



משרד האוצר
אגף שוק ההון, ביטוח וחסכון

נייר עבודה:

מערכות פנסיה רב-מסלוליות (Multi-funds pension systems)*

הדעות המובאות בנייר זה אינן משקפות בהכרח את עמדת משרד האוצר

דצמבר 2007

* הנייר נכתב על ידי לביא שיפנבאואר

מערכות פנסיה רב-מסלוליות (Multi-funds pension systems)

בשנים האחרונות ניכרת בעולם מגמה של הרחבת אפשרויות הבחירה של הצרכן בתחום החיסכון וההשקעה. בבסיס מגמה זו עומדת ההנחה הניאו-קלאסית כי פרט המצויד בידע יבחר באפשרות האופטימלית מבחינתו – זו שתיטיב ביותר לקדם את התועלת שלו, בהתאם להעדפותיו האישיות. על פי מודל זה והספרות בתחום הכלכלה ההתנהגותית (behavioral economics), אם כל הצרכנים בענף ינהגו כך, הדבר ימרב את הכנסותיהם הטרנזיטוריות והפרמננטיות.

מגמה זו מוצאת את ביטויה בעיקר בתחום ההשקעה בקרנות פנסיה (ובמוצרי החיסכון האחרים לטווח ארוך) – תחום שנודעת לו חשיבות גדלה והולכת בשנים האחרונות. כך נולד מוצר חדש – פנסיה רב-מסלולית (multi-funds pension), שמאפשר לקרנות הפנסיה להציע לעמיתיהן מסלולי חיסכון פנסיוני מגוונים המותאמים לקבוצות הגיל השונות של האוכלוסייה. הקרנות המסלוליות נבדלות זו מזו באפיקי ההשקעה שלהן, ולפיכך גם ביחס בין התשואה לסיכון שהן מציעות לעמיתים; המטרה היא להתאים את אופי החיסכון הפנסיוני להעדפות השונות של הצרכנים. מתן אפשרות לעמיתים לבחור את תיק ההשקעה מצטרף אפוא לאפשרויות הבחירה הנוספות הניתנות להם, וביניהן האפשרות לבחור את ספק החיסכון ואת תזרים ההכנסה בגיל הפרישה (קצבתי או הוני).

מקובל להניח כי עמיתים צעירים יותר יעדיפו קרן פנסיה בעלת מדיניות השקעה חשופה יותר לסיכון בעוד שעמיתים מבוגרים יותר יעדיפו להימנע מסיכונים ככל האפשר. התאמת אופי החיסכון הפנסיוני להעדפותיהם של העמיתים אמורה להגדיל את שביעות הרצון והתועלת שהם מפיקים מן החיסכון הפנסיוני.

לפנסיית המסלולים ישנם יתרונות נוספים, הן לענף עצמו והן למשק בכללותו: ראשית, קיומו של חיסכון פנסיוני רב-מסלולים מספק לצרכנים תמריצים חיוביים לחפש אינפורמציה מלאה יותר על ביצועיהן ואופיין של קרנות הפנסיה, דבר שמשכלל את השוק ומגביר את התחרות; שנית, הדבר מגדיל את היקף השירותים שמנהלי הקרנות יכולים להעניק ללקוחותיהם, שכן מנהלי הקרנות יכולים להציע לעמיתים קרנות שונות המתאפיינות במסלולי השקעה שונים; ולבסוף, ריבוי המסלולים צפוי להגביר את השתתפותם הפעילה של העמיתים בתכנון החיסכון הפנסיוני שלהם, משום שהם יוכלו להתאים את החיסכון להעדפותיהם האישיות באופן משוכלל יותר.

יחד עם זאת, ישנם מספר טיעונים נגד הרחבת תחום הבחירה של הצרכנים. ראשית, אפשרויות בחירה מרובות מגדילות את העלויות של מנהלי הקרנות משום שעליהם לחלק את החיסכון הפנסיוני למסלולים/אפיקים רבים ולספק ללקוחותיהם מידע רב יותר. שנית, אפשרויות בחירה

רבות יותר מטילות חלק מן העלויות גם על הצרכנים, שכן העמית נדרש, באופן שוטף, להשקיע זמן רב יותר בתכנון החיסכון הפנסיוני שלו. שלישית, ייתכן שבחירותיו של העמית יובילו אותו לתוצאות לא אופטימליות - פחות טובות מאלו שהוא היה מקבל לו אפשרויות הבחירה שלו היו מצומצמות יותר.

