

20.92x13.31	1/3	עמוד 1	כותרת - כלכליסט	25/01/2015	46215950-2
קרנות פנסיה הראל חברה לביטוח - 85210					

עשו יותר בפחות

קרנות הפנסיה מיטבית, הראל ומבטחים המשתלמות ביותר בעשור האחרון

בדיקת כלכליסט

מיטבית עתודות של כלל השיגה את התשואה הגבוהה ביותר בדמי הניהול הנמוכים ביותר מאז הפחיתה המדינה את מעורבותה בשוק הפנסיה בשנת 2005 • קרן הפנסיה של הפניקס היא הקרן הכי פחות משתלמת: היא השיגה את התשואה הנמוכה ביותר וגבתה את דמי הניהול הגבוהים ביותר • חוסך ששכרו זהה לשכר הממוצע במשק שילם להפניקס 19% מהפנסיה שלו וקיבל על כך את התמורה העלובה ביותר בעשור האחרון • הפער בין מיטבית להפניקס עומד על 50% (שאול אמסטרדמסקי, עמ' 4-5)



10.46x11.05	1	2	עמוד	3 - כותרת	25/01/2015	46215924-3
הראל חברה לביטוח - 85210						

למרות צלילת היורו

תיקי החוסכים לפנסיה לא צפויים להיפגע



הירידה החדה של היורו לא צפויה לפגוע משמעותית בתיקי החוסכים לפנסיה. הגופים המוסדיים שמנהלים את כספי הפנסיה מגדרים את רוב החשיפות למטבע חוץ והגיעו מוכנים לירידה זו ולאפשרות שגוש היורו יבצע הרחבה כמותית כגון זו שנעשתה בארה"ב במטרה לעודד כלכלה מרדשדת. חשיפות המט"ח בתיקי הפנסיה של רוב המוסדיים הן כ-15% מהתיק, ויתר החשיפות מגודרות. נוסף על כך, היורו מהווה כ-23% מסל המטבעות של בנק ישראל. כך שלכאורה שיעור החשיפה ליורו אמור היה להיות 3%-4%, אבל בפועל הוא נמוך בהרבה. בתמורה לכך החשיפה לדולר, שמהווה כ-65%

מסל המטבעות, גבוהה. בפניית "כלכליסט" לגופי הפנסיה הגדולים התגלה כי חשיפתם ליורו מזערית. מבטחים החדשה של קבוצת מנורה מחזיקה חשיפה של 0.5%-1% בלבד. גם חשיפתם של תיקי העמיתים של קבוצת הראל אפסית, וקופות הגמל של פסגות גדיש, אקסלנס ואלטשולר שחם כלל לא חשופים. אמנם גופי הפנסיה משקיעים במניות באירופה, אך מנטרלים חשיפתם למטבע, ולכן זו ברובה שקלית. הגופים שמחזיקים כאחוזים במטבע של האיחוד האירופי קיבלו בסוף השבוע פיצוי על שחיקתו עם העליות במדדי המניות באירופה עקב ההרחבה הכמותית. **רחלי בינדמן**

27.25x33.31	2/3	4	עמוד	כותרת - כלכליסט	25/01/2015	46215956-8
קרנות פנסיה הורא חברה לביטוח - 85210						

