנסיוני, למרות שלפי נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה 61% מודאגים שהכנסותיהם לאחר פרישה לא יאפשרו להם לחיות בכבוד (תרשים 6), מסקר שנערך ע"י מכון גיאוקרטוגפיה עבור המועצה הישראלית לצרכנות עולה כי רק 14% מהשכירים מודעים למבנה תיק ההשקעות שלהם ורק 12% מעידים כי ידעו במדויק איזה סכום יעמוד לרשותם ובאילו תנאים לכשיפרשו.

**תרשים 6: פילוח תשובת המועסקים לשאלה: "עד כמה אתה מודאג שהכנסותיך לאחר פרישה**

**לא יאפשרו לך לחיות בכבוד"?**



עיבוד נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה, סקר חברתי 2012.

לברירת המחדל המוצעת יש חשיבות רבה על החלטותיהם של פרטים, במחקריהם של ג'ונסון וגולדשטיין (Goldstein & Johnson, 2009) נבדק שיעור תורמי האיברים במדינות שונות בעולם ונמצא כי במדינות מסוימות שיעור התורמים גבוה בפער מהותי ממדינות אחרות בעלות אופי דומה. בבואם של החוקרים להבין את מהות ההבדל, התגלה כי במדינות בהן צריך לאשר בעת הפטירה את תרומת האיברים, כלומר אי- התרומה היא ברירת המחדל, שיעור התורמים הוא אפסי בעוד במדינות בהן ברירת המחדל היא תרומה והפעולה האקטיבית היא סירוב לתרומה, שיעור התרומה הוא כ- 99%. בשוק הפנסיוני "הוכח כי שינוי מבני המחליף את ברירת המחדל לכזאת שבה העובד רשום לתוכנית חסכון ארוך טווח מעלה את אחוז החוסכים הפנסיונים ל-98%" (Sunstein & Thaler, 2008, pp.108-109; Madrian & Shea, 2001). דופלו וסאז (Duflo & Saez, 2003-13) מסבירים תופעה זו בכך שפרטים אינם מקדישים זמן לחשיבה על החיסכון הפנסיוני שלהם או מניחים כי מעסיקם עשה את הבחירה הטובה ביותר עבורם. הסבר נוסף הוא שהצעד האקטיבי הנדרש לביטול ההשתתפות בתוכנית, לרוב שיחת טלפון קצרה, מונעת מהפרט לנוע לפי דחפים וגורמת לו לחשוב על השלכותיו החיוביות של החסכון.

ברירת המחדל הנקבעת על ידי המעסיק נתפסת אצל רובנו כהצעה הטובה ביותר להשקעה (Madrian & Shea, 2001) למרות שלא כך הדבר, למעשה, ההפרשה המנדטורית לחסכון ארוך טווח בישראל יצרה פתרון פיננסי לגיל הפרישה אך לא פתרון אופטימאלי. המצב בישראל כיום, בו

מרבית הציבור אינו אקטיבי ובקיא דיו בכדי לקבוע באיזה סוג חסכון ארוך טווח להשקיע ואינו עוקב אחר הנעשה עם חסכונו ככל הקשור להתאמה למצבו הכלכלי, לזמן הנותר לו עד גיל הפרישה ולמשתנים האקסוגניים המשפיעים על החיסכון (ריבית ושוק ההון) גורם לכך שחוסכים מאבדים כסף פוטנציאלי שהיה יכול לשרתם בגיל פנסיה רק בגלל פאסיביות. כשדנים בחסכונו ארוכי טווח האינטרס הציבורי והממשלתי זהה ולכן על הממשלה להתערב באופן גס יותר בשוק החיסכון הפנסיוני ולעקוב אחר ברירות המחדל המוצעות כיום בשוק העבודה בכדי לוודא שהן ממקסמות את תועלת הפרטים.

פרק הסימולציה (4) מראה את ביצועיהן של קרנות היעד אל מול המסלולים הכלליים הקיימים כיום. במידה וימצא כי הקרנות משיגות תשואה גבוהה יותר ממכשירי החסכון האחרים, אנו גורסות, בהתאם להבנת הכלכלה ההתנהגותית שהוסברה לעיל, כי לא די בהוכחת טיבן אם לא יהפכו לברירת מחדל שכן פאסיביות החוסכים תמנע מהם לעבור למסלול קרנות היעד ולראיה העובדה שהן קיימות כבר היום אבל החוסך הישראלי לא מודע אליהם ולא עובר אליהם.



#### 4. הסימולציה

##### 4.1 כלל החלטה

ישנן כמה אפשרויות לכלל החלטה מתאים במקרה של חסכון פנסיוני ארוך טווח. בסימולציה זו השתמשנו בכלל החלטה הבוחן את הקצבה הגדולה ביותר בעת פרישה, קרי המסלול בעל הצבירה הגדולה ביותר.

##### 4.2 ניתוח שוק ההון

בכדי לבוא את גודל הקצבה בעת הפרישה יש לבוא את התנהגות שוק ההון ולחזות את תשואותיו העתידיות. אי ודאות לגבי התנהגות עתידית של שוק ההון היא גורם מכריע בבניית מודל חסכון ארוך טווח ומכיוון שלא ניתן לחזות את העתידהתפתחו מספר שיטות לצורך בחינת חסכוניות ארוכי טווח בשוק ההון<sup>42</sup> ביניהן שימוש בנתונים היסטוריים, מודלים סטוכסטיים ובוטסטראפ. אנו בחרנו להשתמש במתודולוגיה שהוצגה ע"י באסו, ביירנס ודרו (Basu, Byrnes and Drew 2009) לפיה נתוני עבר מוצגים בשיטת Bootstrap<sup>43</sup> קרי בכל מדגם "מגרילים" מחדש עם החזרה מתוך שורות של מטריצה ומקבלים תרחיש שונה. התרחישים שונים במספר ה"משברים" ובסדר ההתרחשות שלהם, כך שניתן לקבל מגוון רחב של תוצאות אפשריות לגבי התנהגות השווקים הפיננסיים בעתיד. מקובל להגריל כמה מאות מדגמי Bootstrap ומעבר למספר מסוים של מדגמים אין אינפורמציה נוספת. בכל מצב עולם נבחנים כלל המסלולים ולבסוף מתקבלת התפלגות של צבירה בתום החיסכון.