עם המדינות שבהן התפתחה בשנים האחרונות פנסיה רב-מסלולית נמנות שבדיה, אסטוניה, פרו, לטביה, סלובקיה וצ'ילה. (הרחבה באשר למאפייני המערכת הרב-מסלולית תיעשה בעיקר על בסיס הניסיון הצ'יליאני, מפני הזמינות הרבה של המידע הרב על מערכת הפנסיה במדינה זו. שיפעת המידע יש בה כדי להצביע על החשיבות הרבה שנושא הפנסיה זוכה לה במדינה זו, אשר הפכה בעשור האחרון לשם דבר בכל הקשור לפיתוח שוק החיסכון לטווח ארוך.) השקתן של התוכניות הרב-מסלוליות במדינות השונות הייתה חלק מרפורמות רחבות יותר במערכות הפנסיה בהן, וברוב המקרים, היתרונות הגלומים בתוכניות אלו סייעו לצמצום (ואף להחלפה) של מערכת הביטוח הסוציאלי הממשלתית שפעלה במדינות השונות.

רכיב מהותי בבניית מערכת של פנסיה רב-מסלולית בעלת אפשרויות בחירה הוא מציאת איזון הולם בין יכולתו של הפרט לבחור מסלול חיסכון בעל רמה מסוימת של גמישות מחד גיסא, ובין הצורך להעמיד בפניו מיגוון אפשרויות פשוט ונהיר, מאידך.

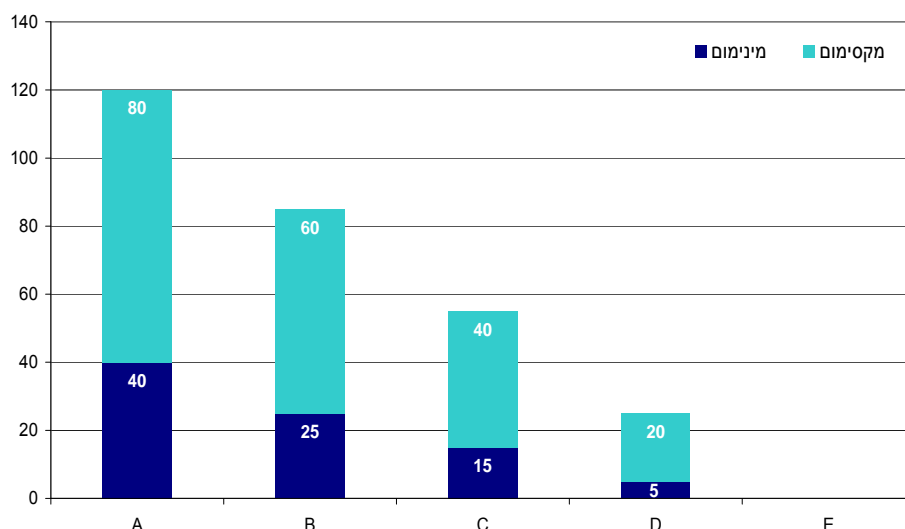
את המדינות שהנהיגו פנסיה רב-מסלולית ניתן לסווג לשתי קבוצות עיקריות על פי היקף אפשרויות הבחירה הניתנות לעמיתים. אוסטרליה ושבדיה, למשל, מציעות לעמיתים מיגוון רחב של אפשרויות השקעה; לעומת זאת במדינות דרום-אמריקה, מרכז-אירופה ומזרחה מיגוון האפשרויות מצומצם הרבה יותר, בעיקר מטעמי זהירות ושמרנות.

