



# טיוטה שנייה למודל הצ'יליאני: שמה דגש על יישום הדרגתי שיחל בשלב ראשון עם קבוצות החוסכים המבוגרים

במסגרת ההסדרה יקים כל גוף מוסדי מסלול המיועד למקבלי קצבה, מסלול המיועד לחוסכים מעל גיל 60 שטרם התחילו לקבל קצבה, מסלול המיועד לחוסכים בגילאים 55 עד 60, ולפחות שני מסלולים נוספים לחוסכים שטרם מלאו להם 55

המיועד לחוסכים מעל גיל 60 שטרם התחילו לקבל קצבה, מסלול המיועד לחוסכים בגילאים 55 עד 60, ולפחות שני מסלולים נוספים לחוסכים שטרם מלאו להם 55. עם זאת חשוב לציין כי הגוף המוסדי יוכל לבחור מאפיינים נוספים לסיווג החוסכים כמו מידת שנאת סיכון, רמת הכנסה ועוד. כדי למנוע את המשך ניהולם של כספי חוסכים בגילאים שונים באותה רמת הסיכון, נקבע גם כי המסלולים ה"כלליים" יבוטלו והחוסכים הנמצאים בהם כיום יסווגו למסלולים המתאימים למאפייניהם, לרבות גילם. עם זאת, חשוב לציין כי זכות הבחירה במסלול ההשקעה תישאר בידי החוסכים בכל עת, וכי יש באפשרות החוסכים לעבור למסלול השקעה אחר, לרבות מסלול המתמחה בהשקעות מסוג מסוים (מניות, אג"ח וכד').

תוכנית חיטון פנסיוני ישויכו כברירת מחדל אל מסלולים אלו. כמו כן, בשנים הקרובות ישויכו למסלולים אלו, באופן הדרגתי, גם החוסכים שנמצאים כיום במסלול ה"כללי". בפרסום הטיוטה השנייה משלים משרד האוצר צעד נוסף בדרך ליישום המודל החכ"מ, אשר מטרתו לסווג את כספי החיטון ולהתאים את תמהילי ההשקעות לגילם ולמאפייניהם של החוסכים. המודל החכ"מ צפוי לצמצם את התנודתיות בחסכונותיהם של החוסכים ככל שמתקרבים לגיל הפרישה.

הממשלה החליטה על המעבר למודל חכ"מ בחודש דצמבר 2008. כבר ביולי 2009 נעשה הצעד הראשון לקידום המודל - פרסום הטיוטה הראשונה של ההסדרה. במסגרת ההסדרה המוצעת יקים כל גוף מוסדי מסלול המיועד למקבלי קצבה (פנסיונרים), מסלול

שר האוצר, ד"ר יובל שטייניץ והממונה על שוק ההון, פרופ' עודד שריג, פרסמו לאחרונה את הטיוטה השנייה של התקנות והחוזר בנושא המודל החכ"מ (חסכון כספי מותאם). בהוראות שפורסמו מעניק האוצר לחברות הקלות בהפעלת המודל המחייב צמצום של מספר אפיקי ההשקעה בחיטון לטווח ארוך.

השינויים העיקריים שחלו בטיטות התקנות השנייה כוללים בין היתר: פריסה של יישום המודל החכ"מ באופן מדורג על פני מספר שנים, על מנת למנוע זעזועים בשוק ההון ולהקל תפעולית על ביצוע המהלך תוך הגברת השקיפות לחוסך בכל שלב ושלב של יישום המודל החכ"מ. היישום יחל עם קבוצות החוסכים המבוגרים הרגישות יותר לתנודתיות בחסכונותיהן עם התקרבותן לגיל פרישה. חוסכים החדשים הפותחים

## תיקון סדר משיכה מקופות גמל לתגמולים וקרנות השתלמות

תקנה 41 יג' לתקנות מס הכנסה קובעת את סדר המשיכה, במקרה של משיכה חלקית מקופות גמל לתגמולים וקרנות השתלמות

כספים שהופקדו לאחר המועד הקובע שהם הפקדה מוטבת (כספים הפטורים ממס רווח הון).

כספים שהופקדו לאחר המועד הקובע שאינם הפקדה מוטבת (כספים החייבים במס רווח הון).

בקביעת סדר זה שימש הרציונל של שיטת "נכנס ראשון יוצא ראשון" (FIFO), כמקובל במערכות הפיננסיות הקיימות בשוק.