בחרנו להציג את הנתונים בצורה של מטריצה שבה השורות הן התשואות הנצפות והעמודות הן סוגי הנכסים. המטריצה המלווה אותנו לאורך הסימולציה כוללת נתונים היסטוריים מינואר 2000 עד אוגוסט 2014 וכוללת 175 תצפיות לכל אחת משמונה קבוצות נכסים. התשואות נמדדו לפי חתך חודשי, בהתאם להפקדות החודשיות של החוסכים<sup>44</sup>, לוח 2 להלן מציג את מדדי הייחוס הנבחרים. מלבד נכסים אלו השתמשנו גם באג"ח מיועדות בעלות ריבית קבועה ונקובה.

<sup>42</sup>Deliotte (2010) השתמשו במודל הסטוכסטי בהשוואת תיק קרנות יעד שמרני ותיק קרנות יעד בעל קצב דעיכה אגרסיבי. ה-OECD השתמשו בנתונים היסטוריים בכדי להציג יחס תחלופה של תיקי עבר.

<sup>43</sup>בשיטת Bootstrap מגרילים תצפיות מתוך המדגם הקיים עם החזרה לבניית מדגם חדש. מכיוון שכל שורה במטריצה תלויה שכן תשואות בין נכסים תלויות בכל תקופה, מגרילים שורות שלמות במטריצה. סביר להניח שהתשואות הן בלתי תלויות בין תקופה לתקופה. בשיטה זו ניתן לקבל כל חודש מהעבר בכל סדר אפשרי ועם כמה חזרות של חודש מסוים. ההנחה הנדרשת כדי להשתמש ב Bootstrap היא שנתוני המדגם הם iid ומכיוון שהנתונים שלנו הגיעו מאותה התפלגות תאורטית של השווקים הפיננסיים ניתן להניח שהתשואות החודשיות בלתי תלויות.<sup>44</sup> הבחירה בקבועי זמן של חודש נבחרה מכיוון שההפקדות הן חודשיות.

**לוח 2: מדדי הייחוס שנבחרו לקבוצות הנכסים**

מזומן	פיקדונות ארוכי טווח בבנקים	אג"ח ממשלתי בישראל ובחו"ל	אג"ח קונצרני בחו"ל	אג"ח קונצרני בישראל	מניות/ תעודות סל בחו"ל	מניות/ תעודות סל בישראל	קבוצת נכסים
ריבית בנק ישראל	אג"ח ממשלתי צמוד	אג"ח ממשלתי צמוד	ML Global Corporate Index	אג"ח קונצרני כללי	MSCI World	תל אביב 100	מדד ייחוס
בנק ישראל	הבורסה לניירות ערך	הבורסה לניירות ערך	בלומברג	הבורסה לניירות ערך	בלומברג	הבורסה לניירות ערך	מקור הנתונים

**4.3 הנחות הסימולציה**

- כלל מאפייני התיקים זהים, פרט לאחוזי ההשקעה בהם. הנחה זו תאפשר לבדוד את השפעתן של קרנות היעד על צבירת החוסך ותציג את ההבדל מול התיקים הכלליים הקיימים כיום<sup>45</sup>.
- שיעור ההשקעה בנכסים תנודתיים במסלולים הכלליים נותר קבוע (כמו במציאות), בעוד שבמסלול קרנות היעד שיעור זה פוחת עם השנים.
- הסימולציה אינה מתייחסת לדמי ניהול, מקדם המרה, אינפלציה ופרמטרים נוספים המשפיעים על הצבירה בתקופת החיסכון תחת ההנחה הסבירה כי אלו ישפיעו בצורה זהה על כל התיקים<sup>46</sup>.
- מסלולי ההשקעה יושפעו באופן זהה מההפקדות החוסך המבוצעות בסוף החודש. לשם הנוחות נבחר מסלול הפקדות ליניארי המתחיל משכר חודשי של 6,000 ₪ ומגיע לשכר חודשי של 20,000 ₪ בגיל פרישה.
- אין משיכות בטרם עת על ידי החוסך.
- הסימולציה בודקת את תשואות התיקים השונים על פני שלוש פרקי זמן: קצר – 5 שנים, בינוני – 20 שנים וארוך – 45 שנים.
- למרות שכלל ההחלטה שלנו הוא סך הצבירה הגדול ביותר במשך תקופת החיסכון, בכדי להדגיש את תלות הצבירה במצב שוק ההון נבחין בין שלושה מצבי עולם ותשואות התיקים באותם מצבים: מצב עולם טוב – 10% מהתצפיות עם הצבירה הגדולה ביותר,

<sup>45</sup> התיקים הנבחרים הם כללי א', כללי ב' ומסלול קרנות היעד לפרישה של חברת מנורה מבטחים. פירוט הנכסים המלא בכל תיק מופיע כנספח 1. משקולות הנכסים בסימולציה נלקחו מתוך מדיניות ההשקעה המוצהרת של מנורה מבטחים פנסיה למסלולים כללי א', כללי ב' ומסלול קרנות יעד לפרישה. לכל קבוצת נכסים נבחר מדד מייצג אשר הוזן במטריצה התשואות על מנת לפשט את הסימולציה.

<sup>46</sup> ההנחה הטרוויאלית היא שנתונים המשפיעים על תיקי חסכון ישפיעו עליהם באופן זהה ולכן אין צורך לבדודם.

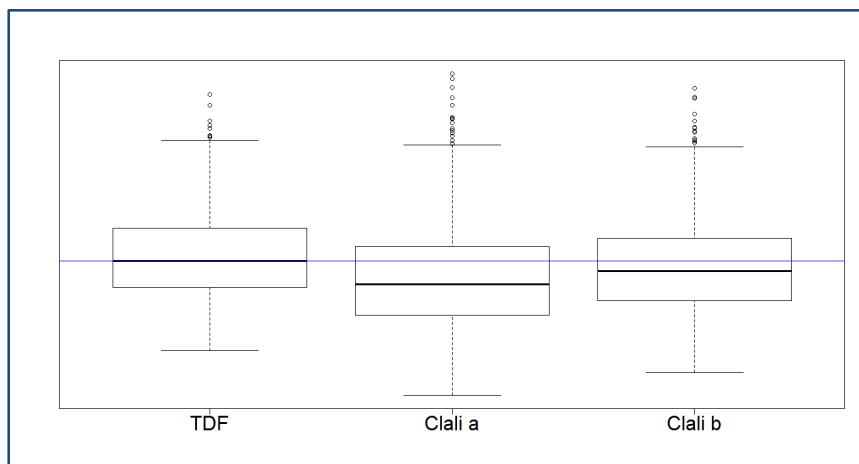
מצב עולם בינוני – 40% - 60% מסך הצבירה ומצב עולם רע - 10% מהתצפיות עם הצבירה הנמוכה ביותר.