מעניינת במיוחד ההתפתחות בצ'ילה. עד לתחילת המאה ה-21 מנעו רשויות הפיקוח הצ'יליאניות באמצעות מסלולי חיסכון - כדי לצמצם את מורכבות ההשקעה, ובכך להקל על העמיתים ולחסוך בהוצאות התפעוליות הכרוכות בפיתוח מסלולים אלו, לטובת קרנות הפנסיה; ואולם בראשית המאה ה-21, כחלק מרפורמות שבוצעו בצ'ילה בתחום הפנסיה, ביקשה הממשלה ממנהלי הקרנות לפתוח קרנות שמרניות יותר עבור פנסיונרים או עבור אנשים המתקרבים לגיל הפרישה; לאחר שנתיים הורשה כל מנהל קרן להרחיב את מיגוון מסלולי ההשקעה מ-2 ל-5, וזאת כדי לאפשר לעמיתים לפזר את כספם בהתאם לרצונם. בהתאם לתפריט השקעות חדש זה, הציע כל מנהל קרן פנסיה עד לחמש קרנות, המסומנות באותיות מ-A (הקרן המסוכנת ביותר), ועד E (הקרן הפחות מסוכנת)². הקרנות האלה נבדלות זו מזו, בעיקר, בשיעור ההשקעה בניירות ערך בסך הנכסים לעומת שיעור ההשקעה בנכסים מניבי תשואה קבועה (מהסוג של fixed income instruments).

² במדינות אחרות, מספר אפשרויות ההשקעה מצומצם יותר ונע, למשל, באסטוניה ובסלובקיה, בין מסלול אגרסיבי (המקביל למסלול A בצ'ילה), מסלול מאוזן (המקביל ל-C) ומסלול שמרני (המקביל ל-E).

כדי לאפשר למנהלי הקרן להגיע לאופטימיזציה של ההשקעה, קבעה רשות הפיקוח הצייליאנית עבור כל סוג מסלול (A-E) מגבלות של מקסימום ומינימום להיקף ההשקעה באפיקים השונים (איור 1).

איור 1: מגבלות של מקסימום ומינימום להיקף השקעה במניות במסלולי החיסכון השונים, אחוזים מסך הנכסים



המקור: SAFP, 2007.

רכיב מרכזי בבניית פנסיה רב-מסלולית הוא קביעת ברירת המחדל (default option) לאותם חברים שלא בחרו כל מסלול חיסכון. אפשרות זו מיועדת לשתי קבוצות שונות: הקבוצה הראשונה היא של עמיתים הסבורים שאין להם המידע הדרוש כדי לתכנן ולנהל את תיק הפנסיה שלהם או הצורך בכך, ואילו והקבוצה השנייה מורכבת מעמיתים החשים צורך לתכנן ולנהל את התיק אולם חסרים את הידע הנחוץ.

באשר למסלול החיסכון של ברירת המחדל יש הבדלים בין המדינות: בשבדיה מסלול ברירת המחדל נבנה כך שהוא משקף את הקצאת הנכסים של החוסך הממוצע במערכת; בסלובקיה ובאסטוניה ברירת המחדל היא המסלול השמרני ביותר. מעניין שבחלק ממדינות אירופה, הקרנות שהציעו את מסלולי ברירת המחדל היו קרנות ציבוריות. עם זאת לפני מספר שנים החליטו הממשלות להפסיק את ניהול מסלולי ההשקעה, וכל הנכסים שהיו בניהולן נמכרו למנהלי קרנות פרטיים. במדינות דרום- אמריקה, אסטרטגיית ברירת המחדל של ההשקעה נקבעת בהתאם למצבו של המבוטח במחזור החיים, ומשמעות הדבר קביעת קרן ברירת מחדל דפנסיבית יותר (שחשיפתה לסיכון נמוכה יותר) ככל שהחוסך מבוגר יותר.

בצילה, לדוגמא, מי שנמנעו מלבחור אפשרות השקעה משויכים לאחד המסלולים בהתאם לגילם ולמינם, וזאת בהתאם לחלוקת החברים לשלוש קבוצות של גיל ומין. ברירת המחדל של העמיתים

הצעירים היא מסלול בעל חשיפה גבוהה יותר למניות, ואילו עמיתים מבוגרים שנמנעו מלבחור מסלול חיסכון משויכים למסלול שבו שיעור הנכסים מניבי התשואה הקבועה גבוה יחסית (לוח 1).