כמו-כן, בסדר הקדימויות החדש הוקדם הרכיב השלישי הקיים היום בתקנות מס הכנסה להיות הרכיב השני, כדי לאפשר תחילה משיכה של הכספים הפטורים ורק לאחר מכן הכספים החייבים. שינוי זה נעשה מתוך הנחה שעמית המבקש למשוך כספו יעדיף תחילה למשוך את הכספים הפטורים העומדים לרשותו בקרן ההשתלמות ורק לאחר מכן את החייבים.

ביטול זה מוצע לאור שינויי החקיקה שבוצעו בשנתיים האחרונות, הכוללים הן את תיקון 3 לחוק קופות הגמל, לפיו הפקדות חדשות משנת 2008 יופקדו בקופות גמל לקצבה הפטורות ממס רווח הון, והן את ההוראה לביטול מס רווח הון רטרואקטיבית עבור הפקדות בין השנים 2003-2007. משכך, בוטל ההבדל במשטר המס עבור כספים שהופקדו לפני ואחרי 2003 ואין עוד צורך בקביעת סדר משיכה כאמור.

### לגבי קרנות השתלמות

לאפשר לעמית לקבוע את סדר המשיכה במשיכה חלקית לפי שיקול דעתו. משיקולי הטמעת מערכות תפעול ומיכון, לקבוע ברירת מחדל לסדר המשיכה במשיכה חלקית במצבים בהם העמית לא יורה אחרת, לפי הסדר הבא: כספים שהופקדו עד המועד הקובע (כספים הפטורים ממס רווח הון).

תקנה 41 יג' לתקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל), התשכ"ד-1964 קובעת את סדר המשיכה במקרה של משיכה חלקית מקופות גמל לתגמולים וקרנות השתלמות, כמפורט להלן:

1. כספים שהופקדו עד 31 בדצמבר 2002, ובתשלומים לקרן השתלמות לעצמאים - עד 30 בנובמבר 2002 (המועד הקובע).
  2. כספים שהופקדו החל מהמועד הקובע שאינם הפקדה מוטבת החייבים במס רווח הון.
  3. כספים שהופקדו החל מהמועד הקובע שהם הפקדה מוטבת הפטורים ממס רווח הון.
- התיקון המוצע כולל את כל השינויים הבאים:

### לגבי קופות גמל לתגמולים

לבטל את קביעת הסדר האמור לעניין משיכה חלקית מקופות גמל לתגמולים.

## בתוך מספר חודשים יאושרו עדכונים לתיקון 3

העצמאים שהפקידו לקצבה לא משלמת במעמד עמית עצמאי, יוכלו למשוך את כספם חזרה בכפוף למגבלות כפי שקבעו בחוק, וזאת למשך תקופה קצובה וידועה מראש. כאמור, השינויים בתיקון 4 צפויים להיות מאושרים בחודשים הקרובים, בעוד שלגבי יתר ההתאמות צפוי הדבר להימשך עד סוף השנה.

או מקופת גמל לקצבה מעבר לפנסיית המינימום, כך שבגין המשיכה העמית לא ישלם 35% מס. כמו כן, יאפשר סעיף 23 לתיקון 4 למשוך כספים מקופת גמל לא משלמת לקצבה לצורך התמודדות עם מצב כלכלי קשה וכן עילות סוציאליות אחרות, וזאת על-פי תקנון מס הכנסה. עוד התחייב אגף שוק ההון, כי כל העמיתים

נציבות מס הכנסה ואגף התקציבים במשרד האוצר צפויים לאשר בחודשים הקרובים תיקונים ושינויים בתיקון 3 לחוק קופות הגמל. ההתאמות לתיקון 3, אשר זכו לשם תיקון 4, צפויות לשנות מגבלות אשר נקבעו במסגרת תיקון 3 ולהקל, בין היתר, על הפקדות ומשיכות מקופות הגמל. כך צפוי התיקון לאפשר משיכה של כספים מקופה לא משלמת

## מערך הסליקה באוצר עוקב אחר קליטת הפרשות הפנסיוניות בגופים המוסדיים

בשלב ראשון דורש מערך הסליקה באוצר לקבל משוב ולבצע בקרה אחר הסכום הכולל שהופקד בחשבון הבנק של הקופה, וכן בדבר מספר העובדים והרשומות שנקלטו

לקבל משוב ולבצע בקרה אחר הסכום הכולל שהופקד בחשבון הבנק של הקופה, וכן בדבר מספר העובדים והרשומות שנקלטו. בשלב השני מבקש מערך הסליקה לקבל משוב פרטני בדבר ביצוע ההפקדות לחשבונות העמיתים, אשר יכלול אישור בדבר הסכום שנקלט בגין כל עמית, וכן פירוט אודות עמיתים אשר לא נקלטו בקופה.