עשור לרפורמה בקרנות הפנסיה

בדיקת כלכליסט

שאל אמסטרדמסקי

קרן הפנסיה מיטבית עתור דות של חברת הביטוח כלל היא הקרן המשתלמת ביותר עבור הצרכנים מאז נכנסה לתוקף הרפורמה בפנסיה ב־2005, ואילו קרן הפנסיה של הפניקס היא הכי פחות משתלמת לחוסים. כך עולה מבדיקת "כלכליסט". קרן מיטבית עתודות הצטיינה בבדיקה מאחר שהשיגה את התשואות הגבוהות ביותר על כספי החוסים, כשהיא גובה את דמי הניהול הנמוכים ביותר בתמורה. עד לפני כעשור 70% מכספי החוסים בקרנות הפנסיה היו מושקעים באגרות חוב ייעודיות שמונפקות בידי הממשלה, אשר העניקו לחוסים ריבית מובטחת מראש הגבוהה מ־5% בשנה. זו היתה רשת ביטחון ממשלתית רחבה לכספי הפנסיה, בסבסוד משלם המסים. ואולם, ב־2005 אימצה הממשלה את הצעת שר האוצר דאז בנימין נתניהו, שקבעה כי רשת הביטחון תצומצם רק ל־30%, וגם הריבית המובטחת התקצצה ל־4.86%. 40% מהתפנו הוזרמו בבת אחת אל המערבולת הסוערת של שוקי ההון בישראל ובעולם ולהשקעות נוספות כמו נדל"ן וקרנות גידור. בעשור שחלף ירדו כספי הפנסיה של הציבור שנים טובות ושנים רעות. בשינוי הגאות גופי הפנסיה שמנהלים את חסכוניות הציבור הצליחו להשיג תשואה גבוהה בשוק ההון ולהגדיל את הכסף משמעותית. עם זאת, ב־2008, כשהמשיבר הכלכלי הגדול פרץ, כספי הפנסיה נחתכו בעשרות אחוזים. ומאז, בעיקר משום שהריביות בעולם נותרו אפסיות, גופי הפנסיה מתקשים לשחזר את התשואות הגבוהות.

קרן הפנסיה של הפניקס הכי פחות משתלמת

לפני עשור החליטה הממשלה לצמצם את רשת הביטחון לחוסכים לפנסיה, ורוב כספם הופנה להשקעות בשוקי ההון. בשנים שחלפו מאז קרן הפנסיה של כלל הציעה את דמי הניהול והתשואה הטובים בשוק, כך שהחוסך הממוצע צבר בה 50% יותר מבקרן הפניקס, שבתחתית הדירוג

סל. המשמעות היא שהאנשים שמנהלים את הכסף לא מנסים לנחש אילו מניות ואיגרות חוב כדאי לקנות ולמכור, אלא פשוט קונים את כל המניות והאיגרות של החברות שנסחרות במדדים השונים בבורסה. השיטה הזאת, כך אומרים בפניקס, אמורה להניב לאורך זמן את התשואות הטובות ביותר.

אלא שמנהלי הפניקס החליטו מושם מה לגבות עבור השיטה הזאת, שבימיהם היתה היא שיטת השקעות פסיבית, את דמי הניהול הגבוהים ביותר בשוק. לשם השוואה, מסלולי החיסכון של גוף ההש

הבדל גדול כל כך יוצר פער גדול מאוד בתשואה המצטברת לאורך שנים. ובכל מקרה, היות שחיסכון לפנסיה הוא חיסכון לטווח ארוך, גם הבדל קטן בהרבה בתשואה, של אחוז בודד ואפילו פחות, מצטבר לפער גדול בתקופת חייו סכום ארוכה (בשפה המקצועית זה נקרא אפקט הריבית דריבית).

מאז 2008, בגלל הפער הגדול בתשואות לעומת גופי הפנסיה המתחרים, קרן הפנסיה של הפניקס שינתה לחלוטין את כל גישת ההשקעות שלה. לגיי

במשק, היו צריכים להיפרד מ־17-19 אלף שקל בעשור, שמהווים 22%-30% מהחיסכון שלהם (ראו פירוט בטבלה). כשכוחנים לעומק את הנתונים, מגלים כי במרבית השנים קיימים פערים קטנים יחסית בין התשואות שקרנות הפנסיה מצליחות להשיג. עם זאת, בשנת פרוץ המשבר – 2008 – היו קרנות שהתרתסו ב־20% (כמו הקרן של הפניקס) לעומת קרנות שהתרתסו ב־11% בלבד.

נשארים ברשותו 94.6 אלף שקל. לעומת זאת, אם אותו החוסך היה בוחר בקרן הפנסיה של הפניקס, הוא היה צובר חיסכון של 77.8 אלף שקל בלבד אחרי עשור, שעליהם היה נדרש לשלם דמי ניהול של 19% (הגבוהים ביותר בשוק). בשורה התחתונה היו נותרים לחוסך 63 אלף שקל – פער של 50% לעומת מיטבית.