לוח 1: ברירת המחדל עבור קבוצות גיל ומין במסלולי החיסכון השונים

קבוצה	גבר: מגיל 51 ומגיל 56; אישה: 51 ומגיל 56	גבר: 36-50; אישה: 36-55	או עד גיל 35	גבר: 35 ומגיל 51; אישה: 35 ומגיל 56
A				
B				
C				
D				
E				

המקור: SAFP, 2007.

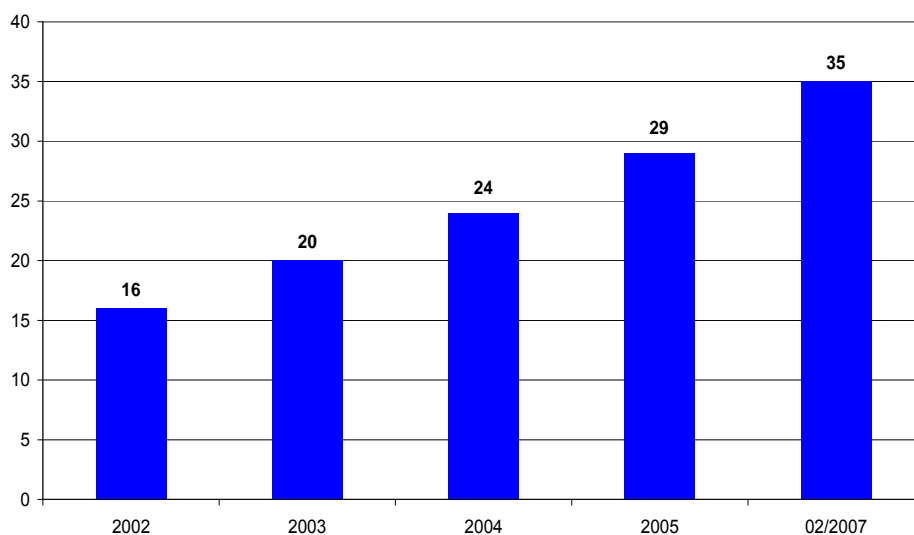
מגבלות אלו, המוטלות על העמיתים בקרנות הרב-מסלוליות במדינות דרום-אמריקה, מצטרפות למגבלות נוספות שמאפיינות את אפשרויות ההשקעה במדינות אלו: אפשרויות הבחירה של העמיתים אינן מלאות, אלא מוגבלות בהתאם לגיל העמית. כך, בצילה גברים החל מגיל 55 ונשים החל מגיל 50 יכולים להשקיע רק בקרנות C, D ו-E, המתאפיינות בסיכון נמוך יחסית, וחוסכים צעירים ב-10 שנים מגיל הפרישה הרשמי אינם יכולים להשקיע במסלול A (הנחשב למסלול האגרסיבי ביותר). לעומת זאת במדינות אחרות (בעיקר במדינות המערביות) אין כל מגבלות על הבחירה: כל חבר בקרן פנסיה, בכל גיל, יכול לבחור תיק השקעות כרצונו.

עם זאת נראה שלהעדר מגבלה בבחירת תיק ההשקעה עלולות להיות השפעות משמעותיות על החיסכון בגיל הפרישה של העמיתים המבוגרים יותר ולמעשה הוא חושף אותם לסיכונים יתירים. המגבלות הרגולטוריות נועדו לצמצם את החשיפה של החוסכים המבוגרים יותר לתנודות לא-צפויות ולסיכון הכרוך בהשקעה בנכסים מסוכנים סמוך לגיל הפרישה, שכן חשיפה זו עלולה לפגוע באופן קבוע בתגמולים של אותם מבוגרים אשר חסכו במסלולי החיסכון האגרסיביים יותר.