בהתאם לדרישת האוצר מתבקשים הגופים להעביר את המידע מידי חודש, באמצעות קבצים למערך הסליקה. העברת הקבצים תעזור למערך הסליקה לסייע בידי הגופים בטיפול בתנועות השגויות במקרים בהם הפקדת הכספים לחשבונות העמיתים לא התאפשרה, בד בבד עם ביצוע בקרה אחר העברת הכספים ליעדם כמתחייב. בשלב ראשון דורש מערך הסליקה באוצר

האוצר דורש מהגופים המוסדיים, אליהם מועברים כספים בגין הפרשות וניכויים סוציאליים, לקבל מידע המהווה משוב בדבר קליטת הסכום הכולל שהופקד בחשבון הגוף, וכן בדבר ביצוע ההפקדות בחשבונות העמיתים. במכתבו לגופים מדגיש האוצר כי דרישת קבלת המידע נועדה לקבלת משוב ולביצוע בקרה אחר העברת הכספים ליעדם.

## העליון: "תאונה קשה וחוסר השכלה אינה הופכת אדם לשבר כלי"

העליון דחה ערעור על קביעת נכות של 100% לאדם שרגלו נקטעה במהלך עבודתו והוא אינו בעל השכלה

את הערעור וקבע כי אין מקום להתערב בקביעת הנכות בשיעור של 60% בקביעתו פסק בית המשפט כי "אכן מדובר בפגיעה שאינה קלה, אין להקל בה ראש כל עיקר, ומטבע הדברים יתכנו לה השכלות לגבי ההשתכרות בעתיד – אבל אין ניתן לומר שאדם צעיר לימים המהלך בפרוטזה, גם אם לעתים יזדקק לקביים, היה לשבר כלי גמור, שלא יוכל לעבוד כל ימיו כלל, וזו משמעות משאלתו של המערער. ערים אנו לכך שאין המערער אדם משכיל בעל מיומנויות מקצועיות, אך הדעת נותנת, כי יוכל למצוא עבודה בהיקף המקביל לארבעים אחוז".

בית המשפט העליון, בשבתו כבית המשפט לערעורים אזרחיים, דחה את הערעור שהגיש נפגע תאונות דרכים לקביעת הנכות התפקודית על 100% ולא על 60% כפי שקבע בית המשפט המחוזי. המערער הוא פלסטיני תושב כפר ליד חברון שרגלו השמאלית נקטעה במהלך עבודתו. בית המשפט המחוזי העמיד את נכותו התפקודית של המערער על 60%. המערער טען כי יש להעמיד את נכותו התפקודית על 100% כיוון שהמערער הפסיק את לימודיו בכיתה 1 והינו חסר השכלה. עוד טען המערער כי בהינתן מגבלותיו לא סביר שיצליח למצוא עבודה. בית המשפט העליון דחה כאמור

## מחקר: עיקר כספי הפנסיה של הציבור מושקעים בשוק המקומי

93% מתיק הנכסים של הציבור בקרנות הפנסיה מושקעים בארץ ורק 7% בחו"ל, כך עולה ממחקר שביצעו ד"ר דניאל באראז ושישי זך מקבוצת פורום, אשר בחנו את שוק הפנסיה בישראל מן ההיבט של הקצאת הנכסים. החוקרים מציינים, כי למרות שההתמקדות בשוק המקומי עזרה לקרנות הפנסיה לצלוח בשלום את המשבר העולמי האחרון, הסיכון העיקרי של מדיניות זו היא חשיפת התיק לחיסכון גבוה יותר, היכול לנבוע מאירועי מאקרו שונים בשוק המקומי. במחקרם מדגישים צוות החוקרים כי מצב זה מעמיד את עמית קרנות הפנסיה חשופים כמעט לחלוטין למה שקורה בשוק הישראלי. עוד עולה מהמחקר, כי כל עוד המשקיעים המוסדיים מתמקדים בשוק המקומי, נוצר עודף ביקוש משמעותי להנפקות המקומיות. עודף ביקוש זה גורם לחוסר סלקטיביות מצד הרוכשים, וללחץ על מחירי רכישת הנפקות אלה, באופן הגורם לעליית מחירן וכתוצאה מכך לירידה בתשואה הגלומה בהן לטווח הארוך. תהליך זה מביא בסופו של דבר להגדת הסיכון בתיק האג"ח של המשקיעים המוסדיים.

