

עלות הסבסוד של הסדרי קרנות הפנסיה בישראל

אשר בלס

ההטבות לקרנות הפנסיה הן נושא שעל סדר הדיון הציבורי בשנים האחרונות. מטרת המחקר היא לבחון את השפעותיהן של ההטבות השונות שניתנות לקרנות החוסכים בקרנות הפנסיה נהנים מהטבות מס בצבירת רווחים ובמשיכתם, מהנפקתן של איגרות מיועדות, מהטבות בעת ההפקדה, ומהבטחת זכויות ללא קשר לצבירה (הכיסוי האקטוארי). כל ההטבות, למעט הבטחת הזכויות, ניתנות גם לחוסכים בקרנות החדשות עליהן החליטה הממשלה ב-1995. ארבע הטבות: האיגרות המיועדות, הפטור ממס בעת משיכת הרווחים, הפטור ממס במשיכת הקרן והבטחת הזכויות, ייחודיות לישראל ואינן ניתנות בארצות המפותחות. מרבית ההטבות בארץ ניתנות גם לחוסכים אחרים לטווח הארוך בקופות הגמל ובתוכניות לביטוח חיים בישראל – אולם שתיים – האיגרות המיועדות והבטחת זכויות – אינן ניתנות לחוסכים בקופות הגמל.

הממצאים העיקריים הם: א. הסבסוד שניתן לקרנות הוותיקות מתרגם לתשואה ריאלית מובטחת (מחויבת במס) של 15-16% לשנה לחוסך במשך 30 שנה (הטבת ריבית של 11-12 אחוזים לשנה); ב. סבסוד זה אינו מתקצב בתקציב המדינה והוא בדרך-כלל גם גבוה ביחס לניתן באפיקי חיסכון אחרים; ג. הפנסיות בקרנות דומות לפנסיות התקציביות בכך שכ-75% מהמימון הוא על חשבון משלם המסים; ד. אף שעיקר העלות התקציבית תירשם בעתיד, חלק נכבד נופל כיום על משלם המסים; ה. כמות האיגרות המסובסדות עלולה לעלות עם הזמן על החוב ותחזיר את הממשלה כמתווך בשוק ההון.

א. מבוא

אחת מנקודות המחלוקת בין ההסתדרות לבין האוצר שבעקבותיה התקיימה שביתה כללית במשך בשנת 1997 נסובה סביב קרנות הפנסיה: האוצר שאף למנוע את הרחבת הזכויות של החוסכים בקרנות, שאת עלותן מכסה הממשלה עקב התחייבויותיה לכסות את הפערים ("הגרעונות האקטואריים") שבין הזכויות לבין החיסכון שנצבר בקרנות; ואילו ההסתדרות עמדה על יישום סיכומים קודמים להרחבתן. הוויכוח לגבי ההטבות לקרנות הפנסיה ההסתדרותיות ובהן ההבטחה הייחודית לכסות את הפערים האקטואריים והמחויבות להנפיק איגרות מסובסדות בלתי סחירות אינו חדש, אולם הוא התחדד בשנים האחרונות, בין השאר, מאחר ולמוסדות החיסכון ארוכי הטווח האחרים צמצמו או הפסיקו הרשויות את הנפקתם של

ניירות מסובסדים בלתי סחירים והפנו את המוסדות לשוק ההון, בעוד שבקרנות הפנסיה, כמעט ולא נעשו צעדים משמעותיים כאלה.¹

ועדת ברודט 1996 המליצה על צעדים שמטרתם להקטין בהדרגה את משקלן של האיגרות המסובסדות בקרנות הפנסיה, ובמקביל להעלות את משקל הקרנות בשוק ההון — במניות ובאיגרות חוב. נושא זה לא נדון בוועדת בן בסט 2000, אשר המליצה על הקטנת הטבות המס במסלולים הלא-פנסיוניים.² הנימוקים העיקריים לרפורמות בחיסכון הפנסיוני:

1. נטל פסיקלי — החוסכים בקרנות נהנים מסבסוד רב שהשפעתו המצטברת תעיק על תקציב המדינה;
2. ההסדרים פוגעים בתפקוד שוק ההון — הקרנות אינן ממלאות תפקיד של מתווכים פיננסיים: עיקר השקעותיהן באיגרות ממשלתיות מסובסדות, משקלן בשוק המניות קטן ואחזקותיהן של ניירות קונצרניים מוגבלות;
3. חלוקת הכנסה לא שוויונית — החוסכים בקרנות הוותיקות מועסקים בארגונים ותיקים, ונוטים להשתייך לעשירוני הכנסה גבוהים יחסית;
4. חסמי כניסה בענפים ריאליים — פרמות מתחרות חדשות אינן נהנות מסבסוד השכר ממנו נהנים המפעלים הוותיקים המעסיקים עובדים בעלי זכויות בקרנות פנסיה ותיקות שמסובסדות על-ידי הממשלה.

עם זאת, היו שהביעו דעה אחרת, לפיה רצוי דווקא שלא לבצע שינויים מרחיקי לכת בקרנות, בנימוק שהסדרי הפנסיה מעודדים את החיסכון ארוך הטווח (Lavi and Spivak, 1999). בהקשר זה ראוי לציין, שמחקרים בארצות-הברית (Poterba, Venti and Wise, 1995; Hubbard and Skinner, 1996; Engen and Scholz, 1996; Thomas and Towe, 1996) חלוקים במסקנותיהם לגבי התרומה של הטבות המס המוענקות לחיסכון הפנסיוני — להעלאת החיסכון הפרטי. מחקרים אחרים בחו"ל מעלים נימוקים נוספים התומכים בסבסוד החיסכון הפנסיוני — שמשקי הבית אינם חוסכים מספיק או משום שהם אינם מיטיבים לחזות קדימה (Banks, Blundell and Tanner, 1998) או כתוצאה מהסיכון המוסרי: הם יודעים שאם לא יחסכו, ממילא תטפל בהם מדינת הרווחה לעת זקנה (Sinn, 1995). כתוצאה מכשלי שוק אלו קיימת אפשרות שרצוי לסבסד את החיסכון ארוך הטווח.

מטרת העבודה לכמת ולבחון את השפעותיהן היחסיות של ההטבות השונות שניתנות לקרנות. החוסכים בקרנות הפנסיה נהנים מהטבות בצבירת רווחים, הטבות בעת ההפקדה, והבטחת זכויות שמוענקת להם (לוח 1). כל ההטבות, למעט הבטחת הזכויות, ניתנות גם

1. בעקבות השביתה סוכם בין ההסתדרות לבין האוצר שהזכויות אכן תורחבנה כפוף לתקרה ושהפעלת הסיכום מותנית במעבר העובדים בשירות הציבורי מפנסיה תקציבית לפנסיה צוברת. האוצר אמד את עלות הסיכום ב-1.6 מיליארדי ש"ח (מחירי 1998).

2. התוכנית לשינויים מבניים שהגישה מחלקת המחקר של בנק ישראל ב-1997 כחלק מההמלצות לקראת הדיון בממשלה על תקציב 1998 והתוכנית לשינויים מבניים שהגישה סמוך להקמת הממשלה החדשה ב-1996 כללו המלצות לתקן את הסדרי קרנות הפנסיה — גם הוותיקות, וגם החדשות עליהן החליטה הממשלה ב-1995. זאת, על-ידי הפסקת הנפקתן ההדרגתית של איגרות מסובסדות בלתי סחירות גם לקרנות הוותיקות וכן קיבוע הכיסוי האקטוארי ותקצובו, בצורה שקופה, בתקציב המדינה.

לחוסכים בקרנות החדשות עליהן החליטה הממשלה ב-1995.³ ארבע הטבות: האיגרות המיועדות, הפטור ממס בעת משיכת הרווחים, הפטור ממס במשיכת הקרן, והבטחת הזכויות (לוח 1: סעיפים א', ג', ג' ו-3) ייחודיות לישראל ואינן ניתנות בארצות המערביות המפותחות — ארצות-הברית, אנגליה, גרמניה, צרפת, איטליה, הולנד, בלגיה, שבדיה, דנמרק, אירלנד, ספרד ופורטוגל. Davis (1996) מראה שבחלק מהארצות, אין פטור מלא ממס בעת הצבירה (לוח 1: סעיף ב'), ובחלקן, ההפקדות אינן מוכרות במלואן למס (לוח 1: סעיפים א' ו-2). מרבית ההטבות בארץ ניתנות גם לחוסכים אחרים לטווח הארוך בקופות הגמל ובתוכניות לביטוח חיים בישראל — אולם שתיים — הבטחת תשואה והבטחת זכויות (לוח 1: א' ו-3) — אינן ניתנות לחוסכים בקופות הגמל.

לוח 1:

ההטבות לחיסכון הפנסיוני

1. הטבות בצבירת רווחים
 - א. הבטחת תשואה גבוהה: לקרנות מונפקות איגרות חוב מסובסדות;
 - ב. הצבירה במהלך תקופת החיסכון פטורה ממס;
 - ג. הצבירה פטורה בחלקה ממס גם במועד המשיכה.
2. הטבות בעת ההפקדה
 - א. אין העובד חייב במס על הפרשות מעבידו בעבורו, אף שאלה מוכרות כהוצאה למס של מעבידו;
 - ב. ההפקדות של העובד מוכרות למס ובכך מקטינות את סכום מס ההכנסה שהוא משלם;
 - ג. משיכות הקרן פטורות בחלקן ממס, אף ששימשו, כאמור, בסיס לזיכוי מס בעת ההפקדה.
3. הבטחת הזכויות — הקרנות הבטיחו זכויות (defined benefits) שהן בלתי-מותנות בכמות ההפקדות ובצבירת הרווחים. הממשלה לבדה מכסה את הפערים שנוצרים בין הזכויות המובטחות לבין ההפקדות וצבירת הרווחים.

במחקר נאמוד את עלותן של הטבות אלה בשתי חלופות:

1. חלקן של הערך העתידי של החיסכון (FV – future value) שמקורו בסבסוד. מדד זה מבטא את העלות המצטברת לקופת המדינה וכן את משקלו של החיסכון הציבורי במימון הסדרי הפנסיה בערך עתידי בפרישה: ככל שמדד זה מתקרב ל-100%, דומים הסדרי הפנסיה לפנסיות תקציביות;⁴

3. עם זאת, הושמעה דעה לפיה הממשלה עלולה להבטיח בכוא היום את תנאי הפרישה גם בקרנות החדשות, בין השאר בגלל שתיווצר דינמיקה להשוואת תנאים בין עובדים חדשים בקרנות חדשות לבין עובדים ותיקים בקרנות ותיקות — כאשר גם אלו וגם אלו מועסקים במקום עבודה אחד.
4. כששיעורי הריבית הם דטרמיניסטיים, אחוז הסבסוד מהערך העתידי זהה לאחוז מהערך הנוכחי, Pazner and Razin (1975).

2. הסבסוד במונחי תשואה שנתיים ("הטבת הריבית") – התוספת לריבית השוק שיש לתת לחוסך הפנסיוני כדי שיגיע לסכום החיסכון ללא ההטבות המפורטות בלוח 1. ככל שהתוספת גדולה, כך עשויים לגדול גם העיוותים בהקצאת המקורות – הן בין החיסכון לבין הצריכה, והן בין החיסכון הפנסיוני לבין אפיקי החיסכון האחרים.

כן נשווה את הסבסוד הגלום בהסדרי הפנסיה לסבסוד בחיסכון האחר. נבדק אם התפלגות ההטבות בין החוסכים בקרנות, עולה בקנה אחד עם היעדים. כמו כן, נבחן האם המחויבות הממשלתית להנפיק איגרות מסובסדות לקרנות עלולה לאלצה לספקן בכמויות שתעלינה על החוב המקומי, ואם כן, מהן ההשלכות. המסקנות העיקריות הן:

- א. הסבסוד שניתן לקרנות הוותיקות מתרגם לתשואה ריאלית מובטחת (מחויבת במס) של 15%-16% לשנה לחוסך במשך 30 שנה; הסבסוד אינו מתוקצב באופן שקוף בתקציב המדינה והוא בדרך-כלל גם גבוה ביחס לניתן באפיקי חיסכון אחרים;
- ב. הפנסיות הצוברות בקרנות דומות לפנסיות התקציביות בכך שעיקר המימון (כ-75%) הוא על חשבון משלם המסים;
- ג. אף שעיקר העלות התקציבית תירשם בעתיד, חלק נופל כיום על משלם המסים, ובכך מונע צמצום שיעורי המס;
- ד. התפלגות ההטבות בין החוסכים בתוכניות הפנסיה אינה עולה בקנה אחד עם היעדים החברתיים המוצהרים;
- ה. כמות האיגרות המסובסדות עלולה לעלות עם הזמן על החוב ותחזיר את הממשלה כמתווך פיננסי בשוק ההון.

ב. עלות ההטבות

על מנת לפשט את הניתוח, נניח שהחוסכים בקרנות מפקידים לקרן מדי שנה סכומים קבועים על פני תקופה ארוכה ומושכים (הם או שאיריהם) את כספם במועד יחיד (כעין מועד אמצע משוקלל של מועדי משיכה רבים).