תוצאות הבדיקה מתייחסות לדמי הניהול הממוצעים, אך הממוצע מטעה, משום שלפחות מחצית מהעובדים במשק משלמים את דמי הניהול המקסימליים

מימין: מנכ"ל הפניקס אייל לפידות ומנכ"ל כלל ביטוח איזי כהן. גם הבדל קטן בתשואה יוצר פער מהותי לאורך שנים



הפניקס טוענת ששיפרה את תשואותיה בשלוש השנים האחרונות, מאז החליפה את שיטת ההשקעות. אלא שבתקופה זו התשואה שלה מזורגת כשנייה מהסוף

קעות האמריקאי ונגארד (Vanguard), שמאמין גם הוא בהשקעה פסיבית במדדים שלמים ולא בניסיון להכות את המדדים, גובים את דמי הניהול הנמוכים ביותר. בפניקס זה עובד בדיוק הפוך.

הבעיה העיקרית של הפניקס היא התשואות הנמוכות

בשיחה עם "כלכליסט" הסביר המינהל של הפניקס בני שיוף כי אף שהתשואות של הקרן נמוכות בהשוואה לקרנות האחרות בעשור האחרון, הרי שהתמונה השתנתה בשלוש השנים האחרונות, מאז החליפה את שיטת ההשקעות. "הפער בעשור האחרון קיים, אך הוא נובע בעיקר משנתיים

מחצית מהעובדים במשק משלמים את דמי הניהול המקסימליים המותרים בחוק בלי קשר לקרן הפנסיה המסוימת שהם העובדים בעלי השכר הנמוך ביותר במשק

המותרים בחוק, בלי קשר לקרן הפנסיה המסוימת שהם חוסכים בה. לרוב מדובר בעובדים בעלי השכר הנמוך ביותר במשק, שנע בין שכר המינימום לבין השכר החציוני (כ־4,300-6,000 שקל בחודש ברוטו).

לו היינו בודקים את אותם הנתונים לפי דמי הניהול המקסימליים, היתה עולה התמונה הבאה: מיטבית עתודות היא עדיין המשתלמת ביותר, וזו של הפניקס עדיין הכי פחות משתלמת. ואולם, דמי הניהול היו חותכים אחוז גדול הרבה יותר מהחיסכון. החוסים האלה, בעלי השכר הנמוך ביותר

כעת, במלאות עשור לרפורמה, הגיע הזמן ללכת אחורה ולראות מה קרה לכספי הפנסיה מאז. "כלכליסט" צלל לנתוני קרנות הפנסיה וברך את הפערים בין התשואות שהן הצליחו להשיג על חסכוניות הציבור שהן משקיעות בבורסה ובין דמי הניהול שהן גובות בתמורה לניהול הכסף. הנתונים נלקחו ממערכת פנסיה נט של משרד האוצר.

מטרת הבדיקה היתה לייצר שורה תחתונה שתבהיר היכן הכי השתלם לחיטוב. לשם כך נדרשנו לשקלל את התשואות עם דמי הניהול באופן פרטני – לכל קרן בנפרד וכל שנה בנפרד. אחרי שאספנו את כל הנתונים ברקנו מה היה קורה לחיסכון של חוסך ממוצע – כזה שהשכר החודשי שלו הוא 9,000 שקל וחוסך בכל חודש 1,620 שקל (לפי שיעור החיסכון הממוצע לפנסיה) – לו היה חוסך בכל אחת מהקרנות.

החוסך בדמי הניהול המרביים היה חוסך 19 אלף שקל פחות

כאמור, מבדיקת "כלכליסט" עולה תמונה ברורה: מיטבית היתה קרן הפנסיה המשתלמת ביותר. החוסך הממוצע היה צובר חיסכון של 106.5 אלף שקל, שעליהם היה צריך לשלם דמי ניהול של כ־11%. כלומר בשורה התחתונה היו

16.73x33.44	3/3	5	עמוד	כותרת - כלכליסט	25/01/2015	46215972-6
קרנות פנסיה הראל חברה לביטוח - 85210						