## התערבות בנק ישראל בשוק המט"ח: תועלת מול עלות

ביעד האינפלציה חלק מהנזילות שהוזרמה למשק בעבור רכישת המט"ח אינה צריכה להיספג בחזרה על ידי הבנק המרכזי. יתירה מכך ככל שהצמיחה תהיה גבוהה יותר ספיגת הנזילות יכולה להיות פחותה יותר. מכאן, מציין הבנק, כי לאורך השנים בהנחה של צמיחה סבירה עלות ההפעלה של הכלים המוניטאריים - הנפקת מק"מ ופיקדונות מוניטאריים - צפויה לפחות עם הזמן (ראה גרף).

העלייה החדה ביתרות מט"ח בשנתיים האחרונות והשקעת יתרות אלו במכשירי חוב זרים השפיעה לחיוב על החוב החיצוני נטו של ישראל. חוב זה כולל אג"ח, הלוואות, פיקדונות ואשראים במנחי נטו - לדוגמא אג"ח נטו משמעו אג"ח ישראליות שמוחזקות בידי זרים פחות אג"ח זרות שמוחזקות בידי ישראלים. בתרשים המצורף ניתן לראות את החוב החיצוני נטו של ישראל בשנים האחרונות במקביל לשניוניים ביתרות המט"ח. ראשית, ניתן לראות כי החוב החיצוני של ישראל בשנים האחרונות הוא שלילי! המשמעות היא שבשנים אלו ה"עולם" חייב לנו יותר משאנו חייבים לו, כאשר בשנת 2009 הגענו לשיא (במובן החיובי) של חוב חיצוני נטו שלילי בהיקף של 55 מיליארד דולר. שנית, ניתן לראות שמשנת 2007 החוב של העולם כלפינו עלה משמעותית זאת, כאמור, בעיקר כתוצאה מרכישות המט"ח שלו בהנפקת מק"מ ופיקדונות. לכך כמובן השפעה חיובית על יכולת החזר החוב שלנו, אך לאיזון התמונה אציין שבמקביל עלה בשנים האחרונות היקף הרכישות של מניות ישראליות על ידי זרים הרבה מעבר לרכישת מניות זרות על ידי ישראלים (מניות כמובן אינן נחשבות כחוב).

במבחן התוצאה רכישות המט"ח על ידי בנק ישראל הביאו לרגיעה בשוק מט"ח, והגבירו את היציבות הפיננסית של ישראל. כמו כן לא נראה שניתן לשייך את העלייה באינפלציה בשנתיים האחרונות לרכישות המט"ח, ומקורה נעוץ בסיבות אחרות בעיקר עקב עלייה ניכרת במחירי המזון והדיר. כאמור לעיל, בשנים האחרונות לא הייתה עלות להחזקת היתרות, שכן הריבית לטווח קצר במשק הייתה (ועדיין) נמוכה, לכן המשך עלייה בריבית המקומית תביא לעלייה בעלות זו. מנגד, התאוששות הכלכלה בארה"ב והתחזקות הדולר, ללא שינוי מהותי בפער הריביות, עשויה להביא בעתיד למכירת דולרים על ידי בנק ישראל, לירידה בהיקף השימוש במכשירים המוניטאריים ולירידה בעלות החזקת היתרות.