לפי עדויות ממדינות שונות, אף שלפרטים יש אפשרויות לבחור בעצמם את מסלול ההשקעה רבים מהם נמנעים מהבחירה. עם זאת נמצא כי במדינות שבהן נקטו צעדים נמרצים להנחלת מידע פיננסי ונעשו מאמצי שיווק מקיפים מצד מנהלי הקרנות והממשלה, יותר ויותר חוסכים בחרו את מסלול הפנסיה הרצוי להם. כך, בצילה, בסוף שנת 2002, סמוך למועד תחילת פעילותן של קרנות

הפנסיה הרב-מסלוליות, רק 16 אחוזים מסך העמיתים בחרו באופן פעיל מסלול חיסכון, בעוד שהאחרים הופנו לברירת המחדל; והנה, הודות למסע פרסום נרחב, הגיע משקלם של הראשונים בפברואר 2007 לכ-35 אחוזים (איור 2).

איור 2: שיעור העמיתים שבחרו מסלול השקעה בסך עמיתי קרנות הפנסיה בצ'ילה, אחוזים, 02/2007 – 2002



המקור: SAFP, 2007.

בחינת הקצאת הנכסים בקרנות הפנסיה הצייליאנית מלמדת שהעמיתים נוטים ליטול רמות גבוהות של סיכון בבחירת מסלול ההשקעה. נכון לפברואר 2007 למעלה מ-70 אחוזים מהעמיתים שבחרו באחד ממסלולי החיסכון בחרו בקרנות בעלות חשיפה גבוהה של מעל 50 אחוזים לניירות ערך; לעומת זאת ירד משקלו של מסלול C, מכ-55 אחוזים בשנת 2002 לכ-23 אחוזים בפברואר 2007 (לוח 2).

לוח 2: התפלגות העמיתים שבחרו מסלול חיסכון לפי מסלול הבחירה, אחוזים, 03/2007 – 2002

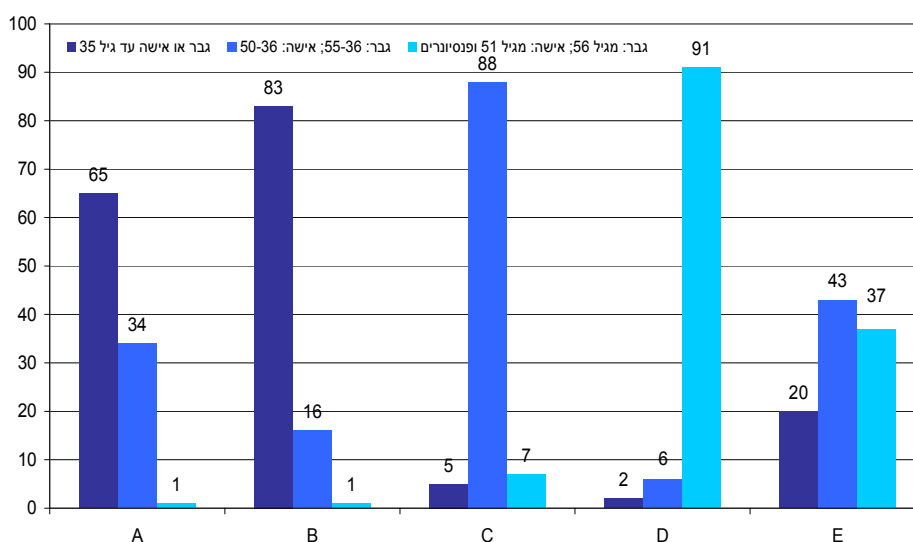
	E	D	C	B	A	
10.0	8.5	55.1	19.5	6.9	2002	
6.6	7.1	40.8	29.6	15.8	2003	
4.6	5.4	34.5	33.3	22.2	2004	
3.0	3.9	27.0	38.5	27.5	2005	
2.1	3.0	22.8	37.0	35.1	2007	

המקור: SAFP, 2007.