1. עלות ההטבות בצבירה

א. הסבסוד הגלום בהנפקתן של האיגרות המיועדות (לוח 1, הטבה א1)

נניח תחילה שניתנת הטבה אחת ויחידה לחוסכים בקרנות – איגרות חוב שנושאות ריבית שגבוהה מריבית השוק. נחשב את הסבסוד הגלום בהטבת הריבית לקרנות הוותיקות (97 אחוזים מסך-כול נכסי הקרנות) להן מונפקות איגרות בנות תשואה שנתית של 5.6 אחוזים⁵. לשם המחשה, נדון בחוסך שמפקיד בקרן פנסיה 5,000 ש"ח מדי שנה במשך 30 שנה – הלה יגיע לחיסכון של 389,000 ש"ח בתום התקופה, מזה 150,000 ש"ח הפקדות

5. אני מתעלם כאן מהעובדה בשנים 1976 עד 1991 הונפקו איגרות נושאות ריבית שגבוהה בחצי אחוז. ריבית זו עדיין משולמת על איגרות אלה והיא מופקדת בקרן לסיוע הדדי בין הקרנות. ראו בעניין זה דו"ח שנתי 1998, אגף שוק ההון.

ר-239,000 ש"ח רווחים. אם משקיע זה היה משקיע את כספו בנייר חסר סיכון – אג"ח ממשלתי קצר צמוד (שמחירו הריאלי אינו משתנה) הוא היה זוכה בריבית מופחתת. בעשר השנים האחרונות, הניבו איגרות צמודות ממשלתיות לשנה אחת תשואה ממוצעת בת 2.5 אחוזים לשנה. ואילו התשואה הממוצעת (ברוטו) לפדיון של איגרות לטווח של 10 שנים – בהן דווקא טמון סיכון-ריבית (שמשפיע על מחיריהן) בניגוד לאיגרות המיועדות – עמדה על 3.4 אחוזים.⁶ ייתכן שהריביות בשנים אלו היו נמוכות מאלה שניתן לצפות להן בטווח הארוך: בפרט, בארבע השנים האחרונות 1995-1998, עמדה הריבית הריאלית הארוכה הממוצעת על 4.4 אחוזים. עם זאת, ובהמשך למחקרים בחו"ל על ריביות ריאליות ארוכות טווח, ייתכן שחלק מהעלייה בשנים אלה קשור בגורמים מחזוריים: מדיניות מוניטרית ופיסיקלית, תקופת דיסאינפלציה וכדומה (Fuhrer, 1995; Orr, Edrian and Kennedy, 1995) – כך שאפשר שהריבית הריאלית לאורך זמן תהיה נמוכה יותר. בהתבסס על הריבית בשנים האחרונות, וכן לאור הריבית הריאלית ארוכת הזמן בארצות המערביות שנעה בין 2 עד 4 אחוזים, הנחתי שהריבית חסרת הסיכון הריאלית הצפויה בארץ לאורך זמן היא 4% לשנה.⁷ בהנחה שהריבית היא 4%, מגיעים חסכוניותו של החוסך הפנסיוני בתום תקופת החיסכון לכ-292,000 ש"ח. הטבת הריבית בת 1.6 נקודות האחוז (5.6 אחוזים פחות 4 אחוזים) הגדילה את רווחיו, כך שחלקה של ההטבה בסך-כול החיסכון המצטבר הוא רבע (97,000 ש"ח מתוך 389,000 ש"ח ראו נספח 1, סעיף א'). כך, שהממשלה יכולה להפסיק את הנפקתן של האיגרות המיועדות אם כנגד כל 75 שקלים מופקדים, היתה מתקצבת ומוסיפה 25 ש"ח משלה. סבסוד זה אינו משתקף באופן שוטף בתקציב המדינה והוא מתקצב על בסיס קופה.

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 4.0%	ריבית בשיעור של 5.6%	
	150	150	סכום החיסכון (אלפי ש"ח)
	142	239	רווח (אלפי ש"ח)
25%	292	389	סך-הכול בפרישה (אלפי ש"ח)

ב. הסבסוד הגלום בפטור שניתן ממס בעת הצבירה (הטבה ב')

נניח כעת שהריבית הריאלית חסרת הסיכון היא 5.6 אחוזים כך שלא גלום סבסוד בהנפקת האיגרות המיועדות. זאת ועוד, נניח שההטבה היחידה שמוענקת לחוסכים היא הפטור ממס שניתן בעת צבירת הריבית כשתשלום המס רק נדחה למועד המשיכה (הטבה ב'). נמדוד,

6. הספרות לגבי סיכוני הריבית הטמונים באיגרות חוב ארוכות היא נרחבת: Ilmanen, 1996; Longstaff, 1993, ובישראל, זקן 1997.

7. לפרספקטיבה היסטורית לגבי ריביות ריאליות ארוכות במספר ארצות, ראו: Knoester and Mak, 1994, ו-Mishkin, 1984.

תחת הנחות אלו, את היקף הסבסוד שנובע מכך שהחוסך יכול להרוויח ריבית במהלך תקופת החיסכון על המס הנדחה.⁸ כפי שראינו לעיל, חוסך שמפקיד מדי שנה 5,000 ש"ח במשך 30 שנה יגיע לחיסכון לפני מס של 389,000 ש"ח בתום התקופה, מזה 150,000 ש"ח הפקדות ו-239,000 ש"ח רווחים. כשמוטלים מסים בתום התקופה בשיעור של 35 אחוזים (שיעור המס על הריבית במשק) הוא נאלץ לשלם 84 אלף ש"ח לרשויות המס (35% כפול 239,000 ש"ח) והחיסכון הכולל עומד על 305 אלף ש"ח. לעומת זאת, כשמוטל מס בשיעור זהה, לא בסוף התקופה, אלא מדי שנה ושנה על ההכנסה השוטפת, מגיעים הרווחים לאחר מס ל-124 אלף ש"ח, וסך-כול החיסכון ל-274 אלף ש"ח. כך שהאפשרות לדחות את המס תורמת לגידולו של החיסכון בפדיון בכ-31 אלף ש"ח והטבת המס מהווה 10 אחוזים מהחיסכון בתום התקופה (305 אלף ש"ח).

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 5.6%, מס של 35% בצבירה*	ריבית בשיעור של 5.6%, מס של 35% נדחה לפרישה	ריבית בשיעור של 5.6%, מס 0% בפרישה ובצבירה	
	150	150	150	החיסכון (אלפי ש"ח)
	124	239	239	רווח (אלפי ש"ח)
		-84		מס בפרישה
10%	274	305	389	סך-הכול (אלפי ש"ח)

* ריבית ריאלית לאחר מס — 3.64% (5.6% פחות 35% מס על 5.6%).

מהחישובים בנספח 1 עולה ששיעור הריבית שהיה מאפשר לחוסך להגיע לחיסכון של 305 ש"ח תוך כדי מיסוי שנתי שוטף של 35 אחוזים הוא 6.56 אחוזים לשנה. כך שניתן לראות בזכות לדחות את תשלום המס כשווה להטבת ריבית בת מעט פחות מאחוז. הטבת הריבית גדלה ככל שמתארכת תקופת החיסכון.

ג. הפטור החלקי ממס על רווחי הצבירה גם בעת המשיכה (הטבות ב' + ג')

הנחנו בסעיף ב' שהטבת המס מתבטאת בכך שהחוסך נהנה מדחיית המס בלבד. בפועל, נהנים החוסכים בדרך-כלל מפטור על חלק מהרווחים גם בעת המשיכה, אף ששיעור הפטור אינו אחיד. לדוגמה, לפטור מלא נהנים שאירים (עד לתקרה), בעוד שגמלאים (שאינם שאירים) זכאים לנכות רק 35 אחוזים מהגמלה (עד לתקרה של 6,300 ש"ח לחודש בשנת 1999).

8. כאמור לעיל, מרבית החיסכון האחר לטווח הארוך נהנה מהטבה זו ובסעיף ג' להלן, נשווה את ההטבות הניתנות לחיסכון האחר עם ההטבות לקרנות הפנסיה.

עם זאת, הגמלאים נהנים גם מהטבת מס על יתרת 65 האחוזים שאינם מנוכחים, מכיוון שאלו ממוסים בשיעורי המס הממוצעים שנמוכים בדרך-כלל משיעור המס שמוטלים על הריבית השוטפת. השפעתה של תופעה אינה מבוטלת. בלוח 2, מפורטים שיעורי המס המשולמים ברמות שכר שונות (מסגרות מס 1999). עולה שאפילו גמלאים בעלי משכורת פנסיונית של 36,000 ש"ח לחודש (אשר משתכרים שכר כולל מעל 50,000 ש"ח) לא יגיעו למס ממוצע של 35 אחוזים. גמלאים שמשתכרים 18,000 ש"ח או פי שלושה מהשכר הממוצע ישלמו מס ממוצע של 11 אחוזים, וגמלאים בעלי שכר ממוצע לפנסיה (ואף יותר מזה) יהיו פטורים ממס. ניתן לומר ששיעור המס של ציבור הגמלאים נמוך בהרבה מ-35% (המס הסטטוטורי שמוטל כיום על הריבית) ולחלק לא מבוטל — הוא יעמוד על אפס.

לוח 2:

שיעורי המס הממוצע לגמלאים

הכנסה כוללת לפני פרישה (ש"ח)	שיעור המס השולי לפני פרישה ¹²	מסכורת פנסיונית - הכנסה קובעת לפנסיה ¹¹	גמלה ¹⁰ (ש"ח)	מס ⁹ (ש"ח)	שיעור המס הממוצע	ההפרש בין המס השולי לבין המס בפרישה (7)+(2)-(6)	שיעור המס בפרישה ללא הטבת הפטור החלקי (8)
(1)	(2)	(3)	(4)	(5)	(6)		(8)
3,000	20%	2,000	1,400	0	0%	20%	0%
6,000	30%	4,000	2,800	0	0%	30%	0%
9,000	30%	6,000	4,200	0	0%	30%	8%
12,000	45%	8,000	5,600	165	3%	42%	13%
18,000	45%	12,000	8,400	912	11%	34%	19%
24,000	50%	16,000	11,200	1,752	16%	34%	23%
36,000	50%	24,000	16,800	4,107	24%	26%	30%
54,000	50%	36,000	25,200	8,121	32%	18%	37%

נחשב כעת את ערך ההטבה שנגזר מתשלום המס בשיעור נמוך מ-35 אחוזים. נניח שבעת המשיכה יעמוד המס הממוצע על 15 אחוזים, שיעור שמשולם מצד אדם שהשתכר כ-23,000 ש"ח לחודש לפני הפרישה. במקרה זה יגיע החוסך לחיסכון של 353,000 ש"ח (389,000 ש"ח פחות 36,000 ש"ח מס שמוטלים על רווחיו בסך 239,000 ש"ח) לעומת 274,000 ש"ח אלו הוטל מס שוטף בן 35 אחוזים בצבירה, כך ש-23 אחוזים מסך-כול החיסכון מקורם בהטבה. ואילו חוסכים שפטורים ממס בעת המשיכה יגיעו לחיסכון של 389 אלף ש"ח: בעבורם שיעור הסבסוד גבוה עוד יותר — 29%.

9. בהנחה של 2.25 נקודות זיכוי ועל-פי מסגרות מס לשנת 1999.

10. בהנחה ש-70 אחוזים מההכנסה לפנסיה משולמת הגמלה.

11. בהנחה ששני-שלישים מההכנסה היא לפנסיה.

12. ללא תשלומים לביטוח לאומי.

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 5.6%, מס של 35% בצבירה*	ריבית בשיעור של 5.6%, מס של 15% בפרישה	ריבית בשיעור של 5.6%, מס 0% בפרישה ובצבירה	
	150	150	150	החיסכון (אלפי ש"ח)
	124	239	239	רווח (אלפי ש"ח)
		-36		מס בפרישה
29-23%	274	353	389	סך-הכול (אלפי ש"ח)

* ריבית לאחר מס — 3.64%.

החישובים בנספח 1 מלמדים ששיעורי הריבית שהיו מאפשרים לחוסכים להגיע לסכומי החיסכון אליהם הם מגיעים היום תוך כדי מיסוי שנתי שוטף של 35 אחוזים נעים בין 7.8 אחוזים עד 8.6 אחוזים לשנה. כך שניתן לראות בזכות לדחות את תשלום המס למועד שבו השיעור הוא 15 אחוזים (אפס אחוז) כשווה להטבת ריבית בת 2.2 אחוז (3 אחוז).