- בבדיקת התוצאות אין צורך במבחני זעל תוחלות הצבירה של המסלולים השונים מהסיבה הפשוטה ששיטת ה"בוטסטרפ" מאפשרת שליטה מלאכותית בכמות התצפיות ולכן תאורטית ניתן לקבל כל עוצמה סטטיסטית.
- הסימולציה נכתבה בשפת R וכללה מעל 1,000 מדגמי "בוטסטרפ".

#### 4.4 תוצאות הסימולציה

לפני הצגת ביצועי המסלולים ניתן לראות בתרשים מטה כי חציון ההתפלגות של מסלול קרנות היעד (TDF), גדול מחציוני המסלולים כללי א' ו-ב'. בנוסף, הפיזור במסלול קרנות היעד נראה קטן מהפיזור של כללי א'. בהשוואה לכללי ב' נראה שהפיזור דומה אך למסלול קרנות היעד יש פחות תצפיות חריגות (הציר אנכי הוא ערכי הצבירה והקופסא ממחישה את הפיזור של ההתפלגות, הקו המודגש במרכז הקופסא הוא חציון ההתפלגות, דפנות הקופסא הם אחוזוני ה- 25% ו 75%)

#### תרשים 7: הצגת פיזור מסלולי חסכון כלליים ומסלול קרנות היעד

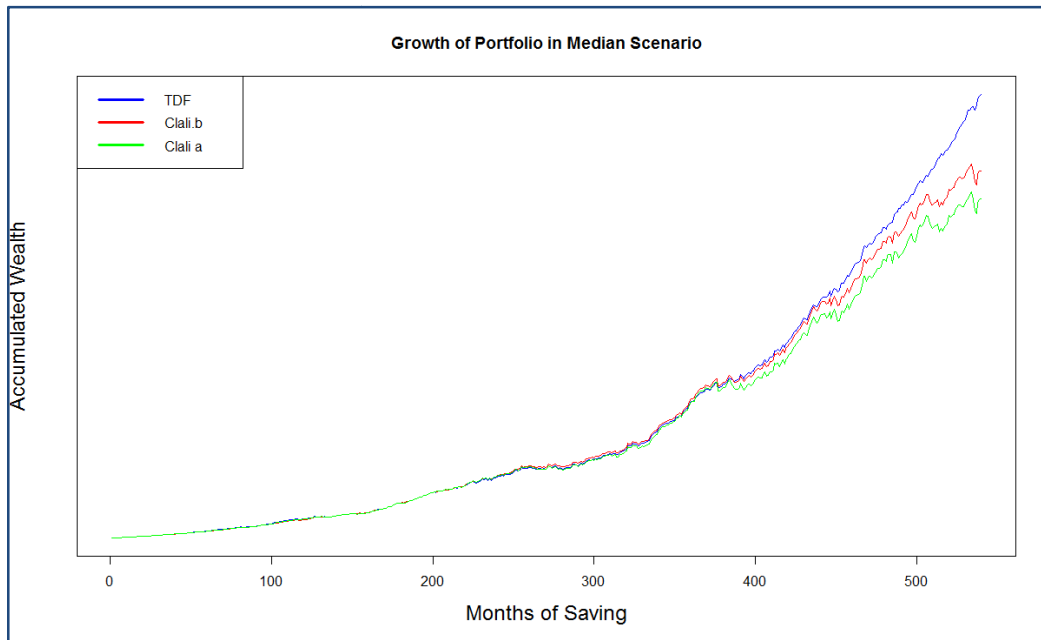


#### תקופת חסכון ארוכה

כאמור בהנחות, הסימולציה בחנה שלושה פרקי זמן. התוצאות המובאות בחלק זה יתמקדו בעיקר בפרק הזמן הארוך שהוא 45 שנים, תחת ההנחה כי זהו פרק הזמן המשקף בצורה הטובה ביותר את משך החיסכון הפנסיוני הסביר.

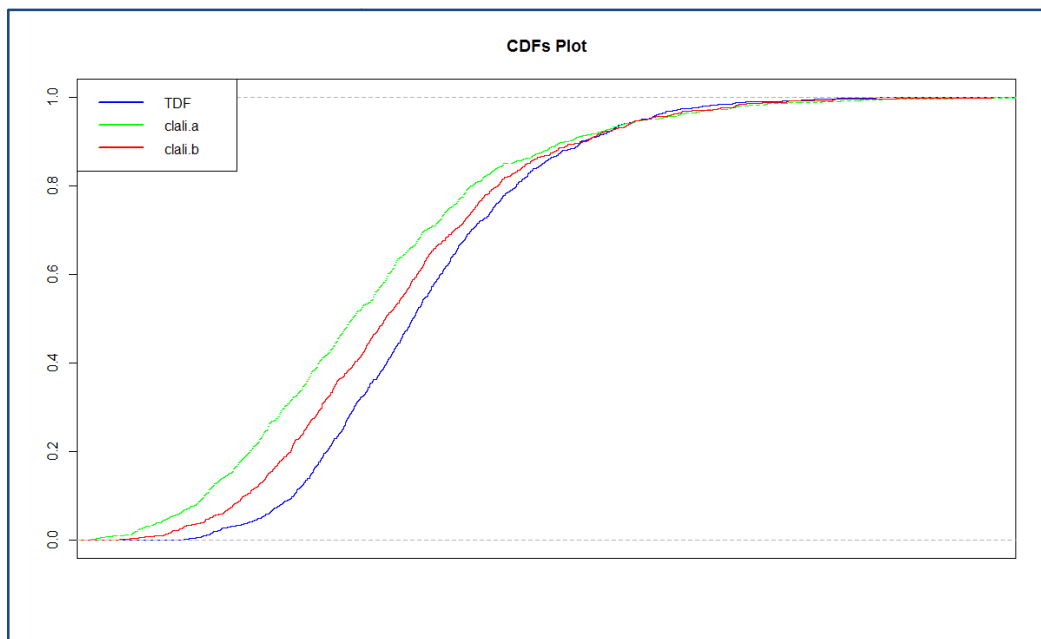
בתרשים הבא מוצגת הצבירה של קרנות היעד ביחס לתיקים אחרים במצב עולם "בינוני" כמוגדר לעיל. ההנחה המקובלת והשמרנית היא כי מצב עולם זה מבטא בצורה הטובה ביותר את שוק ההון על פני 45 שנה שכן מהווה מאין ממוצע למצבי עולם שונים. ניתן לראות כי קרנות היעד המוצגות בכחול מקבלות ערכי צבירה גבוהים בהשוואה לשאר התיקים על פני 540 הפקדות חודשיות.