גורמים שמסבירים את הבחירה בתיק המסוכן יותר בצילה הם: (א) התשואה הגבוהה בשוק ניירות הערך שם בחמש השנים האחרונות. כך, למשל, מדד המניות הצייליאני – ה-IGPA (*Indice General de Precios de las Acciones de Chile*) עלה באותה תקופה בכ-160 אחוזים; (ב) המלצות שקיבלו המשקיעים להשקיע בקרנות אלו, בהנחה - המסתמכת על הניסיון ההיסטורי - שהשקעה בשוקי המניות מניבה רווחים גבוהים יותר (הנחה המזוהה בספרות כ- equity premium). עם זאת חשיפה גבוהה למניות הנתמכת בשיעורי תשואה גבוהים שהושגו בעבר עלולה להניע את העמיתים לחשוב כי שיעורי התשואה ששררו בעבר יישארו לנצח. פרשנות זו מעלה חששות כבדים גם משום שלפי סקרים שנערכו בשנים האחרונות במדינות מפותחות, הציבור חסר אוריינות פיננסית (*financial literacy*) בסיסית ואינו מודע די הצורך לתנודות ולסיכון המאפיינים את ביצועיהן של קרנות הפנסיה.

שיעור גבוה של בחירה במסלולים בכלל ובחשיפה גבוהה לניירות ערך עולה בקנה אחד עם הרכב הגילים של העמיתים. כך, גילם של 60 אחוזים מהחברים בקרנות המסלוליות נמוך מ-40 בעוד שרק 15 אחוזים מהחברים הם בני יותר מ-50. יתר על כן, הנתונים מצילה מלמדים ש-65 אחוזים מסך החוסכים במסלול A שייכים לקבוצת הגיל הנמוכה ביותר (עד 35), ואילו רק אחוז בודד נמנה על אוכלוסיית הפנסיונרים; זאת לעומת 37 אחוזים מהעמיתים במסלול הסולידי (E) שנמנו עם ציבור הפנסיונרים (איור 3).

איור 3: התפלגות ההשקעה במסלולי החיסכון בהתאם לגיל העמית, אחוזים, 2005



המקור: SAFP, 2007.

בשנים האחרונות גדל מאוד היקף המידע הזמין לציבור העמיתים הישראלי. זאת, בין היתר, הודות לכלי המידע המתקדמים שפיתח אגף שוק ההון (ה"גמל-נט"ו וה"פנסיה-נט"ו), המסייעים להגברת המידע ולהגדלת התחרות בין הגופים המספקים חיסכון לטווח ארוך במשק. עם זאת המעורבות של הציבור בבחירת מסלול החיסכון לעת פרישה עדיין מצומצמת. כך, אף שכיום כשליש מקופות הגמל מסווגות כקופות מסלוליות, המציעות לעמיתים מיגוון מסלולי חיסכון (מניות, אג"ח, מט"ח, שקלי, צמוד מדד ואחר - חו"ל, השקעות לטווח קצר, לטווח בינוני ולטווח ארוך) - שיעור הנכסים המושקעים בהן בסך נכסי קופות הגמל עומד בשנים האחרונות רק על כ-2 אחוזים, בממוצע (לוח 3).