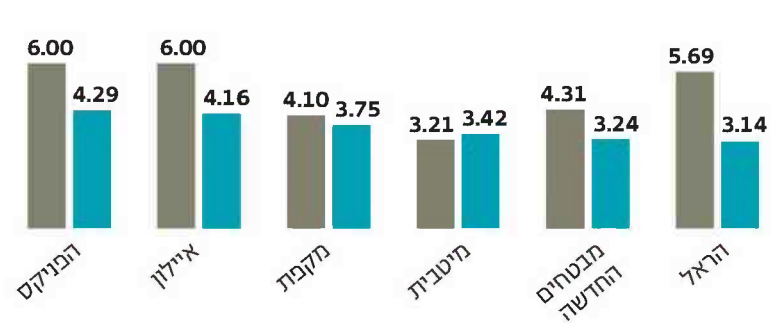
כלל הניבה לחוסך הממוצע 50% יותר לעומת הפניקס

הרפורמה בפנסיה (2005)

בעבר 70% מכספי החוסכים לפנסיה הושקעו באג"ח ממשלתיות - השקעה בסיכון נמוך ובריבית מובטחת בסבסוד משלמי המסים. ב-2005 צומצמה רשת הביטחון הזו ל-30% מכספי החוסכים. יותר הכסף הופנה להשקעות בשוקי ההון

זאת במטרה להשיג תשואות גבוהות לחוסכים בעלות פחותה למדינה

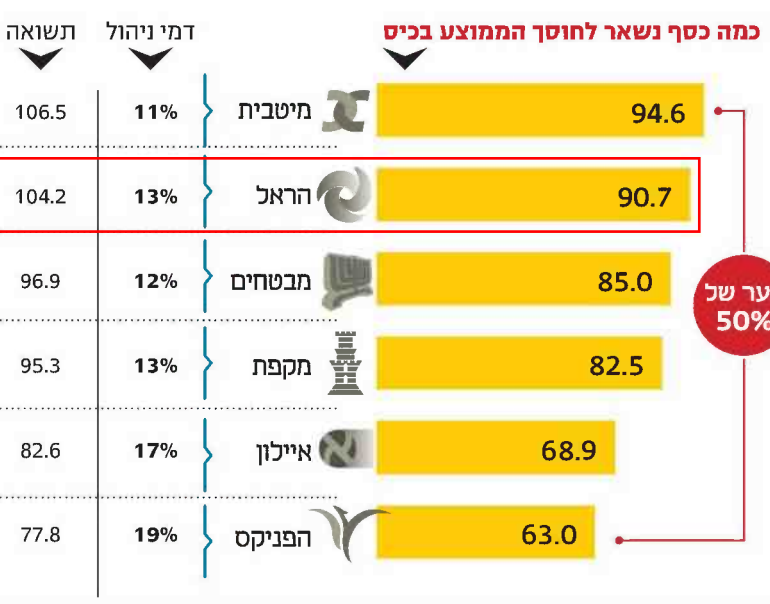
מה קרה לכספי החוסכים?



1. התחרות הורידה את דמי הניהול
דמי הניהול הממוצעים על ההפקדות לפנסיה באחוזים

תשואה מצטברת	בשלוש השנים האחרונות*	2014-2005
מיטבית	32.8%	192.4%
מקפת	28.3%	183.9%
הראל	32.1%	180.1%
מבטחים	31.6%	168.5%
איילון	26.6%	148.6%
הפניקס	28.3%	144.8%

2. מיטבית השיגה את התשואה הגבוהה ביותר על כספי החוסכים
התשואות המצטברות שהשיגו קרנות הפנסיה



3. הפניקס היתה הכי פחות משתלמת לחוסכים
דירוג הקרנות לפי התשואה הטובה ביותר בעשור החולף לחוסך הממוצע, בשקלול דמי הניהול, באלפי שקלים

החוסך הממוצע:

- משתכר 9,000 שקל בחודש
- משקיע של 1,620 שקל בחודש בחיסכון לפנסיה

שלהם יש אופק תעסוקתי יציב יותר, לכן דמי הניהול שם נמוכים יותר. התיאור של שיוף נכון עקרונית, אבל אין אפשרות להשוות בין דמי הניהול השונים, לבר מהנתונים הממוצעים שמפרסם האוצר. ובכל מקרה, גם אם בודקים מה קרה לכסף של החוסכים שמשלמים את דמי הניהול המקסימליים המותרים בחוק, כפי שתואר לעיל, עולה שהפניקס היא הקרן הכי פחות משתלמת בעשור האחרון. זאת משום שמנהלי ההשקעות שלה הצליחו להניב לחוסכים פחות כסף מאשר קרנות אחרות.