**תרשים 8: צבירת התיקים השונים על פני 540 הפקדות חודשיות**



מכיוון שבחיים האמיתיים קשה לצפות ולבודד מצבי עולם נבחן את פונקציית ההתפלגות המצטברת של המדגם (כלומר סך מצבי העולם טוב, בינוני ורע). בתרשים הבא הציר האופקי מציג ערכי צבירה אפשריים שהתקבלו במדגם והאנכי את סיכוי ההתפלגות להיות שווה או נמוכה מהערך המוכתב בציר האופקי. ניתן לראות כי קרנות היעד המוצגות בכחול הן בעלות הסיכוי הנמוך לקבל ערכים נמוכים במרבית המקרים, כלומר בעלות סיכוי גבוה לקבל ערכי צבירה גבוהים.

**תרשים 9: פונקציית ההתפלגות המצטברת של המדגם**



מלבד הניתוח המוצג לעיל ראינו חשיבות בניתוח מדויק יותר של התנהגות קרנות היעד ביחס לתיקים אחרים במצבי עולם שונים ותקופות חסכון שונות. לוחות 3-5 שלהלן מסכמים את ממוצע הפרשי התשואה של קרנות היעד בהשוואה לתיק כללי א' ותיק כללי ב' בחסכון ארוך טווח, טווח בינוני וטווח קצר בשלושת מצבי העולם.

**לוח 3: ההפרש הממוצע של צבירת קרנות היעד ביחס למסלול כללי א' ו- ב' בחסכון ארוך טווח**

מצב עולם סוג התיק	טוב	בינוני	רע
כללי א'	-2.4%	12%	28%
כללי ב'	-1.6%	5%	13%
<b>ממוצע ההפרש</b>	<b>-2%</b>	<b>8.5%</b>	<b>20.5%</b>

**לוח 4: ההפרש הממוצע של צבירת קרנות היעד ביחס למסלול כללי א' ו- ב' בחסכון לטווח בינוני**

מצב עולם סוג התיק	טוב	בינוני	רע
כללי א'	-1.8%	12%	27%
כללי ב'	-0.7%	9%	19%
<b>ממוצע ההפרש</b>	<b>-1.25%</b>	<b>10.5%</b>	<b>23%</b>

**לוח 5: ההפרש הממוצע של צבירת קרנות היעד ביחס למסלול כללי א' ו- ב' בחסכון לטווח קצר**

מצב עולם סוג התיק	טוב	בינוני	רע
כללי א'	-4.5%	3%	11%
כללי ב'	-4.2%	2.5%	9%
<b>ממוצע ההפרש</b>	<b>-4.35%</b>	<b>2.75%</b>	<b>10%</b>

תרשימים של מצבי עולם בינוני ורע נמצאים בנספח 2

**4.5 סיכום הממצאים**

קרנות היעד מהוות ביטוח מהותי במצבי עולם "רעים" ו"בינוניים" אך מנגד צוברות פחות במצבי עולם "טובים". בעולם של אי וודאות, בו לא ניתן לחזות את שוק ההון, פרט שונא סיכון יעדיף לבטח את עצמו באחוזים דו ספרתיים מפני מצבי עולם רעים בעלות ויתור של כ- 2.5% תשואה במצבי עולם טובים. לשם המחשה, בחיסכון ארוך טווח, במצב עולם "רע", קרנות היעד מניבות תשואה הגבוהה ב- 20.5% בממוצע מהתשואה בתיקים הכלליים וזאת בעלות של רק 2% תשואה במצב עולם "טוב".<sup>47</sup>

<sup>47</sup> סוגיה נוספת ומהותית בנושא קרנות היעד היא קצב דעיכתן – Glide Path קרי תהליך הורדת הסיכון בתיק כפי שהוצגה בפרק 3.4.1. סוגיה זו שנויה במחלוקת בספרות וסימולציה זו לא בחנה אותה.

## 5. המלצות

החלק האמפירי של עבודתנו מראה כי כאשר מסתכלים על הטווח הארוך, קרי חסכון הנפרס על פני 45 שנים, תיק ההשקעות האופטימלי הוא קרנות היעד. קרנות אלו מגלמות סיכון גבוה בגיל צעיר אשר יורד עם עליית גיל החוסך. פרט חשוב נוסף הוא שבעיתות משבר, גם אם החסכון מושפע לרעה משוק ההון הרי שיש לחוסך מספיק זמן לפצות על ההפסדים. עולה השאלה כיצד ניתן לוודא שמרבית הציבור אכן יבחר בקרנות היעד כאפיק ההשקעה הפנסיוני שלו ומהי ההתערבות הממשלתית הנאותה בסוגיה זו.

חברות הביטוח והרגולטור צריכות להבחין בין החוסכים הצעירים והמבוגרים ולוודא כי המבוגרים אינם חשופים לתנודתיות שוק ההון מחד וכי הצעירים משקיעים את כספם בצורה שתאפשר חיסכון פנסיוני מספק, מאידך.

כלכלה התנהגותית היא בעלת משקל רב בבחירת תיק ההשקעות על- ידי הפרט. כפי שפורט בפרק 3.5, החוסך הישראלי פאסיביבכל הקשור לחיסכון פנסיוני ולכן, ההחלטה כיצד לעודד השקעה נכונה היא מהותית. ובפרט, כיצד לגרום לפרט הבוחר לראשונה אפיק השקעה פנסיוני לבחור את החסכון האופטימלי, שהוא כמובן קרנות היעד וזאת בשל הסיבה כי חוסכים אינם נוטים לשנות את מסלולי החסכון שלהם לאחר בחירתם הראשונה.

בהתאם למחקר המעמיק שבוצע בנייר זה, אנו מציעות מספר צעדים למען השגת המטרה האמורה:

### 5.1 השינויים הנדרשים

מערכת פנסיונית המורכבות ממספר אפשרויות חסכון צריכה לאזן בין הצורך בגמישות ובין ההכרח לפשטות ושקיפות. בנוסף, גם במקרה של ריבוי אפשרויות יש לקבוע את ברירת המחדל לאותם אלו שלא יבחרו מסלול, בין אם בגלל היעדר ידע מתאים ובין אם בשל אדישות וחוסר אקטיביות.