לוח 3: ההשקעה בקופות גמל מסלוליות, 2002 – 06/2007

סך קופות הגמל						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
636	625	604	573	496	411	מספר הקופות
269	256	237	209	188	167	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
קופות גמל כלליות						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
439	429	416	400	366	335	מספר הקופות
69.0	68.6	68.9	69.8	73.8	81.5	אחוזים מסך הקופות
263.7	250.8	232.6	204.2	184.2	163.3	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
98.0	98.1	98.0	97.9	97.8	98.1	אחוזים מסך הנכסים
סך הקופות המסלוליות						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
197	197	188	176	130	76	מספר הקופות
31.0	31.5	31.1	30.7	26.2	18.5	אחוזים מסך הקופות
5.2	4.8	4.7	4.4	4.1	3.2	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
2.0	1.9	2.0	2.1	2.2	1.9	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל מנייתיות						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
52	48	43	40	30	17	מספר קופות
8.18	7.68	7.12	6.98	6.05	4.14	אחוזים מסך הקופות
1.65	1.23	0.86	0.61	0.40	0.26	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.61	0.48	0.36	0.29	0.21	0.15	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל אג"חיות						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
40	38	33	29	19	15	מספר קופות
6.29	6.08	5.46	5.06	3.83	3.65	אחוזים מסך הקופות
1.16	1.03	1.01	0.85	0.79	0.59	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.43	0.40	0.42	0.41	0.42	0.36	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל מט"ח						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
24	27	27	26	19	10	מספר קופות
3.77	4.32	4.47	4.54	3.83	2.43	אחוזים מסך הקופות
0.14	0.16	0.20	0.21	0.22	0.21	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.05	0.06	0.08	0.10	0.12	0.12	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל שקליות						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
35	35	36	34	29	17	מספר קופות
5.50	5.60	5.96	5.93	5.85	4.14	אחוזים מסך הקופות
1.05	1.09	1.18	1.35	1.50	1.15	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.39	0.43	0.50	0.65	0.80	0.69	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל צמודות מדד						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
25	25	24	25	18	9	מספר קופות
3.93	4.00	3.97	4.36	3.63	2.19	אחוזים מסך הקופות
0.89	0.90	0.98	0.90	0.75	0.70	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.33	0.35	0.41	0.43	0.40	0.42	אחוזים מסך הנכסים
קופות גמל בסיווג אחר						
06/2007	2006	2005	2004	2003	2002	
21	24	25	22	15	8	מספר קופות
3.30	3.84	4.14	3.84	3.02	1.95	אחוזים מסך הקופות
0.35	0.41	0.45	0.51	0.48	0.31	סך הנכסים (מיליארדי ₪)
0.13	0.16	0.19	0.25	0.25	0.18	אחוזים מסך הנכסים

המקור: עיבודי מחלקת מידע ופיתוח לנתוני אגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון.

עדויות לחלקו הזעום של החיסכון הרב-מסלולי בישראל אנו מוצאים גם בתחום הפנסיה: שלוש קרנות פנסיה "מיטבית-עתודות", "הלמן-אלדובי" ו"הראל", מציעות לעמיתים מסלולי השקעה (נכון לספטמבר 2007), אולם גילוי נאות בלתי מספק והעדר כל מסע פרסום או ניסיון לעניין את הציבור ביתרונות ההשקעה הרב-מסלולית מצביעים על החשיבות המועטה המיוחסת לחיסכון הרב-מסלולי בישראל.

נראה אפוא כי יש מקום להגדיל את מעורבות הציבור בבחירת מסלול החיסכון הרצוי לו לעת פרישה, תוך שיפור הידע וההבנה שלו בנושא. מעורבות זו של הציבור נדרשת במיוחד בהשקעה בחיסכון לטווח ארוך, מפני הצורך בהתאמה פיננסית למצבו האישי או לגילו של כל פרט, כפי שמקובל במדינות אחרות. ראוי שמסלול החיסכון של אדם המתקרב לגיל הפרישה יהיה שונה מזה של צעיר, תוצאת ההבדלים ביניהם במטרות החיסכון ובסיכונים הגלומים בו; אף על פי כן ברוב קרנות הפנסיה או בקופות הגמל אין עדיין אפשרות לביצוע חסכון רב-מסלולי, כך שצעירים ופנסיונרים חוסכים באותה קופה או קרן.

יש מקום לעודד את פיתוחן של קרנות פנסיה רב-מסלוליות ואת ההשקעה בקופות גמל מסלוליות, תוך הגדלת מעורבות הציבור בבחירת מסלול ההשקעה. התרת מודל של (Individual) IRA Retirement Account – "קופת גמל אישית") היא צעד בכיוון זה, אולם נראה שהיא מתאימה בעיקר לאוכלוסייה המתוחכמת, ולכן דרושים אמצעים נוספים. פיתוחם של אמצעים כאלה, במקביל לעידודו של הפרט לעשות בהם שימוש, עשוי להביא לפיתוח החיסכון לטווח ארוך, לטובת ציבור העמיתים והמשק הישראלי.