ד. סיכום ביניים להשפעה המצטברת של הטבות הצבירה (הטבות 1א', 1ב' ו-1ג')

מהניתוח לעיל עולה שהתוצאה המצטברת של שלוש הטבות הצבירה: דחיית המס על הרווחים, הפטור החלקי גם בעת המשיכה והריבית המועדפת — היא שהממשלה מעניקה לחוסכים בקרנות הטבת ריבית שנעה בין 3.8 נקודות אחוז ריבית עד 4.6 נקודות אחוז (7.8 או 8.6 אחוזים פחות 4 אחוזים שהם הריבית חסרת הסיכון). חלקן של החיסכון הכולל — שמסתכם בין 353,000 ש"ח ל-389,000 ש"ח (תלוי במס במשיכה) — שנובע מהסבסוד, נע בין 35 עד 41 אחוזים, שכן בלי הטבות הריבית והפטור בצבירה, היו חסכונותיו מגיעים ל-229,000 ש"ח בלבד.

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 4.0%, מס של 35% בצבירה*	ריבית בשיעור של 5.6%, מס של 15% בפרישה	ריבית בשיעור של 5.6%, מס 0% בפרישה	
	150	150	150	החיסכון (אלפי ש"ח)
	79	239	239	רווח (אלפי ש"ח)
		-36		מס במשיכה — 15%
41-35%	229	353	389	סך-הכול (אלפי ש"ח)

* — ריבית שנתית לאחר מס — 2.6%.

2. עלות ההטבות בהפקדה

א. ההפקדות של העובד והמעביד מהוות ניכוי לצורך מס (הטבות א' ו-ב')

כעת נדון בהטבות שניתנות כנגד ההפקדות של העובד ושל המעביד בקרנות. ההטבה הראשונה שנותנת הממשלה לעובד היא, שהוא אינו חייב במס הכנסה על ההפרשות לקרן הפנסיה שעשה מעבידו בעבורו, אף שאלה מוכרות כהוצאה ובכך מקטינות את חבות המס של מעבידו. חבות המס הנחסכת שונה ממעביד למעביד ונעה מ-36 אחוזים (לחברות שאינן מחלקות דיבידנדים לעולם), ל-52 אחוזים (לחברות שמחלקות את רווחיהן כדיבידנד) ועד לכ-60 אחוזים למעבידים עצמאיים מסוימים. למעבידים שנהנים מהטבות מס כמו מפעלים מאושרים ומלכ"רים, יכול שיעור המס הנחסך לרדת מתחת ל-36%. אני מניח כאן ששיעור המס השולי המשוקלל למעסיקים הוא כ-44% (השיעור שמתקבל כשיעור המס הוא 36% וחמישית מהרווחים מחולקים כדיבידנד, כשהיתרה מושקעת בחברה על מנת ליצור רווחים ודיבידנדים עתידיים).

ההטבה השנייה כרוכה בכך שגם הפקדות העובד מוכרות למס, בדרך-כלל כזיכוי בשיעור 35 אחוזים מסכום ההפקדה ובכך מקטינות את סכום מס ההכנסה שהוא משלם — 35 אגורות חיסכון על כל שקל הפקדה. זאת בתנאי שהכנסות העובד על הסף שמתחתיו אין חבות מס (נתוני 2,816 — 1999 ש"ח לנשוי שאשתו עובדת ולרווק וכ-3,640 לנשוי שאשתו אינה עובדת).

מכיוון שכשני שלישים מסכום ההפקדות מופקדים מצד המעביד וכשליש מצד העובד, עולה ששיעור המס המשוקלל הנחסך לשניהם כשהעובד הוא בעל הכנסה שגבוהה מסף המס — הוא כ-41 אחוזים (שקלול של 44 אחוזים (שני-שלישים) ו-35 אחוזים (שליש אחד)); השיעור המשוקלל לעובדים מתחת לסף הוא כ-30 אחוזים (כשני-שלישים מ-44 האחוזים שחוסך המעסיק). כשיעור המס הנחסך המשוקלל הוא 41 אחוזים, משמעות הדבר שהפקדתו של שקל אחד לתוכנית פנסיה עולה לעובד ולמעביד 59 אגורות בלבד, ועלותו השוטפת לאוצר המדינה — 41 אגורות. אולם מאחר שהטבת המס בהפקדה מתבטאת בכך שתשלום המס אינו מתבטל אלא נדחה עד למועד המשיכה, היקף הסבסוד הגלום בכך — נמוך מ-41 אחוזים.

כפי שראינו לעיל, חוסך שמפקיד מדי שנה במשך 30 שנה 5,000 ש"ח ומרוויח ריבית בת 5.6 אחוזים יגיע לחיסכון של 389,000 ש"ח — 239,000 ש"ח רווחים ו-150,000 ש"ח קרן. אם הוא משלם בעת משיכה מס על הפקדותיו (אך לא על הרווחים הצבורים) הוא יגיע לחיסכון מופחת של 327,500 ש"ח שכן הוא נאלץ לשלם במועד המשיכה 61,500 ש"ח מסים שנדחו (41 אחוזים מ-150 אלף ש"ח). לעומת זאת, אם לא היתה ההפקדה מוכרת למס, כך שההפקדה השנתית לא היתה גוררת השתתפות ממשלתית (בת 2,050 ש"ח), היה מגיע סך-כול החיסכון ל-229.6 אלף ש"ח בלבד: 30 אחוזים מסך-כול החיסכון — 98 אלף ש"ח (ההפרש בין 229 ל-327 אלף) — מקורם בסבסוד.

מהנספח עולה שאילו לא ניתנה הטבה זו, היה צורך להעלות את הריבית מ-5.6 אחוזים לשנה ל-7.5 אחוזים, כך שגלומה בדחייה הטבת ריבית בת 1.9 אחוזים. גם בעבור עובד ששכרו מתחת לסף המס ושבעבורו המס הנחסך המשוקלל הוא 30% בלבד תעלה התשואה כתוצאה מדחיית המס, בשיעור מתון יותר, 6.9% בלבד (ושיעור הסבסוד בסך-כול החיסכון — 21% בלבד). שיעור סבסוד במונחי ריבית גדל דווקא ככל שמתקצרת תקופת החיסכון. למשל, כשהחיסכון הוא ל-10 שנים בלבד, עולה התשואה לשנה מ-7.5% ל-8.6%.

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 5.6%, ללא דחיית מס	ריבית בשיעור של 5.6%, דחיית המס של 41% עד לפרישה	
	150	150	החיסכון (אלפי ש"ח)
	-61.5		מס בהפקדה (41%)
	141.1	239.2	רווח (אלפי ש"ח)
		-61.5	מס בפרישה (41%)
30%	229.6	327.7	סך-הכול (אלפי ש"ח)

ב. הפטור החלקי ממס במשיכת הקרן (הטבה ג2)

הנחנו בסעיף 2' שהטבת המס לגבי הקרן מתבטאת רק בכך שהחוסך נהנה מדחיית תשלום המס. אולם בפועל נהנים החוסכים בדרך-כלל מפטור חלקי או מלא במשיכות וזאת למרות שההפקדות שימשו ניכויים לצורך מס. בדומה להנחות בדיון על הפטור ממס בצבירה, נניח גם כאן שאחידים מהגמלאים משלמים מס ממוצע של 15 אחוזים (הכנסה פנסיונית של 16,000 ש"ח לערך) ואחרים משלמים אפס (הכנסה פנסיונית מעל 7,000 ש"ח).

נניח שבעת המשיכה יעמוד המס הממוצע על 15 אחוזים (שיעור יחסית גבוה – ראו לוח 2). במקרה זה יגיעו חסכונות החוסך לאחר מס ל-366,500 ש"ח (389,000 ש"ח פחות 15 אחוזים מההפקדות בסך 150,000 ש"ח) לעומת 229 אלף ש"ח חסכונות שהיו עומדים לזכותו אלו הוטל מס משוקלל בן 41 אחוזים בעת ההפקדה, כך ש-38 אחוזים מחסכונותיו נובעים מהסבסוד. ואם המשיכה תהיה פטורה ממס – כך שיעמדו לרשותו 389 אלף ש"ח – יעמוד שיעור הסבסוד על 41 אחוזים. בעבור עובדים שמשתכרים מתחת לסף המס, שיעור הסבסוד נמוך יותר, שכן במקרה זה נחסך רק המס של המעביד והוא עומד, על כן, על 30% בלבד. הנספח מלמד ששיעורי הריבית השנתיים היו צריכים לעלות מ-5.6 אחוזים ל-7.5 (לחוסך פטור ממס בעת ההפקדה) עד 8.4 אחוזים (לחוסך שחייב במס בעת ההפקדה, אך פטור ממס בפרישה – ראו לוח 2) כדי להגיע לסכומי חיסכון הגבוהים יותר.

שיעור סבסוד הריבית גדל ככל שמתקצרת תקופת החיסכון כך שחוסכים ל-10 שנים נהנים מריאלית אפקטיבית שנעה בין 11.9 אחוזים עד 14.9 אחוזים. זאת משום שהטבת המס מתפרסת על תקופה קצרה יחסית.

3. הערך המצטבר של הטבות הצבירה וההפקדה

בסעיף 1 הראינו שהטבות הצבירה לחוסך ל-30 שנה מתבטאות בכך ש-35 עד 41 אחוזים מהמשיכות מקרנות הפנסיה הם על חשבון משלם המסים ושהחוסכים נהנים, למעשה, מהטבת ריבית של 3.8 עד 4.6 נקודות אחוז לשנה. ואילו הטבות המס בהפקדה (סעיף 2) תורמות לסבסוד ששיעורו נע בין 30 עד 41 אחוזים מסך-כול המשיכות ולהטבת ריבית בת 1.9 עד 2.8 נקודות אחוז ריבית לשנה. כעת נחשב את התרומה המצטברת של הטבות המשיכה והצבירה.

אלפי ש"ח	ריבית של 5.6%;	ריבית של 5.6%;	ריבית של 5.6%;	ריבית של 5.6%;	אחוז סבסוד
	דחיית המס על ההפקדה עד לפרישה; 15% מס בפרישה	דחיית המס על ההפקדה עד לפרישה; 15% מס בפרישה	דחיית המס על ההפקדה עד לפרישה; אפס מס בפרישה	מס בהפקדה - 41% ללא דחיית מס	מס בהפקדה - 30% ללא דחיית מס
החיסכון	150	150	150	150	
מס בהפקדה					
רווח	239.2	239.2	239.2	239.2	
מס בפרישה	-22.5	-22.5	0	-61.5	-45
סך-הכול	366.7	389.2	389.2	229.6	272.4
					41-30%

נבחר את החישוב באמצעות דוגמתנו הנשנית: עמית שחוסך מדי שנה 5,000 ש"ח במשך 30 שנים בקרן שמושקעת באג"ח הנושאית ריבית בת 5.6 אחוזים (הטבה א1) מגיע, כאמור, לחיסכון לפני מס של 389,000 ש"ח בתום התקופה. בהנחה שגם הקרן וגם הריבית ימוסו במס של 15 אחוזים בעת המשיכה (הטבות א1' ו-ב'), יעמדו לרשותו כ-331 אלף ש"ח. בגלל הטבות המס בהפקדה (הטבות א2' ו-ב'), עומדת עלות ההפקדה השנתית למשקיע על 2,950 ש"ח (בהנחה שהמס הנחסך הוא 41 אחוזים). אילו לא ניתנו הזיכויים והניכויים בעת ההפקדה ורווחי הריבית השנתית היו עומדים על 4 אחוזים תוך כדי מיסוי שוטף בשיעור של 35 אחוזים, היו חסכונוותיו מגיעים לכ-135 אלף ש"ח. כך, ש-59% מהחסכונוות מקורם בהטבות הממשלתיות. לחוסכים שפטורים ממס במשיכה מגיע שיעור הכיסוי לאחוז גבוה עוד יותר — כ-65 אחוזים. סכום החיסכון — בין 330 ל-389 אלף ש"ח (בהתאם למס במשיכה) ש"ח — משקף תשואה שנתית שנעה בין 11.6 עד 12.9 אחוזים (לחוסך מתחת לסף המס — 11.5 אחוזים).

ריבית בשיעור של 5.6%, 15% מס בפרישה	ריבית בשיעור של 5.6%, אפס מס בפרישה	ריבית בשיעור של 4.0%, מס של 35%;* 41% מס בהפקדה	אחוז סבסוד
150	150	150	
239.2	239.2	239.2	
-58.4		-61.5	
330.8	389.2	135.0	65-59%

* — ריבית שנתית לאחר מס — 2.6%.

כפי שראינו לעיל, הטבת הריבית בגין סבסוד הצבירה קטנה ככל שמתקצרת תקופת החיסכון, בעוד שהטבת הריבית בגין ההטבות בהפקדה גדלה ככל שמתקצרת התקופה. כשניתנות הטבות גם בצבירה וגם בהפקדה שיעור הסבסוד גדל ככל שמתקצרת תקופת החיסכון: חוסך ל-10 שנים שמשלם 15 אחוזים במשיכה נהנה מריבית של 18.5 אחוזים (ועמית שמעל לסף המס, אך פטור ממס במועד המשיכה זוכה לתשואה בת 22.9 אחוזים!)