חرف היתרונות בריבוי אפשרויות בחירה אנו מאמינות כי נוכח העובדה ש- 95% מהישראלים אינם משנים את בחירתם ואינם מעדכנים את אפיק ההשקעה במהלך תקופת החסכון

**יש לקבוע את אפיק החיסכון של קרנות היעד כברירת המחדל של החוסכים הפנסיונים.** עדכון ברירת המחדל צריך להתבצע אחת לתקופה וזאת בכדי להבטיח את הגברת המודעות הציבורית בנושא ולשמר את החיסכון הפנסיוני באופטימום.

בנוסף, יש לתת את הדעת בנושא המבוטחים הקיימים וההסכמים הקיימים מול הפירמות. הפירמות הגדולות במשק עובדות עם הסכמים קיימים מול חברות הביטוח הכוללים בין היתר אפיק השקעה מסוים כברירת המחדל של העובדים. נוכח משקלן הרב של הפירמות הגדולות בשוק הפנסיה אנו רואות חשיבות בשינוי מבני נוסף, של חסכוניות קיימים. **המלצתנו בנושא היא לחייב את אותן פירמות ליידע את החוסכים בדבר שינוי ברירת המחדל במדינה ולהמליץ להם**

**על קרנות היעד.**

צעד זה פירושו שינוי מבני בשוק הפנסיוני המחייב התערבות גסה של הרגולטור. שינוי זה סביר ויתפרס על פני מספר רב של שנים ולכן נמליץ במקביל על צעדים שניתן להחיל בטווח המיידי:

- **קמפיין תקשורתי** המסביר את חשיבות החיסכון הפנסיוני ועדכנו למצבו של החוסך.
- **שינוי ברירת המחדל** המוצעת ע"י המעסיקים במקביל להעברת מידע אודות הקרנות.

- במקרה שבו מעסיק רוצה לשמר את ריבוי אפשרויות הבחירה לעובדיו יש לחייב אותם בהסבר מקיף על כלל המסלולים תוך הצגת השינוי הרגולטורי וקרנות היעד כברירת מחדל.

### **5.2 אופן היישום**

הואיל ושינוי מבני כמפורט לעיל מצריך משאבים רבים ובעל השלכות רוחביות עמוקות (יפורט בהמשך) אנו סבורות כי החלתו צריכה להיות הדרגתית, על פני מספר שנים כאשר ישנם שלושה צעדים עיקריים:

- הצעד הראשון בתחולה צריך לשלב 2 אלמנטים במקביל: האחד הוא צירופם של חוסכים פנסיונים חדשים למסלול קרנות היעד והשני הוא העברתם של החוסכים הקרובים לגיל פרישה בשביל להפחית את מרכיב הסיכון בחסכונותיהם.
- הצעד הבא יהיה לצרף קבוצות גיל צעירות יותר למסלול, שילוב קבוצות אלו יעשה גם הוא באופן הדרגתי על פני תקופה ארוכה.
- נדגיש כי השינוי ישמר את עקרון המעבר החופשי בין התוכניות, פרט אשר יבחר מסלול השקעה שונה או מבטח שונה יוכל לעבור בכל עת ובכל מקרה פרט יוכל להשקיע חלק מהפקודתיו בקרנות היעד וחלק במסלולים אחרים.

### **5.3 השלכות מאקרו כלכליות**

חסכון ארוך טווח הוא רכיב משמעותי בתוצר של מדינה מפותחת. שינויים בשוק החסכון הם בעלי השלכות אדירות ברבדים שונים בחברה ובכלכלתה, לפיכך רפורמה גדולה, צריכה להיות מלווה בהבנה מאקרו כלכלית רחבה ועליה לקחת בחשבון השלכות אפשריות בטווח הקצר והארוך כדלקמן:

#### **5.3.1 חינוך פיננסי**

בשנה האחרונה הושקה מערכת חדשה להשוואת קרנות פנסיה – "פנסיה נט" ונכנסה לתוקפה הנחיה על פיה יש לשלוח למבוטחים דוח שנתי מקוצר ואחיד. צעדים אלו הם חלק ממדיניות משרד האוצר להנגיש לציבור החוסכים ידע פנסיוני, לאפשר לחוסך להשוות בקלות פרמטרים מהותיים של תשואה ועמלות ולעודד אקטיביות מצד המשקיעים. החלת אפיק השקעה זהה כברירת מחדל תאפשר להשוות ביתר קלות בין חברות הביטוח השונות היות ומהות החיסכון זהה. יתר על כן, שינוי רוחבי בשוק הפנסיוני מחייב קמפיין הסברה ממשלתי, קמפיין מסוג זה יעלה את המודעות הציבורית לנושא.

#### **5.3.2 השלמת הכנסה**

מדינת ישראל כיום, משלמת קצבת השלמת הכנסה כפי שנאמר בפרק 3.2 בנייר זה. התעשרות החוסכים כתוצאה מהמעבר לחסכון באפיק קרנות היעד, תסייע בהקטנת הצורך בהשלמת הכנסה של המדינה וכתוצאה מכך יהיה ניתן להפנות משאבים משוק החסכון לטווח ארוך למקומות אחרים.

### 5.3.3 השפעה סוציו אקונומית

המשרד לאזרחים ותיקים הציג נתונים לפיהם כשני שלישי מהפנסיונרים בישראל היו רוצים להמשיך בעבודתם לו היו יכולים. כשמפלחים אוכלוסיה זו לפי הכנסותיהם ניתן לראות כי בעלי הכנסה גבוהה מעדיפים לפרוש בעוד בעלי הכנסה נמוכה מעדיפים להמשיך לעבוד, כלומר קיים כורח כלכלי המניע פנסיונרים להישאר בשוק העבודה. בהתאם לסקרי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה כמחצית מאוכלוסיית החוסכים מודאגים כי כספי החסכון לא יאפשרו להם לשמור על אותה רמת חיים טרם הפרישה. חסכון פנסיוני לא מספק יגדיל את ההבדלים הסוציו-אקונומיים בחברה אשר ילכו ויתרחבו. השימוש בקרנות היעד פירושו עלייה בתשואות החסכון הפנסיוני ורווחה כלכלית גדולה יותר בגיל פרישה, דבר היכול להיות מהותי לאוכלוסיות בעלות הכנסות נמוכות ולשפר את רווחתם בצורה משמעותית יותר ביחס לחוסכים מחתך סוציו – אקונומי גבוה.