ד"ר יוסי מעלם,

כלכלן מאקרו ראשי, אנליסט

שימוש בכלים אלו ריבית, ומאידך, הבנק משקיע את יתרות המט"ח בנכסים מניבי ריבית בחו"ל. מכאן, העלות נטו בגין שימוש בכלים המוניטאריים לעיקור הנזילות, היא הפער בין הריבית המשולמת עליהם בניכוי הריבית המתקבלת על יתרות המט"ח. מתברר שבשנים האחרונות פער זה היה שלילי. אחת הסיבות לכך היא שחלק מהיתרות מושקע לטווחים ארוכים, בהן הריביות יחסית גבוהות בהשוואה לריבית לטווח קצר - הנמוכה מאוד בשנתיים האחרונות - שמשלם הבנק על המק"מ והפיקדונות המוניטאריים. מכיוון שיתרות המט"ח צפויות להישאר איתנו שנים לא מעטות, הרי כאשר הריבית לטווח קצר תהיה גבוהה יותר, העלות בגין השימוש בכלים המוניטאריים תהיה גבוהה מהריבית שתקבל מהשקעת היתרות בחו"ל ואז תבוא לידי ביטוי ביתר שאת עלות החזקת היתרות.

דבר נוסף שמציג הבנק בהקשר זה הוא מושג הסניורז', שהוא הרווח הכלכלי שיש לבנק מעצם יכולתו להדפיס כסף ומתבטא בשווי השטר על פי ערכו הנקוב, בניכוי עלות הנפקתו שבדרך כלל אפסית. בבסיסו קובע בנק ישראל את הריבית לטווח הקצר ואת בסיס הכסף, שהוא היקף השטרות והמטבעות שאותם מנפיק הבנק. כאמור לעיל, ההתערבות של הבנק בשוק מט"ח מביאה לעלייה בבסיס הכסף שכן הבנק קונה דולרים בעבור הזרמת שקלים - מה שאנו מכנים הדפסת כסף. בספרות הכלכלית ידוע שכאשר קיימת צמיחה במשק הציבור מגדיל את הביקוש שלו לכסף (מניע העסקאות), לכן עלייה בתוצר המלווה בעלייה מתאימה בבסיס הכסף אינה מחייבת התגברות בלחצים האינפלציוניים. המשמעות היא שבמשק צומח, כדי לעמוד

במרץ 2008 החל בנק ישראל את התערבותו בשוק המט"ח כשהמטרה המוצהרת הייתה להגדיל את יתרות המט"ח מרמה של כ-28 מיליארד דולר לרמה שבין 35 ל-40 מיליארד דולר. בהמשך הגביר בנק ישראל את רכישותיו (יולי 2008) ובנובמבר 2008 הועלה יעד היתרות ל-44 מיליארד דולר. ככל שעבר הזמן נוסחו הודעות בנק ישראל באופן יותר לקוני והמידע שכללו הלך והתערפל. כך לדוגמא, באוגוסט 2009 פרסם בנק ישראל הודעה בת שני משפטים בלבד, כאשר המשפט המרכזי בה היה "מעתה בנק ישראל יפעל בשוק המט"ח במקרה של תנודות חריגות בשער החליפין, אשר אינן תואמות את התנאים הכלכליים הבסיסיים או כאשר שוק המט"ח אינו מתפקד כראוי."

בדו"ח האחרון שפרסם בנק ישראל מוצגות חלק מהעלויות הנובעות מרכישות המט"ח (ואגרות החוב הממשלתיות) לצד הצגת התועלת. ההתערבות בשוק המט"ח בשנתיים האחרונות הביאה להגדלת הנזילות (כמות הכסף במשק) היות ובנק ישראל 'מדפיס' שקלים כדי לרכוש מט"ח. כדי שלא ייווצרו לחצים אינפלציוניים ספג בנק ישראל את עודפי הנזילות על ידי הגברת הנפקות המק"מ והפיקדונות המוניטאריים. כך לדוגמא, בשנת 2009 ההזרמה של שקלים למשק כתוצאה מרכישות מט"ח ואגרות חוב הגיעה ל-95 מיליארד ש"ח כאשר 14 מיליארד ש"ח קוזזו על ידי ספיגה של הממשלה, במסגרת ניהול המדיניות הפיסקלית. למרות ההזרמה נטו של 81 מיליארד ש"ח עלה בסיס הכסף במשק בשנה זו רק ב-5 מיליארד ש"ח, כאשר את היתרה ספג בנק ישראל, בעיקר על ידי פיקדונות מוניטאריים (כ-63 מיליארד ש"ח) ומיעוטם על ידי הנפקות מק"מ (כ-13 מיליארד ש"ח).

יחד, יש לכך עלות, שכן הבנק משלם על