חוסך ל-10 שנים	ריבית בשיעור של 15%, מס בפרישה	ריבית של 18.5% ממוסית בשיעור של 35%*, 41% מס בהפקדה
החיסכון (אלפי ש"ח)	50	50
מס בהפקדה (41%)		-20.5
רווח (אלפי ש"ח)	18.3	44.0
מס בצבירה		-15.4
מס במשיכה	-10.2	
סך-הכול (אלפי ש"ח)	58.1	58.1

* — ריבית לאחר מס של 12.03%

4. הכיסוי האקטוארי

מכיוון שמשלם המסים מכסה גם את הגירעונות האקטואריים בקרנות הפנסיה הוותיקות שנוצרו למרות האיגרות המועדפות — וזאת מכיוון שתנאי הפרישה המובטחים הם ברמה שגם התשואה הגלומה באיגרות המסובסדות לא מספיקה לכסותם — משמעות הדבר שהריבית האפקטיבית — המבטאת גם את הכיסוי הנוסף — גבוהה עוד יותר. תרומתם המדויקת של הגורמים שהביאו לפערים האקטואריים בקרנות אינם ברורה דיה: היו שהעניקו לחלק ניכר מחבריהן, בעיקר כאלה שהצטרפו בגיל מאוחר, אחוזי פנסיה גבוהים לכל שנת ותק. היו קרנות שהעניקו הנחות גדולות לקבוצות עובדים שבהצטרפותן לקרן, רכשו זכויות בגין העבר. היו קבוצות עובדים שעברו מפנסיה יסוד לפנסיה מקיפה מבלי שנדרשו לשלם בעבור הגדלת הזכויות. היו קרנות שהצמידו את הפנסיה לשכר גבוה יותר מהשכר שכנגדו הופרשו הפרשות וגם זה תרם לגירעונות.

קיים פולמוס סביב אומדני הגירעונות. יש שחישבו את הגירעון ב-130 אחוזים (ראו מאמר ב"גלובס" 26 ספטמבר 1997), ואחרים אומרים 50%. בדו"ח אגף שוק ההון ל-1998 נאמד הפער בכ-60 אחוזים. ההנחות של האוצר מושתתות על עליית שכר שנתית ריאלית של 2 אחוזים: אם השכר של החוסכים בקרנות הפנסיה יעלה יותר, יעלה הכיסוי הממשלתי, ואם העליות תהיינה צנועות יחסית, הוא יירד. הנתונים ההיסטוריים במשק ומערכת ההצמדות מרמזים שקיימת סבירות שהעלייה הריאלית בשכר של החוסכים במשך תקופת השתכרותם תעלה על 2 אחוזים. ואף-על-פי-כן, הנחת, בשם השמרנות, שהגירעון האקטוארי הנו 50 אחוזים בלבד: משמעות ההנחה שאם היו מופקדות 50 אגורות נוספות היום על כל שקל שמופקד, לא היה צורך בכיסוי ממשלתי נוסף בהמשך.

אחוז סבסוד	ריבית בשיעור של 4.0%, ממוסה בשיעור של 35%*	ריבית בשיעור של 5.6%, 50% כיסוי אקטוארי, אפס מס בפרישה	ריבית בשיעור של 5.6%, 50% כיסוי אקטוארי, 15% מס בפרישה	
	150	150	150	החיסכון (אלפי ש"ח) כיסוי אקטוארי
	-61.5	75	75	מס בהפקדה
	46.5	358.8	358.8	רווח (אלפי ש"ח)
			-87.6	מס במשיכה
77-73%	135.0	583.8	496.2	סך-הכול (אלפי ש"ח)

* — ריבית שנתית לאחר מס — 2.6%.

על מנת לעמוד על היקפה של הסובסידיה, אנו חוזרים לעמיתינו שמשקיע למשך 30 שנה: החוסך מפקיד 5,000 ש"ח לשנה (שעלותן 2,950 ש"ח, כשיתרת ה-2,050 ש"ח ממומנים על-ידי הממשלה באמצעות הטבות מס) וזוכה במונחים עכשוויים להפקדה נוספת לכיסוי הגירעון האקטוארי בת 50% של 2,500 ש"ח (על חשבון הממשלה), והפקדותיו מושקעות באגרות הנושאות ריבית בת 5.6 אחוזים. סכום החיסכון יעמוד על כ-584 אלף ש"ח בתום 30 שנה, אם הוא אינו משלם מס במשיכה, וכ-496 אלף ש"ח אם הוא משלם מס במשיכה של 15 אחוזים. אם לא היה סבסוד כלל חסכונותיו היו מגיעים לכ-135 אלף ש"ח, (מזה 88,500 ש"ח חיסכון ו-46,500 ש"ח רווחים). משקל שנע בין 73 עד 77 אחוזים מסך-כול החיסכון שעומדים לרשותו מקורו בסבסוד ממשלתי.¹³ במונחי תשואה מדובר בהטבת בריבית בת 11-12 נקודות אחוז לשנה.

כשתקופת החיסכון יורדת ל-10 שנים מגיעה התשואה ל-34 אחוזים לשנה בהנחה שאין מס במשיכה (29 אחוזים כשהמס במשיכה הוא 15 אחוזים). מכיוון שתוצאה זו נראית חריגה, היא תתואר ביתר פירוט: בכל אחת מעשר שנות החיסכון משקיע העמית 5,000 ש"ח. לסכום זה מתווסף הכיסוי האקטוארי של הממשלה בסך 2,500 ש"ח. העלות לחוסך היא 2,950 ש"ח לשנה. 7,500 הש"ח שהושקעו בשנה הראשונה בריבית שנתית של 5.6 אחוזים יגיעו ל-12,933 ש"ח בשנה העשירית, ואלו שמושקעים בשנה השנייה יגיעו ל-12,247 ש"ח וכן הלאה. בצורה זו, תגענה השקעותיו במשך עשר השנים ל-102,450 ש"ח. אילו קנה אג"ח ב-2,950 ש"ח מדי שנה היא היתה צריכה להניב תשואה שנתית לפני מס של 34 אחוזים על מנת שהחיסכון יצטבר בגמר התקופה ל-102,450 ש"ח.

13. בהנחת האוצר שהגירעון עומד על 60% (ולא 50%) אך יתרה זו מושקעת באגרות מניבות 5.3% לשנה בלבד (ולא 5.6%), משקל הסבסוד בסך-כול החיסכון עולה כמעט יותר מנקודת אחוז.

לוח 3:
סיכום – מדדי סבסוד של חוסך ל-30 שנה בקרן פנסיה

מדד סבסוד	ב צ ב י ר ה			ב ה פ ק ד ה			סך-הכול בצבירה	סך-הכול בצבירה
	הבטחת תשואה	דחיית מס	דחיית מס + פטור חלקי במשיכה	סך-הכול הטבות צבירה	דחיית המס	דחיית המס + פטור חלקי במשיכה		
	*א1	*ב1	*ג1 + 'ב1	*א2 + 'ב2	*ג2 + 'א2	*ג2 + 'ב2	+ 'א1 + 'ב1	+ 'א1 + 'ב1
	1.6%	1.0%	3.0-2.2%	4.6-3.8%	1.9-1.3%	2.8-1.9%	12.1-10.8%	8.9-7.5%
משקל החיסכון שנובע מסבסוד	25%	10%	29-23%	41-35%	30-21%	41-30%	77-73%	65-59%

* – האיות מתייחסת לרשימת ההטבות בלוח 1.

5. הקרנות החדשות

בקרנות החדשות, חלים כללים חדשים עליהם החליטה הממשלה ב-1995. להן, מונפקות איגרות בנות תשואה שנתית של 5 אחוזים כנגד 70 אחוזים של ההפקדות, כשיתרת 30 האחוזים מושקעים בשוק ההון. עם זאת, יש לזכור שגם בתוכניות החדשות ערבה הממשלה לזכויות המובטחות, כך שלא מן הנמנע שהממשלה תצטרך להוציא הוצאה נוספת כדי שקרנות מסוימות תעמודנה בהתחייבויות.¹⁴ חשיבות של הבטחות אלה לחוסכים פנסיוניים מתוארת בספרות (Pennacchi and Lewis, 1994; Blake, 1998; Treynor, 1977; Sharpe, 1976; Niehaus, 1990; Marcus, 1985) ועולה שערכן הוא גבוה. חישבתי את עלות הסבסוד בהנחות (האופטימיות) לפיהן ההסתברות שהקרנות תיקלענה לגרעונות (למשל כתוצאה מהנחות לא נכונות על אודות עליית השכר ואו אורך החיים) היא אפס: הקרנות ירוויחו 4.7 אחוזים לשנה: 5 אחוזים באיגרות המיועדות, ו-4 אחוזים – שהנחנו שהם ריבית השוק חסרת הסיכון. במקרה זה, יורד שיעור הסבסוד לחוסך ל-30 שנה ל-52-59 אחוזים (בהתאם לשיעורי המס הנחשבים בהפקדה) במקום 73-77 אחוזים, ושיעור הריבית הגלום בהטבות המס הנותרות הנו 10.3-11.6 אחוזים במקום 14.8-16.1 אחוזים.

14. בתחילה הבטיחה הממשלה רצפת תשואה שנתית בת 3 אחוזים כעבור השקעות חופשיות, אולם הבנו שהבטחה זו בוטלה ב-1996, ונותרה רק התחייבות לכסות את הזכויות המובטחות.

ג. השוואה להטבות בחיסכון האחר ובפנסיה התקציבית

1. החיסכון המוסדי לטווח ארוך

המוסדות הפיננסיים שמנהלים את כספי הציבור הם קרנות הפנסיה, קופות הגמל והפיצויים, קרנות ההשתלמות, התוכניות לביטוח חיים, וקרנות הנאמנות (לוח 4). חוץ מהחיסכון בקרנות הנאמנות, נהנים החוסכים מהטבות מס.

לוח 4:

המוסדות הפיננסיים בישראל – סוף 1998

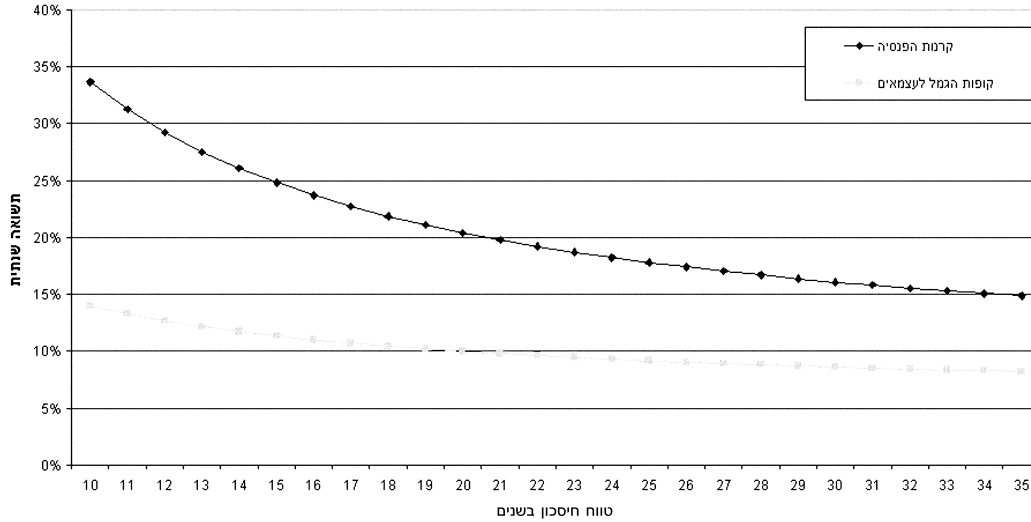
אחר	איגרות חוב מיועדות	איגרות חוב סחירות	מניות	סך-הכול	
42.5	10.2	66.4	16.0	135.2	קופות הגמל וההשתלמות קרנות הפנסיה
4.4	95.2	0.6	0	100.2	(ללא כיסוי אקטוארי)
0.4	2.2	0.6	0	3.2	קרנות פנסיה חדרשות
13.8	31.8	9.9	2.0	57.5	תוכניות לביטוח חיים
1.4	0	15.0	5.7	22.0	קרנות נאמנות

מקור: דו"ח בנק ישראל שנת 1998, לוח ז'2.