### 5.3.4 השפעה על שוק ההון

המעבר לקרנות היעד כברירת מחדל צפוי לשנות את ההיצע והביקוש בשוק ההון. קרנות הפנסיה הותיקות מהוות כ- 68% מסך נכסי הפנסיה (מרכז המחקר והמידע של הכנסת, 2013) ולכן כל שינוי בביקושי החוסכים הותיקים פירושו שינוי ביקושים מהותי למכשירים הפיננסיים השונים. המלצת נייר זה היא כי החוסכים הותיקים צריכים לשנות את תיק החסכון הפנסיוני שלהם לקרנות היעד. עם יישום המלצה זו הביקוש לנכסים מסוכנים (מניות ואג"ח פרטיות) מצד החוסכים המבוגרים יקטן ומנגד יגדל הביקוש לנכסים סולידיים. מצב זה עלול ליצור עודף ביקוש במכשירים סולידיים לצד עודף היצע בנכסים המוגדרים מסוכנים. ייתכן וחלק מעודפי ההיצע לנכסים מסוכנים ישמש את העמיתים הצעירים אך עדיין תתכן א-סימטריה בין הביקוש העולה מצד האוכלוסייה הצעירה והירידה בביקוש מצד האוכלוסייה המבוגרת היות והאוכלוסייה הצעירה מהווה אחוז קטן יותר מנכסי הפנסיה.

להלן פירוט השפעת השינויים בביקושים למרכיבים השונים בשוק ההון:

- **תשואת אג"ח ממשלתיות** – ההשפעה על תשואות האג"ח הממשלתיות תלויה בצעדי הממשלה, אם תנפיק אג"ח ממשלתיות או לא. כאמור, צפוי שיהיה גידול בביקוש לאג"ח ממשלתיות ארוכות טווח, גידול זה תחת ההנחה כי לא יהיו הנפקות נוספות יביא לעלייה במחיר האג"ח ולירידה בתשואות, דבר שיפגע בתשואות תיק ההשקעות של החוסכים המבוגרים. בכדי למנוע ירידת תשואות כאמור על הממשלה להנפיק אג"ח מיועדות אשר יענו על הצורך להבטיח תשואה בסיכון אפסי. אמנם, להנפקה זו יש השלכות מאקרו כלכליות ובניהן החזר החוב. החוב בגין אג"ח מסוג זה מתווסף ליתר החובות הממשלתיים ולכן ממומן ע"י מיסים עתידיים וייתכן ויהווה נטל על הדורות הבאים ויגדיל את יחס חוב התוצר של המדינה.
- **עלויות ההון הממשלתיות** - עלויות ההון הממשלתיות מושפעות באופן ישיר מתשואות האג"ח הממשלתיות. ככל שהביקוש לאג"ח ממשלתי יעלה כך הממשלה תוכל להנפיק אג"ח במחירים גבוהים ובתשואות נמוכות ולהקטין את עלויות ההון שלה.
- **נכסים מסוכנים** – צפויה ירידה בביקוש למניות ואג"ח קונצרניות ובהתאם לכך ירידה במחיריהם.



### 5.3.5 עלויות לחברות הביטוח

בעקבות המעבר לקרנות היעד חברות הביטוח יצטרכו להציע מגוון רחב יותר של מסלולי חסכון המותאמים לגילאים השונים. כפועל יוצא תדרשה התאמה של מערכות המידע לשינויים כאמורה הכשרת עובדים למציאות המשתנה. הפעולות האמורות גוררות עלויות המסתכמות בסכומים לא מבוטלים. ברירת מחדל של קרנות היעד מהווה הצדקה כלכלית לעלויות אלו ובלבד שתהיה הצטרפות מסה קריטית מינימלית לאפיק זה.

### 6. סוף דבר

נייר זה סקר תחילה את החסכון הפנסיוני לאורכו ולרוחבו בארץ ובעולם, הסקירה האמורה, הובילה למסקנה כי המציאות המשתנה ובפרט התארכות תוחלת החיים מחייבת התאמה מיידית בשוק החסכון וכי אסור להישאר אדישים למגמות שכן אדישות עשויה להוביל למחסור באמצעים עבור דור החוסכים הצעיר. הסקירה האמורה הבהירה כי שינויים פרמטרים או פרדיגמטיים כפי שהונהגו עד כה בארץ ובעולם הם בעלי תועלת שולית פוחתת שכן בסופו של דבר הם מציגים צורה אחרת של "חלוקת" העוגה כאשר זאת נשארת כל הזמן באותו הגודל. הבנה זאת ייצרה את הצורך בפתרון שישלב מימד נוסף בדרך להגדלת העוגה שהיא למעשה הכסף הנצבר בחסכון לטווח ארוך ומכאן נולד הרעיון של קרנות היעד, קרנות אלה אמנם מבינות שה"טרייד אוף" העיקרי הוא תשואה על חשבון סיכון ולהפך אבל הן מכניסות חידוש מהותי בדמות גיל החוסך מתוך ההבנה שחוסך צעיר יכול להרשות לעצמו להסתכן גם במחיר של משבר קשה שיגבה ממנו חלק ניכר מהחסכון שלו שכן יש לו מספיק זמן לפצות על האובדן עד גיל הפרישה. עובדות המחזקות את יעילותן של קרנות היעד הן ההנחה שמשכורות הפרט עולות ביחס ישר עם גילו וכמו כן ההבנה שאורכי המשברים מתקצרים.

הסימולציה שביצענו, באמצעות שיטת הבוטסטראפ החדשנית מאששת את השערתנו כי אכן קרנות המותאמות לגיל החוסך יעילות הרבה יותר עבור פרט שונא סיכון והן אלו שיבטיחו לו בצורה מובהקת את התשואה הגבוהה ביותר על אף מרכיב חוסר הודאות המקשה על הפעולה. למרות התוצאות המובהקות, בישראל כיום ישנן 2 חברות ביטוח שכבר מציעות את המוצר המכונה "קרנות יעד" ובאופן מפתיע לא מסתמנת "ריצה" המונית לעבר מסלולים אלו. בבואנו לבדוק את הסיבה, חקרנו לעומק את תחום הכלכלה ההתנהגותית העומד מאחורי בחירות של פרטים, והוכחנו באמצעות סקירה ספרותית רחבה, כי לא די בכך שאפיק חסכון יהיה טוב יותר על פני אחרים, בשביל למקסם את התועלת של כלל משקי הבית וכפועל יוצא את התועלת המצרפית יש להכניס את קרנות היעד כברירת מחדל של החסכון כפי שכבר קורה במדינות רבות בעולם. שילוב של הידע וההבנה כי הקרנות הם מסלול החסכון האופטימלי עם הכלתן כברירת מחדל הוא היחיד שיביא ל"הגדלת העוגה" ולהתייעלות הכלכלית המצופה ממנו. יחד עם זאת ניתחנו את ההשלכות של שינוי מבני קיצוני כדומגאת זה על מרכיבי המאקרו השונים במדינה והצגנו את הריקושיים הצפויים מצעד זה.