shaul.amsterdamski@calcalist.co.il

הממוצעים אינם רלבנטיים. "אף אחד לא משלם את דמי הניהול הממוצעים. חוסכים שעובדים במקום עבודה גדול ישלמו דמי ניהול נמוכים, וחוסכים שעובדים אצל מעסיקים קטנים ישלמו דמי ניהול גבוהים יותר. הפניקס מורכבת בעיקר ממעסיקים קטנים, ולכן ההשוואה אינה מדויקת. זו קרן פנסיה שצמחה צמיחה אורגנית (כלומר, לא בקניית קרנות פנסיה אחרות - ש"א), ולכן מלכתחילה דמי הניהול בה גבוהים יותר".

לדבריו, בקרנות הגדולות ביותר - מקפת של מגדל ומבטחים של מגורה - נמצאים המעסיקים הגדולים, ולחוסכים

לא טובות. אם בוחנים את שלוש השנים האחרונות מגלים פער זניח לחלוטין, אמר שיוף.

עם זאת, מבדיקת "כלכליסט" עולה כי גם כשבוחנים רק את שלוש השנים האחרונות ומשווים את כל קרנות הפנסיה, הפניקס נמצאת במקום השני מהסוף. הפער בינה לבין הקרן שהצליחה להניב הכי הרבה כסף עבור חוסכים שלה הוא של 4.5% במצטבר. זה נשמע מעט, אולם כשמדובר בחיסכון של מיליון שקל, הפער הזה שווה יותר מ-45 אלף שקל.

באשר לדמי הניהול הגבוהים בהפניקס ואמר שיוף כי דמי הניהול

יומנילית, לפני הפחתת דמי ניהול

15.51x32.79	1	5	עמוד	כ ל כ ל י ס ט - כ ו ת ר ת	25/01/2015	46215996-2
קרנות פנסיה הראל חברה לביטוח - 85210						

צילומים: אוראל כהן

אפילו בשקלול שנות הנאות בשוק ההון

האג"ח המיועדות הניבו יותר מההשקעות בשוק ההון

געת. אבל היה לזה מחיר. ראשית, משלמי המסים היו צריכים לסבסד את התשואה המובטחת הזו. כיום, כשהריבית במשק אפסית, הסבסוד הזה עולה לנו כ־2.5 מיליארד שקל בשנה עבור רשת ביטחון של 30%. אם רשת הביטחון הייתה עדיין 70% זה היה עולה למשלמי המסים הרבה יותר.

בנוסף, להפניית כספי החוסכים לשוק ההון יש יתרון חשוב – היא מאפשרת למשק לצמוח, לחברות ללוות כסף, לבנות מפעלים, להעסיק עובדים, להתפתח. כל אלה תופעות לוואי מבורכות.

המהלך הכביד את הנטל על השכבות החלשות

אבל לעניין הזה יש גם צד שני. ראשית, את מה שמשלמי המסים לא שילמו כדי לסבסד את התשואה המובטחת, שילמו מכיסם החוסכים לפנסיה. כמו כן בעוד שתשלומי המס מתחלקים בצורה פרוגרסיבית, כלומר שהעשירים משלמים יותר, ועובדים חלשים יותר, משלמים יותר.

הגדלת הסבסוד הממשלתי תפגע יותר בעשירים שמשלמים יותר מס. מנגד הפחתתו תפגע בעובדים החלשים, שמשלמים דמי ניהול גבוהים יותר

כמו כן, אף שהכסף נותב לשוק ההון, מכיוון שהשוק הישראלי קטן יחסית, והמשק ריכוזי יחסית, חלקים גדולים מהכסף נחתו בכיסיהם של בעלי ההון הגדולים. העסקים הקטנים וענף ההייטק לא ראו את הכסף הזה, אף שאלה שני מנועי צמיחה משמעותיים במשק. כלומר, הכסף שהלך לשוק ההון לא תרם רק לצמיחה, אלא תרם גם (ואולי בעיקר) לצמיחתם של הטייקונים הגדולים. זה לא אותו הדבר.