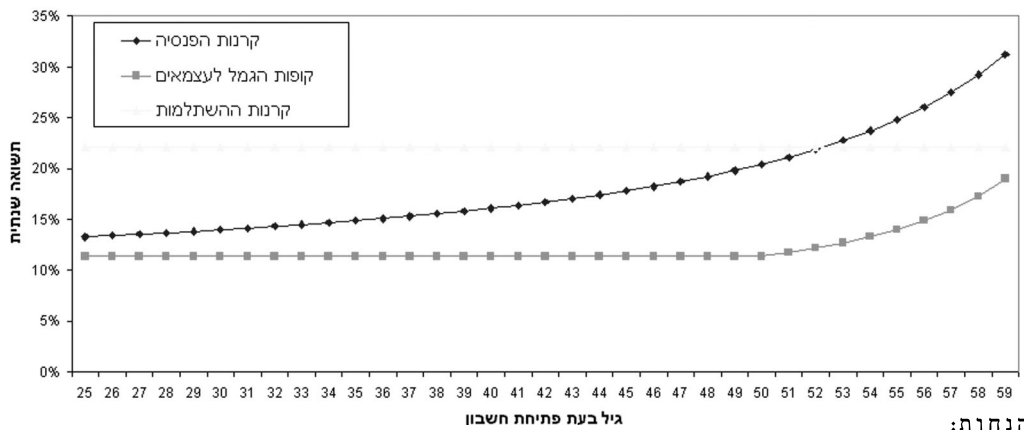
החוסכים בקופות הגמל, מרביתן בניהול בנקאי, הן אפיק החיסכון המרכזי האלטרנטיבי לקרנות. אף שאלו נהנים מהטבות רבות (בלס, 1996) שיעורי הסבסוד בקופות הגמל נמוכים בצורה משמעותית מאלו שניתנים לקרנות הפנסיה משום שקופות הגמל אינן זוכות בשתי הטבות מהן נהנות הקרנות: הכיסוי האקטוארי; והריבית המועדפת המוענקת דרך האיגרות המיועדות שאת הנפקתן לקופות הפסיקו הרשויות כחלק מהרפורמות של אמצע שנות השמונים. הטבת הריבית שנדרשת כדי שהחוסכים בקופות הגמל לשכירים יהיו מוכנים לוותר על הטבות המס האחרות עומדת על 6.5 אחוזים בלבד לחוסכים ל-30 שנה, והטבת הריבית לעצמאיים – בעבורם זיכוי המס בהפקדה הוא 25% בלבד – 4.6 אחוזים – זאת לעומת הטבת הריבית בת 11-12 אחוזים שניתנת, כאמור, לחוסכים בקרנות הפנסיה (ציור 1). הציור מלמד שהפער בהטבת הריבית נפער ככל שמתקצרת תקופת החיסכון.

עם זאת, לקופות גמל לעצמאיים יתרון מסוים בכך שקיימת בהן אפשרות למשוך חיסכון כעבור 15 שנים ממועד פתיחת החשבון, בעוד שבקרנות הפנסיה אפשרות זו אינה עומדת בפני חוסכים שהחלו לחסוך עוד בצעירותם. אולם החישובים מלמדים שזכות זו בקופות הגמל לעצמאיים, אף שמצמצמת את פערי התשואה בין הקופות לקרנות בגילאים צעירים, היא אינה מבטלת את העדיפות של הקרנות: אין גיל שבו הטבה זו יקרה יותר מההטבות המיוחדות בקרנות הפנסיה (ציור 2).

ציור 1:
השפעתן של ההטבות לחיסכון ארוך הטווח –
התשואה השנתית הריאלית האפקטיבית של קרנות הפנסיה וקופות הגמל
(לפי טווח החיסכון)



ציור 2:
השפעתן של ההטבות לחיסכון ארוך הטווח –
התשואה השנתית הריאלית האפקטיבית של קרנות הפנסיה, קופות הגמל וקרנות ההשתלמות
(לפי גיל העמית בעת הפתיחה)



הנחות:

1. קרנות השתלמות נפדות כעבור 6 שנים.
2. קופות גמל לעצמאים נפדות כעבור 15 שנה, או אם הגיעה לגיל 65 – הקודם מהשנים.
3. המשיכה ממוצעת מקרנות הפנסיה מתבצעת במוצע משוקלל בגיל 70.

גם התוכניות לביטוח חיים נהנות מהטבות, אך בדומה לקופות הגמל, שיעורי הסבסוד בתוכניות נמוכים בצורה משמעותית מאלו שניתנים לקרנות הפנסיה משום שהתוכניות לביטוח חיים אינן זוכות לכיסוי האקטוארי. כמו כן, בעוד שבדומה לקרנות הפנסיה מונפקות לתוכניות לביטוח חיים שנפתחו לפני 1991 איגרות מיועדות, אלה נושאות ריבית של 4 אחוזים בלבד ולכן ספק אם טמון בהנפקתן סבסוד – והראייה – השנה הומרו חלק קטן מהאיגרות המיועדות האלה לאיגרות סחירות. הטבת הריבית הגלומה בתוכניות הביטוח, דומה, אפוא, לזו של קופות הגמל. עם זאת, מאחר ובקרנות הפנסיה ובקופות הגמל קיימות תקרות הכנסה שמעבר להן אין ההפקדות מוכרות למס, קיימת עדיפות, כנראה, החל מרמת הכנסה מסוימת, לחיסכון בתוכניות הביטוח על פני החיסכון המוסדי האחר.

ההטבות בקרנות ההשתלמות – שסך-כול נכסיהם הסתכמו בסוף 1998 בכ-32 מיליארד ש"ח – מצומצמות ביחס לקופות הגמל לשכירים ולתוכניות לביטוח חיים בכך שהפרשות העובדים אינן מוכרות לצורך מס, ורק הפרשת המעביד מוכרת. עם זאת, תקופת החיסכון בקרנות ההשתלמות היא קצרה ביותר – 6 שנים – כך שהטבת הריבית שנובעת מהטבות המס הנותרות (הפרשת המעביד מוכרת לצורך מס, הצבירה והמשיכה פטורות ממס) אף עולה על זו של חוסך בקרן פנסיה (ל-30 שנה) – כ-18 נקודות אחוז.

ההטבות השונות בחיסכון המוסדי מתבטאות בהיקפי ההפקדות במוסדות אלו. בשנים האחרונות, הלכו וקטנו, באופן יחסי, ההפקדות לקופות הגמל, בכד בכד עם הגברת המשיכות מהחשבונות הנזילים (של עצמאיים שפתחו את חשבונותיהם לפני 15 שנה או של שכירים פנסיונרים ומחליפי מקום עבודה). משקלן היחסי של קרנות הפנסיה גדל עקב ההטבה הגדולה, יחסית, הגלומה בהן. גם משקלן של תוכניות הביטוח גדל עקב התאמתן לבעלי ההכנסה הגבוהים. נראה שמרבית השכירים הזכאים – מנצלים את האפשרות להפקיד בקרנות ההשתלמות – תופעה סבירה על רקע הטבת הריבית הגבוהה הגלומה בהן.

2. החיסכון בתוכנית החיסכון הבנקאית

גם החוסכים שלא באמצעות המוסדות הפיננסיים לטווח הארוך נהנים מהטבה אחת חשובה: הפטור ממס על הריבית בצבירה. למעשה מרבית החוסכים במשק אינם משלמים מס של 35 אחוזים על רווחי הריבית – הם רוכשים איגרות לא צמודות שפטורות ממס, או שהם מפקידים את חסכונותיהם בתוכניות חיסכון שפטורות אף הן ממס. שיעור המס האפקטיבי על רווחי ריבית ודיבידנדים שלא בתוכניות הפנסיה, הגמל והביטוח הוא כנראה כ-3 אחוזים בלבד (ראו: דו"ח בנק ישראל 1998, תיבה ז'2).

מכיוון שהוצאות הריבית של הסקטור העסקי מוכרות לצורך מס, כך שהעלות ללווה העסקי נמוכה מהתשואה לחוסך, ניתן לומר שגם החיסכון הקצר מסובסד, ושהממשלה באמצעות הטבות המס, מסבסדת את הפערים שבין הריבית הקרדיטורית, שפטורה בדרך-כלל ממס, לבין הריבית הדביטורית. שיעור הסבסוד הוא כ-2 נקודות אחוז ריבית לשנה – וזאת בהשוואה ל-11 עד 12 נקודות אחוז בקרנות הפנסיה.

אפשרות אחרת היא למדוד את ההטבות שניתנות לקרנות הפנסיה (ולחיסכון הארוך האחר) – לא לעומת נייר אלטרנטיבי שממוסה בשיעור של 35 אחוזים, אלא לעומת תוכניות פטורות אחרות – דוגמת תוכניות החיסכון. החישובים מלמדים שאם האלטרנטיבה העומדת בפני המשקיע מניבה תשואה שוטפת זהה וממוסה בשיעור של 0 אחוזים (ולא 35 אחוזים),

הטבת הריבית הגלומה בקרנות הפנסיה שעמדה על 11 עד 12 נקודות אחוז לחוסך ל-30 שנה יורדת בכ-5 עד 5.5 נקודות אחוז, ושיעור הסבסוד יורד מטווח של 73 עד 77 אחוזים ל-65 עד 71 אחוזים. אולם מאחר ובשנים האחרונות נפלה הריבית בתוכניות החיסכון בכ-15 אחוזים לפחות מהריבית על איגרות החוב של המדינה,¹⁵ אין לראות בתוכניות החיסכון תחליף פטור ממס בעל תשואה זהה לאג"ח המדינה.

3. פנסיה תקציבית

יש האומרים שמאחר והפנסיה התקציבית ממומנת כולה על-ידי הממשלה, ראוי להקטין את הזכויות בפנסיות התקציביות לפני שמטפלים בקרנות הפנסיה. על-פי סברה זו, קיימת חשיבות רבה לכך שעובדים חדשים בסקטור הציבורי לא ייהנו מפנסיה תקציבית אלא ישקיעו בקרנות הפנסיה, ועל כן רצוי אף לשלם תמורה לארגוני העובדים (למשל, באמצעות תוספות שכר) בשל הסכמתם לדרישה זו. הממשלה אימצה גישה זו במשא-ומתן עם ההסתדרות ואף הגיעה לסיכום על כך. אולם מאחר ששיעור המימון הממשלתי בקרנות הפנסיה גבוה מאוד, יש להביא בחשבון שהחיסכון התקציבי ארוך הטווח הגלום במעבר לפנסיה הצוברת עשוי לקטון לעומת הערכות שאינן מתחשבות בעלויות הגלומות בהטבות המס.

ד. בחינת היתרונות של הסדרי הפנסיה

יש האומרים שהסדרי הפנסיה מגבירים את שיעור החיסכון במשק. כך למשל לביא וספיבק הסיקו שכשהחיסכון בקרנות הפנסיה גדל בש"ח אחד, יורד החיסכון הפרטי באפיקים האחרים לכל היותר בכחצי ש"ח, כך שההשפעה נטו על החיסכון הפרטי הוא לא פחות מחצי ש"ח. כך ניתן לומר שהסדרי הפנסיה תורמים לצמיחה. עם זאת, נראה שגם אם קיימת תרומה לחיסכון הפרטי, ניתן היה לעודד את החיסכון באמצעות שיעורי סבסוד נמוכים משיעורי התשואה של 16 אחוז המובטחים לחוסכים ל-30 שנה כיום, ובוודאי בשיעורים נמוכים מ-30 אחוזים שמובטחים לחוסכים ל-10 שנים.

זאת ועוד, לימוד מדוקדק יותר של המסקנות של לביא וספיבק מרמז שהתרומה לחיסכון הלאומי אינה ברורה. הסיבה היא שהשקל הנוסף שמופקד בקרנות הפנסיה ממומן בחלקו על-ידי הממשלה כבר במועד ההפקדה באמצעות זיכוי המס, וגם בהמשך הוא מסובסד – בשיעור כולל של 75 אחוזים. במילים אחרות, שקל אחד חיסכון בקרן פנסיה גורר ירידה של עד חצי שקל (לפי החוקרים) בתוכניות חיסכון אחרות – ועוד הוצאה ממשלתית נוספת לאורך זמן של 75 אגורות, שנדרשת לסבסוד החוסכים. חלק מהוצאה זו אף נזקפת כבר בעת ההפקדה דרך הזיכוי ממס שמגיע לכ-41 אחוזים. מאחר והחיסכון הפרטי מוגדר כהכנסה הפנויה פחות הצריכה הפרטית – הגידול בחיסכון שמצאו החוקרים – נובע בחלקו מכך שהחוסכים בקרנות נהנים מזיכויי מס שתוצאתם החשבונאית היא עלייה שוטפת של ההכנסה הפנויה כבר בעת ההפקדה. כך, שייתכן שעלייתו של החיסכון הפרטי אינה נובעת מדחיית

15. ראו: דו"חות שנתיים המפקח על הבנקים. הסיכון שגלום בתוכניות חיסכון גבוה במקצת מהסיכון של אג"ח מדינה, ולכן מן הראוי לקזז פרמיית סיכון מתשואת התוכניות.

תצרוכת אלא מייעוד זיכויי המס הנוספים לחיסכון. ניתן לסכם ולומר שלמרות הסבסוד הכבד, המטרה של עידוד החיסכון איננה מושגת בהכרח. מן הראוי לציין שתוצאה ברוח דומה התקבלה אצל Munnell (1992), שם עולה שדולר אחד המופקד בקרן פנסיה בארצות-הברית תורם לעלייה של כ-30 עד 40 סנט בחיסכון הנקי, כשהעלות לממשלה היא 33 סנט. יש האומרים שהסדרי הפנסיה מסייעים לפיתרון כשל שוק: בלעדי ההסדרים ציבור העובדים לא היה חוסך לעת זקנה, בידעם, שהממשלה תכסה את צורכיהם. הסיבה שהממשלה היתה נאלצת לסייע לגמלאים שלא חסכו בצעירותם, קשורה, בין השאר, לעובדה שהיחס שבין גמלת הזקנה שמתקבלת מהביטוח הלאומי לשכר לפני היציאה לגמלאות (replacement rate) – הוא נמוך ואינו מאפשר קיום עצמאי. מסתבר שהיחס נמוך גם בהשוואה לארצות אחרות (Munnell, 1992). בארצות-הברית ובאירופה מגיע יחס זה לשיעורים גבוהים יותר מאשר בישראל והוא נע סביבות ה-60 אחוזים בעבור בעלי ההכנסה הנמוכים. אולם טענות אלה מתעלמות מהעובדה שעקב שלל ההטבות שמוענקות לקרנות הפנסיה, 75 אחוזים מסכום החיסכון שעומד לרשות הגמלאי ממילא ממומנים על-ידי הממשלה. מסיבה זו, לא ברור אפוא אם הסדרי הפנסיה תורמים לפתרון הסיכון המוסרי הפוטנציאלי שקיים עקב שיעורי הכיסוי הנמוכים של הביטוח הלאומי, כשיעור ההשתתפות בעלות מצד החוסכים הוא כה נמוך (25 אחוזים).¹⁶

סיבה תאורטית אחרת לסבסוד קרנות הפנסיה היא שיש צורך לתקן כשל שוק אחר של משקי הבית, שאינם חוסכים מספיק משום שהם אינם מיטיבים לחזות קדימה ולעמוד על צורכיהם העתידיים בעת זקנה (Banks, Blundell and Tanner, 1998). אולם, אם כך, מן הראוי היה שהטבת הריבית תרד ככל שגיל החוסך עולה, שכן יש להניח שבעוד שהצעירים אינם חושבים על צורכיהם לעת זקנה, פרטים שמתקרבים לפרישה כבר נוטים לחזות צרכים אלה. אולם כפי שעולה מציוורים 1 ו-2, הטבת הריבית בקרנות הפנסיה דווקא עולה ככל שמתקצרת תקופת החיסכון וככל שעולה גילו של החוסך.¹⁷

מהמחקר של לביא וספיבק עולה ששיעור החיסכון בקרנות הפנסיה בישראל עולה ככל שההכנסה עולה, כך שהסבסוד הפנסיוני הוא רגרסיבי באופיו. תוצאה דומה מתקבלת בסקרי אוכלוסייה בארצות-הברית (Munnell, 1992). זאת ועוד, נראה שגם שיעור הסבסוד עולה עם עליית השכר: חוסכים שנמצאים מתחת לסף המס לא נהנים מכך שההפקדה מוכרת למס. לסיכום, ניתן לומר שלא רק שהמחיר גבוה, אלא שההסדרים מתמרצים דווקא את הקבוצות אותן אין עניין יחסי לתמרץ.

ה. עלות תקציבית

ב-1998 הופקדו בקרנות הפנסיה כ-7.2 מיליארד ש"ח, מהן כ-6 מיליארד בתוכניות הישנות. מכיוון שההפקדות מוכרות למס, הממשלה משתתפת כבר בשלב הפקדה ב-30 עד 41 אחוזים

16. ההסדרים תורמים גם לכך שהשכר נטו בפרישה גבוה יחסית לנטו בטרם פרישה וקיים ביטוח יתר (Antler and Kahane, 1987).

17. בנוסף, אם ההתפלגות היתה עקבית עם פתרון כשל שוק זה, היינו מצפים שההסדר לא יפגע בגמלאים שעובדים לאחר יציאתם לגמלאות לעומת גמלאים בעלי פנסיות זהות שאינם עובדים. בפועל אין הדבר כך, שכן ככל שגדל המס השולי בעת המשיכה, שמשקף את הכנסתו הכוללת מפנסיה ומשכר, יורד שיעור הסבסוד.

מהעלות. בקרנות הוותיקות מסתכמת ההשתתפות בכ-1.8-2.5 מיליארד ש"ח, בעוד שהיתרה מתוך ה-6 מיליארד – בין 3.5 עד 4.2 מיליארד ש"ח – היא על חשבון המפקידים. לשם פשטות, נניח שהשתתפות המפקידים היא 4 מיליארד ש"ח בדיוק. מאחר ש-75 אחוזים מהחיסכון הפנסיוני ממומן על-ידי הממשלה עולה שהממשלה תורמת 3 ש"ח על כל ש"ח חיסכון, ותרומתה השנתית הכוללת במונחי ערך נוכחי נאמדת בכ-12 מיליארד ש"ח (3 פעמים 4 מיליארד ש"ח).¹⁸ ניתן לפרק את העלות לרכיבי הסבסוד השונים שצוינו לעיל על-פי שיעורי הסבסוד המפורטים בלוח 3.¹⁹

לוח 5:

עלות הסבסוד לממשלה בערך נוכחי (במיליארדי ש"ח)

12.0	סך-הכול עלות לממשלה בערך נוכחי	
2.0	א. כיסוי אקטוארי ^א	
	ב. הטבות בצבירה	
2.6	1.3	מזה: הטבות מס בצבירה ^ב
	1.3	איגרות מסובסדות ^ג
2.6	ג. פטור ממס בהפקדה ^ד	
1.8	ד. השפעה משותפת של הטבות הפקדה וצבירה ^א	
2.9	ה. השפעה משותפת של הכיסוי האקטוארי וההטבות האחרות ^א	

^א – אינו מתוקצב ואינו מפורט בדו"ח המינהל כהטבת מס.

^ב – אינו מתוקצב, אך מופיע בדו"ח המינהל על בסיס שוטף בלבד.

^ג – מתוקצב על בסיס שוטף ולא על בסיס ערך נוכחי בתקציב המדינה.

^ד – אינו מתוקצב, אך מפורט בדו"ח המינהל כהטבת מס.

למעט הריבית השוטפת המשולמת על האיגרות המיועדות (לוח 5), העלויות האחרות אינן מפורטות בתקציב המדינה כסעיפי הוצאה. מרביתן גם אינן מופיעות בדו"ח מינהל הכנסות המדינה המפרט את הטבות המס לשוק ההון. זאת, בעיקר משום שגם התקציב וגם החישובים של הדו"ח נערכים על בסיס מזומנים:

18. באופן דומה, עולה שהסבסוד של הקרנות החדשות הוא כ-1.1 מיליארד ש"ח.

19. העלות של כל רכיב במיליארד ש"ח שווה ל- $4p/(1-p)$, כש- p הוא אחוז החיסכון שנובע מהסבסוד (לוח 3, שורה אחרונה). כך למשל, עלות הסבסוד באמצעות איגרות מיועדות הוא $0.75 / 0.25 * 4$.

20. זהו ההפרש בין העלות לממשלה שנגזרת מהטבות הצבירה וההפקדה בהנחה ששתי הטבות מוענקות לחוסכים, לבין סכום העלויות של שני רכיבים אלו, כשהעלות של כל רכיב נמדדת בהנחה שרכיב הסבסוד האחר לא קיים.

21. זהו ההפרש בין העלות לממשלה שנגזרת מכל הטבות, לבין סכום העלויות של הטבות הצבירה וההפקדה מחד גיסא, והכיסוי האקטוארי מאידך גיסא, כשהעלות של כל אחד מחושבת בהנחה שהרכיב האחר לא קיים.

- א. עלות הכיסוי האקטוארי אינה כלולה – לא בתקציב ולא בדו"ח המינהל – מכיוון שהיא אינה משולמת בדרך-כלל בשנה השוטפת.²²
- ב. הטבות המס בצבירה אינן כלולות בתקציב ואילו בדו"ח המינהל הן כלולות חלקית, שכן הן מחושבות על סמך הריבית השוטפת שמשולמת בקרנות הפנסיה, ולא על-פי העלות העתידית שנגזרת מהפקדות חדשות. העלות השוטפת של האיגרות המסובסדות כלולה בסעיף הוצאות הריבית בתקציב, אך אין פירוט – לא בתקציב ולא בדו"ח – של הסבסוד שגלום בהבטחה להנפיק את האיגרות בעתיד.
- ג. לעומתן, עלות הפטור ממס בהפקדה כלולה בדו"ח המינהל.

נשאלת השאלה באיזו מידה רגישה עלות הסבסוד לשיעור המס הסטטוטורי על ריבית שוטפת שעומד כיום על 35 אחוזים. ככל ששיעור המס החלופי יורד, כן יורד שיעור הסבסוד לקרנות הפנסיה. שאלה זו מתחדדת על רקע האפשרות ששיעורי המס הסטטוטוריים על הריביות של איגרות החוב ישתנו בעתיד: בוועדת ברודט, הומלץ ששיעור מס זה ירד ל-10 אחוזים, ובוועדת בן בסט – 25 אחוזים.

על-פי נוסחאות הנספח עולה שאילו ירד שיעור המס על הריבית ל-10 אחוזים (מתחת להמלצות ועדת בן בסט), יקטן שיעור הסבסוד שגלום בקרנות הפנסיה מטווח של 73 עד 77 אחוזים ל-68 עד 72 אחוזים. כך שבכל מקרה, שיעורי הסבסוד נותרים גבוהים. העלות לממשלה במונחים של ערך נוכחי תרד מ-12.0 ל-9.3 מיליארד ש"ח והטבת הריבית יורדת ב-4 נקודת אחוז.²³

ו. סימולציות

אף שמשקל הנכסים הפיננסיים ארוכי טווח בנכסים הפיננסיים וברכוש הציבור (כשלאורך זמן, גם הרכוש וגם הנכסים הפיננסיים גדלים בקצב מהיר מהתוצר) נמצא במגמת ירידה בשנות התשעים, ירידה זו לא אפיינה את כל רכיבי החיסכון לזמן הארוך, והיא התבטאה בעיקר בקופות הגמל בעוד שמשקל קרנות הפנסיה עלה במקצת. תופעת הגידול במשקל קרנות הפנסיה ברכוש אינה ייחודית לארץ (Mishkin, 1995) אולם רק בישראל, מחויבת הממשלה להנפיק איגרות מיועדות לקרנות, בעוד שבחור"ל משקיעות הקרנות באיגרות חוב ממשלתיות סחירות, באיגרות קונצרניות, במניות, בנדל"ן ובפקדונות (Sellon, 1992) – ולאחרונה, גם בשווקים מתעוררים ובקרנות הון סיכון.

כתוצאה מהגידול בערכן של איגרות החוב המיועדות בקרנות הפנסיה (ובתוכניות לביטוח חיים), נבלם בשנים האחרונות תהליך הירידה של משקלן של האיגרות המיועדות המסובסדות בחוב הממשלתי שהחל לאחר שהממשלה הפסיקה להנפיק איגרות חוב מיועדות לקופות הגמל אחרי תוכנית הייצוב ב-1985. סביר ששישום החלטת הממשלה ב-1995 למסד

22. בשנת 1998 שולם כחצי מיליארד ש"ח לקרן הפנסיה של פועלי הבניין לכסות פערים אקטואריים על חשבון עתודה בחשב הכללי.

23. החישובים מבוצעים בהנחה שהריבית ארוכת-הטווח לא תשתנה בעקבות שינויי המס: במידה והשינוי של שיעורי המס יביא לירידה בריבית ארוכת-הטווח, תמותן הירידה בשיעורי הסבסוד, שכן במקרה זה הסבסוד שגלום בהנפקת האיגרות המיועדות יעלה.

את הכיסוי האקטוארי לקרנות הוותיקות ולאפשר כניסתן של קרנות חדשות, כשלשתי הקבוצות גם יחד מחויבת הממשלה להנפיק איגרות מיועדות, תגדיל את האטרקטיביות של קרנות הפנסיה ותתרום בכך להגדלה נוספת של משקלן של המיועדות בחוב. תורמות גם שתי עובדות נוספות לעלייה הצפויה במשקלן של האיגרות הממשלתיות המיועדות שהממשלה מחויבת להנפיק לקרנות – ולירידה במשקלן של הסחירות, שהיקפן של האחרונות נגזר מההפרש שבין גודלו של החוב לבין כמות האיגרות המיועדות: א. הגירעון הממשלתי נמצא בתוואי יורד ויפעל לירידת החוב הציבורי; ב. חלק לא מבוטל מהגירעון ימומן, בשנים הקרובות (בדומה לשנים האחרונות), מתקבולי הפרטות ומגיוסים בחו"ל והדבר יתרום עוד יותר לצמצום החוב המקומי.

עולה אפוא, שככל שיקטן החוב המקומי וככל שיעלה החיסכון הפנסיוני – שני יעדים ממשלתיים מוצהרים – כך יעלה משקלן של האיגרות המיועדות בחוב!

הרצתי סימולציה לחיסכון והחוב הממשלתי ל-25 השנים הבאות. הנחתי שתירשם ירידה בשנת 2000 של שיעור הגירעון כאחוז מהתוצר ל-2.5 אחוזים, ובהדרגה ל-1.5 אחוז לאחר מכן. ההנחות אחרות שהנחתי – שמשפיעות על שיעור הצמצום של החוב המקומי ושיעור הגידול של האיגרות המיועדות – היו שמרניות: הנחתי שגיוס ההון בחו"ל על-ידי הממשלה יעמוד על חצי אחוז מהתוצר בלבד ובהדרגה ירד לאפס ושההכנסות מההפרטה (שמורידות את היקפו של החוב) יעמדו על אחוז אחד בלבד מהתל"ג עד 2006 ולאחר מכן תרדנה לאפס. על-פי הנחות אלה, החוב המקומי במונחים ריאליים עולה עד 2002 ולאחר מכן מתייצב ומאוחר יותר אף שב ועולה, אך כאחוז מהתוצר – שעל-פי ההנחות יצמח ב-4 אחוזים לשנה החל משנת 2001 – ניכרת ירידה בחוב המקומי החל משנת 2000.

הנחתי ששיעור החיסכון הפרטי במשק יאפשר גידול של הרכוש בשיעור שנתי של 6 אחוזים, ושההפקדות נטו בקרנות הפנסיה יגדלו מאחוז אחד מסך-כול החיסכון ל-3 אחוזים ממנו בעוד 10 שנים. הנחתי שצבירת הריבית וההפקדות נטו לקרנות הוותיקות ו-70 אחוזים מההפקדות לחדשות מושקעות באיגרות מיועדות; הנחתי שכמות האיגרות המיועדות בתוכניות הביטוח חיים תתייצב (בניגוד למגמת הגידול בשנים האחרונות), ותחל לרדת בעוד 10 שנים. כן הנחתי שהמיועדות האחרונות בקופות הגמל תיפדינה ב-2004.

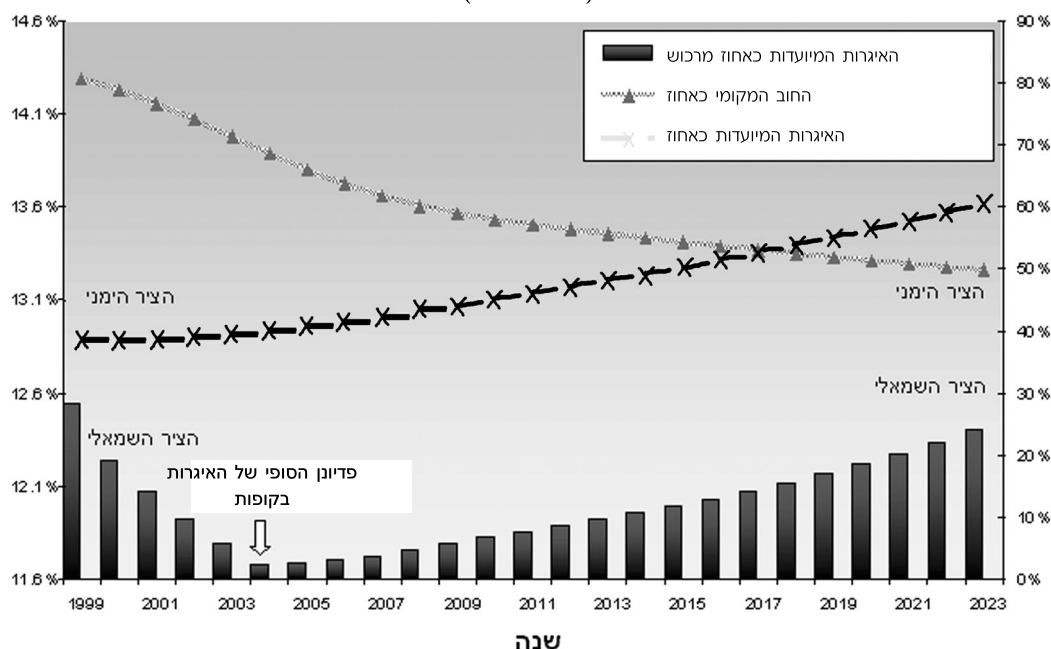
על-פי הנחות אלה, צומח מלאי האיגרות המיועדות לרמה שתעלה על זו של החוב הממשלתי הפנימי בשנת 2017 (ציור 3), ובהנחה שחלק מהחוב הממשלתי יוחזק על-ידי הבנקים כנגד פקדונות – אם כי בשיעורים הולכים ויורדים – עולה מלאי האיגרות המיועדות על היקף החוב הלאומי שאינו מוחזק על-ידי הבנקים המסחריים כבר ב-2010. הסיבה העיקרית לתופעה היא שרמה צנועה של הפקדות לקרנות נוסף לריבית הצבורה על האג"ח הוותיקות יביאו לגידול של לפחות 6 אחוז לשנה בנכסי הקרנות בעוד שהחוב המקומי נשאר יציב למדי. שכן הגירעון היורד ממומן כמעט במלואו בשנים הקרובות על-ידי תקבולי ההפרטות וגיוסים בחו"ל. ניתן לראות בתוצאות אלה תרחיש אופטימי שכן משקל נכסי קרנות הפנסיה ברכוש נשאר יציב למדי, אף שהמגמות בעולם והשינויים הצפויים בהתפלגות האוכלוסייה בארץ תומכים בהשערה שמשקל קרנות הפנסיה ברכוש דווקא יעלה בצורה מרשימה יותר.

הסימולציה בציור 3 מרמזת על דינמיקה שתוביל לתוצאות אחרות לא רצויות. ייתכן שיווצר לחץ להגדיל את תקציב המדינה תוך כדי הרחבתו של הגירעון. שיעור הגירעון שיאפשר קיבוע חלקו של החוב המיועד מסך-כול החוב עומד על למעלה מ-5 אחוזים כאחוז מהתוצר!

ציור 3:

חוב והאיגרות המיועדות כאחוז מהתוצר – על-פי סימולציה

(2023-1999)



אפשרות אחרת היא שהממשלה תשמש מתווכת פיננסית: היא תמכור איגרות מיועדות לקופות ותשתתף בהשקעות של הסקטור העסקי כמתווכת פיננסית כפי שנהגה עד לפני אמצע שנות השמונים, לפני שהונהגו הרפורמות בשוק ההון (Blass and Yosha, 1999).

ז. סיכום ומסקנות

נראה שרצוי לנקוט באמצעים שיקטינו את הסבסוד. אף שבארצות רבות ניתנת העדפת מס מסוימת לקרנות הפנסיה (וגם בהן קיימת ביקורת על הסבסוד – Munnell, 1992) משקלן אינו גורף כבישראל (Davis, 1996): לקרנות בארצות אחרות, לא מנפיקים איגרות מיוחדות, והצבירה ומשיכות הקרן מחויבות במס בעת הפרישה. כמו כן, הכיסוי האקטוארי (אם הוא קיים) אינו על חשבון הממשלה, ולעתים, גם תקרת ההפקדות מצומצמת יחסית לישראל. לקרנות שנפתחו בארבע השנים האחרונות ובאלה שתיפתחנה בעתיד, מומלץ שלא להנפיק איגרות חוב מיוחדות (תוך כדי רכישתן במכרז של אלה שכבר נמכרו מאז 1995) ולחייבן להשקיע בניירות סחירים תוך כדי העלאת תקרות ההשקעה במניות, באיגרות קונצרניות ובחול. ההשוואה לארצות אירופה המערבית וארצות-הברית (Davis, 1998) מלמדת שקרנות הפנסיה באנגליה ובארצות-הברית (נתוני 1997) משקיעות 78 ו-62 אחוזים מנכסיהן

בהתאמה במניות, ארצות גדולות במערב אירופה (גרמניה, צרפת, איטליה וספרד) משקיעות 9 אחוזים, ואילו בארצות הקטנות באירופה²⁴ עומד השיעור הממוצע במניות על 24 אחוזים (לעומת פחות מאחוז אחד בארץ). בניגוד לישראל שבה קרנות הפנסיה מנועות מלהשקיע בחו"ל, הקרנות במערב משקיעות בחו"ל, כשיעור ההשקעה הממוצע בחו"ל של הקרנות בארצות הקטנות במערב אירופה עומד על 17 אחוזים. קרנות הפנסיה תוכלנה לרכוש נגזרות פיננסיות שיצמצמו את הסיכונים.

באשר לקרנות הוותיקות, הפסקת הנפקת האיגרות המיועדות בהן, לא תשפיע על רמת הסבסוד כל עוד מובטחות הזכויות ברמתן הנוכחית. זאת מכיוון שירידה בכמות המיועדות שנצברים תקוזז על-ידי עלייה מקבילה בכיסוי האקטוארי. להלן פתרונות אפשריים להקטנה של העלויות:²⁵

- א. הטלת עלויות על המעביד: תוכנית הבראה לכסות את הפערים האקטואריים על-ידי הפסקת ההכרה בהפרשות המעסיקים לקרנות הוותיקות כניכויים לצורך מס. צעד זה עשוי להקטין את הטבת הריבית בכ-3 נקודות אחוז, ואת חלקה של הממשלה בחיסכון מ-75% ל-63%. בכך עשוי הנטל התקציבי בערך נוכחי לרדת, ואם הדבר גם יצמצם את ההפקדות לקרנות הפנסיה יהיה בכך השפעה גדולה יותר להקטנת הסבסוד.
- ב. מיסוי במשיכה: יש להתייחס למשיכות הפנסיוניות כשכר נדחה, לבטל את הפטור החלקי ממס במשיכות, ולמסותן בדומה לחו"ל: אף שביטול הפטור לא יעלה את המס הממוצע על פנסיונרים בעלי הכנסה נמוכה, בעבור האחרים, עשוי הביטול להגדיל את שיעור המס הממוצע בכ-10%. הטבת הריבית עשויה לרדת במעט פחות מאחוז אחד.

מעבר לכך, יש לתקצב בתקציב המדינה את הכיסוי האקטוארי ואת עלות ההתחייבות להנפיק איגרות מסובסדות.

24. בלגיה, דנמרק, יוון, אירלנד, לוקסמברג, הולנד, אוסטריה, פורטוגל, פינלנד, ושוודיה.
25. כדי לשמור על נייטרליות במערכת המס, ניתן לערוך קיצוץ מקביל של שיעורי מס ההכנסה על השכירים.

נספח 1: הסבסוד בהסדרי הפנסיה

א. הסבסוד בהנפקת איגרות מסובסדות

N – אורך תקופת החיסכון

r – ריבית חסרת סיכון

K – הפקדה שנתית

S – הסכום שעומד לרשות החוסך בתום תקופת החיסכון

$$(1) \quad S_r = \sum_{t=1}^N K(1+r)^t = \frac{K(1+r)}{r} [(1+r)^N - 1]$$

להלן טבלה המתארת את חלקו של סך-כול החיסכון בפרישה שמקורו בהנפקת אג"ח ריבית של 5.6% פטורה ממס – במקום ריבית חסרת הסיכון של השוק כפונקציה של ריבית השוק ואורך החיסכון:

ריבית חסרת הסיכון						אורך החיסכון בשנים
5.0%	4.0%	3.5%	3.0%	2.5%	2.0%	
2%	5%	6%	7%	9%	10%	5
3%	9%	11%	14%	16%	18%	10
5%	13%	16%	20%	23%	26%	15
7%	17%	21%	26%	30%	33%	20
9%	21%	26%	31%	36%	40%	25
10%	25%	31%	37%	42%	47%	30
12%	29%	36%	42%	48%	53%	35
14%	33%	41%	47%	53%	58%	40

ב. דחיית המס על הצבירה

שיעור המס הסטטוטורי על הריבית — T

הסכום שעומד לרשות החוסך בתום N שנים אם נגבה מס מדי שנה — $S_{r,T}$:²⁶

$$(2) \quad S_{r,T} = \sum_{t=1}^N K[1+r(1-T)]^t = K \left[\frac{1+r(1+T)}{r(1-T)} \right] [(1+r(1-T))^N - 1]$$

הרווחים שעומדים לרשות החוסך בתום התקופה אם נגבה מס מדי שנה — $\pi_{r,T}$:

$$(3) \quad \pi_{r,T} = K \left\{ \left[\frac{1+r(1+T)}{r(1-T)} \right] [(1+r(1-T))^N - 1] - N \right\}$$

הרווחים שעומדים לרשות החוסך אם נדחית גביית מס על הרווחים לתום התקופה $\pi_{r,o,T}$:

$$(4) \quad \pi_{r,o,T} = K(1-T) \left\{ \frac{1+r}{r} [(1+r)^N - 1] - N \right\}$$

להלן טבלה המתארת את הריבית החייבת במס שוטף שהיתה צריכה להיות משולמת על מנת שהחוסך יצבור רווחים אליהם היה מגיע כשתשלום המס על ריבית בת 5.6 אחוזים נדחה למועד המשיכה:

שיעור מס הנדחה — T — 35%	אורך החיסכון בשנים
5.74%	5
5.91%	10
6.08%	15
6.25%	20
6.40%	25
6.56%	30
6.70%	35
6.83%	40

26. החישוב מבוסס על (1) בנספח כשיעור הריבית לאחר מס הוא $r(1-T)$.

ג. הפטור החלקי על רווחי הצבירה בעת המשיכה

שיעור המס בעת המשיכה – T^*

הרווחים שעומדים לרשות החוסך אם נדחית גביית המס T ומשולם שיעור מס $T^* > T$ בעת המשיכה.

$$(5) \quad \pi_{r, o, T^*} = K(1 - T^*) \left\{ \frac{1+r}{r} [(1+r)^N - 1] - N \right\}$$

להלן טבלה המתארת את הריבית החייבת במס שוטף של 35%, שהיתה צריכה להיות משולמת על מנת שהחוסך יצבור רווחים אליהם היה מגיע כשהמס משולם בשיעור מופחת T^* במועד המשיכה על רווחי הריבית שנגזרים מהאג"ח בנות 5.6%:

שיעור מס במשיכה – T^*		אורך החיסכון בשנים
15%	0%	
7.40%	8.61%	5
7.49%	8.61%	10
7.58%	8.61%	15
7.66%	8.61%	20
7.73%	8.61%	25
7.80%	8.61%	30
7.86%	8.61%	35
7.92%	8.61%	40

ד. הסבסוד כשנדחה תשלום המס על ההפקדות

שיעור המס הנדחה בהפקדה θ –

כשנדחה תשלום המס על הקרן, עומד הסכום לרשות החוסך בתום התקופה – $S_{r,o,\theta}$

$$(6) \quad S_{r,o,\theta} = \sum_{t=1}^N K(1+r)^t - KN\theta = K \left[\frac{1+r}{r} [(1+r)^N - 1] - N\theta \right]$$

הרווחים שעומדים לרשות החוסך – $\pi_{r,o,\theta}$

$$(7) \quad \pi_{r,o,\theta} = S_{r,o,\theta} - K(1-\theta)N = K \left[\frac{1+r}{r} ((1+r)^N - 1) - N \right]$$

כשההפקדות אינן מוכרת לצורך מס עומד הסכום בתום התקופה $S_{r,\theta}$

$$(8) \quad S_{r,\theta} = \sum_{t=1}^N K(1-\theta)(1+r)^t = \frac{K(1-\theta)(1+r)}{r} [(1+r)^N - 1]$$

והרווחים $\pi_{r,\theta}$

$$(9) \quad \pi_{r,\theta} = K(1-\theta) \left[\frac{1+r}{r} ((1+r)^N - 1) - N \right]$$

להלן טבלה המתארת את הריבית \hat{r} שהיתה צריכה להיות משולמת כשההפקדות אינן מוכרות למס על מנת שהחוסך יצבור רווחים $(\pi_{r,\theta})$ אליהם היה מגיע אלו ההפקדות היו מוכרות למס $(\pi_{r,o,\theta})$.

ריבית אלטרנטיבית להסדרי הפנסיה

	שיעור מס נדחה	שנות חיסכון
	41%	30%
	9.06%	7.76%
	8.62%	7.52%
	8.26%	7.31%
	7.96%	7.14%
	7.71%	6.98%
	7.53%	6.85%
	7.32%	6.74%
	7.16%	6.64%
		5
		10
		15
		20
		25
		30
		35
		40

ה. הסבסוד כשנדחה תשלום המס על ההפקדות והוא משולם בשיעור מופחת

שיעור המס בעת המשיכה – θ^* .

סכום החיסכון לרשות החוסך S_{r, θ, θ^*}

$$(10) \quad S_{r, \theta, \theta^*} = K \left\{ \frac{1+r}{r} [(1+r)^N - 1] - N\theta^* \right\}$$

הרווחים $\pi_{r, \theta, \theta^*}$

$$(11) \quad \pi_{r, \theta, \theta^*} = S_{r, \theta, \theta^*} - K(1-\theta)N = K \left\{ \frac{1+r}{r} [(1+r)^N - 1] - N[1 - (\theta - \theta^*)] \right\}$$

להלן טבלה המתארת את הריבית \hat{r} שהיתה צריכה להיות משולמת כשההפקדות אינן מוכרות למס על מנת שהחוסך יצבור רווחים $(\pi_{\hat{r}, \theta})$, אליהם היה מגיע אילו ההפקדות היו מוכרות למס והמשיכות היו פטורות בחלקן $(\pi_{r, \theta, \theta^*})$,

ריבית אלטרנטיבית להסדרי הפנסיה

מס שנדחה בהפקדה				
	41%	41%	30%	
מס שמשולם במשיכה			שנת חיסכון	
	15%	0%	0%	
	19.22%	24.11%	17.97%	5
	12.83%	14.85%	11.88%	10
	10.52%	11.63%	9.71%	15
	9.32%	10.01%	8.60%	20
	8.58%	9.04%	7.94%	25
	8.08%	8.39%	7.50%	30
	7.72%	7.93%	7.19%	35
	7.44%	7.59%	6.96%	40

ו. הסבסוד הכולל בהטבות הצבירה וההפקדה

ריבית מובטחת (גבוהה מריבית השוק r) – r^*
 שיעור המס על המשיכות (קרן וריבית) – T^* .
 אילו לא היו הטבות הסכום שהיה עומד לרשות המשקיע

$$(12) \quad S = \sum_{t=1}^N K(1+\theta)(1+r)(1-T) = K(1-\theta) \frac{1+r(1-T)}{r(1-T)} [(1+r(1-T))^N - 1]$$

והרווחים:

$$(13) \quad \pi_{r,\theta,T} = K(1-\theta) \left\{ \left[\frac{1+r(1-T)}{r(1-T)} [(1+r(1-T))^N - 1] - N \right] \right\}$$

כשעומדות בפני החוסך כל ההטבות בצבירה ובהפקדה, יעמוד לרשותו הסכום כ- (1) בניכוי המס המופחת T^* שיגבה גם מהקרן וגם מרווחי הריבית:

$$(14) \quad S_{r^*,o,o,T^*} = K(1-T^*) \frac{1+r^*}{r^*} [(1+r^*)^N - 1]$$

והרווחים יהיו:

$$(15) \quad \pi_{r^*,o,o,T^*} = S - K(1-\theta)N = K(1-T^*) \left\{ \frac{1+r^*}{r^*} [(1+r^*)^N - 1] - N \frac{1-\theta}{1-T^*} \right\}$$

להלן טבלה המתארת את הריבית \hat{r} שהיתה צריכה להיות משולמת כשאינן הטבות מס על מנת שהחוסך יצבור רווחים $(\pi_{r,\theta,T})$ אליהם היה מגיע אילו ניתנו הטבות מס (π_{r^*,o,o,T^*}) .

ריבית אלטרנטיבית להסדרי הפנסיה

מס שנדחה בהפקדה			שנת חיסכון
41%	41%	30%	
מס שמשולם במשיכה			שנת חיסכון
15%	0%	0%	
80.20%	121.50%	78.21%	1
28.12%	37.09%	27.66%	5
18.49%	22.85%	18.27%	10
15.08%	17.90%	14.94%	15
13.35%	15.40%	13.24%	20
12.30%	13.90%	12.22%	25
11.61%	12.91%	11.54%	30
11.12%	12.21%	11.06%	35
10.75%	11.68%	10.71%	40

להלן טבלה המתארת את אחוז החיסכון שמקורו בסבסוד:

אחוז החיסכון שמקורו בהטבות ($\lambda = 50\%$)

מס שנדחה במשיכה			
	41%	41%	30%
מס שמשולם במשיכה			שנת חיסכון
15%	0%	0%	
55%	62%	55%	1
58%	64%	57%	5
61%	67%	61%	10
64%	69%	61%	15
67%	72%	67%	20
70%	75%	70%	25
73%	77%	73%	30
75%	79%	75%	35
78%	81%	78%	40

מקורות

- Antler, J. and Y. Kahane (1987) "The Gross and Net Replacement Ratios in Designing Pension Schemes and in Financial Planning: the Israeli Experience," *Journal of Risk and Insurance* 54 (2) 283–297.
- Banks, J. Blundell, R. and S. Tanner (1998) "Is there a Retirement-Savings Puzzle," *American Economic Review* 88 (4) 769–788.
- Blake, D. (1978) "Pension Schemes as Options on Pension Fund Assets: Implications for Pension Fund Management," *Insurance, Mathematics and Economics* 23 (3) 263–286.
- Blass A. and O. Yosha (1999) The Reform in the Israeli Financial System and the Flow of Funds of Publicly Traded Manufacturing Firms, in *The Israeli Economy, 1985–1988: From Government Intervention to Market Economics*, Essays in memory of Prof. Michael Bruno. Editor Avi Ben-Bassat, Am-Oved (2001).
- Davis, E.P. (1996) "Pension Fund Investments," in *The European Equity Markets, the State of the Union and Agenda for the Millennium*, The Royal Institute of International Affairs, 225–258.
- Davis, E.P. (1998) "Pension Fund Reform and European Financial Markets," LSE Financial Markets Group an ERSC Research Centre, Special Paper No. 107.
- Engen, E.M., Gale, W.G. and J.K. Scholz (1996) "The Illusory Effects of Saving Incentives on Saving," *Journal of Economic Perspectives* 10 (4), 113–138.
- Fuhrer, J.C. (1995) "Monetary Policy and the Behavior of Long Term Real Interest Rate," *New England Economic Review* 39–52.
- Hubbard, R.G. and J.S. Skinner (1996) "Assessing the Effectiveness of Saving Incentives," *Journal of Economic Perspectives* 10 (4), 73–90.
- Ilmanen A. (1996) "When Do Bond Markets Reward Investors for Interest Rate Risk," *Journal of Portfolio Management* 22 (2) 52–64.
- Knoester, A. and Mak W. (1994) "Real Interest Rates in Eight OECD Countries," *Rivista Internazionali di Scienze Economiche e Commerciali* 41(4), 325–344.
- Lavi, Y. and A. Spivak, (1999) "The Impact of Pension Schemes on Saving in Israel," *Applied Economics*, 31, 761–774.
- Longstaff, F.A. (1993) "The Valuation of Options on Coupon Bonds," *Journal of Banking and Finance* 17 (1), 27–42.
- Marcus, A.J. (1985) "Spinoff Terminations and the Value of Pension Insurance," *Journal of Finance* 40 (3) 911–924.
- Mishkin, F.S. (1984) "The Real Interest Rate: A Multi-Country Empirical Study," *Canadian Journal of Economics* 17 (2) 283–311.

- Mishkin, F.S. (1995) "Financial Markets, Institutions and Money," Harper Collins College Publishers, New York.
- Munnell, A.H. (1992) "Current Taxation of Qualified Pension Plans: Has the Time Come?" *New England Economic Review*, 12–25.
- Niehaus, G.R. (1990) "The PBGC's Flat Fee Schedule, Moral Hazard and Promised Pension Benefits," *Journal of Banking and Finance* 14 (1) 55–68.
- Orr, A., Edrian, M. and M. Kennedy (1995), "Real Long-Term Interest Rates: The Evidence from Pooled Time Series," *OECD Economic Studies* (25), 75–107.
- Pazner, E.A. and A. Razin (1975), "On Expected Value vs. Expected Future Value," *Journal of Finance* 30 (3) 875–877.
- Pennacchi, G.G. and C.M. Lewis (1994) "The Value of Pension Funds Benefit Guaranty Corporation Insurance," *Journal of Money, Credit and Banking* 26 (3) Part 2, 735–753.
- Poterba, J.M., Venti, S.F. and D.A. Wise (1995) "Do 401 (k) Contributions Crowd Out Other Personal Saving," *Journal of Public Economics* 58 (1) 1–32.
- Sellon, G.H. (1992) "Changes in Financial Intermediation: The Role of Pension and Mutual Funds," *Federal Reserve Bank of Kansas City Economic Review* 77 (3) 53–70.
- Sharpe, W.F. (1976) "Corporate Pension Funding Policy," *Journal of Financial Economics*, 3, 183–193.
- Sinn H.W. (1995) "A Theory of the Welfare State," *Scandinavian Journal of Economics* 97 (4) 495–526.
- Thomas, A. and C. Towe, (1996) "U.S. Private Saving and the Tax Treatment of IRA 401(k)'s: A Re-Examination Using Household Survey Data," International Monetary Fund Working Paper, 96/87.
- Treynor, J.L. (1977) "The Principles of Corporate Pension Finance," *Journal of Finance* 1549–1564.
- בלס, א. (1996) "מבנה וביצועי קופות הגמל 1987–1994, רבעון לכלכלה, 42 (2) 260–274.
 זקן, ד. (1997) "השפעת השינויים במבנה העתי של שיעורי הריבית על אמידת החשיפה לסיכון הריבית של המוסדות הפיננסיים בישראל," סוגיות בבנקאות 13 61–88.
 דו"ח בנק ישראל לשנת 1998, מרס 1999.
 הוועדה לבחינת שינויים מבניים בשוק ההון, דין וחשבון, ירושלים, ספטמבר 1996 ("ועדת ברודט").
 הממונה על שוק ההון, ביטוח וחיסכון דו"ח שנתי 1998, משרד האוצר, ספטמבר 1999.
 מינהל הכנסות המדינה דו"ח שנתי 1998, משרד האוצר, אוגוסט 1999.
 תוכנית כלכלית לשנים 1996–2000, מחלקת המחקר, בנק ישראל, יולי 1996.