נייר זה לא סקר את אפשרויות קצב הדעיכה השונות של קרנות היעד שכן מדובר בנושא בפני עצמו השנוי במחלוקת בספרות המקצועית ומעניין לחקור אותו כעבודת המשך.

## 6. מקורות

- אחדות, לאה וספיבק, אביה (2010). "מערכת הפנסיה בישראל לאחר חמש-עשרה שנות רפורמה". מכון ון ליר בירושלים.
- אקשטיין, צבי (2002). "מדיניות הפנסיה". המכון הישראלי לדמוקרטיה, הכנס הכלכלי העשירי.
- גלילי, יהודית וטביביאן – מזרחי, מיכל (2004). "הסדרי פנסיה – בחינה השוואתית", הכנסת, מרכז המחקר והמידע.
- הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (2013). "לקט נתונים מתוך הסקר החברתי 2012 בנושא הסדרי פנסיה", (הודעה לעיתונות).
- הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (2013). "לקט נתונים מתוך הסקר החברתי 2012 בנושא הסדרי פנסיה של מועסקים", (הודעה לעיתונות).
- הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה (2014). "לקט נתונים על בני 65 ומעלה", (הודעה לעיתונות לרגל יום הקשיש 2014).
- המועצה הישראלית לצרכנות (2013). "עמדת הציבור ביחס לגיל הפרישה הקיים בישראל", (הודעה לעיתונות).
- לוי, ענת (2013). "מודל חיסכון כספי מותאם (חכ"מ) בחיסכון פנסיוני – תיאור וניתוח", הכנסת, מרכז המחקר והמידע.
- משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (2011). "דוח שנתי 2011".
- משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (2012). "דוח החסכון הפנסיוני 2012".
- משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (2013). "מסגרת לניתוח תיק נכסי הגופים המוסדיים בישראל".
- ספיבק, אביה (2012). הפנסיה בישראל ובעולם: כיווני התפתחות עיקריים, גישות והשפעות אידיאולוגיות", מכון ון ליר בירושלים.
- ספיבק, אביה (2012). "מערכת הפנסיה בישראל על שני רבדיה: מבט על רפורמות שהונהגו מהצד המוסרי והצד הכמותי", מכון ון ליר בירושלים.

שיפנבאואר, לביא (2007). "מערכות פנסיה רק מסלוליות", משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון.

שיפנבאואר, לביא (2010). "מהוץ להון" – סיכוןההשקעותבתיקהחיסכוןהפנסיוני – גישות, מאפיינים ולקחים מהמשבר", משרד האוצר, אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון (2010).

ששיסנקי, איתן (2010). "החיסכוןהפנסיוניבישראל – אפשרלהיותשקטים?", כנסאלי הורביץ לכלכלה וחברה.

- סימולציה- נכתבה בתכנת R על ידי יהונתן שוורץ עבור עבודת מחקר שנכתבה ביחד עם גל אפרת לחברת מנורה מבטחים אוגוסט 2014.

Antolín, P., S. Payet, and J. Yermo, (2010). "Assessing Default Investment Strategies in Defined Contribution Pension Plans", OECD. From <http://www.oecd.org/finance/private-pensions/45390367.pdf>

Ayres, I. & Nalebuff, B. (2008). "Buying Stock on Margin Can Reduce Retirement Risk". From <http://www.tau.ac.il/law/BuyingStocks.pdf>

Basu, A., Byrnes, A. and Drew M., (2009). "Dynamic Lifecycle Strategies for Target Date Retirement Funds". From [http://www.griffith.edu.au/\\_data/assets/pdf\\_file/0007/132694/2009-02-dynamic-lifecycle-strategies-for](http://www.griffith.edu.au/_data/assets/pdf_file/0007/132694/2009-02-dynamic-lifecycle-strategies-for)

Benartzi, Shlomo and Richard H Thaler. (1999). "Risk Aversion or Myopia? Choices in Repeat Gambles and Retirement Investments".

Bodie Z. (2002). "Life-Cycle Finance in Theory and in Practice". From <http://www.pensions-institute.org/workingpapers/wp0208.pdf>

Deloitte (2010). "Target Date Funds and Retirement Savings". <http://www.dol.gov/ebsa/pdf/deloitte2009-4.pdf>

Duflo, E & Saes, E. (2003-2013). "Implications of Information and Social Interactions for Retirement Saving Decisions". [Electronic version]. *Pension*

*Research Council Working Paper*. From EBSCO database.

OECD (2013), *Pensions at a Glance 2013: OECD and G20 Indicators*, OECD Publishing. [http://dx.doi.org/10.1787/pension\\_glance-2013-en](http://dx.doi.org/10.1787/pension_glance-2013-en)

Georgetown University Law Center (2010). "A Timeline of the Evolution of Retirement in the United States".

Goldstein. D & Johnson. E. (2009). "Do Defaults Save Lives?" [Electronic version]. *Science*, Vol. 302, pp. 1338-1339, 2003.  
<http://www.dangoldstein.com/papers/DefaultsScience.pdf>

Kahneman, D. and A. Tversky. (1979). "Prospect Theory: An Analysis of Decision Under Risk".

Madrian, Brigitte and Dennis F. Shea. (2001). "The Power of Suggestion: Inertia in 401(k) Participation and Savings Behavior". *Quarterly Journal of Economics* 116: 1149-1187. From EBSCO database.

Pang. G & Warshawsky. M. (2009). "Asset Allocations and Risk-Return Tradeoffs of Target-Date Funds". *Research and Innovation Center at Watson Wyatt Worldwide*. From EBSCO database.

SEC (2013). "Recommendation of the Investor Advisory Committee Target Date Mutual Funds".