שאול אמסטרדמסקי

הנחת המוצא של הרפורמה בקרנות הפנסיה, שבמסגרתה צומצמה רשת הביטחון הממשלתית, היתה שהשקעת הכספים בשוקי ההון תוכל להשיא לציבור תשואה גבוהה יותר, כלומר להגדיל לו את החיסכון. אלא שבדיקת "כלכליסט" מעלה כי בעשור שחלף מאז הנהגת הרפורמה, קרנות הפנסיה הצליחו להשיג תשואה ממוצעת הדומה לזו שהניבו האג"ח המיועדות שהנפיקה הממשלה (רשת הביטחון) ואף פחות ממנה.

בגלל הריבית האפסית התשואות לא צפויות לגדול

מערכת פנסיה נט של האוצר מאפשרת לראות מה היה אחוז התשואה של "ההשקעות החופשיות" בכל קרן פנסיה מאז תחילת שנות האלפיים ועד סוף 2014. כלומר, כמה כסף הצליחו מנהלי ההשקעות להשיג מכספי הפנסיה שהושקעו בשוק ההון ובאפיקים אחרים ולא הובטחו מראש על ידי המדינה.

מבדיקת הנתונים עולה כי מאז 2001 האנשים שמנהלים את הכסף מצליחים להשיג תשואה של כ־9% בממוצע בשנה. אולם אם מורידים מתשואה זו את האינפלציה, בשיעור ממוצע של 2% בשנה, מתברר שהקרן הטובה ביותר השיגה תשואה שנתית ריאלית ממוצעת של 4.8%. וזו בדיוק אותה התשואה המובטחת של אגרות החוב המיוחדות שמונפקות על ידי המדינה לקרנות הפנסיה.

יתרה מכך, הבדיקה הזו כוללת את השנים הממש טובות בשוק ההון. מפה ואילך, כל עוד הריבית במשק היא אפסית, התשואה השנתית שצליחו להשיג האנשים שמנהלים את הכסף תהיה אפילו נמוכה יותר מאשר הריבית המובטחת על ידי המדינה. כלומר, בשנים הקרובות רשת הביטחון הממשלתית תציל את הכסף של החוסכים. את זה אומרים אפילו מנהלי ההשקעות בעצמם.

עד כאן הנתונים ועכשיו הפרשנות. לכאורה, המדינה הייתה יכולה להמשיך לסבסד לחוסכים רשת ביטחון של 70% לפנסיה שלהם, והתשואה של החוסכים, בממוצע, לא היתה נפ-

שאול אמסטרדמסקי

בקרוב נתגעגע לאג"ח המיועדות

הדבר המעניין ביותר שמערכת הנתונים של משרד האוצר מאפשרת לברוק הוא מה היה קורה לכסף של החוסכים אילו לא הממשלה היתה מחליטה ב־2005 לשלוח 40% מהכסף שלהם לשוק ההון, במקום לתת לו תשואה מובטחת מראש של 4.86% בשנה. כלומר, האם העובדה שעכשיו 70% מהכסף שלנו נמצא בבורסה עזרה לנו לקבל פנסיה גבוהה יותר? מתברר שהאנשים שמנהלים את הכסף לא מצליחים להשיג תשואה גבוהה יותר מזו שהמדינה הבטיחה לחוסכים. הם מצליחים להשיג בערך אותו הדבר. מפה, כל עוד הריבית במשק אפסית, התשואה השנתית שצליחו להשיג מי שמנהלים את הכסף תהיה נמוכה יותר מאשר זו המובטחת על ידי המדינה.

עמ 5

ההשקעות בשוק ההון לא השיגו תשואה טובה יותר לעומת האג"ח הממשלתיות

תשואה שנתית ממוצעת, בקיזוז השפעות האינפלציה

האג"ח הממשלתיות בהן מושקעים 30% מכספי החוסכים	ההשקעות בשוק ההון בהן מושקעים 70% מכספי החוסכים	מקבת
חיסרון: אפיק בסבסוד יקר של משלמי המסים 4.86%	חיסרון: אין ריבית מובטחת	4.88%
		4.83%
		4.58%
		4.45%
		3.98%
		3.87%
		מיטבית מבטחים הראל הפניקס איילון