Soledad Hormazába ( 2010). "*Multi-funds in the Chilean Pension System*".  
[https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP\\_1028\\_tcm348-274420.pdf](https://www.bbvaresearch.com/wp-content/uploads/migrados/WP_1028_tcm348-274420.pdf)

Towers Watson (2014). "Global Pension Assets Study 2014". From  
<http://www.towerswatson.com/en/Insights/IC-Types/Survey-Research-Results/2014/02/Global-Pensions-Asset-Study-2014>

Thaler. R.H & Sunstein. C.R. (2008). Save More Tomorrow. In *Nudge: Improving Decisions about Health, Wealth, and Happiness*, (pp. 103-117). New Haven: Yale University Press. Retrieved May 6, 2015, from <http://site.ebrary.com.ezprimo1.idc.ac.il/lib/idc/detail.action?docID=10373452>

United States Department of Labor (DOL) (2013). "Fact Sheet – Target Date Retirement Funds Tips for ERISA Plan Fiduciaries".

Vanguard Research,(2007). "*Target Date Funds and Goal-Based Benchmarks*". From <https://personal.vanguard.com/pdf/icrtmf.pdf>

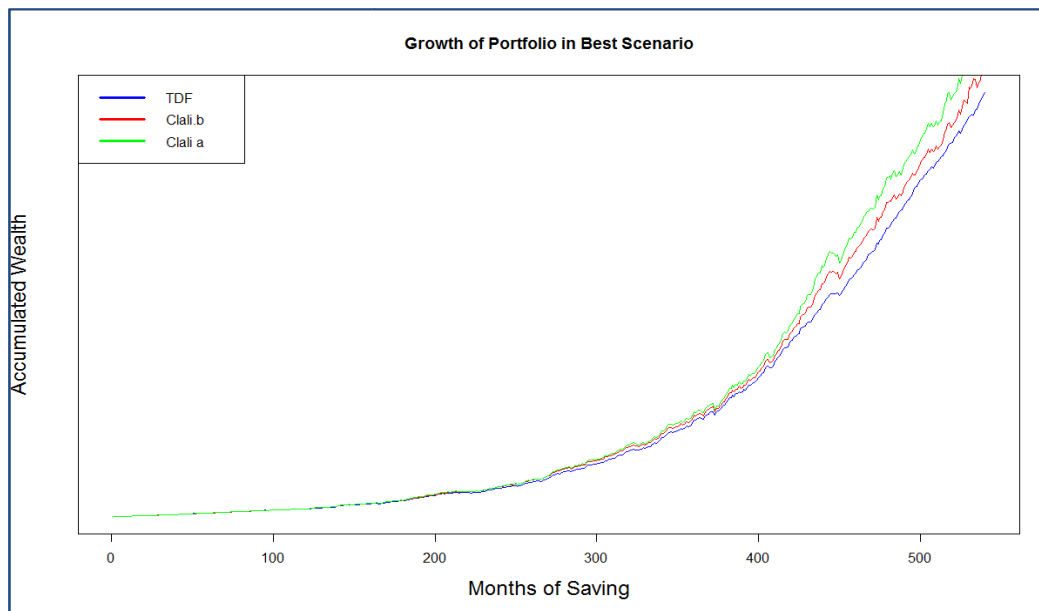
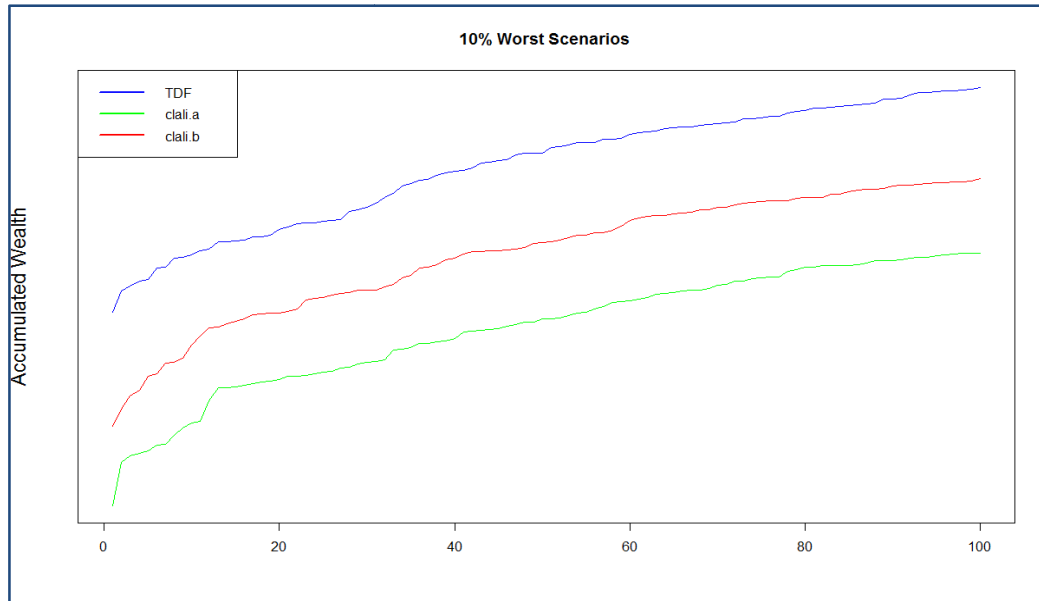
**7. נספחים**

**נספח 1: הרכב הנכסים השונים באפיקי החסכון הפנסיוני- מבטחים החדשה**

חלק יחסי של אג"ח קונצרני ישראל	חלק יחסי של אג"ח קונצרני חו"ל	חלק יחסי של מניות ישראל	חלק יחסי של מניות חו"ל	סה"כ אחוז נכס מסוכן	
75.00%	25.00%	0.00%	0.00%	20.00%	מבטחים פרישה 2015
50.00%	16.67%	13.33%	20.00%	45.00%	מבטחים פרישה 2020
45.00%	15.00%	16.00%	24.00%	50.00%	מבטחים פרישה 2025
40.91%	13.64%	18.18%	27.27%	55.00%	מבטחים פרישה 2030
39.47%	13.16%	18.95%	28.42%	57.00%	מבטחים פרישה 2035
33.05%	11.02%	22.37%	33.56%	59.00%	מבטחים פרישה 2040
27.16%	9.05%	25.52%	38.28%	58.00%	מבטחים פרישה 2045
24.19%	8.06%	27.10%	40.65%	62.00%	מבטחים פרישה 2050
24.19%	0.00%	30.32%	45.48%	62.00%	מבטחים פרישה 2055
31.97%	10.66%	20.33%	37.05%	61.00%	כללי א
38.79%	12.93%	19.31%	28.97%	58.00%	כללי ב

**נספח 2: תוצאות גרפיות למצבי עולם "בינוני" ו"רע"**

מצב עולם רע:



מצב עולם בינוני:

