

ניהול החוב הממשלתי והתחייבות הממשלה למוסד לביטוח לאומי

תקציר

רקע כללי

ניהול החוב הממשלתי (להלן - החוב) כולל ניהול של מצבת החוב ושל גיוסי חוב שוטפים לצורך מימון מלא או חלקי של הגירעון בתקציב המדינה ולצורך מימון פירעון הקרן של חובות המגיעים לפירעון. החוב מנוהל על ידי יחידת ניהול החוב הממשלתי בחטיבת המימון והאשראי באגף החשב הכללי במשרד האוצר (להלן - היחידה לניהול החוב או היחידה), והיא מסתייעת בענבל חברה לביטוח בע"מ (להלן - ענבל). בסוף 2014 עמד החוב הממשלתי על כ-715.8 מיליארד ש"ח; משקל החוב בתוצר המקומי הגולמי (תמ"ג) יורד בשנים האחרונות, ובסוף 2014 היה כ-65.9%¹. בסוף 2014 עמדה ההתחייבות של הממשלה למוסד לביטוח לאומי (להלן - הביטוח הלאומי או המוסד) על כ-180.4 מיליארד ש"ח (ההתחייבות אינה חלק מהחוב)². מרבית גיוסי החוב נעשים באמצעות הנפקת איגרות חוב (להלן - אג"ח). תקציב תשלום החוב ופירעון אג"ח לביטוח הלאומי בחוק התקציב לשנת 2014 היה כ-96.9 מיליארד ש"ח. תקציב תשלומי הריבית על החוב היה השלישי בגודלו בתקציב הרגיל בחוק התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 ועמד על כ-41.7 מיליארד ש"ח ב-2014. תקציב תשלומי החוב והריבית כולל פירעון קרן וריבית בגין התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי. נטל תשלומי הריבית על החוב הציבורי בישראל (ללא תשלומי הריבית לביטוח הלאומי) עמד ב-2014 על 2.9% מהתמ"ג, גבוה בכ-1.2 נקודות אחוז מהנטל הממוצע במדינות ה-OECD (1.7% מהתמ"ג).

- 1 נתוני החוב בדוח זה מוצגים במונחי יתרה מתואמת, השווה לקרן בתוספת ריבית שנצברה במועד הדיווח. משקל החוב הממשלתי בתוצר הוא מנתוני הדוח השנתי של היחידה לניהול החוב ל-2014. יצוין כי בתיקון 14 לחוק הפחתת הגירעון והגבלת ההוצאה התקציבית, התשנ"ב-1992, ממרץ 2014 שונה כלל מגבלת ההוצאה לכל אחת משנות התקציב 2015 ואילך. בין היתר נכלל שינוי של יעד החוב-תוצר לטווחים בינוני וארוך מ-60%, לפי אמנת מאסטריכט, ל-50% (היחס כולל גם את החוב של הרשויות המקומיות בניכוי חובן לממשלה). בדברי ההסבר לתיקון לחוק צוין שהשינוי נעשה בשל המאפיינים הייחודיים של הכלכלה הישראלית בהשוואה לכלכלות במדינות אירופה.
- 2 התחייבויות הממשלה בסוף 2014 היו כ-2.1 טריליון ש"ח, והן כוללות בין היתר את החוב, את ההתחייבות לביטוח הלאומי ואת ההתחייבויות בגין פנסיה תקציבית (בסך כ-648.5 מיליארד ש"ח). הגירעון החשבוני המצטבר בהון היה כ-1.7 טריליון ש"ח. יצוין שיתרת ההתחייבויות בגין פנסיה תקציבית אינה כוללת את החבות העתידית שתיווצר בגין עובדים פעילים במהלך שנות עבודתם הצפויות. בהתחשב בחבות עתידית זו, החבות המלאה לסוף 2014 מוערכת בכ-769 מיליארד ש"ח. ראו גם מבקר המדינה, דוח שנתי 2014, "מאזן המדינה ל-31.12.2014 - הגירעון החשבוני הממשלתי", עמ' 253. בדוח הכספי של ממשלת ישראל לשנת 2014 מופיעה ההתחייבות הממשלה לביטוח הלאומי בצד ההתחייבויות במאזן כחלק ממלוות הפנים של ממשלת ישראל מהמוסד, והיא אינה נכללת בהצגה על בסיס מאוחד. ההתחייבות למוסד אינה נכללת בחוב הממשלתי בדוחות השנתיים של היחידה לניהול החוב ובשנתון הסטטיסטי לישראל של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה לשנת 2014, ואינה נכללת בחוב הציבורי (הכולל את החוב הממשלתי ואת החוב של הרשויות המקומיות) בדוחות השנתיים של בנק ישראל.

פעולות הביקורת

בחודשים אוגוסט 2014 - ינואר 2015 בדק משרד מבקר המדינה את ניהול החוב ואת התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי³. הבדיקה נעשתה במשרד האוצר - באגף החשב הכללי (להלן - אגף החשב"ל) ובאגף התקציבים ובענבל. בדיקות השלמה נעשו באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון שבמשרד האוצר ובביטוח הלאומי.

הליקויים העיקריים

היעדר הסמכות ואי-תיעוד של החלטות בניהול החוב

1. החשבת הכללית הנוכחית (להלן - החשב"לית) והחשב"לים שקדמו לה בעשור האחרון קבעו את הרכב החוב אף על פי שהם לא הוסמכו לכך על ידי שר האוצר ברשומות.
2. לא תועד הדיון שהתקיים באגף החשב"ל על אישור תכנית הגיוסים לשנת 2014 ועל אישור מקורות מימון נוספים בהיקף כולל של יותר מ-100 מיליארד ש"ח. כמו כן לא תועדו האנשים שהשתתפו בדיון, הדעות שנשמעו בו וההחלטות שהתקבלו, לרבות אישור התכנית.

אי-בדיקה של השגת היעדים של רפורמת עושי שוק ראשיים⁴

אף על פי שגיוס חוב מקומי סחיר באמצעות עושי שוק ראשיים הוא אפיק הגיוס הגדול והמרכזי של הממשלה, מאז יישום רפורמת עושי שוק ראשיים ב-2006 לא בדקה היחידה לניהול החוב אם הושגו היעדים שהוגדרו ברפורמה.

3 התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי משפיעה על הכנסות הממשלה, על הגירעון בתקציב המדינה ועל האיתנות הפיננסית של המוסד. ההתחייבות, גם אם אינה חלק מהחוב, משפיעה על תקציב תשלומי הריבית, ולכן משפיעה על קביעותיהם של חברות הדירוג והמשקיעים לגבי יכולת החזר החובות של המדינה.

4 עושי שוק ראשיים הם גופים פיננסיים המתמחים במסחר בניירות ערך, הן בשוק הראשוני (שלב ההנפקה) והן בשוק המשני (המסחר שלאחר ההנפקה), ותפקידם להבטיח סחירות ונוזלות של נייר הערך בשוק המשני.

הסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות היא מקרית ומובלעת בסעיף הריבית

1. הסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות מובלעת בתקציב הריבית. היא תוצאה מקרית של הפער שבין הריביות הנקובות על אג"ח מיועדות המונפקות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח ובין התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות סחירות בעלות מאפיינים דומים, וכן תוצאה של הגידול הלא נשלט בהיקף ההנפקות של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה וחברות הביטוח. בשנים האחרונות גדלה הסובסידיה באופן עקבי וללא שליטה.
2. הסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות ניתנת ללא כל הרשאה תקציבית מפורשת. משרד מבקר המדינה כבר הצביע על ליקוי בנושא זה בדוח שנתי 40 שפרסם ב-1990, וכן בעשרה דוחות שנתיים שפרסם לאחר מכן, אך הליקוי טרם תוקן.
3. דברי ההסבר לספרי תקציב המדינה כוללים אומדן מוטע כלפי מעלה ברוב הנחות החישוב של היקף הסובסידיה לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח. זו הפעם התשיעית מ-1990 שמשרד מבקר המדינה מעיר על ליקויים שונים בדברי ההסבר בעניין הסובסידיה.

חוסר בהצגת חלופות גיוס, בהערכת סיכוני שוק וברגישות החוב למבחני קיצון בהליך הגיוס השנתי

1. תכנית הגיוסים השנתית של אגף החשכ"ל אינה כוללת הצגה של חלופות לתמהילי חוב, המאפשרות לחשכ"ל לזהות את התחלופה בין העלות הצפויה לסיכון בתמהיל החוב. בתכניות הגיוסים לשנים 2014 ו-2015, פרט לבחינת חלופה של הורדת סדרה של אג"ח בתכנית של 2015, לא הוצגו חלופות לתמהילי גיוס חוב.
2. קביעות הרכב הגיוס השנתי⁵ בשנים 2014-2015 לא כללו הערכה של השינויים בעלות שירותי החוב שהם מעבר לשינויים הצפויים כתוצאה מסיכוני שוק ומתרחישי קיצון, לרבות תרחישי קיצון מקרו כלכליים.

ניהול השקעות המוסד לביטוח לאומי בממשלה שלא על פי הוראות החוק

1. לא יושמה החלטת הממשלה מ-2008 להפקיד את כספי הביטוח הלאומי בממשלה בריבית השוק ולהפסיק את הסבסוד למוסד דרך תקציב הריבית.
2. משרד האוצר מנפיק אג"ח מיועדות לביטוח הלאומי, הנושאות תשואה מועדפת הכרוכה בסובסידיה, בלי שהסובסידיה תופיע בהרשאה תקציבית מפורשת וללא דיווח לכנסת ולציבור על הסובסידיה.

5 הרכב הגיוס השנתי והרכב החוב מתייחסים למאפיינים של הגיוס ושל החוב, לרבות חוב מקומי, חוב חיצוני, חוב סחיר, חוב לא סחיר, מגזרי הצמדה, טווחים לפדיון וסוגי ריביות.

3. למרות האמור בדוחות מבקר המדינה 6 ו-7⁶ ובחוות דעת משפטית של היועץ המשפטי לממשלה, לפחות מאמצע שנות השבעים של המאה העשרים ועד היום סעיף 34 בחוק הביטוח הלאומי (נוסח משולב), התשנ"ה-1995, הנוגע להשקעות קונסטרוקטיביות היה לאות מתה, והממשלה והביטוח הלאומי אינם ממלאים את הוראותיו.
4. משרד האוצר לא הביא לדיון בממשלה הצעה לטיפול בכשלים שהעלתה הוועדה שהוקמה לבחינת השמירה על האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי בטווח הארוך (לא הביא לדיון את המלצות הוועדה ולא פתרונות אחרים). כמו כן לא הביא לממשלה הצעה לפתרון בעיית הגירעון האקטוארי של המוסד ולסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה.

ההמלצות העיקריות

- כדי לנהל את החוב ואת התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי באופן מושכל ובהתאם לחוק, להחלטות הממשלה ולהערות בדוחות קודמים של מבקר המדינה מוצעות דרכי הפעולה שלהלן:
1. ראוי כי החשכ"לית תבטיח את קיומן של הפעולות האלה:
 - א. בחינת קביעת טווחים ליעדים כמותיים אסטרטגיים נוספים לתמהיל החוב כגון ההרכב המטבעי הרצוי של החוב.
 - ב. חישוב עלויות וסיכונים של תמהילי חוב שונים שמהם יהיה אפשר לבחור את תמהיל החוב האסטרטגי ואת תכנית הגיוסים השנתית.
 - ג. בדיקה של אופן השגת היעדים שהוגדרו ברפורמת עושי שוק ראשיים לצורך הפקת לקחים החיונית ליעול גיוסי החוב הממשלתי באמצעות עושי שוק ראשיים.
 - ד. שילוב מודלים לאמידת הסיכון מתנדטיות במחירי השוק ומבחני קיצון לחוב בתהליכי קבלת החלטות בניהול החוב.
 2. פעילות החשכ"לית להקטנת סיכון מחזור החוב מהשנים האחרונות היא חשובה. בהתאם להמלצות קרן המטבע הבין-לאומית והבנק העולמי, ראוי כי גם בעתיד מנהלי החוב ישקלו להימנע ממצבים שבהם הטווח הממוצע לפדיון של החוב קטן בעקביות במשך כמה שנים וסיכון מחזור החוב גדל בהתאם כפי שאירע בשנים 2003-2011.

6 מבקר המדינה, דוח שנתי 6 (1956), "משרד העבודה - המוסד לביטוח לאומי", עמ' 144-145, ודוח שנתי 7 (1956), "המוסד לביטוח לאומי", עמ' 232.

3. ראוי כי משרד האוצר והממשלה יבטיחו את קיומן של הפעולות האלה:

א. משרד האוצר יפעל לשקף את הסובסידיה לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח בתקציב המדינה. כל עוד הממשלה סבורה שצריך להעניק סובסידיה לגופים אלה, עליה לקבל הרשאה תקציבית מפורשת.

ב. משרד האוצר יסיים בהקדם לגבש פתרון להקצאת אג"ח מיועדות ויגישו לדיון ולאישור של הממשלה ולאישור הכנסת (ככל שיידרשו שינויי חקיקה). ראוי שבמסגרת גיבוש הפתרון יישקלו היתרונות של הנפקת אג"ח מיועדות כגורם מייצב בתיק החיסכון הפנסיוני מחד גיסא, וההשפעות השליליות של אג"ח מיועדות על החוב מאידך גיסא.

ג. משרד האוצר יפעל לשקף את הסובסידיה לביטוח הלאומי בתקציב המדינה. עד אשר יינתן פתרון כולל וארוך טווח לאיתנות הפיננסית של המוסד, על הממשלה לבחון מנגנון ראוי שיחליף את הסובסידיה המובלעת בתקציב הריבית.

ד. משרד האוצר יגבש את עמדתו הסופית לבעיית האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי, ותכניותיו לפתרון יחד עם התכניות השונות של הביטוח הלאומי, מועצת הביטוח הלאומי והמלצות הוועדה לאיתנות פיננסית, יובאו לדיון בפני הממשלה בהקדם האפשרי.

ה. הממשלה תשקול מתן פתרון יסודי לבעיית האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי להבטחת הביטחון הסוציאלי של אזרחי המדינה ולסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה. ראוי כי במסגרת פעולותיה תבטיח הממשלה את מילוי התחייבותה לביטוח הלאומי.

4. לאור השינויים הרבים שחלו במשק, בכלכלה ובפיתוח הארץ מאז חוקק לראשונה סעיף ההשקעות בחוק הביטוח הלאומי ב-1953, שהיה בהם להשפיע בין היתר על ייעוד כספי קרן המוסד לביטוח לאומי, ובעקבות התפתחות ערוצי השקעה נוספים, מן הראוי שהביטוח הלאומי, שר הרווחה ומשרד האוצר בשיתוף היועץ המשפטי לממשלה יישקלו תיקונים בהסכמה לסעיף 34 בחוק הביטוח הלאומי, הקובע את אופן השקעת עודפי הכספים של המוסד. יש להתחשב במידת העדכניות של סעיף זה ושל דעת המחוקק דאז בקביעת החוק להטלת האחריות על המוסד לשם הבטחת השימוש בעודפי הכספים שנצברו.

5. ראוי כי שר הרווחה יישקול להתקין תקנות בהסכמת שר האוצר, שיקבעו את ההשקעות המותרות למוסד בהתאם לסמכותם לפי סעיף 34 בחוק הביטוח הלאומי. מן הראוי שמועצת המוסד תעדכן את תקנון המועצה מ-1975 באופן שיחייב דיון במועצה או בוועדת הכספים שלה או בשתייהן וכן הגשת המלצות לשר הרווחה כאשר חל שינוי ניכר בתנאי השקעות המוסד.

סיכום

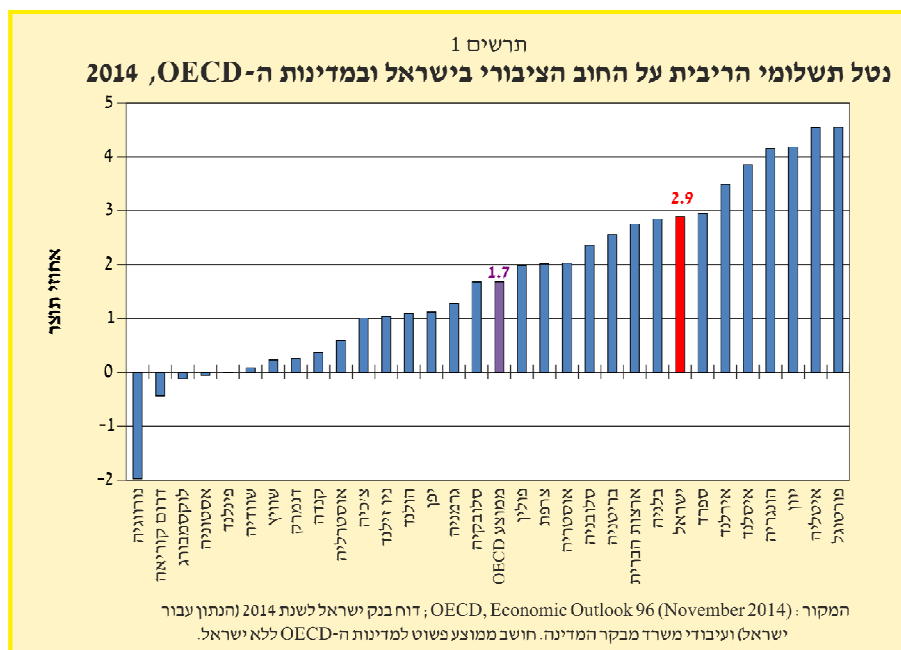
החוב הממשלתי ונטל תשלומי הריבית מצריכים ניהול מקצועי ומושכל. כמה נתונים של החוב הממשלתי חורגים מהמקובל בהשוואה בין-לאומית. נטל תשלומי הריבית על החוב הציבורי יחסית לתוצר, משקל החוב הלא סחיר יחסית לתוצר ומשקל החוב הסחיר הצמוד למדד מסך החוב גבוהים בהרבה מהמקובל במדינות ה-OECD. חלק מהחריגות במדדים אלה חושפות את החוב לסיכונים שוק שאינם נמדדים כראוי, מקטינות את הגמישות בניהול החוב ומגדילות את עלות גיוס ההון של הממשלה. חלק מהחריגות הן בשל קשיחיות הקיימות בניהול החוב כתוצאה מהסדרים היסטוריים עם קרנות הפנסיה, עם חברות הביטוח ועם הביטוח הלאומי. הסדרים אלה מגלמים סובסידיה המובלעת בתקציב הריבית ללא הרשאה תקציבית שקופה ומפורשת, פוגעים בפיקוח הפרלמנטרי של הכנסת ובפיקוח של הציבור על תקציב המדינה, מייקרים את תשלומי הריבית, ועלולים להתפרש בצורה לא נכונה על ידי חברות הדירוג והמשקיעים לגבי יכולת החזר החוב של המדינה. הסובסידיה לקרנות הפנסיה גדלה ללא שליטה בכמעט פי 60 - מכ-15 מיליון ש"ח ב-2007 לכ-893 מיליון ש"ח ב-2014, ויש לה השפעה על הרכב תקציב המדינה. הביטוח הלאומי משקיע את עודפי הכנסותיו בממשלה ואמור לנהל אותן אך אינו עושה כך. משרד האוצר לא הביא לדיון בממשלה פתרון לכשלים שהעלתה הוועדה לאיתנות פיננסית, פתרון לגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי, פתרון לבעיית הסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה ופתרון שיבטיח את מילוי התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי. היעדר טיפול יסודי בגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי עשוי להפסיק את הגידול בקרן הביטוח הלאומי בתוך כעשר שנים, לרוקן את הקרן כעשרים שנים לאחר מכן, ובעתיד לפגוע בתשלומי הקצבאות לאזרחים ולהעמיד בסיכון את הביטחון הסוציאלי שלהם.



מבוא

ניהול החוב כולל ניהול של החוב הקיים וגיוסי חוב שוטפים לצורך מימון מלא או חלקי של הגירעון בתקציב המדינה ולצורך מימון פירעון הקרן של חובות קיימים המגיעים לפירעון (מחזור החוב). החוב מנוהל על ידי היחידה לניהול החוב באגף החשכ"ל. בניהול החוב מסייעת היחידה בענבל⁷. בסוף 2014 עמדה יתרת החוב הממשלתי על כ-715.8 מיליארד ש"ח; משקל החוב בתמ"ג יורד בשנים האחרונות, ובסוף 2014 היה כ-65.9%⁸. החוב מורכב מחוב מקומי סחיר של כ-429.6 מיליארד ש"ח, מחוב מקומי לא סחיר של כ-180.1 מיליארד ש"ח ומחוב במטבע חוץ (להלן - מט"ח) של כ-106.1 מיליארד ש"ח. בסוף 2014 עמדה התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי על כ-180.4 מיליארד ש"ח (ההתחייבות אינה חלק מהחוב). מרבית גיוסי החוב נעשים באמצעות הנפקת אג"ח. תקציב תשלום החוב ופירעון אג"ח למוסד (סעיף 84 בתקציב הפיתוח וחשבון הון) בחוק התקציב לשנת 2014 היה כ-96.9 מיליארד ש"ח. תקציב תשלומי הריבית היה השלישי בגודלו בתקציב הרגיל בחוק התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 ועמד על כ-41.7 מיליארד ש"ח ב-2014. נטל תשלומי הריבית על החוב הציבורי⁹ בישראל היה ב-2014 2.9% מהתמ"ג; נטל התשלומים רשם ירידה ניכרת בעשור האחרון, אך הוא עדיין גבוה מהנטל הממוצע במדינות ה-OECD (1.7% מהתמ"ג) בכ-1.2 נקודות אחוז (ראו להלן תרשים 1). גודלו של החוב ונטל תשלומי הריבית מצריכים ניהול מושכל.

- 7 גב' מיכל עבאדי-בויאנג'ו כיהנה כחשכ"לית בתקופת הביקורת. היחידה היא חלק מחטיבת המימון והאשראי באגף החשב הכללי המנוהלת בידי סגן בכיר לחשכ"לית מר יהלי רוטנברג. בראש היחידה עומד מנהל החוב הממשלתי. היחידה מפעילה נציגות בניו יורק, שבין היתר מגייסת חוב חיצוני באמצעות ארגון הבונדס. בתיקון 14 לחוק מלווה המדינה, התשל"ט-1979 שנכנס לתוקף ב-2005 הועברה האחריות לניהול כל ענייני המלווה למשרד האוצר. עד לתיקון החוק, כל ההחלטות העקרוניות וההחלטות המדיניות לגבי מלווה המדינה נקבעו במשרד האוצר בעוד כל ניהול מכירת איגרות החוב והביצוע הטכני היה בידי בנק ישראל.
- 8 לפי נתוני דוח בנק ישראל לשנת 2014, משקל החוב הציבורי ברוטו בתמ"ג, הכולל גם את החוב של הרשויות המקומיות בניכוי חובן לממשלה, היה בסוף 2014 כ-67.6%, והוא נמוך בהשוואה לממוצע החוב הציבורי ב-OECD (86.2%).
- 9 נטל תשלומי הריבית על החוב הציבורי אינו כולל את תשלומי הריבית של התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי.



פעולות הביקורת

בחודשים אוגוסט 2014 - ינואר 2015 בדק משרד מבקר המדינה את אופן ניהול החוב ואת התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי. הבדיקה נעשתה במשרד האוצר - באגף החשכ"ל ובאגף התקציבים וכן בענבל. בדיקות השלמה נעשו באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון שבמשרד האוצר (להלן - אגף שוק ההון) ובביטוח הלאומי.

קבלת ההחלטות בניהול החוב

הסמכות לקבלת החלטות על הרכב החוב

חוק מילווה המדינה, התשל"ט-1979 (להלן - חוק מלווה המדינה), נותן לשר האוצר סמכות לקבוע בתקנות, באישור ועדת הכספים של הכנסת, הוראות רבות שמשפיעות על הרכב החוב. על פי החוק, שר האוצר יכול להסמך מי מטעמו לעשות פעולות מסוימות. כך לדוגמה, בסעיף 6(א) לחוק נקבע

כי שר האוצר, או מי שהסמיך, יקבע לגבי כל סדרה של אג"ח עניינים אלה: סוג הסדרה, יום הוצאתה, סך כל שווייה הנקוב, מועדי תשלום הריבית ומועדי פדיון האג"ח¹⁰.

במרוצת השנים הסמיכו שרי האוצר עובדים באגף שוק ההון לעניין סעיפים (3)4, (4)4 ו-6(א) לחוק, אולם נמצא כי ההסמכה האחרונה שפורסמה ברשומות היא משנת 2002¹¹ ואינה עדכנית¹².

נמצא כי החשכ"לית הנוכחית והחשכ"לים שקדמו לה בעשור האחרון קבעו את הרכב החוב, המשפיע על העלויות ועל הסיכונים הגלומים בו - באמצעות קביעת סוגי הסדרות שיונפקו, יום הוצאתן, השווי הנקוב שלהן, מועדי תשלום הריבית ומועדי פדיון האג"ח - בלא שקיימת הסמכה מפורשת משר האוצר¹³.

בתשובה שמסר מר יהלי רוטנברג, סגן בכיר לחשכ"לית, למשרד מבקר המדינה באפריל 2015 (להלן - תשובת אגף החשכ"ל) צוין בין היתר כי "בהתאם לעמדת היועץ המשפטי של משרד האוצר עצם קיום פעילות זו [ניהול החוב] באגף החשב הכללי במשך תקופה כה ארוכה ולאור התנהגות כל הצדדים [שרי האוצר והחשבים הכלליים] יש בכך אישור ברור להסמכת האגף לקבל החלטות על הרכב החוב הממשלתי. יחד עם זאת מאחר ולא נמצא התייעוד להסמכה נפעל לקבלת הסמכה עם כניסת שר האוצר לתפקידו".

אישור תכנית גיוס החוב

1. **תכנית הגיוסים השנתית** : את תכנית הגיוסים השנתית של החוב מתכננת היחידה ומגישה אותה לאישור החשכ"לית. תכנית הגיוסים לשנת 2014 כללה גיוס של 93 מיליארד ש"ח באמצעות הנפקת חוב מקומי סחיר, חוב מקומי לא סחיר וחוב חיצוני. גיוסים אלה, עם מקורות נוספים בסך 11 מיליארד ש"ח¹⁴, יועדו למימון פירעונות קרן בסך 76 מיליארד ש"ח בשנה השוטפת ולמימון גירעון בסך 28 מיליארד ש"ח¹⁵.

2. **תכנית הגיוסים החודשית** : אחת לחודש היחידה מגישה לחשכ"לית את תכנית הגיוסים החודשית¹⁶. מבקר המדינה כבר ציין בדוח 556 משנת 2006 בקשר לקביעת הגיוס החודשי: "במצגת ובדוח השנתי של היחידה חסר פירוט של השיקולים שלפיהם נקבע הרכב האג"ח שיונפקו. כמו כן הועלה שדיוני הפורום [למימון הגירעון]¹⁷ והחלטותיו לא תועדו

10 דוגמאות נוספות הן סעיפים (3)4 ו-4(4) לחוק. בסעיף (3)4 נקבעה הרשאה לשר האוצר, או למי שהסמיך, למכור אג"ח במכרז או בהליך תחרותי ושוויוני אחר, ולהציע לציבור פדיון מוקדם של אג"ח בדרך שתקבע בתקנות. בסעיף (4)4 נקבעה הרשאה לשר האוצר באישור ועדת הכספים לקבוע בתקנות לגבי כל סדרה או סדרות את המחיר שבו יימכרו האג"ח, ויש הרשאה לשר האוצר או למי שהסמיך לקבוע את המחיר בטווח המחירים, בשוויין הנקוב של האג"ח, בפחות ממנו או ביותר ממנו.

11 ילקוט הפרסומים 5071 מ-5.5.02, עמ' 2162.

12 ההסמכה נקבעה שמית, ועודכנה מדי פעם בפעם בהתאם לשינוי בעלי התפקידים באגף שוק ההון.

13 אמנם בשנת 2005 פרסם שר האוצר דאז הודעה שבה הסמיך את החשב הכללי (ילקוט פרסומים 5407 מ-19.6.05, עמ' 3091), אך זאת רק בעניין סעיף 6א לחוק (מינוי עושי שוק ראשיים).

14 תקבולי הפרטה ושימוש בקופת המזומנים של אגף החשב הכללי.

15 גירעון חזוי בניכוי אשראי נטו. אשראי נטו שווה להחזרי אשראי פחות מתן אשראי.

16 התכנית כוללת מידע על אג"ח שיונפקו בחודש השוטף לפי טווח לפדיון, מגזרי ההצמדה, הכמות שתונפק במונחי ערך נקוב והכמות שהונפקה מכל איגרת בחודש הקודם, וכן כוללת השוואה לתכנית השנתית. קודם לאישור ולפרסום התכנית דנים עם נציגי בנק ישראל המציגים סקירה של התפתחויות בארץ ובעולם, את הצעת בנק ישראל להרכב הגיוס החודשי ואת השיקולים להמלצה.

17 חברי הפורום אז היו נציגים של אגף החשכ"ל, לרבות היחידה לניהול החוב, של אגף שוק ההון, של אגף הכלכלה ושל אגף התקציבים.

בפרוטוקול, כפי שנדרש על פי כללי מינהל תקין". עוד צוין בדוח כי בהיעדר פרוטוקולים ובהיעדר מסמכים המפרטים את ההנחות ואת הנימוקים להחלטות, קשה לבדוק את סבירות ההחלטות, קשה לעקוב אחר ביצוען, לבקר אותן ולהפיק לקחים. בתשובת החשכ"ל דאז על הביקורת בדוח 56 נכתב: "החל מחודש אוגוסט 2005 נרשם פרוטוקול של דיוני הפורום, ובו מתואר מהלך הדיון ומתועדות ההחלטות שהתקבלו בנוגע לניהול החוב הממשלתי"¹⁸.

נמצא כי לא תועד הדיון על אישור תכנית הגיוסים לשנת 2014 ועל אישור מקורות מימון נוספים בהיקף כולל של יותר מ-100 מיליארד ש"ח; כמו כן לא תועדו האנשים שהשתתפו בדיון, הדעות שנשמעו בו וההחלטות שהתקבלו בו, לרבות אישור התכנית. עוד נמצא כי על אף תשובת החשכ"ל על דוח 56, הדיונים על תכנית הגיוסים החודשית עד יולי 2014 לא תועדו, ובמסמכים של היחידה לניהול החוב לא נמצאו אסמכתאות לשיקולים שלפיהם נקבע הרכב הגיוס החודשי. עוד נמצא כי עד מועד סיום הביקורת, פרט לאישור החשכ"ל לית לתכנית הגיוסים לחודש פברואר 2015, לא נמצא כל מסמך המתעד אישור של החשכ"ל לית לתכנית הגיוסים החודשית. יצוין כי במהלך הביקורת החל אגף החשכ"ל לתעד את הליך הדיון של תכנית הגיוסים השנתית. תכנית הגיוסים לשנת 2015 אושרה בכתב על ידי החשכ"ל לית בסיכום דיון מנובמבר 2014.

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי באוגוסט 2014 החלה היחידה לניהול החוב לתעד את דיוניה הפנימיים. עוד צוין: "תוצרי הדיונים מהווים אסמכתא מפורטת לקבלת החלטות".

בבדיקת משרד מבקר המדינה נמצא כי תיעוד הדיונים הפנימיים ביחידה מאוגוסט 2014 נעשה בדיונים שעסקו בהכנה למימון הגירעון. נוכח ההיקף הכספי הניכר של תכנית הגיוסים החודשית ובהתאם לכללי מינהל תקין, ראוי כי אגף החשכ"ל יקפיד לתעד גם את הדיונים, ההחלטות והאישורים של החשכ"ל לית הנוגעים לתכנית הגיוסים החודשית.

ביקורת פנימית, הסדרת הטיפול בניגודי עניינים אפשריים ותקציב היחידה

ביקורת פנימית על עבודת היחידה לניהול החוב

בקווים מנחים משותפים (Guidelines) לניהול חוב ממשלתי שפרסמו קרן המטבע הבין-לאומית (להלן - קרן המטבע) והבנק העולמי בשנים 2001, 2003 ו-2014 (להלן - הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי או הקווים המנחים)¹⁹ הם הציגו את הצורך בביקורת שוטפת על מנהלי החוב ועל הבקרה. בקווים המנחים מ-2014 צוינה בין היתר הביקורת הפנימית כגורם לביצוע הביקורת.

18 מבקר המדינה, דוח שנתי 56 (2006), "מאזן המדינה ליום 31.12.04", עמ' 195.

19 ראו:

International Monetary Fund and The World Bank, **Guidelines for Public Debt Management** (March 2001), p. 17; International Monetary Fund and The World Bank, **Guidelines for Public Debt Management** (September 2003), p. 16; The World Bank and International Monetary Fund, **Revised Guidelines for Public Debt Management** (April 2014), p. 14, 25.

בסעיף 2 של חוק הביקורת הפנימית, התשנ"ו-1992, נקבע: "(א) בכל גוף ציבורי תקום ביקורת פנימית על ידי מבקר פנימי... (ג) המבקר הפנימי של אגף החשב הכללי במשרד האוצר יהיה אחראי לביקורת הפנימית על ביצוע תקציב המדינה ביחידות החשבות והכספים של משרדי הממשלה".

לא נמצא כי המבקר הפנימי של משרד האוצר עשה בשנים האחרונות ביקורת על עבודת היחידה לניהול החוב. את הביקורת האחרונה ביחידה לניהול החוב, שהייתה בנושא מלוות פנים - אג"ח סחיר, עשתה יחידת הביקורת באגף החשב"ל (הכפופה לחשב"ל) באמצעות חברה חיצונית בחודשים מרץ-אוקטובר 2008.

המבקר הפנימי במשרד האוצר הודיע למשרד מבקר המדינה באוגוסט 2014 כי העניין עלה לדיון בתכנית העבודה של הביקורת הפנימית לשנת 2015, אך הנושא טרם אושר.

בתשובת אגף החשב"ל צוין בין היתר כי "ביקורת על אגף החשב הכללי... מבוצעת בהתאם לחוק הביקורת הפנימית על ידי חטיבת הביקורת והיא אשר מקיימת ביקורת שוטפות... בין היתר גם על פעילות יחידת החוב". בתשובה נוספת שמסרה גב' לימור טל, סגנית בכירה לחשבת הכללית ומנהלת חטיבת הביקורת, ביולי 2015 צוין: "החשב הכללי הינו הגוף הממשלתי היחיד שמעמד מבקר הפנים שלו וכפיפותו לחשב"ל הוסדר באופן פרטני בחוק [הביקורת הפנימית]. יחידת ניהול החוב הממשלתי הינה חלק מאגף החשב הכללי, פעילותה עוסקת בביצוע תקציב המדינה והיא כפופה לביקורת של המבקר הפנימי של החשב הכללי. ביצוע ביקורת פנימית ביחידה על ידי המבקר הפנימי של המשרד [משרד האוצר] סותר את החוק ואת הרציונאל העומד בבסיסו שהוא שמירת אי התלות של הביקורת הפנימית באגף".

משרד מבקר המדינה מציין כי בניגוד ליחידת הביקורת באגף החשב"ל, המבקר הפנימי במשרד האוצר אינו כפוף לחשב"ל. מכל מקום, הבדיקה העלתה כי שני גורמים בתוך משרד האוצר סבורים שמתפקידם לבצע ביקורת פנימית על עבודת היחידה לניהול החוב. במצב דברים זה, מן הראוי שהיועץ המשפטי של משרד האוצר ייתן דעתו לעניין ויוציא הנחיות מחייבות בנושא בהקדם האפשרי, בשם לב לכך שהביקורת האחרונה שעשתה יחידת הביקורת בחשב"ל על עבודת היחידה לניהול החוב הייתה לפני כשבע שנים.

הסדרת הטיפול בניגודי עניינים אפשריים של עובדי היחידה לניהול החוב

היועץ המשפטי לממשלה קבע הנחיות בנוגע לטיפול בניגודי עניינים²⁰, ובכלל זה הוראות על מעורבותו של היועץ המשפטי של המשרד הממשלתי או של הגוף הרלוונטי.

עובדי חטיבת המימון והאשראי באגף החשב"ל (להלן - חטיבת המימון), לרבות עובדי ענבל המועסקים בניהול החוב, מחויבים להתנהל בהתאם לקוד התנהגות מקצועית ושמירה על כללים אתיים שגיבשה החטיבה (להלן - קוד להתנהגות מקצועית). בקוד להתנהגות מקצועית צוין בין היתר כי עובד החטיבה הנתקל בניגוד עניינים בין ענייני החטיבה לענייני האישיים, או בחשש לניגוד עניינים, מחויב להודיע לאלתר לממונה עליו. באחריות הממונה להעביר את הטיפול בנושא למנהל חטיבת המימון או למנהל היחידה.

20 בין היתר הנחיה 1.1555 (עודכנה במרץ 2013) של היועץ המשפטי לממשלה בדבר "עריכת הסדרים למניעת ניגוד עניינים בשירות המדינה".

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי הקוד להתנהגות מקצועית יושם ביזמת חטיבת המימון, נבנה לאחר בחינה השוואתית מעמיקה של מוסדות פיננסיים והועבר להערות הלשכה המשפטית במשרד האוצר אשר יושמו במלואן בקוד טרם החלתו.

משרד מבקר המדינה מעיר כי הקוד להתנהגות מקצועית של חטיבת המימון אינו מסדיר את המעורבות של הייעוץ המשפטי במשרד האוצר בהסדרים למניעת ניגודי עניינים. כפי שעולה מהנחיות הייעוץ המשפטי לממשלה, מן הראוי שהייעוץ המשפטי במשרד האוצר יהיה מעורב בבחינת הצורך לקבוע הסדר לניגוד עניינים ובקביעת ההסדרים עצמם, לרבות המגבלות שיחולו על עובדי חטיבת המימון, ושהקוד יכלול הפניה של העובד לייעוץ המשפטי אם מתגלה חשד לניגוד עניינים.

שיקוף תקציב היחידה לניהול החוב בתקציב המדינה

בחוקי התקציב²¹ מוגדר סעיף תקציב, בין היתר, כסעיף הקובע את הוצאות של משרד ממשלתי בעל היקף או חשיבות המצדיקים את קביעתו בסעיף נפרד המחולק לתחומי פעולה לפי הצורך²². סעיף תקציב "משרד האוצר" (סעיף 5) כולל חלוקה לתחומי פעולה, ובהם של הוצאות המשרד הראשי. הוצאות המשרד הראשי מחולקות לתכניות בהתאם לאגפי המשרד. פרטי התקציב מציגים את תכנית הוצאות של אגף החשכ"ל, הכוללות את הוצאות תפעול האגף המפורטות בתקנות. בדרך זו נקבע סעיף "תשלום ריבית" (סעיף 45) כסעיף שאליו נזקפים תשלומי הריבית הצפויים באותה שנה.

בבדיקה שביצע משרד מבקר המדינה התברר כי הוצאות תפעוליות של היחידה הקשורות לניהול החוב הממשלתי משולמות אף הן מתקציב "תשלום ריבית". כך לדוגמה, תשלומים לענבל, המסייעת כאמור בניהול החוב ורוב עבודתה הוא בסיוע בגיוס מלוות פנים, הופיעו כחלק מההוצאות בתקנה "תשלומי ריבית ועמלות", שהיא חלק מתחום הפעולה "מלוות חוץ"; עלויות מחשוב הופיעו כחלק מההוצאות בתקנה "כספי אמיסיות"²³, בנקים, הפקדות, שונות ועמלות²⁴. זאת ועוד, בבדיקת פרטי התקציב לא הוצג תקציב בתקנה זו בשנים 2013-2014.

נמצא כי קיימות הוצאות בגין תפעול החוב הממשלתי בהיקף של מיליוני ש"ח בכל שנה המשולמות ללא שקיפות מסעיף "תשלום ריבית" אף שהיה מצופה שישולמו מסעיף הוצאות משרד האוצר (סעיף 5). לדעת משרד מבקר המדינה, על אגף התקציבים ואגף החשכ"ל לבצע בדיקה משותפת ולחלק מחדש את ההוצאות הנוגעות לניהול החוב הממשלתי בין סעיף תשלום הריבית לסעיף הוצאות משרד האוצר ולבצע שיוך הולם בתוך סעיפי ההוצאה (לתחומים, לתכניות ולתקנות) בהתאם למאפייני ההוצאה.

חשב בכיר - מטה החשב הכללי מסר למשרד מבקר המדינה ביולי 2015: "ככלל יש להבחין בין הוצאות עבור עמלות ושירותי חיתום ושירותים נוספים המהווים חלק מהעלות האפקטיבית של החוב ולכן נכון לסווג אותם כחלק מתשלומי הריבית... בבדיקה שנעשתה שולמו בשנת 2015 הוצאות של 2 מיליון ש"ח ונרשמו הזמנות של 5.9 מיליון ש"ח שיש להסדיר... אגף החשב הכללי

- 21 ראו לדוגמה, חוק התקציב לשנות הכספים 2013-2014, התשע"ג 2013.
- 22 תחום פעולה הוא חלק של סעיף תקציב המוקצה לעניין מסוים המחולק לתכניות לפי הצורך.
- 23 הלוואות ופיקדונות שנלקחו בשנות החמישים מבנקים, מרשות הנמלים והרכבות ומגופים נוספים.
- 24 יתרת ההזמנות וההתחייבויות לאפריל 2015 בגין תשלומים לענבל ובגין הוצאות מחשוב הייתה כ-9.5 מיליון ש"ח וכ-2 מיליון ש"ח בהתאמה.

הגיע לסיכום עם אגף התקציבים בנושא זה אולם יישומו מתעכב מאחר ואין תקציב מדינה מאושר... הערת המבקר לגבי הוצאות הנ"ל מקובלת וההוצאות ימויינו לתקנות אחרות. לגבי... 'הוצאות מחשוב' בסכום של 2 מיליון ש"ח – אנו מקבלים את הערת המבקר. ההזמנה תבוטל במהלך השבוע הקרוב ותרשם בתקנה רלוונטית".

יעדים כמותיים בתכנון אסטרטגי של תמהיל החוב

קביעת יעדים כמותיים בתכנון אסטרטגי של תמהיל החוב לטווח הבינוני (שלוש עד חמש שנים) ולטווח הארוך (להלן - תמהיל חוב אסטרטגי) היא אחד המרכיבים החשובים בניהול החוב. קביעת תמהיל חוב אסטרטגי מצריכה את מנהלי החוב במדינות השונות להתאים את מדיניות ניהול החוב השנתית באופן מדוד ומחושב בהתאם למאפיינים הכמותיים הרצויים של תמהיל החוב האסטרטגי. קביעת תמהיל חוב אסטרטגי תאפשר לבקר את עבודת מנהלי החוב, לנתח סטיות מהתמהיל האסטרטגי ולהפיק לקחים.

קרן המטבע והבנק העולמי הציגו בקווים המנחים שלהם את החשיבות בקביעת תמהיל חוב אסטרטגי. הם ציינו, בין היתר, שמנהלי חוב במדינות בעלות שוק הון מפותח פועלים לפי אחת משתי החלופות הללו: קובעים באופן תקופתי מבנה חוב רצוי המשמש מנחה להנפקות שיבוצעו באותה תקופה או קובעים קבוצה של יעדים אסטרטגיים וטווח לגורמי סיכון של תמהיל החוב המשמשים מנחים לניהול היומיומי של תמהיל החוב. היעדים מבוססים בדרך כלל כיעדים כמותיים לגורמי הסיכון של תמהיל החוב ומקובל לקבוע להם טווחים²⁵. גם ארגון ה-OECD, באסופת מאמרים מ-2005, הציג את הצורך במבנה אופטימלי של תמהיל החוב לצורך ניהול סיכונים²⁶. אמירות דומות מופיעות גם בפרסום של הבנק העולמי משנת 2004²⁷.

בדוח 56 משנת 2006 ציין מבקר המדינה כי לא נמצאו במשרד האוצר החלטות או מסמכים שמתארים את ההרכב הכמותי של החוב הרצוי לטווח הארוך או לטווח הבינוני. עוד צוין כי ראוי שהיחידה תקבע יעדים כמותיים בהקדם האפשרי. החש"ל דאז ציין בתשובתו על דוח 56: "עד כה נקבעו יעדים איכותיים לתמהיל החוב לטווח הבינוני-ארוך... היחידה עוסקת בפיתוח של מודלים מתקדמים לתכנון ארוך טווח של תמהיל המלוות, והיא עמדה לסיים את ההיערכות להפעלתם וליישומם, ומודלים אלה יסייעו לקבוע לראשונה במקצועיות וביעילות יעדים כמותיים לתמהיל החוב"²⁸.

25 יעדים כמותיים שצוינו כוללים, בין היתר, את החלק של החוב הקצר ביחס לחוב הארוך, הרכב מטבעות רצוי של החוב ומשך חיים ממוצע (להלן - מח"מ) של החוב. קביעת טווחים ליעדים נועדה למנוע שינויים תכופים במבנה החוב ובעלויות הקשורות בשינויים אלה כתוצאה מהרצון להתאים את מבנה החוב הקיים למבנה החוב הרצוי.

26 בין היתר צוין שם כי ממשלות צריכות לקבוע נקודות ייחוס אסטרטגיות לאפיון הרכב ההתחייבויות והנכסים שלהם. קביעת נקודות ייחוס אסטרטגיות מייצגות את מאפייני תיק החוב ארוך הטווח שאליו הממשלה שואפת להגיע.

27 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 29-30; מ-2003, עמ' 31; ומ-2014, עמ' 40. כמו כן ראו:

Hans J. Blommestein, "Introduction to Advances in Risk Management of Government Debt", in OECD (2005), *Advances in Risk Management of Government Debt*, p.13-14; Graeme Wheeler, *Sound Practice in Government Debt Management*, (2004), The World Bank, p. 111-125.

28 מבקר המדינה, דוח שנתי 56 (2006), עמ' 191.

בדוח השנתי לשנת 2013 שפרסמה היחידה היא ציינה מדיניות ויעדים איכותיים בניהול החוב, הכוללים את שיקולי המדינה כריבון, הפועל לתמיכה ולפיתוח שוק האג"ח הממשלתי, ואת שיקולי המדינה כמנפיק, הפועל להקטנת העלויות בהתאם לתיאבון הסיכון הרצוי של מנהלי החוב (הסיכון שמנהלי החוב מוכנים ומסוגלים לקבל). עוד צוינו מטרות משנה איכותיות בחוב המקומי ובחוב החיצוני.²⁹

תכנית הגיוסים של היחידה לשנת 2014 הציגה יעדים איכותיים ארוכי-טווח, לרבות יעד לקביעת מדדים כמותיים ושימוש במודלים שיקטינו את החשיפה של החוב לסיכונים מחזור, ויעדים להקטנת החשיפה של החוב הממשלתי לסיכונים שוק, לרבות המשך המגמה של הקטנת החוב הצמוד למט"ח. עוד הציגה התכנית יעדים כמותיים לשנים 2014-2016, אך רק של הטווח הממוצע לפדיון של הגיוסים ושל יתרת החוב, וכן יעד ארוך טווח להיקף החוב הקצר (חוב הנפרע בשנה הקרובה) ביחס לסך החוב. היעדים נקבעו במסגרת מדיניות החשכ"לית להארכת החוב. בתכנית הגיוסים לשנת 2015 צוינה הקטנת החשיפה למדד המחירים לצרכן, בין היתר על ידי הגדלת המרכיב השקלי בגיוס.

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי חברות הדירוג הבינלאומיות מציינות לטובה את מדיניות ניהול החוב הממשלתי ומציינות כי ניהול החוב הממשלתי והסיכונים הם נקודות חוזקה בדירוג החוב.

משרד מבקר המדינה מציין כי ליעדים הכמותיים להארכת החוב שקבעה החשכ"לית יש חשיבות רבה לצורך מזעור סיכונים מחזור. לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי שהחשכ"לית תבחן קביעת טווחים ליעדים כמותיים נוספים כגון ההרכב המטבעי הרצוי של החוב. כמו כן ניתן לשקול להפריד בין החלטות אסטרטגיות בגיוס החוב לטווח הבינוני והארוך, שראוי שייקבעו אחת לתקופה, ובין תכניות הגיוס השנתיות שאמורות להביא לאיוון בין היעדים שנקבעו בתכנית האסטרטגית ליעדים קצרי טווח בהתאם לשינויים בשוק.

גיוס חוב סחיר בשוק המקומי - רפורמת עושי שוק ראשיים

גיוס חוב סחיר באמצעות הנפקת אג"ח סחירות בשוק המקומי הוא כלי הגיוס המרכזי של הממשלה. בשנת 2014 היה החוב המקומי הסחיר כ-429.6 מיליארד ש"ח, שהם כ-60% מסך החוב. בשנה זו גייסה הממשלה חוב מקומי סחיר של כ-64 מיליארד ש"ח, שהם כ-60% מסך החוב שגויס באותה שנה.

אי-וידוא השגתם של יעדי הרפורמה

בתיקון 14 לחוק מלווה המדינה, שנכנס לתוקף ב-2005, הועברה האחריות להנפקות חוב סחירות ליחידה לניהול החוב. תיקון 14 לחוק הביא לרפורמה מקיפה בשוק האג"ח הממשלתי (להלן - הרפורמה), שכללה מינוי של עושי שוק ראשיים (להלן - עש"ר). עש"ר הם גופים פיננסיים המתמחים במסחר בניירות ערך, הן בשוק הראשוני (שלב ההנפקה) והן בשוק המשני (המסחר שלאחר ההנפקה), ותפקידם להבטיח סחירות ונזילות של נייר הערך בשוק המשני.

29 מטרות משנה בחוב המקומי: הגברת הסחירות והנזילות של אג"ח, שכלול שוק האג"ח הממשלתי ופיתוח מוצרים חדשים והתמקדות בסדרות גדולות לטווחים קבועים כמקובל בעולם. מטרות משנה בחוב החיצוני: יצירת נקודות ייחוס להנפקות של חברות ישראליות בחו"ל, חשיפת המשק למשקיעים זרים, הרחבת בסיס המשקיעים, שיפור דירוג האשראי והקטנת פרמיית הסיכון של מדינת ישראל.

הרפורמה נועדה להשיג כמה מטרות: הגדלת הסחירות והנזילות של האג"ח הממשלתיות בשוק המשני, הקטנת עלויות הגיוס של הממשלה ושל המגזר הפרטי, גלובליזציה ושכלול השווקים הפיננסיים על ידי הכנסת גופים זרים, הקטנת הריכוזיות בשוק האג"ח הממשלתיות בפרט ובשוק ההון בכלל, הרחבת פעילות הבנקים והמשקיעים המוסדיים הזרים בשוק ההון הישראלי, הגדלת בסיס המשקיעים באג"ח הממשלתיות, אימוץ נורמות מסחר וסליקה בין-לאומיות, פיתוח מכשירים פיננסיים חדשים ופיתוח ניהול הסיכונים בתחום ניירות ערך.³⁰

כדי להשיג את יעדי הרפורמה בשוק הראשוני מחויבים עש"ר לרכוש את נייר הערך בכמות מינימלית. לגבי השוק המשני, עש"ר מייצרים "שוק סיטוני" של נייר הערך באמצעות התחייבות למכירתו ולקנייתו בכמויות מינימליות גדולות ובמחירי קנייה ומכירה (מרווחים) שהם מפרסמים במערכת מסחר בין-לאומית ייעודית (להלן - מערכת MTS).³¹ בתמורה להתחייבותם של עש"ר, הם נהנים מגישה למכרזים ייעודיים למכירת אג"ח. כמו כן, הם נהנים מאפשרות להקצאה נוספת של אג"ח במחיר הממוצע של המכרז ביום שאחרי המכרז (בהיקף שנקבע מראש), מגישה למאגר השאלות שהקים משרד האוצר³² ומגישה בלעדית למערכת MTS.

בשל הרפורמה המקיפה בשוק האג"ח הממשלתיות במטרה להשיג יעדים רבים, ובשל החובות וזכויות היתר לחלק מהפעילים בשוק כדי להשיג חלק מהיעדים, יש לבדוק מדי פעם בפעם אם הושגו היעדים ברפורמה.³³

מתברר כי אף שגיוס חוב מקומי סחיר באמצעות עש"ר הוא אפיק הגיוס הגדול והמרכזי של הממשלה ואף שהיחידה לניהול החוב מעניקה להם זכויות יתר (בתמורה לחובות המוטלות עליהם), לא בדקה היחידה אם הושגו יעדי הרפורמה, ובכך נפגע תהליך הפקת לקחים החיוני לשיפור ניהול החוב הממשלתי וייעולו באמצעות עש"ר. לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי היחידה תבדוק את אופן השגת היעדים שהוגדרו ברפורמה לצורך הפקת לקחים החיונית לייעול גיוסי החוב הממשלתי באמצעות עושי שוק ראשיים.

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי הרפורמה השיגה את מטרתה העיקרית בהקטנת סיכוני החיתום של החוב הממשלתי ובהבטחת יחסי כיסוי מרביים לכל הנפקה, וכי מתבצע מעקב שוטף יומי על פעילות העש"ר הן לעניין מחזורי המסחר, שעות הציטוט ומרווחי הציטוט והכמויות בשוק המשני והן לעניין הפעילות בשוק הראשוני. החטיבה נמצאת בהליך בדיקה של עשיית השוק בסיוע יועץ חיצוני, והחשכ"לית פנתה בנושא גם לרשות ניירות ערך.

30 משרד האוצר, אגף החשכ"ל, היחידה לניהול החוב הממשלתי, דין וחשבון לשנים 2006-2007, עמ' 70-71.

31 כתב המינוי לעושה שוק ראשי מציין מחויבויות נוספות: דרישות מבניות (היות עושה השוק הראשי תאגיד בנקאי או חבר בורסה או תאגיד שהתאגד במדינת חוץ ועומד בדרישות שצוינו בכתב המינוי), דרישות להון עצמי מינימלי וכו'.

32 מאגר השאלות מאפשר לעושה שוק ראשי אשר נזקק לאיגרת לפנות למסלקת הבורסה ולשאל את האיגרת מהמאגר, ובתמורה הוא מעביר כסף מזומן שעליו הוא מקבל ריבית.

33 יצוין כי חטיבת המחקר בבנק ישראל בדקה אם הושגו חלק מיעדי הרפורמה באמצעות שתי עבודות מחקר שפורסמו בספטמבר 2011 ובאוגוסט 2013. ראו: ינון גמרסני, השפעת רפורמת עושי השוק על רמת הנזילות בשוק איגרות החוב הממשלתיות השקליות, סדרת מאמרים לדיון 2011.09, בנק ישראל, חטיבת המחקר (ספטמבר 2011); וראו:

Orly Sade, Roy Stein and Zvi Wiener, **Israeli Treasury Auction Reform**, Discussion Paper no. 2013.09, Bank of Israel, Research Department (August 2013).

אי-פרסום ברשומות על מינויים של עושי שוק ראשיים

סעיף 6א(א) לחוק מלווה המדינה קובע כי הממשלה רשאית למנות מדי פעם בפעם עש"ר לאג"ח שהוצאו ושיוצאו לפי חוק זה ולהתקשר עמם בהסכם. לפי סעיף 6א(ו) לחוק, הודעה על מינויים של עש"ר תפורסם ברשומות ובאתר האינטרנט של משרד האוצר.

ביוני ובספטמבר 2006, לקראת יישום הרפורמה, פורסמו ברשומות הודעות על מינויים של עש"ר על ידי הממשלה³⁴. הודעה כי בשנת 2009 ובשנת 2014 הותר לעוד שני גופים פיננסיים לפעול כעש"ר חדשים בכל הנוגע להוראות חוק מלווה המדינה.

לא נמצאה הודעה ברשומות על מינויים של שני עש"ר שצורפו בשנים 2009 ו-2014, וזאת בניגוד לדרישה מפורשת בחוק מלווה המדינה.

בתשובת אגף החשכ"ל נכתב: "לעניין הפרסום ברשומות של שני הגופים הפיננסיים, הערת המבקר מתקבלת והנושא יתוקן".

גיוס חוב לא סחיר בשוק המקומי - אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח

רקע

החוב המקומי הלא סחיר הוא השני בגודלו בתיק החוב, ובסוף 2014 הוא עמד על כ-180.1 מיליארד ש"ח. החוב מורכב מאג"ח מיועדות שהונפקו לקרנות הפנסיה בסך כ-124.4 מיליארד ש"ח, מאג"ח מיועדות שהונפקו לחברות הביטוח (פוליסות מבטיחות תשואה) בסך כ-47.6 מיליארד ש"ח ומחוב לא סחיר אחר בסך כ-8.1 מיליארד ש"ח, הכולל מלוות חובה בניהול בנק ישראל ופיקדונות ואמיסיות בניהול משרד האוצר. מאפייני האג"ח הלא סחירות בשוק המקומי מופיעים בלוח 1:

34 ילקוט הפרסומים 5551 מ-12.7.06, עמ' 4140; ילקוט הפרסומים 5584 מ-27.9.06, עמ' 140.

לוח 1

מאפייני אג"ח לא סחירות בשוק המקומי

טווח הפירעון	הריבית ²	מועד ההנפקה הראשון	איגרת החוב ¹
20 שנה	5.5% (5.57% אפקטיבית)	30.11.83	מירון ^{4,3}
15 שנה	4.8% (4.86% אפקטיבית)	2.7.95	ערד ⁴
10-25 שנה	4%-6.2%	1.5.62	חץ ⁵

1. כל האג"ח צמודות למדד ומשלמות ריבית קבועה אחת לשישה חודשים.
 2. ריבית אפקטיבית למועד סיום הביקורת.
 3. מאז ספטמבר 2003 איגרת החוב אינה מונפקת עוד.
 4. איגרת חוב מיועדת לקרנות הפנסיה.
 5. איגרת חוב מיועדת לחברות הביטוח.
- המקור: נתוני משרד האוצר.

תקציב הריבית לאג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה בחוק התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 היה כ-5.5 מיליארד ש"ח וכ-5.7 מיליארד ש"ח בהתאמה. תקציב הריבית לאג"ח מיועדות לחברות הביטוח בשנים אלה היה כ-2.2 מיליארד ש"ח וכ-2.3 מיליארד ש"ח בהתאמה.

אם בעת הנפקת אג"ח מיועדות הריבית עבורן גבוהה מהריבית עבור אג"ח ממשלתיות סחירות בעלות מאפיינים דומים, המדינה למעשה מסבסדת את קרנות הפנסיה ואת הפוליסות מבטיחות התשואה של חברות הביטוח דרך תקציב הריבית בתקציב המדינה. גודל הסבסוד תלוי בהפרש הריביות ובכמויות המונפקות מאג"ח מיועדות. הפרש הריביות תלוי בריביות שנקבעו, בשינויים בריביות שנקבעו בחקיקה בחמשת העשורים האחרונים ובשינויי תשואות על אג"ח ממשלתיות סחירות בעלות מאפיינים דומים. שינויים בכמויות המונפקות תלויים במגבלות כמותיות, שנקבעו בחקיקה ושונו בה, ובהחלטות ממשלה בשלושת העשורים האחרונים.

1. קופות גמל לקצבה (קרנות הפנסיה): באוגוסט 2003 שונתה המגבלה על השקעות באג"ח מיועדות של קרנות הפנסיה בקרן ותיקה ל-30% (במקום לפחות 93% מהשווי המשווער של נכסי הקרן), ובקרנות חדשות ל-30% (במקום 70%)³⁵. כמו כן הוחלט כי בעתיד יונפקו לכל קרנות הפנסיה רק אג"ח מסוג ערד בריבית אפקטיבית של 4.86%; זאת במקום אג"ח מסוג מירון, בעלות שיעור תשואה אפקטיבי של 5.57% לקרנות הפנסיה הוותיקות, ובמקום אג"ח מסוג ערד, בעלות שיעור תשואה אפקטיבי של 5.05% עבור קרנות הפנסיה

35 תקנות מס הכנסה, כללים לאישור ולניהול קופות גמל, תיקון מס' 3, התשס"ג-2003, קובץ התקנות 6259 (24.8.03), עמ' 1002. יצוין שבסוף מרץ 2003 החליטה הממשלה בין השאר להפסיק להנפיק אג"ח מסוג ערד לקרנות הפנסיה החדשות. ההחלטה להנפיק להן ולקרנות הוותיקות עד 30% מנכסיהן התקבלה לאחר דיונים בכנסת בנושא זה בחודש מאי 2003. ההחלטה התקבלה נוכח החששות מתנודתיות חדה בתשואה ובין היתר במטרה להגן על עמית קרנות הפנסיה שבהסדר מפני תנודתיות חדה בתשואה כתוצאה מהפסקת הנפקת אג"ח מיועדות מסוג מירון. ראו: הצעת חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח) (תיקון מס' 28) (כריות ביטוח לקרנות פנסיה ותיקות), התשע"ד-2014, עמ' 224.

החדשות³⁶. השינויים נעשו במקביל לרפורמה בקרנות הפנסיה בשנת 2003 נוכח גירעונות אקטואריים של חלק מקרנות הפנסיה הוותיקות³⁷.

2. פוליסות ביטוח מבטיחות תשואה של חברות הביטוח: הנפקת אג"ח מסוג חץ לפוליסות מבטיחות תשואה נעשית מתוקף חוק המלווה (חברות ביטוח), התשכ"ג-1962, והתקנות שהותקנו מתוקפו. האג"ח הונפקו בגין פוליסות מבטיחות תשואה שנמכרו בשנים 1962-1990. השיעור המרבי של אג"ח חץ מההשקעות של הפוליסות הוא בין 86% ל-100% ושיעור הריבית למבטחים הוא בין 4% ל-6.2%. משנת 1991, במסגרת מדיניות הממשלה לצמצום מעורבותה בשוק ההון, אג"ח חץ מונפקות רק בגין תכניות ביטוח מבטיחות תשואה שנרכשו לפני 1991. החל מאותו מועד תכניות חדשות לביטוח חיים הופעלו במתכונת השתתפות ברווחים.

3. קופות גמל שלא לקצבה: במסגרת הפעלתה בהדרגה של רפורמה בשוק ההון לצמצום המעורבות של הממשלה בשוק, החליט משרד האוצר לקרוא סוף שנת הכספים 1986 שלא לאשר עוד הנפקת אג"ח מיוחדות לקופות גמל שלא לקצבה³⁸.

הרכב הגיוס הלא סחיר בשנים האחרונות והסבסוד הגלום בו

הפחתת המגבלות הכמותיות על החזקת אג"ח מיועדות בקופות גמל לקצבה ב-2003 ל-30% הפסיקה את הנפקת אג"ח מסוג ערד בשנת 2004 והביאה לגיוסים שוליים בשנים 2005 ו-2006 ולהנפקות בסכומים נמוכים יחסית בשנים 2007 ו-2008 (תרשים 2). השינויים בהנפקת אג"ח ערד אירעו בשל הקטנה הדרגתית של החזקות הגופים המוסדיים (קופות גמל לקצבה) שנעשתה על ידי פירעון של אג"ח שהגיעו לפירעון ואי-הנפקת אג"ח חדשות עד אשר הגופים האלו החזיקו אג"ח בשיעור הנמוך מ-30%. רק בשנים 2009-2011 גדלו שוב ההנפקות, ובשנים 2012-2014 היה גידול ניכר כאשר החזקות של גופים מוסדיים נוספים באג"ח ערד ירדו אל מתחת ל-30%. בשנים 2012, 2013 ו-2014 הונפקו כ-11.5 מיליארד ש"ח, כ-20.7 מיליארד ש"ח וכ-24.7 מיליארד ש"ח בהתאמה (תרשים 2). הגיוס נטו (גיוסים פחות פירעונות) גדל לסכומי שיא של כ-10.6 מיליארד

36 משרד האוצר, אגף החשב הכללי, היחידה לניהול החוב, דוח שנתי מס' 2 לשנת 2003, עמ' 12-13; תקנות מלווה המדינה (סדרות מסוג "ערד"), התשנ"ה-1995.

37 הפחתת המגבלות על השקעות באג"ח מיועדות נעשו בהמשך להפחתות במגבלות שבוצעו בעבר. בינואר 1988 נקבע בתקנות חובה על קרנות פנסיה להשקיע לפחות 93% מנכסיהן המשוערכים בין היתר באג"ח מיועדות. למעשה בתקנות אלו אין הפחתה או הגבלה של היקף ההחזקה של אג"ח מיועדות וניתן היה להשקיע גם 100% באג"ח מיועדות. ראו: תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) (תיקון מס' 11), התשמ"ח-1987, קובץ התקנות 5072 מ-25.12.87, עמ' 287, ודוח שנתי 38 (1988), עמ' עט. במרץ 1995 החליטה הממשלה להנפיק לקרנות הפנסיה הקיימות והחדשות אג"ח מיועדות נושאות ריבית בשיעור 4.8% לשנה (שיעור שנתי אפקטיבי של 5.05%) בגין עמיתים שהצטרפו אליהן מ-1.1.95. רכישת אג"ח אלו הוגבלה ל-70% מהצבירה נטו בקופה בכל חודש (השווי המשווער של נכסי הקרן). החלטת הממשלה התקבלה לצורך הפעלת תכנית לתמיכה בקרנות פנסיה מאוזנות חדשות. שר האוצר התקין במאי 1995 את תקנות מלווה המדינה (סדרות מסוג ערד), התשנ"ה-1995, ובאוגוסט אותה שנה התקין את תקנות מס הכנסה (כללים לאישור ולניהול קופות גמל) (תיקון מס 3), התשנ"ה-1995. ראו קובץ התקנות 5703 מ-7.9.95, עמ' 1882 וראו מבקר המדינה, דוח שנתי 50 (2000), עמ' 805.

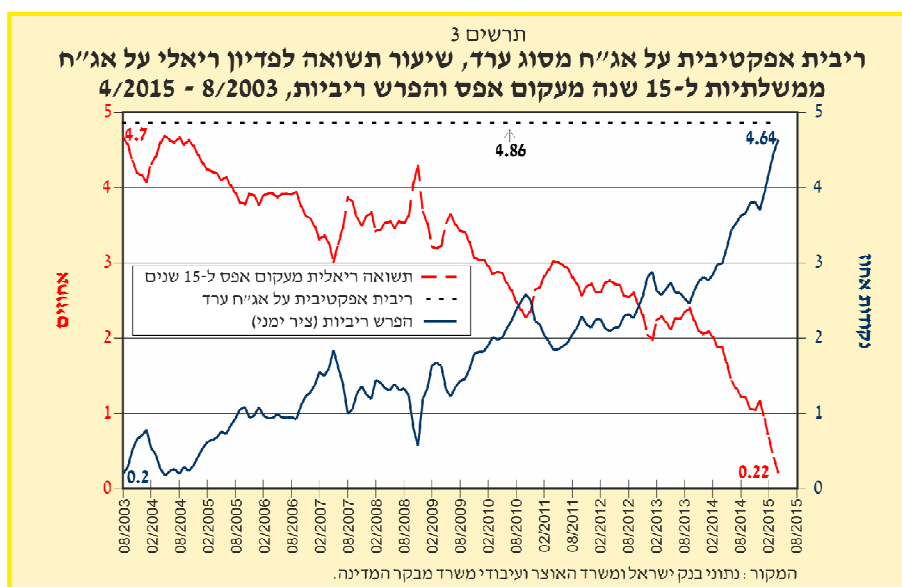
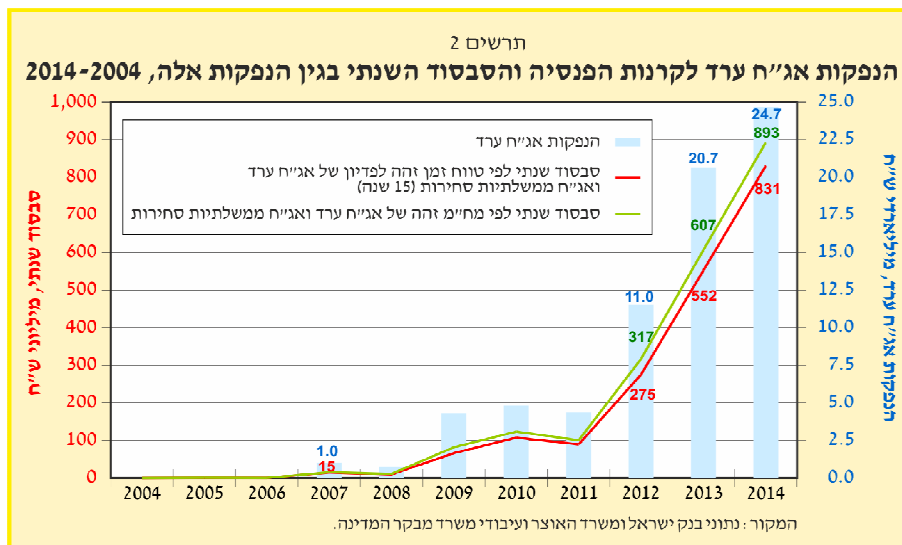
38 מבקר המדינה, דוח שנתי 38 (1988), עמ' עט. באוקטובר 2014 הגיש פורום החוסכים לפנסיה בישראל עתירה למתן צו על תנאי נגד שר האוצר לעניין הנפקת אג"ח מיועדות גם לקופות הגמל (בג"ץ 6925/14 פורום החוסכים לפנסיה בישראל נ' שר האוצר). במועד סיום הביקורת טרם נקבעה פסיקת בג"ץ בנושא.

ש"ח וכ-15 מיליארד ש"ח בשנים 2013 ו-2014 בהתאמה. בהנפקת איגרת חוב מסוג חץ היה גידול מתון החל משנת 2000, ובשנת 2014 הונפקו כ-5.7 מיליארד ש"ח באיגרת זו³⁹.

מאז הרפורמה האחרונה בהנפקת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה באוגוסט 2003, הריבית הנקובה על אג"ח ערד הייתה גבוהה מתשואות השוק על אג"ח ממשלתיות סחירות בעלות מאפיינים דומים (תרשים 3)⁴⁰. כאמור, ההפרש בין התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות סחירות ובין הריבית האפקטיבית על אג"ח מיועדות מגלם סכסוד של קרנות הפנסיה, שממומן דרך תקציב הריבית בתקציב המדינה בשנים שבהן הונפקו אג"ח מיועדות. סכסוד קיים גם בפוליסות מבטיחות תשואה של חברות הביטוח. ההפרש בריביות על אג"ח מסוג ערד גדל מכ-0.2 נקודת האחוז באוגוסט 2003 (מועד ביצוע הרפורמה בקרנות הפנסיה) לכ-4.6 נקודות אחוז באפריל 2015 (תרשים 3)⁴¹. אומדן הסכסוד בגין אג"ח ערד, בחישוב לפי השוואת טווח זמן זהה לפדיון (15 שנה), גדל מכ-15 מיליון ש"ח ב-2007 לכ-275 מיליון ש"ח ב-2012, ולכ-552 וכ-831 מיליון ש"ח ב-2013 ו-2014 בהתאמה. בחישוב לפי השוואת מח"מ גדל אומדן הסובסידיה לכ-893 מיליון ש"ח ב-2014 (תרשים 2)⁴². אומדן הסכסוד השנתי שחושב לעיל, בתוספת צבירת הצמודות למדד בכל שנה, יתקיים במשך כל שנה לאורך חיי אג"ח ערד ל-15 שנה⁴³.

בנק ישראל ציין בדוח השנתי שלו לשנת 2013: "מגמת הגידול בהנפקת אג"ח מיועדות צפויה להימשך גם בשנים הבאות, בעקבות גידול האוכלוסייה וגידול ההפקדות בקרנות הפנסיה"⁴⁴.

- 39 משרד האוצר, אגף החשב הכללי, היחידה לניהול החוב, דוח החוב הממשלתי 2014, עמ' 42.
- 40 בנק ישראל נוהג לחשב את פער הריביות בין הריבית על אג"ח מיועדות לתשואה על אג"ח ממשלתיות סחירות דומות באמצעות שימוש בתשואה הריאלית על אג"ח סחירות הנגזרות מעקום תשואה לפדיון אפס (להלן - עקום אפס) לטווח זמן זהה לפדיון (15 שנה). לעומת זאת היחידה לניהול החוב חישה את פער הריביות בדוח השנתי שלה לשנת 2014 באמצעות פער התשואות שבין אג"ח מיועדות לתשואת איגרת חוב ממשלתית צמודה למח"מ זהה. ראו בנק ישראל, דין וחשבון 2013, עמ' 141; בנק ישראל, דין וחשבון 2014, עמ' 158-159; משרד האוצר, אגף החשב הכללי, הדוח השנתי של היחידה לניהול החוב 2014, עמ' 18. מח"מ הוא מדד לאורך החיים של אג"ח המביא בחשבון את ההיקף והעיתוי של זרמי הכספים התקופתיים (קרן וריבית). עקום התשואה לפדיון מתאר את הקשר שבין התשואה לפדיון לבין טווח הזמן לפדיון של האג"ח. אג"ח קופון אפס משלמת קרן וריבית בסוף התקופה. יצוין שבחישוב לפי מח"מ זהה פער הריביות גבוה יותר מבחישוב לפי טווח זמן זהה לפדיון ולכן גם אומדן הסובסידיה גבוה יותר. בחישובים שיוצגו להלן חושב אומדן הסובסידיה באמצעות שתי השיטות. בחישוב לפי מח"מ זהה נעשה שימוש במח"מ של 11 שנים בשנים 2004 עד 2012 ובמח"מ של 12 שנים בשנים 2013 ו-2014 ובארבעת החודשים הראשונים של 2015. המח"מ נבחר על ידי השוואה בין שיעורי התשואה הריאלית לפדיון הממוצעים בכל שנה על אג"ח ממשלתיות סחירות הנגזרות מעקום אפס ובין שיעורי התשואה לפדיון שבהיוון אג"ח ערד לפיהם מביאים לאותו מח"מ. אומדני הסובסידיה חושבו לפי נתונים חודשיים, והם לצורך המחשה של היקף הבעיה. ניתן לחשב את פער הריביות גם על ידי בחירת אג"ח ממשלתיות סחירות המייצגות את הרכב הגיוס הסחיר האלטרנטיבי בהתאם לשיקולי המדינה כמנפיק וכריבון.
- 41 כלומר במועד שינוי המגבלה (אוגוסט 2003) לא הוחלט על מתן סכסוד דרך מתן תשואה עודפת בגין הפרשי ריביות בין אג"ח ערד ובין אג"ח ממשלתיות סחירות בעלות מאפיינים דומים. לפירוט הסיוע לקרנות הפנסיה לרבות דרך מתן סובסידיה באמצעות תקנה תקציבית מפורשת בגין הפרשי ריביות על אג"ח מיועדות ראו בהמשך.
- 42 הסכסוד לכל שנה חושב באמצעות הכפלת הפרשי הריבית בכל חודש בסך ההנפקות של אג"ח ערד בכל חודש וסיכום התוצאות עבור 12 חודשים. חישוב זה שונה מחישוב אומדן הסובסידיה לתקציב הריבית בשנת תקציב, הכולל גם את הפרשי הריביות בגין כל סוגי אג"ח מיועדות שהונפקו בעבר ומשלמות קופון בשנת התקציב.
- 43 אומדן הסובסידיה בארבעת החודשים הראשונים של 2015 היה כ-459 וכ-475 מיליון ש"ח לפי השוואת הטווח הממוצע לפדיון והשוואת המח"מ בהתאמה.
- 44 בנק ישראל, דין וחשבון 2013 (2014), עמ' 141.



שינוי הסובסידיה בידי הממשלה באמצעות תנאי אג"ח מיועדות והקטנת הריבית הועמד למבחן בג"ץ בעקבות החלטת הממשלה מ-29.3.95⁴⁵. בהחלטת בג"ץ מ-22.12.98 נדחו עתירות המתייחסות לתנאי אג"ח מיועדות ונקבע בין היתר: "הריבית הנלוות לאיגרות החוב המיועדות היא בגדר סובסידיה ממשלתית. סובסידיה ממשלתית תלויה במדיניות ממשלתית. המדיניות בעניין זה

45 בהחלטת הממשלה נקבע בין היתר כי קרנות הפנסיה לא יהיו רשאיות לרכוש בעבור עמיתים חדשים אלא אג"ח חדשות הנושאות תשואה נמוכה יותר מן התשואה על האג"ח הישנות.

כמו בעניינים אחרים, נתונה לשינוי מעת לעת. השינויים צפויים ומותרים. אין לאיש זכות קנויה שהמדיניות, לרבות מדיניות בדבר סובסידיות, תימשך כפי שהייתה. לפיכך הייתה בידי הממשלה סמכות להחליט כי הסבסוד של קרנות הפנסיה או של עמיתים בקרנות אלה ייפסק או יצומצם מיום ההחלטה, בהתאם לשיקולי מדיניות, ועצם ההחלטה אינה פוגעת בזכות של הקרנות או של העמיתים". עוד צוין: "הפגיעה נובעת מתוך רצון להקטין את ההוצאה הציבורית, מתוך התחשבות בצרכים ציבוריים אחרים, בעלי עדיפות גבוהה יותר. בנסיבות אלה, ההשקעה של עמיתים חדשים בקרן פנסיה... אינה מצדיקה הענקה של סכום גדול מקופת הציבור כסובסידיה לעמיתים החדשים למשך שנים רבות. האיזון הראוי של האינטרסים המעורבים במקרה זה, במיוחד כשמדובר בספק הפליה, אם בכלל, אינו מצדיק ביטול ההחלטה, באופן שיחייב את הממשלה להמשיך במכירת איגרות ישנות לעמיתים החדשים"⁴⁶.

בעשור האחרון, מאז יישום הרפורמה בקרנות הפנסיה ב-2003, גדלו הפערים בין הריבית על אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה מסוג ערד ובין התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות סחירות דומות. גידול דומה בפערים מ-2006 היה גם באג"ח מסוג חץ המונפקות לחברות הביטוח בריבית של 4%. חידוש הנפקות אג"ח מיועדות מסוג ערד משנת 2007 והגידול בפערי התשואות מגדילים את הסובסידיה לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח באופן עקבי וללא שליטה.

נמצא כי סכום הסובסידיה הגלום בתקציב הריבית הוא תוצאה מקרית של הפער שבין הריביות הנקובות על אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח ובין התשואה לפדיון על אג"ח ממשלתיות בעלות מאפיינים דומים, וכן תוצאה של הגידול הלא נשלט בהיקף ההנפקות של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח. משרד מבקר המדינה מעיר כי להיעדר שליטה על הנפקת אג"ח מיועדות, על פערי הריבית ועל הסובסידיה יש השפעה על הרכב תקציב המדינה, וכי היעדר שליטה זה אינו מתבטא רק בגידול בעלויות הריבית, שמושגות על תקציב המדינה בשנה שבה הונפקה איגרת חוב מיועדת, אלא יבוא לידי ביטוי לאורך כל חיי האיגרת (15 שנה) בתוספת צבירת הצמדות למדד.

לדעת משרד מבקר המדינה, מן הראוי שמשרד האוצר ייתן את הדעת לשינויים שחלו בריביות בשנים האחרונות ולשינויים בהיקף הנפקת אג"ח מיועדות והשפעתן על סכום הסובסידיה הגלום בתקציב הריבית. עוד ראוי כי אם תחליט הממשלה על מתן סובסידיה מתקציב המדינה, ייעשה הדבר באופן מתוכנן ומבוקר ותוך התחשבות בסדרי העדיפויות של הממשלה.

ההשפעה של הנפקת אג"ח מיועדות על ניהול החוב והפעילות להסדרת הנושא

לפי מסמכי אגף החשכ"ל, יתרונות הנפקת אג"ח מיועדות מבוססים על שיקולי ריבון, הכוללים הבטחת תשואה לחוסכים ויציבות של קרנות הפנסיה. היתרונות לקרנות הפנסיה ולעמיתים כוללים סבסוד עורף ביחס לשוק והקטנת התנודתיות בשווי תיק החיסכון לפנסיה, משום שהשקעה זו אינה חשופה לתנודתיות בשוק ההון⁴⁷.

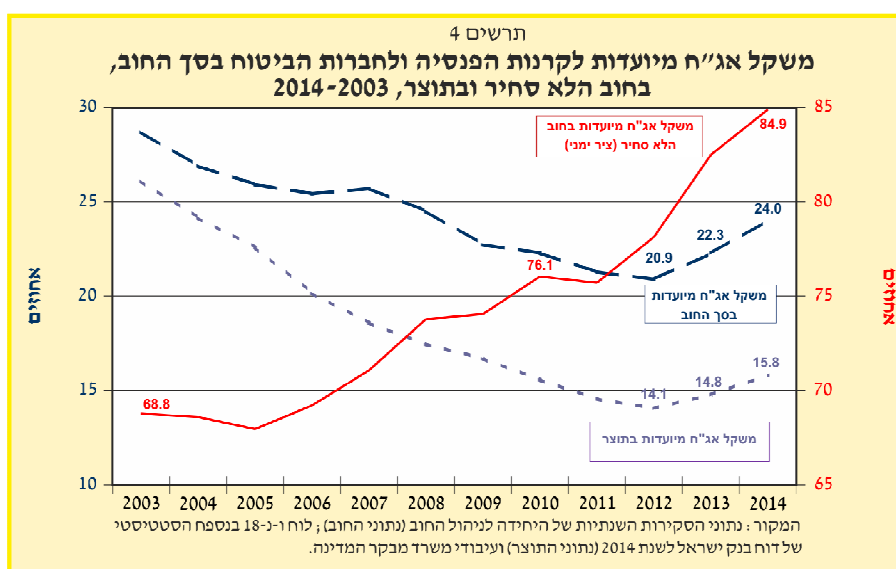
החסרונות בהנפקת אג"ח מיועדות, לפי אגף החשכ"ל, כוללים: (א) הפחתת הגמישות בניהול החוב: הפחתת הכמות המונפקת של אג"ח סחירות הגורמת להורדת רמת הוודאות של כמויות החוב

46 בג"ץ 7691/95 שגיא נ' ממשלת ישראל, פ"ד נב(5) 577 (1998), (פורסם במאגר ממוחשב, 22.12.98).

47 השקעה באג"ח מיועדות אינה חשופה לתנודתיות בשוק ההון בשל היותה השקעה לא סחירה. לכן יתרות אג"ח מיועדות מוצגות בתיק החיסכון הפנסיוני לפי עלות מתואמת ולא לפי שווי שוק.

הסחיר התלויות בכמויות החוב הלא סחיר; לפגיעה ברמת הנזילות של אג"ח סחירות ארוכות-טווח, הפוגעת בניהול העקום הסחיר; לפגיעה ברמת הנזילות של אג"ח ממשלתיות; לחוסר יכולת להקטין את החשיפה של הממשלה לסיכון האינפלציה לאורך זמן (בשל הצמדתן למדד). (ב) סבסוד באמצעות תקציב הריבית: חברות הדירוג הבין-לאומיות ומשקיעים פוטנציאליים בוחנים את תקציב הריבית ביחס לחוב, שכן הוא משקף את נטל החובות של המדינה ומעיד על יכולת המדינה לעמוד בתשלומים השוטפים של החוב. ככל שהמדינה נתפסת מסוכנת יותר, עלות הגיוס גבוהה יותר ולפיכך תשלומי הריבית על החוב גבוהים יותר. הכללת מרכיב הסבסוד בתקציב הריבית מגדילה את תשלומי הריבית המוצגים, ועלולה להתפרש בצורה לא נכונה על ידי חברות הדירוג והמשקיעים לגבי יכולת החזר החובות של המדינה.

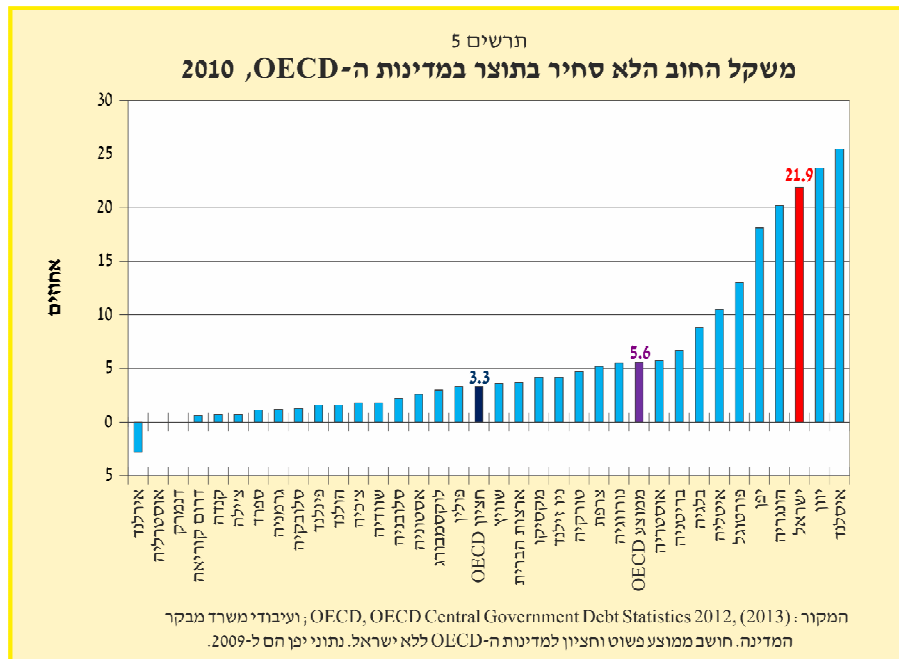
סך החוב בגין אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח היה בסוף 2014 כ-172 מיליארד ש"ח, ומשקלן בסך החוב היה כ-24%. הגידול הניכר בהנפקות ובהנפקות נטו של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח בשנים 2012-2014 (תרשים 2) עצר את הירידה במשקלן בסך החוב ובתוצר משנת 2003. משנת 2013 גדל שיעור אג"ח מיועדות מסך החוב מ-20.9% ב-2012 ל-24% ב-2014, ומהתוצר מכ-14.1% ב-2012 לכ-15.8% ב-2014. משקלן של אג"ח מיועדות בחוב הלא סחיר נמצא במגמת גידול - מכ-68.8% ב-2003 לכ-84.9% ב-2014 (תרשים 4).



בדיקת משרד מבקר המדינה העלתה כי החוב הלא סחיר⁴⁸ גבוה גם בהשוואה בין-לאומית. בשנת 2010 הוא היה כ-21.9% מהתוצר - גבוה פי 6.6 מהחציון במדינות ה-OECD ונמוך רק מיוון ומאיסלנד. ראו להלן תרשים 5⁴⁹:

48 החוב הלא סחיר בישראל כולל אג"ח לא סחירות לקרנות פנסיה ולחברות ביטוח, גיוס לא סחיר מקומי אחר וגיוס לא סחיר במט"ח באמצעות ארגון הבונדס, הלוואות מממשלות זרות ומלוות שונים.

49 הנתון העדכני ביותר בפרסום ה-OECD מ-2013 היה לשנת 2010. משקל החוב הממשלתי הלא סחיר מהתוצר ב-2014 היה כ-18.6%.



במסמך של אגף החשכ"ל מינואר 2013 צוינו שלוש חלופות להנפקת אג"ח מיועדות. לכל חלופה צוינו היתרונות, החסרונות והצעדים שיינקטו. עוד צוינה החלופה בעלת היתרונות הבולטים.

בספטמבר 2013 פנה סגן בכיר לחשכ"לית אל סגנית הממונה על התקציבים בבקשה לבחון את אבני הדרך להוצאת רכיב הסבסוד לקרנות הפנסיה, לחברות הביטוח ולביטוח הלאומי מתקציב הריבית. בין היתר נומקה הבקשה בכך שתקציב הריבית משמש אינדיקטור לנטל החוב, לגמישות התקציבית ולרמת הסיכון של המדינה, ולכן מרכיב הסבסוד בתקציב הריבית מנפח את התקציב, והוא מוצג למשקיעים ולחברות הדירוג בצורה מוטוה.

בנובמבר 2014 ציינה היחידה כי מינואר 2013 כונסו כ-20 פגישות בנושא אג"ח מיועדות, בין היתר עם שר האוצר, מנכ"לית משרד האוצר, החשכ"לית, אגף שוק ההון, אגף התקציבים ורואי חשבון חיצוניים.

בדצמבר 2014 הסביר סגן בכיר ליועץ המשפטי למשרד האוצר מר אסי מסינג למשרד מבקר המדינה כי בימים אלה נעשית במשרד האוצר עבודת מטה בהשתתפות האגפים הרלוונטיים, ונבחנת הקצאה של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה. במסגרת עבודת המטה נבחנים, בין היתר, ניהול החוב הממשלתי, יציבות החיסכון הפנסיוני, יעילות אג"ח מיועדות והסבסוד הטמון בהן. עוד צוין כי עבודת המטה צפויה להימשך בחודשים הקרובים.

בתשובה שמסר מנהל מחלקת הפנסיה באגף שוק ההון, ביטוח וחיסכון למשרד מבקר המדינה באפריל 2015 צוינו בין היתר היתרונות שבהנפקת אג"ח מיועדות: היותן של אג"ח מיועדות גורם מייצב בחיק החיסכון הפנסיוני וגורם שמגן על קצבאות הזקנה מתנדטיות שוק ההון ועל רמת החיים של הפנסיונרים לאחר פרישה. עוד צוין כי במסגרת בחינת ההיבטים הקשורים להנפקת אג"ח מיועדות יש להביא בחשבון את הרפורמות השונות שחלו בתחום החיסכון הפנסיוני בעשורים האחרונים ואשר משפיעות על יציבותו ועל הסיכונים המושגים על החוסכים והפנסיונרים ואת העובדה כי אג"ח מיועדות נותרו האמצעי היחיד שמצמצם את הסיכונים שהושתו עליהם.

משרד מבקר המדינה מציין כי בהנפקת אג"ח מיועדות יתרונות לקרנות הפנסיה ולעמיתיהן, בין היתר בשל היותן גורם מייצב בתיק החיסכון הפנסיוני. אולם להנפקות אלה יש גם השפעה שלילית על החוב הממשלתי. הנפקות אלה מקטינות את הגמישות בניהול החוב, הן כוללות סובסידיה המייקרת את תשלומי הריבית, והן משפיעות לרעה על האופן שבו חברות הדירוג, ארגונים כלכליים ומשקיעים זרים מפרשים את יכולת החזר החוב. החוב הלא סחיר, המורכב ברובו מאג"ח מיועדות, חורג באופן קיצוני מהנהוג במדינות ה-OECD. הגידול בהיקף הנפקת אג"ח מיועדות בשנים האחרונות מעצים את ההשפעות על ניהול החוב.

נכון למועד סיום עבודת הביקורת ובחלוף יותר משנתיים מאז החל משרד האוצר לבחון את הקצאת אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה, לא הסתיימה הבחינה ומשרד האוצר לא גיבש פתרון להקצאה. כמו כן לא נקבע מועד לסיום עבודת המטה ולא נמצאו פרוטוקולים מהדיונים.

לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי משרד האוצר יסיים בהקדם לגבש פתרון להקצאת אג"ח מיועדות ויגישו לדיון ולאישור הממשלה והכנסת, ככל שיידרשו שינויי חקיקה. לדעת משרד מבקר המדינה ראוי שבמסגרת גיבוש הפתרון יישקלו, בין היתר, היתרונות של הנפקת אג"ח מיועדות כגורם מייצב בתיק החיסכון הפנסיוני מחד גיסא, וההשפעות השליליות של אג"ח מיועדות במתכונת הקיימת על החוב הממשלתי מאידך גיסא.

קביעת הרשאה תקציבית נפרדת של הסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות

בדוח שנתי 40 של מבקר המדינה מ-1990 כבר הוער: "הנפקות אג"ח מיועדות, הנושאות תשואה מועדפת, כרוכה במתן סובסידיה סמויה לחברות הביטוח ולקרנות הפנסיה ולמבוטחיהן, ללא כל הרשאה תקציבית, ואף ללא דיווח לכנסת ולציבור על קיומה של הסובסידיה, לא כל שכן על היקפה. למעשה הסובסידיה מובלעת בסעיף הריבית בתקציב המדינה, הנחשב בדרך כלל לסעיף קשיח... אולם כדי להימנע מעקיפת כללי ההרשאה להוצאה וההרשאה להתחייב בתקציב המדינה, מן הראוי שהאוצר יחדל מנוהג זה וינפיק רק אג"ח סחירות, בהתאם לקווי מדיניות הממשלה בדבר הרפורמה בשוק ההון; כל עוד תראה הממשלה צורך להעניק סובסידיה למוסדות בתחום הביטחון הסוציאלי, יש לקבל לשם כך הרשאה תקציבית מפורשת" (ההדגשה במקור).⁵⁰

משרד מבקר המדינה חזר על תוכנה של הביקורת האמורה לעיל בדוחות שנתיים רבים שפורסמו בשנים 1991-2004 (דוחות 41, 42, 45, 46, 47, 48, 49, 50, 51 ו-54)⁵¹.

בהחלטת בג"ץ מ-15.11.99 נדחתה עתירה נגד הממשלה והתקבלה טענת המדינה כי אין חובה לתקצב את ההתחייבות בגין אג"ח מיועדות בהרשאה להתחייב.⁵² אולם בהחלטה צוין: "הוראת סעיף 6(ג) לחוק היא הוראה חריגה לכלל שנקבע בסעיף 6(א) לחוק יסודות התקציב, ובהיותה חריג

50 מבקר המדינה, דוח שנתי 40 (1990), "דו"ח על מאזן זכויותיה והתחייבויותיה של המדינה ליום 31.3.89", עמ' צט.

51 מבקר המדינה, דוח שנתי 41 (1991), עמ' קלד; דוח שנתי 42 (1992), עמ' פד-פה; דוח שנתי 45 (1995), עמ' פח-פט; דוח שנתי 46 (1996), עמ' פב; דוח שנתי 47 (1997), עמ' פח; דוח שנתי 48 (1998), עמ' צ; דוח שנתי 49 (1999), עמ' צא; דוח שנתי 50 (2000), עמ' 810; דוח שנתי 51 (2001), עמ' 863; דוח שנתי 54 (2004), עמ' 180.

52 זאת על פי האמור בסעיף 6(ג) לחוק יסודות התקציב, התשמ"ה-1985, הקובע חריג לסעיף 6(א) באותו חוק. סעיף 6(א) קובע כי המדינה רשאית להתחייב בגבולות הסכומים הנקובים בהרשאה להתחייב בתכנית שבחוק התקציב השנתי לאותה שנה. סעיף 6(ג) מסייג הוראה זו בקבעו כי סעיף זה לא יחול בין היתר על מלווה, הלוואה או פיקדון שהמדינה התחייבה לגביהם על פי חוק מלווה המדינה.

לכלל מן הראוי לצמצם ככל שניתן את השימוש בה. בהתחשב באופייה ובהיקפה הנטען של הפעילות הממשלתית לסבסוד הקרנות, היה ראוי שלא לעשות שימוש כה גורף מצד הממשלה בפטור שניתן בסעיף 6(ג) לחוק ולהביא בפני הכנסת את פרטי הסדר הסבסוד במסגרת הדיון בתקציב. יתכן שעל המחוקק לשקול אם אין בפטור הרחב שניתן בסעיף 6(ג) לחוק יסודות התקציב משום פגיעה בפקיח הפרלמנטרי על התחייבויות הממשלה ואם לא הגיע העת לעשות לתיקון הפרצות בנובעות מהוראות הסעיף ולצמצמן. מכל מקום ניתן לקבוע כי עקרונות ממשל תקין, רוחו ומטרתו של חוק יסודות התקציב וכן הוראות חוק יסוד: משק המדינה מקימים ציפייה כי בעת הגשת התקציב לכנסת, תיתן הממשלה ביטוי לכל ההוצאות הצפויות והמתוכננות, גם מקום שלא הוטלה עליה חובה מפורשת לכך בחוק. כך יובא בפני הכנסת נתון רלוונטי להכרעותיה ביחס לאישור התקציב והתחייבויות הממשלתיות הכלולות בו"⁵³.

סיוע לקרנות הפנסיה באמצעות תקנה תקציבית

1. **סיוע לקרנות הפנסיה הוותיקות:** במאי 2003 תוקן חוק הפיקוח על שירותים פיננסיים (ביטוח), התשמ"א-1981. בתיקון נקבע בין היתר כי הממשלה תסייע לקרנות הפנסיה הוותיקות שמונה להן מנהל מיוחד ובכלל זה לעמיתיהן, באמצעות העברת כספים מתקציב המדינה בסך 78.3 מיליארד ש"ח נכון ליום 1 בינואר 2003 לקרנות הפנסיה שהוגדרו כקרנות הגירעוניות. סכום הסיוע הממשלתי כולל סיוע ישיר וסיוע עקיף⁵⁴. הסיוע הישיר במונחי 1 בינואר 2003 היה כ-67.9 מיליארד ש"ח והוא מועבר מתקציב המדינה בחלקים משנת 2004 עד שנת 2038. הסיוע העקיף במונחי 1 בינואר 2003 היה כ-10.4 מיליארד ש"ח והוא מהווה את ערך הסובסידיה - ההפרש בין סכום הריבית הצמודה שמשלמת הממשלה על אג"ח מסוג מירון שהונפקו לקרנות הוותיקות אשר מונה להן מנהל מיוחד וטרם נפדו ביום 30 באפריל 2003 (5.57%), ובין תשלומי ריבית שנתית אפקטיבית בשיעור של 4%. הסיוע העקיף צפוי להיפרע עד שנת 2023. הסיוע הישיר מופיע בתקציב המדינה בתקנה תקציבית נפרדת המתייחסת להסדר קרנות הפנסיה; הסיוע העקיף מגולם בתוך תקציב תשלומי הריבית בתקנה הכוללת את תשלומי הריבית לאג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה.

2. **סיוע לקרנות הפנסיה המאוזנות:** סיוע לקרנות הפנסיה המאוזנות באמצעות תקנה תקציבית מפורשת בגין הפרשי ריביות על אג"ח מיועדות מבוצע מאז הסדר קרנות הפנסיה מ-2003. כדי לסייע לקרנות הפנסיה הוותיקות המאוזנות לאחר הפחתת שיעור התשואה על אג"ח מיועדות המונפקות, מעביר משרד האוצר לקרנות אלה סיוע המושפע מגובה הפער בין התשואה הריאלית האפקטיבית על אג"ח מסוג מירון (5.57%) ובין שיעור תשואה 4% על הנכסים החופשיים (70% מהנכסים)⁵⁵. נוסף על כך ניתן סיוע בצורה של השלמת התשואה על אג"ח מסוג ערד (4.86%) לתשואת אג"ח מסוג מירון (5.57%) על אג"ח מיועדות (30%). תקציב הסיוע היה כ-324.9 מיליון ש"ח וכ-349.9 מיליון ש"ח בתקציב הדו-שנתי לשנים 2013 ו-2014 בהתאמה, והופיע בתקנה תקציבית מפורשת בתקציב המדינה בסעיף 12 גמלאות ופיצויים⁵⁶.

לעומת הסיוע באמצעות תקנה תקציבית מפורשת בגין הפרשי ריבית, בגין אג"ח מיועדות או בגין הפרשי ריביות בין ריבית על אג"ח מיועדות לשיעור תשואה קבוע של 4% כאמור, הנפקות אג"ח מסוג ערד ואג"ח מסוג חץ עדיין נושאות תשואה מועדפת, בשיעור הפער בין הריבית על אג"ח אלו לאג"ח ממשלתיות סחירות דומות, הכרוכה בסובסידיה, ללא הרשאה תקציבית מפורשת.

53 בג"ץ 3975/95 קניאל נ' ממשלת ישראל, פ"ד נג' (5) 459 (1999) (פורסם במאגר ממוחשב, 15.11.99).

54 הסיוע צמוד למדד ונושא ריבית שנתית של 4%.

55 ריבית בגובה 4% שימשה לחישוב הגירעון האקטוארי של קרנות הפנסיה הוותיקות.

56 סעיף 12 גמלאות ופיצויים בתקנה "תשלומים לקרנות מאוזנות", מס' 12110212.

מהאמור לעיל עולה כי הליקוי שהעלה משרד מבקר המדינה כבר בדוח שנתי 40 מ-1990, ולאחריו בעשרה דוחות שנתיים, טרם תוקן. משרד האוצר ממשיך להנפיק אג"ח מיועדות, הנושאות תשואה מועדפת, בשיעור הפער בין הריבית על אג"ח מיועדות לשיעור התשואה על אג"ח ממשלתיות סחירות דומות, הכרוכה בסובסידיה, ללא הרשאה תקציבית מפורשת, פעולה הפוגעת בשקיפות ובפיקוח הפרלמנטרי של הכנסת על תקציב המדינה. לדעת משרד מבקר המדינה, כל עוד תרצה הממשלה להעניק סובסידיה למוסדות הביטחון הסוציאלי, יש לקבל לשם כך הרשאה תקציבית מפורשת.

בתשובה שמסר מר אהוד אדירי, סגן הממונה על התקציבים, למשרד מבקר המדינה באפריל 2015 (להלן - תשובת אגף התקציבים) צוין בין היתר כי "על מנת שמרכיב עלות הסובסידיה השנתית יהיה שקוף לציבור וידרוש את אישור הכנסת, אגף התקציבים יפעל לתקצובו בתוכנית תקציבית נפרדת כבר ממועד הגשת תקציב 2015 לכנסת" (ההדגשה במקור). בתשובה הוסבר כי תקציב הריבית בכללותו מאושר על ידי הממשלה והכנסת כחלק מההליך הכולל של קביעת סדרי העדיפויות. מכיוון שמדובר בתשלומי ריבית, בשלב זה האגף אינו רואה צורך בהפרדת התכנית מתקציב הריבית.

לדעת משרד מבקר המדינה, במסגרת הפתרון לעניין הסדרת הנפקת אג"ח מיועדות וככל שהממשלה תחליט לתמוך בקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח באמצעות סובסידיה הנגזרת מפערי ריבית, יש לשקול להוציא את הסובסידיה המהווה תמיכה מסעף הריבית. בפתרון שיועלה אפשר לשקול להציג את התמיכה בסעף גמלאות ופיצויים (סעף 12) בתקציב המדינה, הכולל סיוע של הממשלה לקרנות הפנסיה המחושב מפערי ריבית.

דברי ההסבר לסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות

אומדן סובסידיה מוטה כלפי מעלה בהצעות התקציב לשנים
2013-2015

בדברי ההסבר להצעת התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 הוערך אומדן הסובסידיה הגלומה בתשלומי הריבית לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח בכ-3.3 ובכ-3.4 מיליארד ש"ח בהתאמה⁵⁷. אומדן הסובסידיה בהצעת התקציב לשנת 2015, שהוגשה לכנסת בנובמבר 2014, היה כ-4 מיליארד ש"ח, מהם כ-3 מיליארד ש"ח בגין קרנות הפנסיה, והיתרה בגין חברות הביטוח. אומדן הסובסידיה חושב בהנחה שהתשואה על אג"ח ממשלתיות לטווח הארוך היא 3%; האומדן חושב אפוא כהפרש שבין התשואה המובטחת לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח ובין תשואה של 3% על סך מלאי החוב המונפק והצפי להנפקה בשנת 2015.

בדיקה שעשה משרד מבקר המדינה על החישוב של משרד האוצר להצעת התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 העלתה כי אומדן הסובסידיה חושב על בסיס ממוצעים. זאת אף על פי שחישוב מדויק מתבסס על הכפלה של הכמות המונפקת בפער בין הריבית על אג"ח מיועדות ובין תשואת השוק של איגרת חוב דומה ביום ההנפקה, ועל סכימת התוצאות עבור כל ההנפקות שבגינן משולמת ריבית בשנת התקציב הנדונה. עוד העלתה הבדיקה שרוב ההנחות של החישוב מטות את האומדן כלפי מעלה.

57 אומדן הסובסידיה מגלם תשלומים בגין הנפקות עבר ותשלומים בגין הנפקות שיבוצעו בשנות התקציב 2013-2014. אומדן הסובסידיה הגלומה בתשלומי הריבית בגין הנפקות העבר לקרנות הפנסיה בשנים 2013-2014 הוא כ-2.2 מיליארד ש"ח וכ-2.3 מיליארד ש"ח בהתאמה. אומדן הסובסידיה הגלומה בתשלומי הריבית בגין הנפקות העבר לחברות הביטוח בשנים 2013-2014 הוא 0.9 מיליארד ש"ח בכל אחת מהשנים.

להלן תוצאות הבדיקה: (א) שימוש בנתונים מעשר השנים האחרונות בלבד: התשואה הממוצעת של אג"ח סחירה (3%) חושבה בין היתר על פי ממוצע משוקלל של התשואות בעשר השנים האחרונות בלבד⁵⁸, אף שחלק מהאג"ח הונפקו לפני שנת 2002, כשהתשואות היו גבוהות יותר בחלק מהשנים. הנחה זו מטה את הסובסידיה כלפי מעלה⁵⁹. (ב) שימוש בתשואה ממוצעת קבועה לאורך השנים: בחישוב הסובסידיה בגין הנפקות עד 2012 והנפקות הצפויות לשנים 2013 ו-2014 השתמשו בתשואה הממוצעת (3%). הנחה זו מטה כלפי מעלה את אומדן הסובסידיה על הנפקות עד 2012, ומטה כלפי מטה את הסובסידיה בגין ההנפקות הצפויות לשנים 2013-2014 (ראו גם תרשים 3). (ג) חישוב הממוצע אינו מתחשב בהיקף ובמועד ההנפקות: חושב ממוצע פשוט לשיעורי התשואה בשנים 2002-2012, ללא שקלול היקף הנפקות אג"ח באותן שנים. כך לדוגמה בחלק מהשנים ששימשו לחישוב פער התשואות הממוצע, לא הונפקו אג"ח מיועדות כלל או הונפקו סכומים נמוכים יחסית.

נמצא כי דברי ההסבר להצעת התקציב הדו-שנתי לשנים 2013-2014 ולהצעת התקציב לשנת 2015 כוללים אומדן מוטא כלפי מעלה ברוב הנחות החישוב של היקף הסובסידיה השנתית, שמועברת בשנים אלה לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח. אומדן מוטא של הסובסידיה המוצג בדברי ההסבר לתקציב פוגע בשקיפות ובקבלת החלטות של הממשלה וחברי הכנסת ובשקיפות כלפי הציבור.

ליקויים בדברי ההסבר לאומדן הסובסידיה כבר הועלו בדוחות שנתיים רבים של מבקר המדינה בשנים 1990-2001 (דוחות 40, 42, 45, 47, 48, 49, 50 ו-51⁶⁰). יצוין כי חלק מהליקויים שצוינו בדוחות הקודמים תוקנו.

משרד מבקר המדינה שב ומעיר זו הפעם התשיעית מ-1990 על ליקויים שונים בדברי ההסבר לתקציב המדינה בעניין שיקוף הסובסידיה הגלומה באג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח. יודגש כי גם אם תחליט הממשלה על מתן סובסידיה, השיפורים שנעשו בדברי ההסבר אינם חלופה להרשאה תקציבית מפורשת בתקציב המדינה.

ה ט י ה כ ב ח י ר ת מ ש ך ה ח י י מ המ מ ו צ ע

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי חושב ממוצע פשוט, בין היתר בשל העובדה כי אין נתונים מהימנים על היקף ההנפקות טרם שנת 2006. האגף הסביר את השימוש באיגרת חוב ממשלתית סחירה עם טווח לפדיון של 10 שנים בכך שחושב מח"מ של האיגרת המיועדת ונבחרה תשואה הקרובה למח"מ. המח"מ תלוי בריבית ההיוון באותה שנה ונע בטווח שבין 10.5 ל-12 שנה (החל משנת 2006). נוכח המחסור בנתונים למח"מ האיגרת המדויק, נבחרה תשואה ל-10 שנים.

58 בחישוב התשואה הממוצעת (3%) שוקללו התשואות בעשר שנים מ-31.12.02 עד 31.12.12 (3.3%) עם הנחת תשואה לשנים 2013-2014 (1.7%).

59 ממוצע התשואה לפדיון על איגרת חוב ממשלתית לעשר שנים מינואר 1998 עד דצמבר 2012 (בסך הכול 15 שנה, בהתאם לטווח לפדיון של אג"ח ערד) הוא 4.1%, ומינואר 1993 עד דצמבר 2012 (בסך הכול 20 שנה, בהתאם לטווח לפדיון של אג"ח מירון) הוא 4.0%. ערכים אלה גבוהים מהממוצע שחושב מדצמבר 2002 עד דצמבר 2012 (3.3%).

60 מבקר המדינה, דוח שנתי 40 (1990), עמ' צט; דוח שנתי 42 (1992), עמ' פד-פה; דוח שנתי 45 (1995), עמ' פח; דוח שנתי 47 (1997), עמ' פט-צ; דוח שנתי 48 (1998), עמ' צא; דוח שנתי 49 (1999), עמ' צב; דוח שנתי 50 (2000), עמ' 811; דוח שנתי 51 (2001), עמ' 863.

בדיקת משרד מבקר המדינה העלתה כי גם בשיטת החישוב של היחידה הניהול החוב, המבוססת על השוואת מח"מים של אג"ח, חישוב המח"מ של היחידה הטה את חישוב הסובסידיה כלפי מעלה. זאת בשל שימוש במח"מ נמוך מדי שחושב באמצעות שימוש בתשואה גבוהה מדי להיוון זרמי התשלומים מאיגרת החוב המיועדת. נמצא כי מח"מ של 12 שנה התקבל על ידי היוון אג"ח מסוג ערד לפי תשואה לפדיון בשיעור שבין 0% ל-2%. לעומת זאת, מח"מ של כ-10.5 שנים התקבל מהיוון אג"ח ערד לפי תשואה לפדיון של 6.5%. תשואה כה גבוהה אינה מייצגת את התשואות על איגרת חוב ממשלתית ריאלית בשני העשורים האחרונים. בדיקת משרד מבקר המדינה לשנים 2002-2014 הראתה כי בכל שנה המח"מ של איגרת חוב מסוג ערד היה גבוה מהמח"מ של איגרת חוב ממשלתית סחירה ריאלית ל-10 שנים⁶¹. לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי גם בשיטת החישוב של אגף החשב"ל, המחשבת פערי ריביות לפי שוויון במח"מ, תבוצע באמצעות שיעורי התשואה להיוון וחישוב מח"מ הנגזר מהם באופן עקבי. על משרד האוצר לשפר את חישוב אומדן הסובסידיה.

ה ט י ה ב א מ י ד ת ה ת ש ו א ה ל פ ד י ו ן

בספרות המקצועית מקובל לחשב עקום תשואות לפדיון על בסיס אג"ח נטולות קופונים (עקום אפס), וזאת משום שהתשואות לפדיון של אג"ח הנושאות קופונים לוקות ב"אפקט הקופון"⁶². בנקים מרכזים בעולם נוהגים לאמוד עקום תשואות לפדיון נטול קופונים באמצעות שימוש בנתוני אג"ח הכוללים קופונים ובכלים סטטיסטיים מתקדמים. גם הבנק להסדרי סליקה בין-לאומיים (Bank for International Settlements) פרסם בשנת 2005 מסמך הסוקר את המודלים השונים

61 משרד מבקר המדינה בדק את פערי המח"מים בשנים 2002-2014 בין איגרת חוב ממשלתית סחירה ריאלית ל-10 שנים ששילמה קופונים והוונה לפי שיעור תשואה ריאלי ממוצע באותה שנה של איגרת חוב ממשלתית ריאלית סחירה ל-10 שנים ובין מח"מ של איגרת חוב מסוג ערד שהוונה לפי אותו שיעור תשואה בקירוב. בבדיקה נמצא כי בשנים 2009-2014, שבהן בוצעו הנפקות גדולות של איגרת חוב מסוג ערד, המח"מ של איגרת חוב מסוג ערד היה בכל שנה גבוה בכשנתיים מהמח"מ של איגרת החוב הממשלתית הסחירה. בשנים 2002-2008 פער המח"מ בכל שנה היה כ-3 שנים. כלומר, גם לשיטת החישוב של היחידה ראוי היה לקחת נתוני תשואה של איגרת חוב ממשלתית סחירה בעלת טווח לפדיון גבוה יותר כדי לקבל שוויון במח"מים.

62 "אפקט הקופון" מתייחס להשפעה של הקופון, המשולם במועדים שונים בהתאם לתנאי איגרת החוב, על התשואה לפדיון של איגרת החוב. כך לדוגמה, שתי איגרות חוב נושאות קופונים המגיעות לפדיון באותו מועד יהיו בעלות שיעורי תשואה לפדיון שונים אם הן בעלות קופונים שונים. בשל כך מצוין בספרות המקצועית כי אין להשתמש באופן ישיר באג"ח נושאות קופונים לתיאור עקום התשואה לפדיון של אג"ח. ראו: נדב שטינברג, אמידת עקום התשואות של איגרות חוב ממשלתיות בשיטת נלסון-סיגל-סוונסון, ניירות תקופתיים 2014.04, בנק ישראל, חטיבת המחקר (יולי 2014), עמ' 3; אנה ברודסקי ונדב שטינברג, שדרוג המודל לאמידת עקום התשואות המיושם בבנק ישראל, ניירות תקופתיים 2011.01, בנק ישראל, חטיבת המחקר (ספטמבר 2011), עמ' 3; וראו:

David Bolder and David Streliski, *Yield Curve Modeling at the Bank of Canada*, Bank of Canada, Technical Report 84 (1999), p. 40-41; Lars E. O. Svensson, *Estimating Forward Interest Rates with the Extended Nelson and Siegel Method*, Sveriges Riksbank Quarterly Review 3 (1995), p. 14-16; Lars E. O. Svensson, *Estimating and Interpreting Forward Interest Rates: Sweden 1992-1994*, National Bureau of Economic Research, Working paper 4871 (1994), P. 3-4; John Caks, *The Coupon Effect on Yield To Maturity*, The Journal of Finance, vol. XXXII, no. 1 (1977), p. 103-115.

בספרות לאמידת עקום אפס ואת המודלים המשמשים 13 בנקים מרכזיים בעולם.⁶³ בנק ישראל אומד עקום אפס של אג"ח ממשלתיות באמצעות מתודולוגיות שונות שעודכנו מפעם לפעם ופורסמו לציבור בכמה עבודות מקצועיות.⁶⁴ יצוין כי מודלים לאמידת שיעורי תשואה לפדיון מאפשרים לאמוד תשואות לפדיון גם לגבי תקופות שונות מהתקופות לפדיון של אג"ח ממשלתיות הנסחרות בשוק והם כוללים שיטות שונות לצמצום ההפרש בין העקום הנאמד ובין התשואות של אג"ח הנסחרות בשוק.⁶⁵

בחישוב אומדן הסובסידיה לשנת 2014 בדוח השנתי של היחידה לשנה זו, ובשל מחסור בנתונים, חושב אומדן התשואה על איגרת החוב הממשלתית הסחירה באמצעות ממוצע משוקלל לינארי בין שתי תשואות קיימות. עבור חודשים ינואר ופברואר 2014 חושב שיפוע (ממוצע לינארי) לפי שיעורי תשואה של אג"ח ל-9 שנים ול-10 שנים. ולחודשים מרץ עד דצמבר חושב השיפוע על ידי שיעור תשואה של אג"ח ל-10 שנים ו-27 שנים. לדעת משרד מבקר המדינה, גם דרך זו להתגבר על מחסור בנתונים עבור אג"ח עם טווח לפדיון הגבוה מ-10 שנים מטה את אומדן הסובסידיה כלפי מעלה בחישוב הסובסידיה בחודשים מרץ עד דצמבר. זאת בשל המבנה הקעור של עקום התשואות.⁶⁶ ככלל, ככל שהפער בין עקום התשואה לפדיון הקעור ובין הקו הלינארי גדול יותר - גדלה ההטיה. לכן ההטיה גדלה עם גידול בקעירות של עקום התשואות בין נקודות החישוב ועם הפער בטווח לפדיון של אג"ח שמשמשות לחישוב השיפוע ולהפך.

במחקר של בנק ישראל מ-2011 צוינה הסתייגות משימוש בקווים לינאריים באמידת עקום התשואה לפדיון: "השימוש בקווים לינאריים בין השנות [של הטווח לפדיון] יוצר עקום בעל צורה סבירה, אבל כאשר מספר האג"ח, ובעקבותיו מספר השנות... נמוך יותר, הבחירה בפונקציה לינארית מתבטאת בעקום הסטה מההיגיון הכלכלי, ויוצר הטיות בתשואות, בעיקר בטווחים הארוכים [לפדיון]... לפי הגישה המקובלת בספרות המחקרית בתחום, וכן בבנקים מרכזיים ובגופים פיננסיים אחרים, נראה שהשימוש בפונקציות לינאריות אינו רווח".⁶⁷ דוגמה להטיה בחישוב התשואה לפדיון שעשתה היחידה על ידי שימוש בממוצע לינארי עבור אמידת התשואות הממוצעות לחודש מאי 2014 מובאת להלן בתרשים 6.

63 הבנקים המרכזיים של בלגיה, קנדה, פינלנד, צרפת, גרמניה, איטליה, יפן, נורווגיה, ספרד, שוודיה, שווייץ, בריטניה וארצות הברית. ראו:

Bank for International Settlements, **Zero-Coupon Yield Curves: Technical Documentation**, BIS Papers, no. 25 (2005).

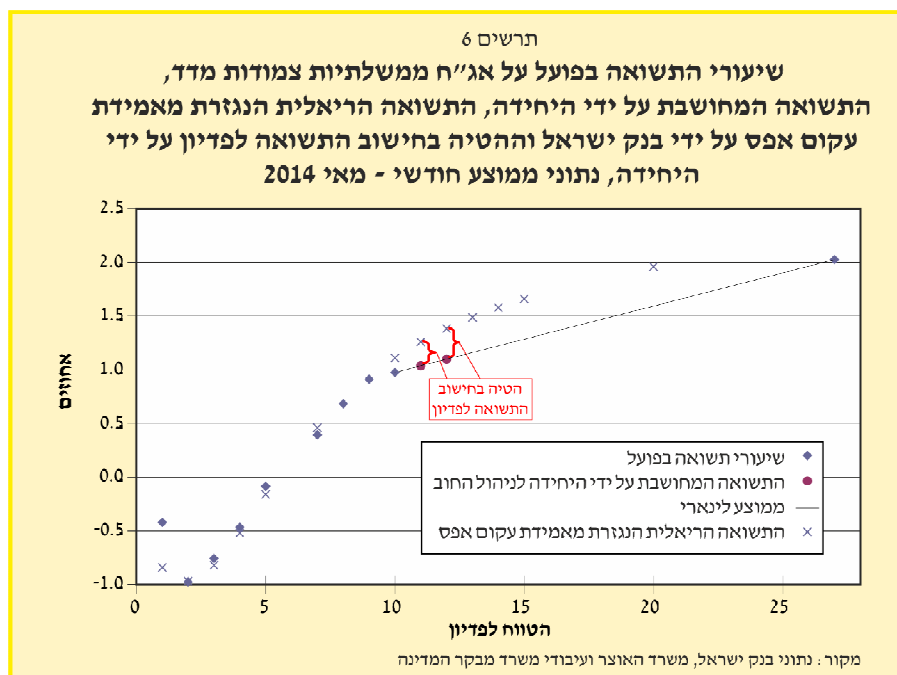
64 ראו לדוגמה: שטינברג (2014); ברודסקי ושטינברג (2011); רועי שטיין, אמידת הריבית הריאלית הטבעית בעזרת מודל אפייני לעקום תשואות: המקרה של ישראל, סדרת מאמרים לדיון 2011.03, בנק ישראל, חטיבת המחקר (מארס 2011); וראו:

Zvi Wiener and Helena Pompushko, **The Estimation of Nominal and Real Yield Curves from Government Bonds in Israel**, Monetary Studies, Discussion Papers 2006.03, Bank of Israel, Monetary Department (June 2006).

65 שטינברג (2014), עמ' 2-3 מציין לדוגמה יתרונה של שיטה לאמידת עקום התשואות בין היתר ביכולתה לאפשר התאמה טובה יותר למחירים ולתשואות בשוק וביכולתה לתאר היטב את עקום התשואות בנקודת זמן מסוימת, תוך צמצום ההפרש (בריבוע) בין העקום הנאמד ובין התשואות של אג"ח הנסחרות בשוק. הוא ציין גם יתרונות של שיטה אחרת הנותנת בין היתר תוצאות טובות יותר של אמידה מחוץ למדגם.

66 ככלל התשואות לפדיון גדלות עם הגידול בטווח הזמן לפדיון, אבל קצב הגידול פוחת. לכן עקום התשואה לפדיון מאופיין בדרך כלל במבנה קעור (ראו תרשים 6).

67 ברודסקי ושטינברג (2011), עמ' 5, 9.



מהתרשים עולה כי ההטיה בחישוב התשואה לפדיון על ידי היחידה לטווח לפדיון של 11 ו-12 שנים הייתה כ-0.2 וכ-0.3 נקודת האחוז בהתאמה בחודש מאי 2014. הכפלת ההטיה בכל חודש בסכום אג"ח מסוג ערד המונפקות בכל חודש וסיכום לכל חודשי השנה הביאה להטיה כלפי מעלה באומדן הסובסידיה השנתי לשנה זו בכ-45 וכ-49 מיליון ש"ח עבור חישוב תשואות לטווח לפדיון של 11 ו-12 שנים בהתאמה. ההטיה היא של כ-5% מאומדן הסובסידיה הנגזר מהתשואה הריאלית הנגזרת מאמידת עקום אפס.

בתשובת אגף התקציבים צוין, בין היתר, "בחודש ספטמבר העביר אגף החשב הכללי לאגף התקציבים את תחזית הוצאות הריבית לשנת 2015 אשר בהסתמך עליה הוגש תקציב הריבית לאישור הכנסת. התחזית האמורה הועברה לאגף התקציבים ללא פירוט של היקף הסובסידיה. ללא קבלת הפירוט האמור אין באפשרות אגף התקציבים לתקצב את הוצאות הסובסידיה בנפרד משאר הוצאות הריבית. על אף שאגף התקציבים אינו אמון על כתיבת דברי ההסבר בחוברת עיקרי התקציב לעניין חישוב היקף הסובסידיה לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח, האגף יפעל לכך שתבנית דברי ההסבר האמורים תשונה, כך שהיא תכלול את כלל ההנחות לחישוב האמור. באופן זה יתאפשר לגופים חיצוניים לבקר את אופן החישוב של גובה הסובסידיה".

משרד מבקר המדינה מעיר למשרד האוצר כי ראוי שדרך חישוב הסובסידיה, לרבות המתודולוגיה, הנחות החישוב ומגבלות הנתונים, תהיה שקופה יותר עבור מקבלי ההחלטות והציבור. לעניין המחסור בנתונים למח"מ האיגרת המדויק, על משרד האוצר לשקול בין היתר להשתמש בנתוני עקום התשואות לפדיון הריאלי של אג"ח ממשלתיות הנאמד על ידי בנק ישראל באמצעות מתודולוגיות שונות שעודכנו מפעם לפעם ופורסמו לציבור בכמה עבודות מקצועיות או לשפר את אמידת התשואה באופן עצמאי.

בתשובה נוספת שמסר אגף התקציבים למשרד מבקר המדינה ביוני 2015 צוין: "בעקבות הערות מבקר המדינה, טרם קביעת התבנית [של דברי ההסבר לחישוב הסובסידיה הגלומה בתשלומי הריבית]... יקיים אגף התקציבים התייעצות בנושא עם בנק ישראל ואגף החשב הכללי".

בתשובה שמסר מנהל החוב הממשלתי למשרד מבקר המדינה ביוני 2015 (להלן - תשובת אגף החשב"ל מיוני 2015) צוין כי שימוש בעקום אפס מייצג "עלות אלטרנטיבית תיאורטית שאינה מייצגת חלופת הנפקה בפועל. תחת עקום עולה משמאל לימין עקום האפס הינו עקום הגבוה מהעקום הממשלתי המשלם קופונים ולכן מתודולוגיה זו עשויה להטות את אומדן הסבסוד כלפי מטה... לא קיימת מתודולוגיה אחידה לחישוב העקום. קיימות שיטות [שונות]... הישענות על שיטה מסוימת ביחס לשיטה אחרת עשויה להטות את תוצאות האומדן... במסגרת הדוחות הכספיים של המדינה צפוי להתפרסם ביאור בנושא היקף הסבסוד אשר יתן גילוי רחב לרבות, שיטת האומדן וכן ניתוחי רגישות".

משרד מבקר המדינה מעיר כי שימוש בתשואה לפדיון שחושבה על ידי היחידה באופן תיאורטי באמצעות חישוב ממוצע משוקלל לינארי בין שתי תצפיות של תשואות קיימות שההפרש בטווח לפדיון שלהם הוא 17 שנה הוא למעשה שימוש בגישה שאינה מקובלת בספרות המקצועית, בבנקים מרכזיים בעולם ובבנק ישראל. קיימת חשיבות לחישוב מדויק ככל שניתן של אומדן הסובסידיה במסגרת פתרון לעניין הסדרת הנפקת אג"ח מיועדות וככל שהממשלה תחליט לתמוך בקרנות הפנסיה ובחברות הביטוח באמצעות סובסידיה הנגזרת מפערי ריבית. לכן ראוי כי היחידה תשתמש במודלים המקובלים בספרות המקצועית לאמידת שיעורי תשואה לפדיון ותלמד מניסיונם של בנקים מרכזיים בעולם ומבנק ישראל. מודלים אלה כוללים שיטות שונות לצמצום ההפרש בין העקום הנאמד באמצעות המודל ובין התשואות של אג"ח הנסחרות בשוק. על היחידה לבחור במודל, לנמק את בחירתה, לרבות ציון היתרונות והחסרונות שבו ומידת התאמתו לצרכים של היחידה, להציג את המודל הנבחר באופן פומבי ולשדרגו מפעם לפעם.

ניהול סיכונים בניהול החוב

בחינת חלופות לתמהיל החוב ותחלופה בין עלות לסיכון

קרן המטבע והבנק העולמי הדגישו בקווים המנחים שלהם שצריך לפתח מסגרת לניהול סיכונים שתאפשר תחלופה בין הסיכון הצפוי לעלות הצפויה בתמהיל החוב. עוד צוין כי רוב המדינות מודדות את העלויות ואת הסיכונים הגלומים בתמהיל החוב לטווח הבינוני והארוך במונחי עלות עתידית של שירות החוב (תשלומי קרן וריבית), וכי עלות שירותי החוב נמדדת על ידי הנחות בנוגע לערכים הצפויים של גורמי הסיכון (לדוגמה הערכים של שערי הריבית ושערי החליפין כפי שנצפים על ידי השוק או כפי שהם היום בהנחה שהם לא ישתנו). הסיכונים נמדדים, בין היתר, באמצעות הגידול בעלות שירותי החוב (מעבר לעלות הצפויה) כתוצאה מסיכונים שוק (הכוללים שינויים במחירי הסיכון מעבר לערכים הצפויים) ובאמצעות ביצוע מבחני קיצון לתמהיל החוב. עוד צוין בקווים המנחים שבחירת אסטרטגיית הגיוס תלויה בתיאבון הסיכון של הממשלות ובמאפייני הסיכון הגלומים בחוב (גודל החוב ורמת הפגיעות של המדינה למשברים כלכליים). בפרסום מ-2004 הציע הבנק העולמי לבחור תמהיל חוב אסטרטגי המשקף באופן מיטבי את תיאבון הסיכון

של מנהלי החוב ואת הציפיות לעלות החוב באמצעות בחירת תמהיל הממוצע את עלות החוב הצפויה בהינתן רמה מקובלת של סיכון.⁶⁸

בדוח השנתי של היחידה לשנת 2010 צוין כי בשנים הקרובות חשוב להתמקד בניהול נכון של התחלופה בין עלות ובין סיכון השוק בתיק החוב. זאת בשל הגדלת תיק החוב וגידול בעלויות המימון של הממשלה, שהרחיבו את החשיפה של החוב לסיכונים השוק.⁶⁹

בתכנית הגיוסים השנתית של היחידה לשנת 2014 הוצג תמהיל הגיוס לשנה זו בחלוקה לפי מאפייני הגיוס,⁷⁰ בוצעה סימולציה לתמהיל החוב הממשלתי לשנת 2014 והוצגו יעדים וחישובים נוספים.⁷¹ בתכנית הגיוסים לשנת 2015, שנקבעה בנובמבר 2014 (במהלך עבודת הביקורת), הוצגו גם סימולציה שבחנה את ההשפעה בטווח הארוך של הורדת סדרה ממשלתית צמודה קצרה על הרכב החוב באחוזים לפי מגזרי הצמדה (שקלי, צמוד, ריבית משתנה ומט"ח) (להלן - סימולציה לבחינת ההשפעה של הורדת סדרה) וסימולציה לטווח הבינוני (לשנים 2015-2020) שבחנה את ההשפעה של שני תרחישי גיוס לא סחיר (של אג"ח מיועדות, שהן אקסוגניות למנהלי החוב) על הרכב החוב באחוזים לפי מגזרי הצמדה (להלן - סימולציה לבחינת ההשפעה של אג"ח מיועדות).⁷²

לדעת משרד מבקר המדינה, ביצוע סימולציות לתמהיל החוב הוא צעד ראוי בתהליך קביעת תמהיל החוב השנתי. אולם הסימולציות שבוצעו בתכנית הגיוסים לשנת 2015 אינן תואמות להצגת כמה חלופות גיוס ולהצגת העלויות והסיכונים הגלומים בחלופות הגיוס השונות לטווח הבינוני ולטווח הארוך, במונחי עלות עתידית של שירות החוב. בסימולציה לבחינת ההשפעה של אג"ח מיועדות הוצגו הנחות לתכנית גיוס אחת בלבד של גיוס מקומי סחיר וגיוס חיצוני במט"ח (לא הוצגו חלופות גיוס אחרות), הרכב החוב שהוצג בשני התרחישים התבסס על הנחה אחת של הערכים של קבוצת משתנים: שיעור הצמיחה של התוצר, מחירי התוצר, מדד המחירים לצרכן ושער חליפין ש"ח-דולר. לא הוצגו שינויים בעלות שירותי החוב מעבר לצפוי כתוצאה מסיכונים שוק ומתרחישי קיצון.⁷³ בסימולציה לבחינת הורדת סדרה הוצגו הבדלים בהרכב החוב כתוצאה מהורדת הסדרה, אך גם בסימולציה זו לא הוצגו השינויים בעלות שירותי החוב מעבר לצפוי כתוצאה מסיכונים שוק ומתרחישי קיצון.

68 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 26-29; מ-2003, עמ' 29-31; מ-2014, עמ' 37-38; ופרסום הבנק העולמי מ-2004, עמ' 92. להרחבה בנושא סיכונים שוק וביצוע מבחני קיצון לחוב הממשלתי ראו בהמשך.

69 משרד האוצר, היחידה לניהול החוב, הדוח השנתי 2010, עמ' 7.
70 מאפייני הגיוס כללו, בין היתר, חוב מקומי סחיר, חוב מקומי לא סחיר, חוב חיצוני, טווחי גיוס של החוב המקומי (הסחיר והלא סחיר) ושל החוב החיצוני, מכרזי החלף ומכרזים הפוכים.

71 בסימולציה הוצג הרכב החוב הממשלתי באחוזים לפי מגזרי הצמדה. שם צוין כי בהינתן הנפקה של אג"ח צמודות לקרנות הפנסיה וחברות הביטוח ובהינתן כי שומרים על עקום ממשלתי צמוד כנקודת ייחוס יש לבחון את דרכי הפעולה להקטנת המרכיב בחוב הצמוד למדד. עוד צוינו יעדים איכותיים ארוכי טווח להקטנת החשיפה של החוב הממשלתי לסיכונים מחזור, לסיכונים שוק (חשיפה לשער חליפין ולמדד מחירים לצרכן), הקטנת התנודתיות בתקציב הריבית, הגברת הוודאות בניהול החוב הממשלתי ותמיכה ועיבוי עקומים ממשלתיים (עקום שקלי ועקום צמוד). הוצג עקום הפירעונות החוזי, הוצגו יעדים כמותיים לשלוש שנים (2014-2016) לטווח הממוצע לפדיון וליחס של החוב הנפרע בטווח הקצר (בשנה הקרובה) ביחס לסך החוב, הוצגה סימולציה לטווח הממוצע לפדיון של החוב לשנים אלה והוצגה השוואה בין-לאומית של הטווח הממוצע לפדיון ושל החוב הקצר ביחס לשאר החוב.

72 עוד הוצגו גם עלות גיוס ממוצעת לשנים 2000 עד אוקטובר 2014 לפי מגזרי הצמדה בגיוס המקומי, התשואה השקלית והתשואה הצמודה למדד לטווח של 10 שנים מאוגוסט 2009 עד אוגוסט 2014.

73 כך לדוגמה, גיוס אג"ח מיועדות משפיע על החשיפה לסיכון אינפלציה בשל היותן צמודות למדד. השינוי בהרכב החוב נבחן רק עבור הנחה אחת של מדד המחירים לצרכן (2.1% ב-2015 ו-2% בכל אחת מהשנים 2016-2020). לא נבחן סיכון האינפלציה כתוצאה משינויים במדד המחירים לצרכן מעל לערכים אלה.

בבדיקת משרד מבקר המדינה של תכניות הגיוסים של היחידה לניהול החוב לשנים 2014-2015 נמצא כי פרט לבחינת חלופה של הורדת סדרה בתכנית של 2015, לא הוצגו חלופות של תמהילי גיוס חוב (חלופות גיוס או אסטרטגיות גיוס שונות) ולא הוצגו השינויים בעלות שירותי החוב מעבר לצפוי כתוצאה מסיכונים שוק ומתרחשי קיצון במונחי עלות עתידית של שירות החוב. לכן לא היו למנהלי החוב, ובראשם החשכ"לית, תחשיבים המאפשרים לנהל את התחלופה שבין העלות הצפויה ובין הסיכון הצפוי בתכנית הגיוסים השנתית ובתמהיל החוב.

משרד מבקר המדינה מעיר ליחידה לניהול החוב כי ללא כימות התחלופה בין העלות לסיכון בתרחישי גיוס חוב שונים, קביעת תמהיל הגיוס השנתי ותמהיל החוב הממשלתי אינה מיטבית. מן הראוי שהיחידה תציג חישובים של עלויות וסיכונים של כמה תמהילי חוב שמהם יהיה אפשר לבחור את תכנית הגיוסים השנתית ואת תמהיל החוב האסטרטגי לטווח הבינוני ולטווח הארוך הרצויים, בהתאם למדיניות ולתיאבון הסיכון של מנהלי החוב.

בתשובת אגף החשכ"ל מיוני 2015 צוין כי היחידה בונה מערכת מתקדמת לניהול סיכונים שוק, וכי עם סיום הטמעתה של המערכת תוכל היחידה לבצע הרחבה נוספת של המידע בתכנית הגיוסים והצגת תחשיבים נוספים המאפשרים כימות של העלות מול הסיכון.

ניהול סיכונים

ניהול סיכונים מחזור

סיכון המחזור הוא הסיכון המרכזי של מדינות בניהול תיק החוב. סיכון מחזור מתייחס למחזור החוב בעלות גבוהה באופן חריג, ובמקרים קיצוניים לחוסר יכולת למחזור את החוב כלל. סיכון המחזור הוא סוג של סיכון ריבית במקרים שבהם המחזור הוא בעלויות גבוהות. אולם סיכון המחזור מנוהל בדרך כלל באופן נפרד מסיכונים ריבית, משום שחוסר יכולת למחזור את החוב או מחזור חוב בעלות גבוהה באופן חריג יכולים להביא למשבר חובות של המדינה או להחרף משבר קיים.⁷⁴

קרן המטבע והבנק העולמי הדגישו בקווים המנחים את החשיבות לניהול זהיר של התחלופה בין חוב בעל טווח ארוך לפירעון, שהוא בטוח יותר אך גם יקר יותר, ובין חוב קצר או חוב בריבית משתנה, המאופיינים בחיסכון בעלויות בטווח הקצר (כאשר הריביות נמוכות). הם ציינו כי חוב קצר וחוב בריבית משתנה מאופיינים גם בסיכון גבוה יותר למחזור החוב בעלויות שירות חוב גדולות יותר, אם שערי הריבית יעלו, או בסיכון לחוסר יכולת למחזור (כלומר חדלות פירעון)⁷⁵. עוד צוין כי בכל מקרה, ואף אם הדבר ימנע חיסכון בעלויות לטווח הקצר, על מנהלי החוב להימנע מלחשוף את החוב לסיכונים שיכולים להביא להפסדים גדולים או לגרום לאסון, אפילו אם הסיכוי שהם יתממשו קטן.

בשנים 2003 עד 2011 ירד הטווח הממוצע לפדיון מ-6.9 ל-6.3 שנים, ומשמעות הדבר הייתה הגדלת סיכון המחזור בשנים אלה. בדרך בנק ישראל לשנת 2011 צוין הקשר בין נטל תשלומי הריבית הגבוה בישראל ובין הטווח הממוצע לפדיון, והומלץ להגדיל את הטווח הממוצע לפדיון למרות העלויות הנמוכות יותר של הנפקות קצרות-טווח.

74 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2014, עמ' 18-19.

75 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 20 ; מ-2003, עמ' 22 ; מ-2014, עמ' 30-31.

בדוח השנתי לשנת 2013 ציינה היחידה כי סיכון המחזור מופחת באמצעות כמה כלים: (א) הארכת הטווח הממוצע לפדיון של החוב ושמירה על יציבות של היקף החוב הקצר (חוב הנפרע בשנה הקרובה) ביחס לסך החוב (בשיעור של 10%). (ב) שמירה על מדיניות קבועה, שבה מנפיקים כמויות קבועות לטווחים קבועים. מדיניות זו מסייעת להחליק את עקום הפירעונות (פריסת הפירעונות לאורך זמן) ולהקטין את סיכוני המחזור. (ג) קיום מכרזי החלף ומכרזים הפוכים, שבין היתר מקטינים את סיכון מחזור החוב⁷⁶.

בשנת 2014 גדל הטווח הממוצע לפדיון של החוב מ-7.1 ל-7.4 שנים בהמשך לגידול משנת 2011. גם בתכנית הגיוסים השנתית לשנת 2014 הוצגו יעדים כמותיים לשנים 2014 עד 2016, להגדלת הטווח הממוצע לפדיון הכולל של הגיוסים מ-8.5 שנים ב-2013 ל-8.9 שנים ב-2014, ל-8.7 שנים ב-2015 ול-9.2 שנים ב-2016. יחס החוב הקצר לסך החוב ירד מכ-9.9% ב-2013 לכ-6.2% ב-2014. בתכנית הגיוסים לשנת 2015 צוינה מטרה של הארכת תכנית הגיוסים כחלק מניצול תנאי השוק ועלויות הגיוס וצוין יעד לטווח גיוס כולל של 9.5 שנים בשנה זו.

משרד מבקר המדינה מציין כי פעילות החשב"לית מהשנים האחרונות להקטנת סיכוני המחזור בין היתר על ידי הארכת החוב היא חשובה. לדעת משרד מבקר המדינה, בהתאם להמלצות קרן המטבע והבנק העולמי ראוי כי גם בעתיד מנהלי החוב ישקלו להימנע ככלל ממצבים שבהם הטווח הממוצע לפדיון קטן באופן עקבי במשך כמה שנים כפי שאירע משנת 2003 עד 2011 - דבר שהביא לגידול בסיכון המחזור באותן שנים. ראוי שמנהלי החוב יפעלו - באמצעות כלי הגיוס שבידם - לשמור על טווח ממוצע לפדיון הולם לסיכונים בחוב הממשלתי.

ניהול סיכוני שוק - הערכת הסיכון הנובע מתנודתיות במחירי השוק ומבחני קיצון

סיכון שוק משמעותו סיכון לגידול בחוב הממשלתי ובהוצאות הריבית בתקציב המדינה כתוצאה משינויים במחירי שוק, הכוללים שינוי בריביות, בשערי חליפין ובמדד המחירים לצרכן.

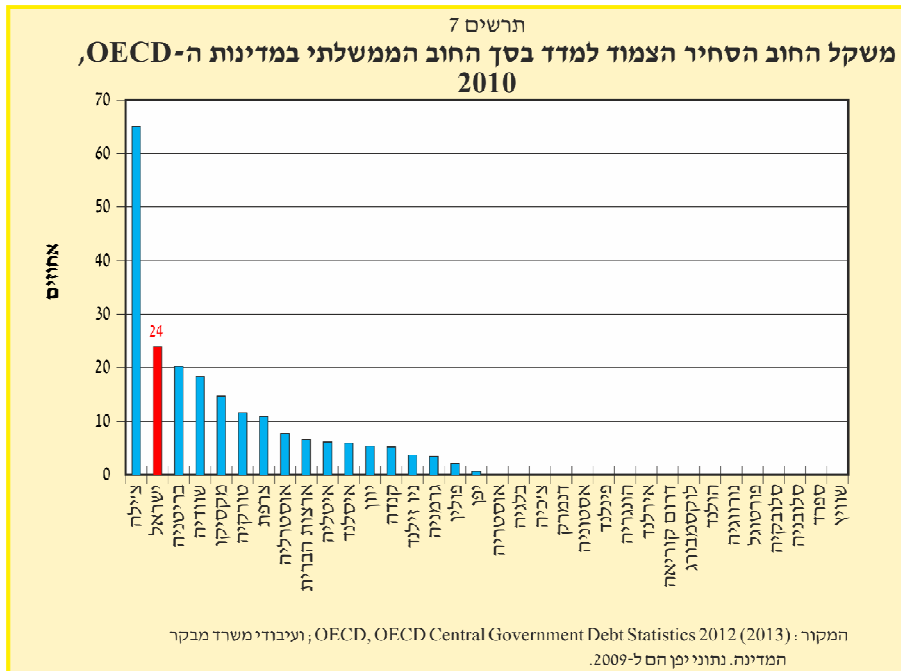
החשיפה לסיכון אינפלציה ולסיכון ריבית משתנה

1. **סיכון אינפלציה**: סיכון אינפלציה בניהול החוב מתייחס לגידול בהוצאות קרן וריבית בתקציב המדינה בשל גידול עתידי במדד המחירים לצרכן (להלן - המדד), בגין חוב צמוד מדד. בדוחות השנתיים של היחידה לשנים 2013-2014 צוינה החשיפה למדד כאחד האתגרים לשנים 2014-2015. בין היתר צוינו שיעורי הגבוה של החוב הצמוד למדד מסך החוב; הצורך באג"ח ממשלתיות צמודות למדד כנקודות ייחוס להנפקות קונצרניות; וקצב הנפקות אג"ח מיועדות, ההולך וגדל בשנים האחרונות ומקשה להקטין את מרכיב החוב הצמוד, ואף עשוי להגדיל את היקף החשיפה.

סך אג"ח הצמודות למדד היה בסוף 2014 כ-348.7 מיליארד ש"ח, שהם כ-48.7% מהחוב. אג"ח המיועדות לקרנות הפנסיה ולחברות הביטוח תורמות מאוד לסיכון אינפלציה של החוב בשל היותן צמודות למדד, והיקפן, שעמד על כ-172 מיליארד ש"ח באותו מועד, היה כמחצית מסך אג"ח צמודות למדד (כ-49.3%). משקלן של אג"ח צמודות למדד בסך החוב נמצא

76 במכרזי החלף מוחלפות אג"ח נפרעות באג"ח אחרות. במכרזים הפוכים נעשה פירעון מוקדם של אג"ח ממשלתיות סחירות. היחידה מעבירה במכרזים כספים כנגד איגרת החוב הנפרעת.

במגמת ירידה בשני העשורים האחרונים: מכ-67% ב-1995 לכמחצית מהחוב ב-2014. וגם בתכנית הגיוסים השנתית לשנת 2015 צוינה הקטנת החשיפה למדד כנקודה מרכזית בתכנית הגיוסים. עם זאת נמצא כי שיעור החוב הסחיר הצמוד למדד עדיין גבוה מאוד בהשוואה בין-לאומית. ראו להלן תרשים 7:



מהתרשים עולה כי משקל החוב הסחיר הצמוד למדד בסך החוב בישראל ב-2010 היה כ-24%⁷⁷, והוא קטן רק מזה של צ'ילה. כמו כן למחצית מדינות ה-OECD לא היה חוב סחיר צמוד מדד (החציון שווה לאפס). להבדיל מהנפקת אג"ח מיועדות, שהן אקסוגניות למנהלי החוב, החלטות על הנפקת חוב סחיר צמוד מדד תלויות בשיקולי מנהלי החוב כריבון וכמנפיק.

2. סיכון ריבית משתנה: סיכון הריבית מתייחס לסיכון לגידול בהוצאות הריבית בתקציב המדינה בשל שינויים עתידיים בריביות, והוא כולל את הריביות בכל מגזרי ההצמדה (צמוד מדד, שקלי, מט"ח וריבית משתנה). הריבית המשתנה הוגדרה בתקנות מלווה המדינה (אג"ח מסוג "אג"ח ממשלתית - ריבית משתנה"), התשס"ו-2005, בין היתר כריבית שנתית בשיעור משתנה המשולמת אחת לרבעון. כאמור, קרן המטבע והבנק העולמי הזהירו מפני הסיכונים של גיוס בריבית משתנה⁷⁸. בשנת 2014 גייסה היחידה חוב בריבית משתנה בסך כ-4.5 מיליארד ש"ח, שהם כ-7% מהגיוס הסחיר בשוק המקומי. משקל החוב בריבית משתנה מסך החוב ירד מכ-9.6% ב-2007 לכ-5% ב-2011, אולם מאז הוא במגמת עלייה ובסוף 2014 הוא היה כ-6% מהחוב, שהם כ-43.3 מיליארד ש"ח.

77 בסוף 2014 היה משקלו של החוב הסחיר הצמוד למדד מסך החוב כ-24.7%.

78 בקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2014 הוגדר סיכון הריבית גם כסיכון לקיבוע מחדש (re-fixing risk) של הריבית. שם צוין כי חוב קצר וחוב בריבית משתנה נחשבים בדרך כלל יותר מסוכנים מחוב ארוך בריבית קבועה. ראו הקווים המנחים מ-2014, עמ' 18.

מבחני קיצון לחוב שביצעה קרן המטבע

מבחני קיצון חשובים לשם הערכת יציבות החוב לאירועי קיצון מקרו כלכליים, כגון שינויים קיצוניים בגירעון או בעודף בתקציב הממשלה, בקצב צמיחת התוצר, בריביות ובשערי חליפין.⁷⁹ מבחני קיצון ליציבות החוב הודגמו בקווים המנחים של קרן המטבע מ-2013.⁸⁰ תוצאות מבחן קיצון שעשתה קרן המטבע לחוב בישראל בשנת 2013 הראו כי מבנה החוב יסייע להתאושש מאירועי קיצון בשל טווח ממוצע לפדיון החוב של שבע שנים, ובשל שיעור החוב המוחזק על ידי זרים בשיעור של 18%.⁸¹ עוד צוין כי רוב המדדים לפגיעות של החוב נמצאים מתחת לרמה המהווה אינדיקציה לפגיעות. אולם קרן המטבע ציינה כי תשלומי ריבית גבוהים וגידול בצורכי המימון (גיוס החוב) בעתיד עדיין משאירים את ישראל חשופה לפגיעה מאירועי קיצון. החוב וצורכי המימון ביחס לתוצר רגישים לשילוב של אירועי קיצון, הכוללים גידול בגירעון בתקציב הממשלה, קיטון בקצב צמיחת התוצר, גידול בריביות, פיחות בשערי חליפין וירידה במחירי הדיוור.⁸²

הערכת הסיכון הנובע מתנודתיות במחירי השוק ומבחני קיצון

הערכת הסיכון לחוב הממשלתי מספקת מידע בנוגע לעלות שירות החוב העתידית. משום שמחירי הסיכון (שערי חליפין, מדדי מחירים לצרכן ושערי ריבית) משתנים עם הזמן, חשוב להעריך את התנודתיות שבהם באופן סטטיסטי באמצעות מודלים. קרן המטבע והבנק העולמי הציגו את החשיבות שבמדדת התחלופה בין העלות לסיכון השוק הנמדד על ידי הגידול בעלות שירות החוב כתוצאה משינויים במחירי הסיכון.⁸³ בין היתר ציינו גופים אלה כי לא נכון לקבוע כמטרה למזער עלויות בהתעלם מהסיכונים, ומדינות מפותחות בעלות שוק עמוק ונוזל לאג"ח ממשלתי מתמקדות בניהול סיכונים שוק ובמדדת הסיכון באמצעות תרחישי קיצון ומודלים מתקדמים.⁸⁴

79 מבחני קיצון נחלקים לשתי קטגוריות: ניתוחי רגישות (Sensitivity analyses) ומבחני תרחישים (Scenario tests). ניתוחי רגישות מתייחסים לשינוי באחד מהפרמטרים או לשינוי בכמה גורמי סיכון, מתחשבים במתאמים של גורמי הסיכון ואינם מתחשבים במודל ספציפי, כגון ירידה או עלייה של 200 נקודות בסיס בריבית. מבחני תרחישים מבוססים על אירועים מתקבלים על הדעת, והם מאפשרים לראות את ההשפעה של כמה גורמי סיכון בהינתן תרחישים שונים. האירועים יכולים להתבסס על אירועים היסטוריים (אירועי שוק שקרו) או על תרחישים היפותטיים (אירועי שוק שטרם קרו). בנק ישראל, המפקח על הבנקים, מערכת הבנקאות בישראל - סקירה שנתי 2008 (2009), עמ' 136-137; הקווים המנחים של קרן המטבע מ-2013, עמ' 22-23.

80 צוינו שם עוד כלים אנליטיים מתקדמים להערכת סיכון לחוב, הכוללים תרשים מניפה, המספק מידע על סטיות של התפתחות החוב מתרחיש בסיס בהסתברויות שונות לאורך זמן, ומפת חום (Heat Map), המציגה טווחים של שינויים בכמה מאפייני חוב על ידי חלוקה לפי רמות סיכון. ראו:

International Monetary Fund, **Staff Guidance Note for Public Debt Sustainability Analysis in Market-Access Countries**, (May 2013), p. 22-34.

81 ראו:

International Monetary Fund, **Israel 2013 Article IV Consultation, IMF Country Report no. 14/47** (February 2014), p. 45-52.

82 כך לדוגמה עבור תרחיש קיצון הכולל ירידה במחירי הדיוור ותרחיש חמור של הקיטון בקצב צמיחת התוצר, יחס החוב לתוצר גדל ל-89%, וצורכי המימון ביחס לתוצר גדלים ל-25% ב-2018.

83 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 28; מ-2003, עמ' 29; מ-2014, עמ' 38.

84 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 10; מ-2003, עמ' 9; מ-2014, עמ' 17.

מודלים מקובלים לחישוב הסיכון מתגודות במחירי שוק, בניהול חוב ממשלתי ובניהול סיכונים שוק בכלל הם מודל "העלות בסיכון", מודל "הערך הנתון בסיכון" ומודל "התקציב בסיכון"⁸⁵. במשבר הפיננסי שהחל באמצע 2007 נמצא כי מודלים של "הערך הנתון בסיכון" לא ביטאו כהלכה את הסיכונים שהתממשו במשבר, לכן חשוב להפיק לקחים מהמשבר בנוגע למודלים להערכת סיכונים פיננסיים. בעקבות המשבר הסדירו המאסדרים מודלים נוספים משלימים לאמידת סיכונים, לרבות סיכונים השוק, והנחו כיצד להשתמש בהם. במאי 2012 החלה ועדת באזל לפיקוח בין-לאומי על הבנקים לבחון את מודל "תוחלת הקריסה הצפויה"⁸⁶. ועדת באזל והמפקח על הבנקים (בהנחיות לבנקים) וקרן המטבע והבנק העולמי (בקווים המנחים ליחידות ניהול חוב ממשלתי) מנחים לעשות מבחני קיצון, המספקים מידע משלים על סיכונים הנופלים מחוץ לתחום הסיכונים המחושבים במודלים של "העלות בסיכון" ושל "הערך הנתון בסיכון"⁸⁷. בהוראת ניהול בנקאי תקין 310 מדצמבר 2012 הורה המפקח על הבנקים לבנקים להימנע מהסתמכות יתר על שיטת מדידה ספציפית למדידת הסיכונים, להניח הנחות מחמירות ביחס למתאמים בין גורמי הסיכון, ולעשות מבחנים בדיעבד (Back Testing) כדי לאמוד את הדיוק ואת האפקטיביות של המדידה ושל ההערכה. באוקטובר 2010 ציין המפקח על הבנקים במכתב לתאגידים הבנקאיים כי בהפקת לקחים מהמשבר הפיננסי העולמי התברר כי צריך לחזק את השימוש במודלים, ולכן הנחה אותם לגבש מדיניות בנושא תיקוף מודלים⁸⁸.

הערכת סיכון השוק הנובע מתיק החוב הממשלתי של היחידה בתכנית הגיוסים השנתית המשפיע על הרכב החוב אינה מיטבית. מתברר כי הערכה של סיכונים השוק ביחידה לניהול החוב כהלך קבלת החלטות על הרכב גיוס החוב ועל תמהיל החוב בתכניות הגיוסים השנתיות לשנים 2014-2015 לא כללה אף לא אחד מהמודלים להערכת סיכונים שוק שצוינו לעיל. הליך קביעת הרכב הגיוס השנתי לא כלל הערכה של הסיכון לתיק החוב הנובע מתגודות במחירי השוק ולא כלל מבחני קיצון. לכן תהליך קבלת ההחלטות ביחידה חסר מידע בעל ערך על רמת הרגישות של תמהיל החוב שנבחר לאירועי קיצון מקרו כלכליים.

- 85 בפרסום של ה-OECD משנת 2002 צוין כי "העלות בסיכון" הוא המודל שפיתחו הוא השכיח בקרב מדינות. ליתרונות השימוש במודלים אלה ראו מסמך הבנק העולמי מ-2004, עמ' 93-94, וראו: Department of Finance of Canada, "Risk Management Practices Concerning Assets and Liabilities of Debt Managers in OECD Countries", in OECD (2002), **Debt Management and Government Securities Markets in the 21st Century**, p.139.
- 86 המודל נקרא גם "ערך נתון בסיכון מותנה" או "ערך נתון בסיכון זנבי", והוא מאפשר לחשב את הסיכון בזנב של התפלגות גורם הסיכון, מעבר לרמת הביטחון המחושבת במודל "הערך הנתון בסיכון". ועדת באזל בוחנת שימוש במודל זה עם נתונים היסטוריים על תגודות גורמי הסיכון בתקופות משבר. ראו: Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, **Fundamental Review of the Trading Book - Consultative Document** (May 2012), p. 3, 20, 35-36; Bank for International Settlements, Basel Committee on Banking Supervision, **Fundamental Review of the Trading Book: A Revised Market Risk Framework - Consultative Document** (October 2013), p. 3, 18-19, 85-87.
- 87 הקווים המנחים של קרן המטבע והבנק העולמי מ-2001, עמ' 28-29; מ-2003, עמ' 30; מ-2014, עמ' 38-39. החשיבות של מבחני קיצון כמידע משלים למודלים של "הערך הנתון בסיכון" עולה גם מכך שמתאמים בין גורמי הסיכון עלולים להשתנות באירועי קיצון. כמו כן אי-התחשבות במתאמים היא גישה מחמירה יותר בהערכת הסיכון כי היא מניחה כי כל הסיכונים מתואמים בצורה מלאה ביניהם וכל הסיכונים מתממשים בו זמנית. ראו: דוד רוטנברג, ניהול בנקאי בישראל (2002), עמ' 412 ו-415, כתר, ירושלים.
- 88 בנק ישראל, המפקח על הבנקים, הנחיות בנושא תיקוף מודלים, מכתב לתאגידים הבנקאיים (17.10.10).

לדעת משרד מבקר המדינה ראוי שהיחידה תעשה מבחני קיצוץ לחוב הממשלתי ותשלב את תוצאות המבחנים בתהליכי קבלת החלטות על תמהיל החוב האסטרטגי ועל תמהילי הגיוס השנתיים.

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי לצורך אמידת סיכוני השוק פותח מודל אנליטי פנימי בשנת 2010 לצורך בחינת ההשפעה של גורמי השוק המשפיעים על החזר החובות. עוד צוין כי בתכנית העבודה של היחידה לשנת 2014 קיים יעד ליצור מפת סיכונים פיננסית כוללת לניהול סיכוני שוק והתחייבויות פיננסיות נוספות.

בדיקת משרד מבקר המדינה העלתה שהמודל שפותח ביחידה שימש באפריל 2013 לחישוב אומדן להחזרי חובות (קרן וריבית) לתקציב הדו-שנתי בשנים 2013 ו-2014. האומדן כלל הצגה של תרחיש מרכזי, תרחיש שמרני, ביצוע תרחישי לחץ, תרחיש משברי וביצוע ניתוחי רגישות הן לגורמי שוק והן לשינויים בגירעון התקציבי בשנים 2013-2014.⁸⁹ בתקציב הדו-שנתי לשנים 2013 ו-2014 נעשה שימוש בתרחיש השמרני לתקצוב סעיפי הריבית על מלוות החוץ. במאי 2014 חישבה היחידה אומדן להחזרי חובות לשנים 2014 ו-2015 בהתאם לתרחיש המרכזי. בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי בדיקת back testing לחיזוי הוצאות הריבית שבוצעה לתרחיש המרכזי לשנים 2011-2014 הציגה תוצאות עם מובהקות סטטיסטית גבוהה ביותר.

לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי המודלים המפותחים ביחידה לניהול החוב לאמידת סיכוני השוק והמודלים המשמשים לחישוב אומדן החזרי חובות בתקציב המדינה ישולבו, בשינויים המתבקשים,⁹⁰ בהליך קבלת ההחלטות על הרכב הגיוס השנתי ועל תמהיל החוב האסטרטגי. ראוי כי היחידה תציג כמה תמהילי גיוס חוב (אסטרטגיות גיוס) ותחשב עבור כל אחד מהם את עלות שירותי החוב הצפויה (בהתאם למודלים בעלי יכולת החיזוי הטובה ביותר) ואת השינויים בעלות כתוצאה משינויים בגורמי שוק ובמשתנים כלכליים אחרים שהם מעבר לשינויים הצפויים, וככל שניתן תחשב את ההסתברויות להתממשות הסיכון.

אגף החשכ"ל הדגיש בתשובתו את שיקולי המדינה כריבון וכמנפיק בגיוס חוב סחיר צמוד מדד ובגיוס חוב בריבית משתנה: הנפקות אג"ח צמודות למדד משמשות נקודות ייחוס להנפקות של חברות קונצרניות; קיימת חשיבות לגיוון מקורות המימון והקטנת סיכוני הנזילות של הממשלה; מלאי חוב צמוד מסייע באמון המשקיעים במבנה החוב, שכן הוא מקטין את הרצון של הממשלה לשחוק את החוב באמצעות הגדלת האינפלציה; הנפקות בריבית צמודה אפשרה להקטין את עלויות הגיוס. בנוגע להנפקת אג"ח בריבית משתנה ציין אגף החשכ"ל כי אפיק זה הוא זול יותר בהשוואה לאפיק השקלי. עוד צוין בתשובה כי בבדיקה עדכנית לשנת 2014 וחלקית שנעשתה ב-18 מדינות

89 התרחיש המרכזי הניח כי השינויים בגורמי השוק הם בהתאם לציפיות הגלומות בשוק. התרחיש השמרני זהה לתרחיש המרכזי למעט שינויים בשערי חליפין שהוערכו בהתאם לסטיית התקן של נתוני העבר. בביצוע תרחישי לחץ נאמדה התפלגות תשלומי הריבית באמצעות הרצה של 10,000 תרחישים לשינויים אפשריים בשערי חליפין, בריביות ובמדד המחירים לצרכן תוך התחשבות במתאמים בין גורמי הסיכון.

90 ההחלטה על אומדן להחזרי קרן וריבית בתקציב המדינה, לבד מכך שהיא החלטה נפרדת להחלטה על תמהיל הגיוס השנתי, גם כוללת שיקולים שונים. בעוד החלטה על אומדן החזרי הקרן והריבית בתקציב המדינה צריכה להתחשב במחיר הטעות של מתן אומדן גבוהה או אומדן נמוך מדי (תקצוב בחסר של אומדן זה עשוי להביא לקיצוצים בסעיפי תקציב אחרים במהלך השנה ותקצוב ביתר מביא להקצאת מקורות לא יעילה ועלול למנוע מתן שירותים אחרים באמצעות תקציב המדינה), ההחלטה על תמהיל הגיוס השנתי ועל תמהיל החוב האסטרטגי צריכה לכלול שיקולים נוספים, בין היתר תיאבון הסיכון של מנהלי החוב. ומכאן גם החשיבות שבהצגת תרחישי סיכון (גם אם ההסתברות להתממשות נמוכה מהתרחישים הצפויים) בהחלטות על תמהיל הגיוס ותמהיל החוב האסטרטגי.

החברות ב-OECD (עקב מחסור בנתונים עדכניים לכל 34 מדינות ה-OECD) נמצא כי מדינות רבות מוסיפות מכשיר זה לתיק החוב כחלק מגיוון מקורות הגיוס ומדינות נוספות הגדילו את רכיב זה בתיק החוב⁹¹; אג"ח בריבית משתנה משמשות נקודת ייחוס להנפקות של חברות קונצרניות בריבית משתנה; היחידה משתמשת במדד המח"מ המתוקנן המהווה אינדיקטור מקובל לאמידת סיכון הריבית על אג"ח.

משרד מבקר המדינה מעיר כי נוכח היקף החוב הצמוד למדד, שחלקו הסחיר הוא השני בגודלו בקרב 34 מדינות ה-OECD, ונוכח ההיקף הגבוה של החוב בריבית משתנה שעמד בסוף 2014 על כ-43.3 מיליארד ש"ח והטווח לקיבוע מחדש של הריבית העומד על כחודשיים וחצי בלבד, ונוכח אזהרות קרן המטבע והבנק העולמי מפני הסיכונים שבגיוס בריבית משתנה⁹², החשיפה של החוב לסיכון אינפלציה וריבית משתנה היא גבוהה. למרות זאת הערכת הסיכון של החוב מוגבלת ואינה כוללת הערכה של הסיכון מתגודתיות בשערי הריבית ובמדד המחירים לצרכן. לדעת משרד מבקר המדינה, בקביעת תמהיל הגיוס השנתי ותמהיל החוב האסטרטגי, לצד הצגת השיקולים של מנהלי החוב כריבון וכמנפיק בהנפקת אג"ח סחירות צמודות מדד ואג"ח בריבית משתנה, ראוי שיוצגו גם השינויים בעלות שירות החוב הנובעים משינויים בגורמי סיכון אלה שהם מעבר לשינויים הצפויים וככל שניתן יוצגו ההסתברויות להתממשות הסיכון.

לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי שהיחידה תבחן את דרך חישוב רגישות החוב בריבית משתנה לסיכונים ריבית. זאת משום שהיא תלויה בין היתר במח"מ המותאם לבחינת רגישות איגרת חוב בריבית משתנה, הן לשינויים בריבית ההיוון, הן לשינויים בריבית העצמית של איגרת החוב והן למקדם הקושר בין השינויים היחסיים בריבית העצמית של איגרת החוב לשינויים בריבית ההיוון⁹³.

התחייבות הממשלה למוסד לביטוח לאומי

המוסד לביטוח לאומי הוא עמוד התווך של מערכת הביטחון הסוציאלי במדינת ישראל. חוק הביטוח הלאומי (נוסח משולב), התשנ"ה-1995 (להלן - חוק הביטוח הלאומי או החוק), מגדיר את תפקידי המוסד, חובותיו, סמכויותיו, המקורות הכספיים שעומדים לרשותו ואופן השקעת העודפים שלו⁹⁴. בשנים הבאות צפוי הביטוח הלאומי להתמודד עם שינויים דמוגרפיים מהותיים, בהם

91 ממוצע החוב במדינות שנבדקו בריבית משתנה עמד על כ-4% ב-2010 וגדל לכ-9% ב-2014. לעומת זאת היקף החוב בריבית משתנה של החוב בישראל היה ב-2010 כ-7% והוא קטן לכ-6% ב-2014. עוד צוין כי היקף החשיפה ירד מרמה של 11% מהחוב ב-2005 לרמה של 6% ב-2014 בהתאם למדיניות אגף החשב הכללי להקטנת סיכון החשיפה לריבית משתנה. יצוין כי בדיקת משרד מבקר המדינה של נתונים מלאים משנת 2010 של 34 מדינות ה-OECD הראתה שב-2010 לכמחצית מדינות ה-OECD (18 מדינות) לא היה חוב בריבית משתנה.

92 כאמור קרן המטבע והבנק העולמי ציינו כי לא נכון לקבוע כמטרה למזער עלויות בהתעלם מהסיכונים. לחישוב מח"מ עבור נכסים והתחייבויות בעלי ריבית ניידת ראו דוד רוטנברג, ניהול בנקאי בישראל (2010) (מהדורה מעודכנת), עמ' 210-211, כתר, ירושלים.

94 הוועדה לבחינת דרכים לשמירה על האיתנות הפיננסית של המוסד לביטוח לאומי בטווח הארוך (להלן - הוועדה לאיתנות פיננסית) הגדירה מוסדות לביטחון סוציאלי כגופים ציבוריים אוטונומיים למחצה (דוח הוועדה מאפריל 2012, עמ' 53).

הזדקנות מהירה של האוכלוסייה שתביא לעלייה משמעותית בחלקה היחסי של האוכלוסייה המבוגרת בישראל.⁹⁵

בסוף 2014 עמדה ההתחייבות של ממשלת ישראל למוסד על כ-180.4 מיליארד ש"ח⁹⁶ (להלן - קרן הביטוח הלאומי או הקרן). הצטברות היתרות בקרן היא תוצאה של השקעות עודפי המוסד בפקדונות נושאי ריבית בממשלה, שהחלו בתחילת שנות החמישים של המאה העשרים, ומשנות השמונים של המאה העשרים - בהשקעות באג"ח ממשלתיות מיועדות לביטוח הלאומי. בכל שנה שבה הכנסות המוסד גדולות מהוצאותיו, מושקעים העודפים באג"ח ממשלתיות. גם כספי אג"ח שהגיעו לפירעון מושקעים מחדש עם הריבית באג"ח⁹⁷. במדדים מקובלים של החשבונאות הלאומית, חוב של הממשלה המרכזית (Central Government) למוסד לביטוח סוציאלי, אם הוא בצורה של אג"ח, פיקדון או כל הסדר חוב אחר, אינו מגדיל את החוב הציבורי כפי שהוא מפורסם⁹⁸. התחייבות הממשלה למוסד משפיעה על הכנסות הממשלה כפי שהן משתקפות בתקציב המדינה (הן כוללות את השקעות המוסד בממשלה), משפיעה על הגירעון בתקציב המדינה, ומשפיעה על האיתנות הפיננסית של המוסד. ההתחייבות, גם אם אינה חלק מהחוב, משפיעה על תקציב תשלומי הריבית (הכוללים את תשלומי הריבית למוסד)⁹⁹, ולכן משפיעה על קביעותיהם של חברות הדירוג ושל המשקיעים לגבי יכולת החזר החובות של המדינה¹⁰⁰.

הסובסידיה למוסד לביטוח לאומי הגלומה בתקציב הריבית

סעיף 34 לחוק הביטוח הלאומי קובע: "כספי המוסד שאינם מיועדים לכיסוי הוצאות והתחייבויות שוטפות תשקיע המינהלה¹⁰¹ בהשקעות קונסטרוקטיביות, בהתאם להמלצות המועצה שאישר השר, ובמסגרת ההשקעות המותרות למוסד לפי התקנות שהתקין השר בהסכמת שר האוצר, אם התקין תקנות כאלה". סעיף החוק לא שונה מאז חקיקת חוק הביטוח הלאומי לראשונה ב-1953¹⁰².

95 הוועדה לאיתנות פיננסית ציינה סיכונים מרכזיים נוספים ליציבות מערכת הביטוח הלאומי: דפוס קבלת החלטות לא מאוזנות מהשנים האחרונות שכלל, בין היתר, שינויים בשיעורי הגבייה שהביאו להפחתה בתקבולי המוסד וכן תהליכי קבלת החלטות לגבי תשלומי הקצבאות ואופן מימון, שאינם נעשים על בסיס הסתכלות ארוכת-טווח ומתוך מחויבות לכך שתנאי הביטוח יהיו בני קיימה (דוח הוועדה, עמ' 8-6).

96 במונחי עלות מתואמת; במונחי שווי הוגן עמדה ההתחייבות על כ-227 מיליארד ש"ח.

97 התקבולים העיקריים של הביטוח הלאומי כוללים גביית דמי ביטוח לאומי מהציבור; הכנסות מתקציב המדינה (הכוללות מימון חוקים והסכמים על ידי משרד האוצר בהתאם לסעיף 9 לחוק, שיפוי ממשרד האוצר בהתאם לסעיף 32(ג) לחוק, והשתתפות משרד האוצר בענפים בהתאם לסעיף 32(א) לחוק); הכנסות מריבית; ופירעונות קרן העודפים. השקעה באג"ח ממשלתיות תתקיים גם בשנים שבהן התקבולים (ללא ריבית) נמוכים מההוצאות. במקרים אלו מושקעים הפירעונות של אג"ח שהגיעו לפדיון עם תשלומי הריבית בניכוי הפער בין התקבולים להוצאות.

98 ראו דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 53-54.

99 תקציב תשלומי הריבית (המקורי) לביטוח הלאומי ב-2013 היה כ-7.7, וב-2014 ובהצעת התקציב ל-2015 שהוגשה לכנסת בנובמבר 2014 היה כ-8 מיליארד ש"ח בכל שנה.

100 הוועדה לאיתנות פיננסית ציינה שינויים דמוגרפיים וכשלים מרכזיים בהגנה על יציבות הביטוח הלאומי שיביאו לאזילת קרן העודפים של המוסד (דוח הוועדה, עמ' 7-10). דוח הביקורת מתייחס לחלק מהכשלים הקשורים לקרן המוסד.

101 יצוין כי לפי סעיף 8 בחוק מלווה המדינה, משרד האוצר משמש מינהלה (עד שנת 2005 שימש בנק ישראל מינהלה לפי חוק זה). ואולם המינהלה המוזכרת בחוק הביטוח הלאומי, כפי שהוגדרה בסעיף 1 לחוק, היא מינהלת המוסד, שלפי סעיף 18 לחוק כוללת את מנכ"ל המוסד, המשנה, הסגנים והחשב.

102 בחוק המקורי מ-1953 סעיף ההשקעות היה 88 ובחוק הביטוח הלאומי, נוסח משולב מ-1968, סעיף ההשקעות היה 218. פרט לתיקוני עריכה במסגרת עריכת החוק כנוסח משולב לא שונה סעיף ההשקעות.

באוקטובר 1980 נקבע בחוזה בין המוסד לממשלה כי המוסד ישקיע בשתי סדרות של אג"ח שיונפקו רק לו (אג"ח מיועדות) באופן שווה. מחצית מהשקעותיו באג"ח מסוג עיבל צמודות למדד בריבית נקובה של 5.5%¹⁰³; ומחצית באג"ח מסוג גריזים צמודות למדד בריבית נקובה של 5%¹⁰⁴. החוזה מאפשר לכל צד להודיע כי אינו מעוניין יותר בהשקעות לפי החוזה.

באוקטובר 1992 קבע סגן החשב"ל דאז, בהמשך לקביעה שלו מאפריל 1990 ורטוראקטיבית ממועד זה, כי על מחצית מההנפקות למוסד, אלה שנקבעו בריבית של 5%, ייקבע שיעור הריבית על פי מאפיינים של אג"ח ממשלתיות סחירות. משמעות ההחלטה היא להפסיק את הסבסוד על מחצית מההשקעות המוסד, שהונפקו עד אז בריבית הגבוהה מתשואת השוק.

באוגוסט 2008 החליטה הממשלה להפסיק את הסבסוד בתשלומי הריבית על כל השקעות המוסד ולהקטין את תקציב הריבית ב-150 מיליון ש"ח בהתאם¹⁰⁵. בהחלטה נקבע כי השקעות חדשות, לרבות תשלומי הריבית והפירעונות העתידיים מאג"ח קיימות של המוסד, יופקדו מעתה ואילך באג"ח הנושאות ריבית צמודה למדד, המותאמת לריבית על אג"ח המונפקות על ידי הממשלה בחודש ההפקדה¹⁰⁶. החלטה זו לא יושמה.

במאי 2009 החליטה הממשלה בין היתר להטיל על שר האוצר להקים ועדה לבחינת דרכים לשמירת האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי בטווח הארוך, תוך התאמת הוצאות הביטוח הלאומי להיקף ההכנסות הצפויות לו, ובין היתר, הכנסות מגבייה והקצבות אוצר המדינה לביטוח הלאומי. עוד נקבע כי המלצות הוועדה יוגשו לשר האוצר ושר הרווחה והשירותים החברתיים¹⁰⁷. בספטמבר 2009 מינה שר האוצר דאז ועדה שתבחן דרכים לשמירת האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי לטווח הארוך (הוועדה לאיתנות פיננסית). באפריל 2012 הגישה הוועדה את מסקנותיה לשר האוצר דאז¹⁰⁸. בדוח הוועדה צוין כי החלטת הממשלה מ-2008 לא יושמה שכן הוחלט להתחיל ביישומה עם סיום עבודת הוועדה, תוך התחשבות רטרואקטיבית על גובה הסובסידיה¹⁰⁹.

המלצות הוועדה לאיתנות פיננסית בנושא הריבית שתשולם להשקעות של עודפי תקציב הביטוח הלאומי תאמו את החלטת הממשלה מ-2008. הוועדה המליצה כי בכל שנה עודפי התקציב יושקעו באג"ח מיועדות (לא סחירות) של ממשלת ישראל, וכי הריבית על אג"ח תהיה מבוססת על ריביות שוק. הוועדה הבהירה כי כדי לשמור על שקיפות המימון של המוסד מתוך תקציב הממשלה לא נכון להשתמש בסבסוד של המוסד דרך הריבית¹¹⁰. עוד המליצה הוועדה להקים ועדה בין-משרדית

- 103 תקנות מילווה המדינה (סדרות מסוג "עיבל"), התשמ"א-1980, קובץ התקנות 4193 מ-31.12.80, עמ' 344.
- 104 תקנות מילווה המדינה (סדרות מסוג "גריזים"), התש"ס-1980, קובץ התקנות 4155 מ-14.8.80, עמ' 2208. ראו גם מבקר המדינה, דוח שנתי 48 (1996), בפרק "דוח על מאזן זכויותיה והתחייבויותיה של המדינה ליום 31.12.96", עמ' צו. באג"ח עיבל נקבעו תנאים דומים לאג"ח מסוג מירון, שהונפקו לקרנות הפנסיה כאמור לעיל. באג"ח גריזים נקבעו תנאים דומים לאלה של אג"ח מסוג כרמל שהונפקו עד 1986 לקופות גמל שאינן קופות גמל לקצבה או לקופות ביטוח.
- 105 החלטת ממשלה 4023 מ-24.8.08.
- 106 בדברי ההסבר להחלטה צוין כי עלות גיוס ההון של המדינה קטנה מ-5.5% שהממשלה משלמת על אג"ח מסוג עיבל. על כן מוצע לבטל את הפקדת העודפים של המוסד באג"ח מסוג עיבל, שמשקפת סבסוד של המדינה.
- 107 החלטת ממשלה 186 מ-12.05.09.
- 108 יושבי ראש הוועדה בסיום עבודתה היו מנכ"לית המוסד לשעבר והממונה על התקציבים במשרד האוצר לשעבר. חברי הוועדה היו ראש המועצה הלאומית לכלכלה, המשנה לנגיד בנק ישראל לשעבר (וכיום נגידת בנק ישראל), שני פרופסורים מהאקדמיה ורכז תכנון באג"ח התקציבים.
- 109 דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 27.
- 110 הוועדה הייתה ערה לחסרונות של הנפקה בריבית שוק בשל חוסר הוודאות לגבי הכנסות עתידיות מריבית. לכן המליצה לבחון מנגנונים שימנעו תנודתיות של ההערכות האקטואריות למצבו של המוסד, הנובעות משינויים בהנחות הריבית העתידיות. עוד צוין כי החלטה בנושא זה תיקבע בהסכמה בין המוסד למשרד האוצר, טרם עיגון המלצות הוועדה.

ייעודית¹¹¹ שתקבע את המאפיינים של אג"ח שיונפקו (כגון טווח לפדיון והצמדה) בהתאם להערכת צרכים בתזרים המזומנים, המבוססים, בין היתר, על הדוח האקטוארי של המוסד. במקרה הצורך יתאפשר פירעון מוקדם של אג"ח, גם הוא על בסיס מחירי השוק¹¹².

המשמעות של אי-טיפול בנושא הסבסוד הגלום באג"ח המיועדות לביטוח הלאומי היא כי מאפריל 1990 מחצית מהשקעות הביטוח הלאומי מושקעות באג"ח מיועדות עם ריבית נקובה של 5.5%, המגלמת סובסידיה המובלעת בסעיף הריבית בתקציב המדינה. אומדן הסובסידיה הגלומה בתשלומי הריבית לביטוח הלאומי אינו מוזכר בדברי ההסבר לתקציב הריבית.

גם הביטוח הלאומי העיר על היעדר שקיפות ברישום הסובסידיה בתקציב. בדוח השנתי שלו לשנת 2013 צוין: "בתנאי שוק, חלק מתשלומי הריבית היו יכולים להתקבל על ידי כל גוף אחר שבו הביטוח הלאומי היה מחליט להשקיע את עודפי תקציבו. אך החלק המסובסד מהווה למעשה תמיכה נוספת של המדינה בביטחון הסוציאלי. חלק זה רשום כיום בתקבולי הריבית ועדיף היה מבחינת שקיפות לרשום אותו בנפרד כתמיכה שהיא למעשה פונקציה של גובה הריבית בשוק של הממשלה במערכת הביטחון הסוציאלי" (ההדגשה אינה במקור)¹¹³.

בדיקת משרד מבקר המדינה העלתה כי עד מועד סיום הביקורת לא יושמו החלטת הממשלה מאוגוסט 2008 והמלצות הוועדה לאיתנות פיננסית מ-2012, ולפיהן יש להשקיע את כספי הביטוח הלאומי באג"ח של ממשלת ישראל בריבית שוק ולהפסיק את הסבסוד למוסד דרך תקציב הריבית. עוד נמצא כי לא יושמו המלצות הוועדה להקים ועדה בין-משרדית שתקבע את מאפייני האג"ח בהתאם לצרכים האקטואריים של הביטוח הלאומי.

משרד מבקר המדינה מעיר למשרד האוצר כי נמשכת הנפקת אג"ח מיועדות לביטוח הלאומי הנושאות תשואה מועדפת הכרוכה בסובסידיה בניגוד להחלטת הממשלה מ-2008, ללא כל הרשאה תקציבית מפורשת, ואף ללא דיווח לכנסת ולציבור על הסובסידיה ועל היקפה, כל זאת בניגוד לכללי מינהל תקין. אין זה ראוי שתמיכת הממשלה במערכת הביטחון הסוציאלי, שהיא מרכיב משמעותי בסדרי העדיפויות של הממשלה, תיעשה באמצעות מתן תמיכה המובלעת בתקציב הריבית.

עוד נמצא כי על אף ההיקף הגבוה של הפעילות הכספית מול המוסד וההשפעות המהותיות על תקציב המדינה, במועד ביצוע הביקורת לא היה בידי היחידה לניהול החוב, האחראית להנפקת אג"ח מיועדות לביטוח הלאומי, החוזה עם המוסד מ-1980 המסדיר את תנאי השקעותיו בממשלה, לרבות הנפקת אג"ח מסוג עיבל ופירעון. לעצם קיומו של החוזה יש משמעות לעניין הסדרת הפעילות בין המוסד ובין הממשלה בתחום השקעות המוסד בממשלה.

בדין וחשבון אקטוארי מלא של הביטוח הלאומי ליום 31.12.10 מיוני 2013 (להלן - הדוח האקטוארי המלא) נבדקה רגישות קרן הביטוח הלאומי לשינויים במשתנים שונים. בין היתר נבדקה ההשפעה של החלטת הממשלה מאוגוסט 2008. תוצאות הבדיקה מופיעות בלוח 2 שלהלן. הלוח מציג את הסכומים שיצטברו בקרן בשנים 2020, 2050 ו-2080, את השנה שבה הקרן מתאפסת (שנת המוסד בממשלה).

111 הרכב הוועדה יכול כלל את מנכ"ל הביטוח הלאומי, שישמש יו"ר הוועדה, נציג נוסף של הביטוח הלאומי, סגן בכיר לחשכ"ל הממונה על החוב, נציג אגף התקציבים ונציג ציבור.

112 דוח הוועדה, עמ' 119-120.

113 המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, דוח שנתי 2013, עמ' 56.

האפס)¹¹⁴, ואת שיעורי הגדלת דמי הביטוח או הקטנת הקצבאות שיידרשו לאיזון הקרן בשנים 2050 ו-2080¹¹⁵. החישובים בלוח מוצגים לתרחיש בסיס ולתרחיש המקיים את החלטת הממשלה מ-2008.

לוח 2

השפעת יישום החלטת הממשלה מאוגוסט 2008 על קרן הביטוח הלאומי

צעדי איזון ב-2080		צעדי איזון ב-2050		יתרת הקרן (במיליארד ש"ח)				התרחיש
תשלום הקצבאות	גביית דמי הביטוח	תשלום הקצבאות	גביית דמי הביטוח	שנת האפס	2080	2050	2020	
90.4%	111.4%	92.2%	109.4%	2043	-3,121.2	-260.4	187.4	הבסיס (אג"ח עיבל)
87.0%	115.7%	89.3%	113.2%	2040	-3,468.1	-362.2	178.0	אג"ח חדשות עם ריבית משתנה ¹¹⁶

מקור: דין וחשבון אקטוארי של הביטוח הלאומי (2013), עמ' 52-53.

מלוח 2 עולה שכצפוי, הפסקת הסבסוד על אג"ח מסוג עיבל תרע את מצב הקרן, וכדי לאזן את הקרן יהיה צורך בנקיטת מדיניות חריפה בהשוואה לתרחיש הבסיס, למשל באמצעות הגדלת דמי ביטוח או קיצוץ בקצבאות.

לדעת משרד מבקר המדינה, כדי למנוע פגיעה נוספת בקרן הביטוח הלאומי, עד אשר יינתן פתרון כולל וארוך טווח לאיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי, לרבות טיפול בקרן, על הממשלה לבחור את המנגנון הראוי שיחליף את הבלעת הסובסידיה בתקציב הריבית.

בתשובה שמסר יו"ר ועדת הכספים של מועצת הביטוח הלאומי למשרד מבקר המדינה באפריל 2015 צוין כי הביטוח הלאומי משלם קצבאות זקנה ושאיירים המהווים את הרובד הראשון של הפנסיה. לכן למדינה צריך להיות עניין להבטיח לביטוח הלאומי באופן שקוף אג"ח מיועדות בריבית מסובסדת על בסיס אותו עיקרון שניתן לקרנות הפנסיה. אם יוחלט שלא לסבסד את הריבית, יש לוודא כי מרכיב הסבסוד המגולם כיום בריבית לא ייעלם וכי תימצא הדרך - בשיתוף הביטוח הלאומי ובהסכמתו - להעביר אותו באופן שוטף ויציב לביטוח הלאומי.

114 זו השנה שבה הקרן מתרוקנת לפי הכללים הנוכחיים ובהתאם להנחת הרגישות. צוין כי בפועל הקרן מתרוקנת כמה שנים אחרי שנת האפס הואיל והנחת המודל (לצורך פשטות) היא שהמוסד לא ימכור אג"ח שעדיין לא נפרעו כדי לשלם תשלומי ביטוח, אלא ייקח הלוואה אל מול אג"ח שעדיין לא נפרעו ופירעונן יקטין את ההלוואה.

115 איזון נקבע כך שהקרן תישאר ברמה של שלוש שנות תשלום בשנת 2050 או 2080 בהתאם לטור.
116 הדוח האקטוארי הגדיר תרחיש זה כ"אג"ח חדשות עם ריבית משתנה" (להלן - תרחיש 1). כלומר הנפקות חדשות של אג"ח שיהיו בריבית משתנה, ואין יותר הנפקות של אג"ח מסוג עיבל עם ריבית מובטחת. צוין כי תרחיש זה משקף באופן חלקי את החלטת הממשלה מ-2008. תרחיש נוסף הוגדר כ"אג"ח חדשות וקיימות עם ריבית משתנה" (להלן - תרחיש 2). כלומר כל אג"ח יקבלו אך ורק ריביות משתנות ואין יותר אג"ח עיבל. לגבי אג"ח קיימות הונח שהריבית שתינתן היא בהתאם לתאריך הנפקתן. עוד צוין כי תרחיש זה משקף את החלטת הממשלה מ-2008. לדעת משרד מבקר המדינה, תרחיש 1 משקף את החלטת הממשלה, ואילו תרחיש 2 אינו משקף את החלטת הממשלה, וכמו כן מניח שינוי בתנאי איגרת חוב שהונפקה (הפחתת ריבית) ושטרם הגיעה לפירעון. לכן תרחיש זה משקף בסיכומו של דבר אי-עמידה בהתחייבויות של הממשלה לביטוח הלאומי.

בתשובת אגף התקציבים צוין כי "ככל שהסובסידיה לביטוח הלאומי תמשיך להיות משולמת באמצעות הנפקת אג"ח יעודיות אזי תקצובה יהיה חייב להיכלל במסגרת תקציב הרבית. על מנת שמרכיב עלות הסובסידיה השנתית יהיה שקוף לציבור וידרוש את אישור הכנסת, אגף התקציבים יפעל לתקצבו בתוכנית תקציבית נפרדת כבר ממועד הגשת תקציב 2015 לכנסת... על אף שאגף התקציבים אינו אמון על כתיבת דברי ההסבר לתקציב הרבית, האגף יפעל לכך שתבנית דברי ההסבר האמורים תשונה, כך שהיא תכלול התייחסות לאומדן הסובסידיה הגלומה בתשלום הרבית למוסד לביטוח לאומי" (ההדגשה במקור).

החלק המסובסד בריבית המשולמת לביטוח הלאומי מהווה למעשה תמיכה נוספת של המדינה בביטחון הסוציאלי. ככל שהמשלח תחליט להמשיך ולהעניק סיוע זה דרך פערי ריבית, מבחינת השקיפות של תמיכת הממשלה במערכת הביטחון הסוציאלי ראוי לתקצב את הסובסידיה הזו כהרשאה תקציבית שקופה ומפורשת. יש מקום לשקול להציג את התמיכה בסעיף המוסד לביטוח לאומי (סעיף 27) בתקציב המדינה.

אי-קיום הוראות החוק בנוגע להשקעות קונסטרוקטיביות

כאמור, סעיף 34 לחוק הביטוח הלאומי מחייב את מינהלת המוסד להשקיע את עודפי ההכנסות שלו ב"השקעות קונסטרוקטיביות"¹¹⁷. מבדיקה של משרד מבקר המדינה בנוגע להשתלשלות הדברים הקשורים לפרשנות מונח זה ולתפקודו של המוסד בנושא מ-1950 עד 2014, ובכלל זה בדיקת דברי הכנסת ומסמכים שנאספו מארכיון המוסד עולה כי ישנה בעיה בנוגע לאופן קיום ההוראה האמורה, כמפורט להלן:

הועלה כי עוד בטרם נחקק החוק, כתב יו"ר הוועדה הבין-משרדית לתכנון הביטוח הסוציאלי לשר האוצר דאז במאי ויוני 1950 כי כספי הרזרבות יושקעו בפיתוח הארץ כנהוג בכמה ארצות.¹¹⁸ באמצע שנות החמישים של המאה העשרים השקיע הביטוח הלאומי את העודפים בפיקדונות נושאי ריבית במשרד האוצר, בהתאם לחוזה השקעות בין הממשלה למוסד מנובמבר 1955. בדוח שנתי 6 של מבקר המדינה משנת 1956 צוין שההסכם אינו בהתאם לחוק, מפני שהחוק דורש שמינהלת המוסד, ולא האוצר, תשקיע במפעלים קונסטרוקטיביים. צוין גם שכלל לא מובטח השימוש בכספים אלא להשקעות קונסטרוקטיביות, וכי בדעת המחוקק היה לשמור על כך שהמוסד עצמו - שמסיבות מובנות לא הוקם כמחלקה ממשלתית אלא כישות משפטית נפרדת וכוונתו עוצמית של נכסים ותביעות - יהיה אחראי להבטחת השימוש בכספים להשקעות קונסטרוקטיביות. עוד צוין כי מוצדק שחלק לא קטן מכספי המוסד יושקעו במפעלים קונסטרוקטיביים הממומנים מימון שלם או חלקי על ידי תקציב הפיתוח.¹¹⁹

בעקבות דוח שנתי 6, ולבקשת מנכ"ל הביטוח הלאומי דאז, כתבה מחלקת החקיקה במשרד המשפטים חוות דעת משפטית התומכת בקביעות של משרד מבקר המדינה בדוח 6. חוות הדעת אומצה בידי היועץ המשפטי לממשלה דאז מר חיים כהן, וכך צוין בה: "משמקבל האוצר הלואה

117 הצעת חוק הביטוח הלאומי מדצמבר 1951 לא כללה את המונח "השקעות קונסטרוקטיביות" כפי שהופיע מאוחר יותר בחוק מנובמבר 1953. עוד יצוין כי בדיון על אישור החוק בקריאה שנייה ושלישית בנובמבר 1953 ציין יו"ר ועדת המשנה לחוק כי "פענוח הדבר [השקעות קונסטרוקטיביות] נשאר למועצה ולשר האוצר, כי ודאי ישנתה הדבר מתקופה לתקופה, מזמן לזמן, לפי הנסיבות".

118 יו"ר הוועדה הבין-משרדית לתכנון הביטוח הסוציאלי אז היה ח"כ יצחק קנב (קניבסקי), שהיה ממניחי היסוד של הביטוח הסוציאלי במדינה. ראו אתר הכנסת:

http://www.knesset.gov.il/mk/heb/mk.asp?mk_individual_id_t=604

119 מבקר המדינה, דוח שנתי 6 (1956), "משרד העבודה - המוסד לביטוח לאומי", עמ' 144-145.

כדי להחזיר באמצעותה הלוואה אחרת, או לשלם את משכורתם של עובדי המדינה, או את דמי השכירות של מקרקעים שנתפסו על ידי הצבא או על ידי משרדי הממשלה לא יכנסו מטרות אלה למסגרת 'השקעה קונסטרוקטיבית'. לכן, הלוואה לאוצר המדינה איננה לכשעצמה השקעה קונסטרוקטיבית. התחייבות סתמית של האוצר להשתמש בכספים למטרות קונסטרוקטיביות, לכל הדעות, אינה מספקת כדי לקיים את דרישות החוק... מטעמים אלה לא נראה לי כי מנהלת המוסד יכולה להשתחרר מהחובה המוטלת עליה בחוק על-ידי הטלת אותה החובה על משרד האוצר, והדרישות של מבקר המדינה בדיון יסודן".

בעקבות דוח שנתי 6, חוות דעת של היועץ המשפטי לממשלה ודוח שנתי 7¹²⁰, נחתם חוזה חדש בין הממשלה למוסד באפריל 1957. בחוזה הוסף סעיף חדש, שבו נקבע שההלוואות של המוסד יישמשו להשקעות קונסטרוקטיביות במסגרת תקציב הפיתוח (להלן - סעיף המחייב השקעות קונסטרוקטיביות). בסעיף חדש אחר נקבע: "הממשלה תמציא למוסד באמצעות משרד האוצר רשימת ההשקעות שנעשו על ידה מכספי ההלוואות ומינהלת המוסד תהיה רשאית, תוך חודש ימים מתאריך קבלת הרשימה, להודיע לממשלה על אי-הסכמתה להשקעה מההשקעות שברשימה, כולה או מקצתה, ומשעשתה זאת המינהלה, חייבת הממשלה להשקיע מחדש את הכספים המתאים, בהתאם לסעיף 10 [סעיף המחייב השקעות קונסטרוקטיביות] תוך שמירת זכויות המוסד לפי סעיף זה" (להלן - סעיף המחייב אישור רשימת השקעות קונסטרוקטיביות). בסעיף חדש נוסף נקבע כי הממשלה תגיש לפחות פעם בשנה באמצעות החשכ"ל דוח על השקעותיה מכספי ההלוואה לפי חוזה זה, בדרך שיוסכם עליה בין המוסד לממשלה.

בחוזה שלישי, שנחתם במרץ 1958, נוסחו אותם סעיפים בחוזה מאפריל 1957. נמצאו גם עדויות לרשימות של השקעות שהעביר החשכ"ל דאז למינהלת המוסד לאישור; הרשימות כללו בין היתר הלוואות לפרויקטים בתחומי החקלאות, התעשייה, המחצבים והמכרות, החשמל, התחבורה והדואר וכן הלוואות לרשויות המקומיות.¹²¹

בשני החוזים האחרונים בין הממשלה למוסד, שנחתמו באוגוסט 1975 ובאוקטובר 1980, חלה נסיגה בקיום הוראות סעיף 34 לחוק הביטוח הלאומי.¹²² בחוזה מ-1980, החוזה שנותר בתוקף עד מועד סיום הביקורת (להלן - החוזה האחרון), לא צוינו התנאים בחוזים מאפריל 1957 וממרץ 1958. כמו כן לא צוין כי הממשלה תשתמש בכספי ההלוואה למטרות תקציב הפיתוח; אין סעיף המחייב השקעות קונסטרוקטיביות; אין סעיף המחייב אישור רשימת השקעות קונסטרוקטיביות, ואין סעיף הכולל דוח של החשכ"ל על רשימת ההשקעות. למעשה החוזה האחרון מ-1980 (הכולל הלוואה לממשלה באמצעות השקעה באג"ח ממשלתיות) דומה יותר לחוזה הראשון מנובמבר 1955 (הכולל הלוואה לממשלה על ידי הפקדות בממשלה), שהיה כאמור המושא לביקורת של מבקר המדינה בדוחות השנתיים 6 ו-7, ושבגינו ניתנה חוות הדעת של היועץ המשפטי לממשלה דאז.

120 מבקר המדינה, דוח שנתי 7 (1956), "המוסד לביטוח לאומי", עמ' 232. יצוין שביקורת בנושא הוזכרה גם בדוחות שנתיים 8 ו-9. ראו: דוח שנתי 8 (1958), "המוסד לביטוח לאומי", עמ' 233; דוח שנתי 9 (1959), "המוסד לביטוח לאומי", עמ' 322.

121 התכתבויות בין החשכ"ל למנכ"ל המוסד דאז מנובמבר 1957 ומיוני 1959. עוד יצוין כי גם בשנות ה-60 של המאה העשרים נמצאו עדויות לעניין פרשנות המונח השקעות קונסטרוקטיביות: בהתכתבויות בין מנכ"ל המוסד ליועץ המשפטי של המוסד דאז מנובמבר ודצמבר 1963 צוינה מטרת ההשקעה: "בניין הארץ ומשקלה וזאת כדי להבטיח שהמטרה לה מוקדשת ההלוואה תבטיח במידה רבה את החזרתה". בהמשך צוין כי "השקעה למטרות קונסטרוקטיביות היא אף השקעה רנטבילית". בטיט חוזה מיוני 1964 הוזכרו הסעיפים שצוינו לעיל בחוזים מס' 2 ו-3.

122 בחוזה מ-1975 צוין במבוא כי הממשלה תשתמש בכספי ההלוואה למטרות תקציב הפיתוח, והחוזה כלל סעיף המחייב השקעות קונסטרוקטיביות. החוזה לא כלל סעיף המחייב אישור של רשימת השקעות קונסטרוקטיביות על ידי מינהלת המוסד ולא כלל דוח של החשכ"ל על רשימת השקעות.

עדויות ופרשנויות נוספות לכוונת המחוקק נמצאו גם בהתכתבויות משנות ה-80 של המאה העשרים ועד לשנת 2014. בהתכתבויות מיוני 1981 ומינואר 1987 בין מנכ"ל המוסד דאז לעוזרו הוזכרה בין היתר הביקורת בדוחות מבקר המדינה 6 ו-7. בדוח שפרסמה הוועדה לאיתנות פיננסית באפריל 2012 צוין: "עודפי התקציב [של הביטוח הלאומי] משמשים למעשה למימון הוצאות הממשלה בהווה במקום לחיסכון עבור מימון הקצבאות בעתיד"¹²³. לפי יו"ר ועדת הכספים של מועצת המוסד בדיון ועדת הכספים של המועצה מפברואר 2014, יש להשקיע את השקעות המוסד בתשתיות¹²⁴. בדוח השנתי של הביטוח הלאומי מספטמבר 2014 צוין: "אם בעבר הקפידה המדינה להשקיע את יתרות הנכסים של הביטוח הלאומי בהשקעות קונסטרוקטיביות, כמצוות סעיף 34 [לחוק], זה שנים רבות משמשות הפקדות הביטוח הלאומי למימון שוטף של הוצאות הממשלה, בניגוד לכוונת המחוקק... שלפיה על הממשלה להשקיע את היתרות בהשקעות קונסטרוקטיביות (בתקציב הפיתוח) ולדווח למינהלת הביטוח הלאומי באופן שוטף על השקעת היתרות בנתיבים קונסטרוקטיביים"¹²⁵.

בדיקת משרד מבקר המדינה העלתה שאף על פי שהסעיף בחוק הנוגע להשקעות קונסטרוקטיביות (כיום סעיף 34) מעולם לא בוטל ואף לא שונה, ואף שמשרדי הממשלה הרלוונטיים והמוסד היו מודעים לחובה על פי סעיף זה שמינהלת המוסד תאשר את ההשקעות הקונסטרוקטיביות (בין היתר בעקבות דוחות מבקר מדינה 6 ו-7 וחוות הדעת המשפטית של היועץ המשפטי לממשלה), הרי שלפחות מאמצע שנות השבעים של המאה העשרים ועד היום הפך סעיף 34 בחוק לאות מתה, והממשלה והמוסד אינם פועלים לקיום הוראותיו.

ביולי 2015 פנתה החשכ"לית גב' מיכל עבאדי בויאנג'ו לממונה על התקציבים מר אמיר לוי וליועץ המשפטי של משרד האוצר מר יואל בריס בבקשה ליזום תיקון חוק הביטוח הלאומי לעניין סעיף 34 לחוק, כך שישקף את המצב בפועל (להלן - מכתב החשכ"לית). החשכ"לית נימקה את דבריה כדלהלן: "בארבעים השנים האחרונות ואף למעלה מזה, מאוחד המוסד בכל מבחן אפקטיבי מבחינה כספית עם חשבונות הממשלה ופעילותו הינה חלק בלתי נפרד מהמדיניות הכלכלית והחברתית של הממשלה, והגירעון השוטף של המוסד משתקף בגירעון הממשלתי... המוסד כפוף להחלטות שר הרווחה ושר האוצר... אינו עצמאי בקביעת דמי הביטוח הלאומי (אשר אינם, ואינם יכולים להיגזר משיקולים אקטואריים של המוסד)... המוסד מאוחד בדוחות הכספיים של ממשלת ישראל לאחר שבוצעו בו מבחני שליטה בהתאם לתקינה החשבונאית הבינלאומית למגזר הציבורי וגם על ידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בדיווחי החשבונאות הלאומית. במהלך השנים נבחן מעמדו [של המוסד] בהיבטים שונים אולם זה פקטו, המשיכה פעילותו להיות חלק בלתי נפרד מפעילות הממשלה. כמו כן הפיכת המוסד לגוף עצמאי והעברת כ-180 מיליארד ש"ח לניהול המוסד משמעה, בין היתר, הגדלת יחס חוב תוצר בכ-18%".

123 דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 123.

124 ראו התייחסות בהמשך.

125 עוד צוינה פרשנות המוסד להיגיון הכלכלי בהשקעה בתשתיות: "השקעות אלה סייעו לצמיחה הגבוהה. הצמיחה הכלכלית היא שמאפשרת למדינה לגבות מסים, שבחלקם מוצאים אחר כך את דרכם לתמיכה בביטחון הסוציאלי". ראו: המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, דוח שנתי 2013, עמ' 59-58.

לדעת משרד מבקר המדינה, לאור השינויים הרבים שחלו במשק, בכלכלה ובפיתוח הארץ מאז חוקק לראשונה סעיף ההשקעות בחוק הביטוח הלאומי ב-1953, שהיה בהם להשפיע בין היתר על ייעוד כספי הקרן, ובעקבות התפתחות ערוצי השקעה נוספים, ראוי כי כל הגורמים הרלוונטיים - לרבות המוסד, שר הרווחה ומשרד האוצר - ישקלו בשיתוף היועץ המשפטי לממשלה את הצורך לבצע שינויים בהסכמה לסעיף זה.

בנוגע למכתב החשכ"לית, משרד מבקר המדינה מעיר למשרד האוצר כי הצעה לשינויי חקיקה הנוגעת לשינוי מעמדו של המוסד לביטוח לאומי צריכה להיות מבוססת על עבודת מטה יסודית ושקופה אשר לה שותפים כל הגורמים המקצועיים לרבות המוסד לביטוח לאומי, ובין היתר לכלול את ההשפעה על האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי בדיון וחשבון אקטוארי. לדעת משרד מבקר המדינה, על הממשלה להתייחס לדוח הוועדה לאיתנות פיננסית שבין היתר הצביע על חשיפת יתר של המוסד להשפעתם של אילוצי תקציב קצרי מועד והעלה כי עודפי התקציב של המוסד משמשים למעשה למימון הוצאות הממשלה בהווה, במקום לחיסכון עבור מימון הקצבאות בעתיד. כמו כן ראוי להתייחס לחשש של הביטוח הלאומי מביצוע שינויים בחוק ההסדרים לרעת המחויבות למבוטחים¹²⁶. במסגרת השיקולים, יש להביא בחשבון גם את החלטתו של המחוקק שלא להקים את הביטוח הלאומי כמחלקה ממשלתית, אלא כישות משפטית נפרדת וכאחראי לבדו לנכסים ולתביעות. כמו כן, יש להתחשב גם בחשיבות שייחס המחוקק לכך שעודפי הכספים שנצברו לצורך הביטוח הסוציאלי של אזרחי המדינה יבטיחו שבידי המוסד יהיו מקורות מספיקים כדי לעמוד בהתחייבויותיו כלפי אזרחי המדינה גם בטווח הארוך.

היעדר המלצות של מועצת המוסד לביטוח לאומי בעניין השינויים בתנאי השקעותיו

סעיף 8(ב) לחוק הביטוח הלאומי קובע כי הרשות העליונה של המוסד היא המועצה¹²⁷. תפקידי המועצה נקבעו בסעיף 12 לחוק, ובין היתר כוללים פיקוח על פעולות המוסד ועל הנהלתו וייעוץ לשר העבודה והרווחה בבואו להתקין תקנות (במועד סיום הביקורת השר הוא שר הרווחה והשירותים החברתיים, להלן - שר הרווחה). כאמור, סעיף 34 לחוק הטיל על המועצה את האחריות להמליץ למינהלה על מדיניות ההשקעות של המוסד, שאותה מאשר שר הרווחה. בסעיף 13(א) לחוק הביטוח הלאומי נקבע כי המועצה רשאית למנות ועדות ולהעביר להן מסמכיותיה. בתקנון המועצה וועדותיה, שהותקן ב-1975, נקבע כי בין הוועדות תפעל ועדת כספים, וכי עליה לדון בסעיף 218 לחוק (שהוא סעיף 34 לנוסח המשולב של החוק מ-1995)¹²⁸.

יו"ר ועדת הכספים של המועצה ציין בדיון של הוועדה ממרץ 2012: "עולה השאלה של הריבית על אגרות החוב... שאלות כבדות שאנחנו נצטרך להתייחס אליהן". בדיון מפברואר 2014 ציין יו"ר הוועדה: "מי שהמליץ את ההמלצה שהשקעות המוסד, יתרות הכספים בהשקעות, לא התכוון שזה יהיה באג"חים האלה, הוא התכוון במקור שזה יהיה בהשקעות בתשתיות, בדברים כאלה שמניבים גם לטווח ארוך ואז... ציבור המבוטחים יהנה מזה, זאת הייתה כוונת המקור... לא נקבעו אף פעם תקנות בעניין הזה. זה סוג אחד של הסוגיה שאנחנו צריכים להידרש לה ולהמליץ לשר כי אי אפשר

126 להרחבה בנושא המלצות הוועדה לאיתנות פיננסית, החשש שהעלה הביטוח הלאומי והגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי ראו בהמשך.

127 הרכב המועצה נקבע בתקנות הביטוח הלאומי (מועצת המוסד), התשי"ח-1958, קובץ תקנות 786, עמ' 1052.

128 פרט להצעת תקציב המוסד, החלטה של ועדה שהתקבלה ללא התנגדות היא כמו החלטה של המועצה.

להמשיך לא לעשות שום דבר, לכן זה סוגיה שאנחנו צריכים לתת עליה את הדעת מה אנחנו ממליצים לשר עם העניין הזה של הקרן הזאת, איך מתמודדים איתה"¹²⁹.

לא נמצאה עדות להמלצות של מועצת המוסד או של ועדת הכספים של המועצה לשר הרווחה בעת ששונה תנאי השקעות המוסד בשנת 1990 וכן בשנים האחרונות, שבהן ירדה ריבית השוק על מחצית מהשקעות המוסד בממשלה. עוד נמצא כי לא הותקנו תקנות הקובעות את ההשקעות המותרות למוסד, כפי שהיה אפשר לקבוע בהתאם לסעיף 34 לחוק הביטוח הלאומי.

המחוקק הטיל על המועצה אחריות מפורשת בחוק בעניין השקעות המוסד. תנאי ההסכם של המוסד עם הממשלה מ-1980 שונו בשנים 1990-1992, ושונה שוב בהחלטת הממשלה מאוגוסט 2008, אך היא טרם יושמה. כמו כן התשואה על מחצית מהשקעות המוסד פחתה מאוד בשנים האחרונות בעקבות החלטת סגן החשב"ל ובעקבות הירידה בשיעורי התשואה על אג"ח ממשלתיות סחירות. לדעת משרד מבקר המדינה, נוכח הדברים האלה היה על המועצה או על ועדת הכספים שלה לגבש המלצות בעניין תנאי ההשקעות החדשים ולהגישן לאישור שר הרווחה.

לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי שר הרווחה ישקול להתקין תקנות, בהסכמת שר האוצר, הקובעות את ההשקעות המותרות למוסד לפי סמכות שני השרים בהתאם לסעיף 34 לחוק. מן הראוי שהמועצה תעדכן את תקנון המועצה משנת 1975, עדכון שיחייב דיון במועצה או בוועדת הכספים שלה או בשתייהן, ותגיש המלצות לשר במקרים שבהם שונה מאוד תנאי השקעות המוסד¹³⁰.

בתשובת יו"ר ועדת הכספים של מועצת המוסד צוין בין היתר כי הרישום החדש של אג"ח המונפקות למוסד משפיע על גובה הגירעון בתקציב המדינה על נגזרותיו והשלכותיו השונות הן על הממשלה והן על המוסד, ולכן יש השלכות מעשיות על היכולת האמתית הן של מינהלת המוסד והן של ועדת הכספים של המועצה לעשות באופן עצמאי שינוי במרכיב ההשקעות באופן מלא או חלקי. לכן המליץ יו"ר ועדת הכספים לשקול שינוי הרישום כפי שהמליצה הוועדה לאיתנות פיננסית.

חישוב ריבית השוק על מחצית מהשקעות המוסד לביטוח לאומי

כאמור, באוקטובר 1992 קבע סגן החשב"ל דאז כי שיעור הריבית על מחצית מהשקעות המוסד ייקבע על פי מאפיינים של אג"ח ממשלתיות סחירות. ככל האפשר הוא ייקבע בהתאם לשיעורי התשואה שנקבעו בשוק הראשוני, ואם לא יהיה אפשר ייקבע לפי שיעורי התשואה של אג"ח ממשלתיות הנסחרות בבורסה. התשואה תחושב באמצעות נוסחת חישוב הריבית על אג"ח מסוג כפיר שצורפה למכתבו¹³¹.

129 ירידת הריבית על השקעות המוסד בממשלה כחלק מהגורמים לפגיעה ברזרבות של המוסד צוינה במסמך הערות ובהמלצות ועדת הכספים לתקציב התפעולי לשנת 2015, אולם לא צוינו המלצות בנושא זה.

130 יצוין שתקנון המועצה לא שונה בעקבות הנוסח המשולב החדש של החוק מ-1995, והתקנון מפנה לסעיפי הנוסח המשולב הישן של החוק מ-1968.

131 חטיבת השווקים בבנק ישראל מחשבת עבור משרד האוצר והמוסד את הריבית אחת לחודש, ומעבירה אליהם את החישוב.

נמצא כי משרד האוצר והמוסד לא עדכנו את מנגנון קביעת ריבית השוק על מחצית מהשקעות המוסד בממשלה מאז יישומו לפני יותר משני עשורים. אג"ח מסוג כפיר אינן מונפקות עוד, והשוק המשוני לאג"ח ממשלתיות התפתח מאז. לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי שמשרד האוצר והמוסד ישקלו לשנות בהסכמה את מנגנון קביעת ריבית השוק.

הקשר בין קרן המוסד לביטוח לאומי לתקציב המדינה

רכישה ופירעונות של אג"ח המונפקות למוסד נרשמים בתקציב המדינה באופן ייחודי, השונה מאופן רישום אג"ח אחרות שמנפיקה הממשלה. אג"ח אחרות נרשמות כתקבולים ממלוות וחשבון הון ומשמשות עם תקבולי הפרטה למימון הגירעון ולפירעון חובות. בהתאם, פירעונות הקרן של אג"ח נרשמים כהוצאות בתקציב הפיתוח ובחשבון ההון. בחישוב הוצאות המדינה בתקציב הרגיל נכללים רק תשלומי הריבית על אג"ח. לכן הנפקה או פדיון של אג"ח אינם משפיעים על מגבלת ההוצאה או על הגירעון של הממשלה פרט למרכיב הריבית.

לעומת זאת, רישום אג"ח המונפקות למוסד הוא חריג. אמנם ההכנסות מאג"ח המונפקות למוסד נרשמות אף הן בחשבון תקבולים ממלוות וחשבון הון, אולם הן מחושבות כחלק מהכנסות המדינה לחישוב הגירעון. במקביל, ההוצאות לפירעון הקרן נכללות בתקציב הפיתוח וחשבון הון, אך בשונה מהנפקת אג"ח רגילות הן נכללות גם בחישוב סך התקציב לחישוב מגבלת ההוצאה¹³². עובדה זו מכתיבה את האופן שבו הכנסות המוסד והוצאותיו משפיעות על גובה הגירעון בתקציב המדינה. בהנחה ששאר הרכיבים אינם משתנים, גידול בגביית דמי הביטוח הלאומי או הפחתת הוצאותיו מגדילים את עודפי התקציב שלו, וכתוצאה מכך מגדילים את הכנסות המדינה ומקטינים את הגירעון בתקציב. עם זאת, שינוי בגובה ההעברות מתקציב המדינה למוסד - אם אינו מלווה בשינוי של סעיפי הוצאה אחרים בתקציב - אינו משפיע על הגירעון בתקציב המדינה, כיוון שתוספת ההעברות למוסד גורמת לתוספת שווה בעודפי התקציב שלו, ולכן חוזרת לתקציב המדינה בצד ההכנסות¹³³.

כפי שיוצג להלן, בעיות היסוד באיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי גורמות לגירעון אקטוארי שלו ולסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה שיש להתחשב בו.

1. גירעון אקטוארי של הביטוח הלאומי: בדוח האקטוארי המלא של המוסד צוין כי בעתיד התשלומים צפויים לגדול בקצב מהיר יותר מאשר התקבולים (כולל ריבית ופירעונות קרן), ולכן גם בשנים הבאות הקרן תממן את הפער הגדל והולך בין התקבולים לתשלומים; מצב זה מאט את קצב הגידול של הקרן, עד שבשנת 2024 הקרן תתחיל לקטון, ובסביבות שנת 2042 היא תתרוקן. מצב זה משקף גירעון אקטוארי¹³⁴, וללא מימון נוסף המוסד לא יהיה מסוגל לשלם את מלוא התחייבויותיו על פי החוק.

2. סיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה: עוד לפני התרוקנות הקרן, התשלומים השוטפים של משרד האוצר למוסד יגדלו מאוד עקב הצורך לממש את תשלומי הריבית ואת הפירעונות. כבר בשנת 2009 התקבולים של המוסד (ללא הכנסות מריבית

132 ראו לדוגמה תקציב המדינה - הצעה לשנות התקציב 2013-2014, שהוגש לכנסת ביוני 2013, בפרק "תחזית התקבולים והמלוות לשנות הכספים 2013-2014", עמ' 21-19; בפרק "הגירעון ומימון לשנות הכספים 2013-2014", עמ' 74-75; בפרק "הצעת התקציב לשנת הכספים 2013", עמ' 12-14, ובפרק "הצעת התקציב לשנת הכספים 2014", עמ' 15-17.

133 דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 9, 27-28.

134 מצב שבו הערך הנוכחי של הנכסים שהצטברו ושל התשואה עליהם ושל תקבולים עתידיים לא יספיקו כדי למלא אחרי ההתחייבויות העתידיות.

ופירעון קרן) היו נמוכים מתשלומיו, והקצבאות שולמו חלקית מהריבית ששולמה על הקרן באותה שנה¹³⁵. לעומת השנים שעברו, שבהן המוסד העביר כספים למשרד האוצר (ששמשו כאמור כחלק מהכנסות המדינה לחישוב הגירעון), בשנים הקרובות תשלומי הריבית ופירעונות הקרן לא יוכלו להירשם ולשמש כחלק מהכנסות המדינה ומשרד האוצר יאלץ להזרים כסף למוסד (מעבר לתקצוב השוטף של המוסד המועבר באמצעות השתתפות ושיפוי מתקציב המדינה). כלומר, משרד האוצר יאלץ להמשיך לרשום את הוצאות החזר הריבית והקרן בתקציב המדינה ולשלם אותן. ואולם, שלא כמו בעבר, סכומים אלה לא יחזרו ויירשמו בצד ההכנסות של תקציב המדינה וייווצר גידול בפער בין הכנסות להוצאות בתקציב המדינה. פער זה, אם לא יטופל, צפוי לגדול עם השנים ומהווה סיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה; בשנת 2010 הפער בין התשלומים לתקבולים השוטפים (ללא ריבית) היה כ-2.1 מיליארד ש"ח, בשנת 2020 הפער צפוי לגדול לכ-6.3 מיליארד ש"ח, ובשנים 2030, 2040, 2050 ו-2060 הפער צפוי לגדול לכ-13.5, 22.5, 30.3 ו-35.3 מיליארד ש"ח בהתאמה. בדוח האקטוארי המלא צוין כי חשוב שהגידול בדרישות להעברת כספים בגין הפערים האמורים לעיל יהיה מוכר למשרד האוצר¹³⁶.

בדוח 64ג ציין משרד מבקר המדינה: "על משרד האוצר לבחון במרץ דרכים להתמודדות עם הנטל שיווצר [מהתחייבויות המוסד]... נוכח השפעתו של נטל זה על היציבות הפיסקלית בעתיד"¹³⁷.

הוועדה לאיתנות פיננסית הצביעה בין היתר על שני כשלים קשורים לדרך רישום אג"ח המונפקות למוסד בהכנסות ובתקציב המדינה: (א) חוסר אפקטיביות של קרן הביטוח הלאומי בהגנה מפני תנודות וזעזועים קצרי טווח, וחשיפת יתר של המוסד להשפעתם של אילוצי תקציב קצרי מועד. (ב) חוסר אפקטיביות של הקרן כאמצעי ליציבות ארוכת-טווח, בשל התלות של תקציב המדינה ביציבות הפקדות עודפי התקציב של המוסד בקרן. עוד ציינה הוועדה כי עודפי התקציב של המוסד משמשים למעשה למימון הוצאות הממשלה בהווה, במקום לחיסכון עבור מימון הקצבאות בעתיד¹³⁸.

הוועדה המליצה בין היתר להקים שתי קרנות עודפים חדשות עצמאיות מתקציב המדינה. הרישום בתקציב המדינה של אג"ח שיונפקו עבור הקרנות החדשות ייעשה לפי הכללים הסטנדרטיים, כפי שנעשה עבור כל האג"ח האחרות. עוד המליצה הוועדה להעביר את שווי הקרן הנוכחית לאורך 40 שנה, באמצעות הגדלה של העברות תקציב המדינה למוסד. כלומר, תהיה תוספת הדרגתית של העברות מתקציב המדינה בגין החזר הקרן, והיא תחליף את לוח הסילוקין הנוכחי של תשלומי הקרן והריבית¹³⁹.

המוסד התנגד להמלצות הוועדה להחליף את שיטת החזר הקרן הנהוגה עד כה באמצעות לוח סילוקין, על ידי תוספת להעברות תקציב המדינה. בדוח השנתי לשנת 2013 של המוסד צוין, בין היתר, כי תוספת הדרגתית להעברות תקציב המדינה באמצעות סעיף 32 אינה מחויבות חזקה כמו עמידה בלוח סילוקין. זאת בשל ההשפעות על המוניטין הפיננסי של המדינה כלווה במצב של אי-

135 יצוין כי תקבולי המוסד הכוללים את ההכנסות מריבית היו גבוהים מתשלומי המוסד.

136 הדוח האקטוארי המלא, עמ' 10-11, 41-42 ו-43. נתוני הדוח הם על בסיס ריאלי של מחירי סוף 2010 (עמ' 89). יצוין כי סעיף 24 לחוק מציין את חובות אקטואר המוסד. בתיקון 114 לחוק צוינה החשיבות שבהגשת דוח אקטוארי. צוין כי ללא דין וחשבון אקטוארי מלא נפגעת היכולת לבקר את האיתנות הפיננסית של המוסד ונפגעת האפשרות לגבש מדיניות מושכלת בקשר עם פעילות המוסד. עוד צוין כי למצבו הפיננסי של המוסד יש השפעה מקרו כלכלית על משק המדינה. ראו הצעת חוק הממשלה 436, עמ' 597 מ-16.6.09.

137 מבקר המדינה, דוח שנתי 64ג (2014), עמ' 262.

138 דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 123.

139 דוח הוועדה לאיתנות פיננסית, עמ' 84-86, 126-130.

תשלום ובשל השינויים הרבים שנעשו בסעיף זה בחוק ההסדרים, לרוב בתכתיב חד-צדדי של משרד האוצר, ולרוב לרעת המחויבות למבוטחים, בלי לאפשר למוסד להתנגד לשינוי¹⁴⁰.

בהחלטת בג"ץ מ-15.11.99 צוין עוד כי "הממשלה אינה מחויבת לקבל את המלצות הוועדות המקצועיות שמינתה. ברם, עליה להשלים את הדיון בהמלצותיהן"¹⁴¹.

נמצא כי עד מועד סיום הביקורת, ובחלוף כשלוש שנים מפרסום המלצות הוועדה לאיתנות פיננסית, לא יישמו משרד האוצר או המוסד את ההמלצות ולא הביאו אותן לדיון בממשלה. לא זו אף זו, משרד האוצר גם לא הביא לדיון בממשלה פתרון אחר לכשלים שהעלתה הוועדה, לגירעון האקטוארי של המוסד ולסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה. מן הראוי כי משרד האוצר ייתן מענה יסודי ובהקדם לבעיית האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי ולסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה, וכי הוא יבטיח את מילוי התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי.

בתשובת אגף החשכ"ל צוין כי "למעשה לאורך השנים ההיגיון הכלכלי גבר על ההוראות המשפטיות שנקבעו בשנות ה-50 לגבי השקעות עודפי המוסד. המצב הנוכחי משקף קונסולידציה מוחלטת של המוסד בתקציב המדינה. למנגנון הטכני של השקעות האג"ח ופרעונן אין בפועל שום משמעות כלכלית. המצב בפועל הוא גלגול גרעון המוסד לתקציב המדינה ובמקום המנגנון המסורבל הקיים הייתה צריכה להיות בתקציב שורה אחת: עודף/גירעון של המוסד... ההגדרה של המוסד לביטוח לאומי כישות נפרדת מהממשלה משמעותה הכללת ההתחייבות למוסד בחוב הממשלתי והגדלת יחס חוב/תוצר בכ-17% סכום אשר עשויה להיות לו השפעה על דירוג המדינה".

בתשובת אגף התקציבים צוין כי אגף התקציבים מכין תשתית לקידום שינוי רישומי ותקציבי שיקטין את גירעון המוסד לביטוח לאומי בשנה הקרובה וימנע מהגירעון להגיע לסכומים הגבוהים המפורטים בדוח. עוד צוין כי הגירעון התפעולי של המוסד נוצר מבעיות יסוד: הגידול באוכלוסיית הזקנים, הרחבת הזכויות על קצבאות שונות, הורדת שיעור דמי הביטוח ועוד. עוד צוין כי הטיפול ארוך הטווח לבעיית הגירעון התפעולי של המוסד אינו קשור למנגנון רישום הקרן או הריבית עליה אלא לשינויים ריאליים שעל המדינה לבצע בתחום, כגון העלאת גיל הפרישה לנשים (ובכלל) והרחבת גביית דמי הביטוח הלאומי.

בתשובה שמסר מנכ"ל המוסד פרופ' שלמה מור יוסף למשרד מבקר המדינה במרץ 2015 צוין, בין היתר, כי נושא האחריות הפיננסית של המוסד הוא נושא מרכזי ומהותי המחייב דיון יסודי ומעמיק בממשלה. לדבריו, מאז פרסום דוח הוועדה לאיתנות פיננסית פנה המוסד בכל פורום אפשרי בבקשה להביא לדיון בנושא חשוב זה בממשלה ובכלל זה לשני שרי הרווחה האחרונים ולפקידים בכירים במשרד האוצר. המוסד גיבש המלצות המציגות אלטרנטיבות אשר יבטיחו יכולת תשלום יציבה ומתמשכת של הקצבאות, בהתחשב בגירעון האקטוארי הצפוי לו ובהיקף התקבולים העומדים לרשותו. בשל התחלפות שתי ממשלות בתקופה זו, העניין טרם הגיע לדיון יסודי ולא התקבלו החלטות. עוד ציין המנכ"ל כי בכוונתו להביא את העניין להחלטתו של שר הרווחה הנכנס מיד עם הרכבת הממשלה וכניסתו לתפקיד. בתשובת יו"ר ועדת הכספים של מועצת המוסד צוין כי יש צורך דחוף בדיון של הממשלה בסוגיית האיתנות הפיננסית של המוסד ובקיום דיון משותף של משרד האוצר, מינהלת המוסד וועדת הכספים של מועצת המוסד כדי להגיע להסכמה משותפת בדבר שימור הקרן של המוסד ומילוי התחייבות משרד האוצר למוסד.

140 ראו: המוסד לביטוח לאומי, מינהל המחקר והתכנון, דוח שנתי 2013, עמ' 59-60.
141 בג"ץ 3975/95 קניאל נ' ממשלת ישראל, פ"ד נג' (5) 459 (1999) (פורסם במאגר ממוחשב, 15.11.99).

לדעת משרד מבקר המדינה, ראוי כי משרד האוצר יגבש את עמדתו הסופית לעניין הטיפול בגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי, לסיכון לקיימות הפיסקלית לתקציב המדינה ולדרך מילוי התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי. תכניותיו לפתרון, וכן התכניות השונות של המוסד, מועצת המוסד והמלצות הוועדה לאיתנות פיננסית, ראוי שיובאו לדיון והחלטה לפני הממשלה בהקדם האפשרי. סוגיית מתן פתרון יסודי לבעיית האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי היא סוגיה כבדת משקל וחשובה, שראוי כי הממשלה תידרש לה.

בנוגע לתשובת אגף החשכ"ל ומכתב החשכ"לית, משרד מבקר המדינה שב ומעיר כי לצורך הבטחת הביטחון הסוציאלי של אזרחי המדינה על הממשלה להבטיח את מילוי התחייבותה למוסד לביטוח לאומי. משרד מבקר המדינה מעיר למשרד האוצר כי כל החלטה הנוגעת לשינוי מעמדו של המוסד צריכה להיות מלווה בשינויי חקיקה ולהתקבל לאחר ביצוע עבודת מטה יסודית ושקופה אשר לה יהיו שותפים כל הגורמים המקצועיים לרבות המוסד, ובין היתר לכלול את ההשפעה על האיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי בדין וחשבון אקטוארי. לדעת משרד מבקר המדינה, על הממשלה להתייחס לדוח הוועדה לאיתנות פיננסית, שבין היתר הצביע על חשיפת יתר של המוסד להשפעתם של אילוצי תקציב קצרי מועד והעלה כי עודפי התקציב של המוסד משמשים למעשה למימון הוצאות הממשלה בהווה במקום לחיסכון עבור מימון הקצבות בעתיד. כמו כן ראוי להתייחס לחשש של הביטוח הלאומי מביצוע שינויים בחוק ההסדרים לרעת המחויבות למבוטחים. למצבו הפיננסי של המוסד יש השפעה מקרה כלכלית על משק המדינה והשפעה רבה על הביטחון הסוציאלי של אזרחי המדינה. יצוין שכאמור, המלצות להחזר הקרן למוסד מתקציב המדינה לא הובאו לפני הממשלה, משכך ראוי כי בעת דיון הנוגע לשינוי מעמדו של המוסד יובאו לפני חברי הממשלה המלצות הוועדה לאיתנות פיננסית.

לדעת משרד מבקר המדינה, נוכח העובדה שלסכום ההתחייבות של הממשלה למוסד יש השפעה מהותית על יכולת המדינה להבטיח את ביטחונם הסוציאלי של אזרחיה, על הממשלה לקבוע מנגנון פעולה שיבטיח את הביטחון הסוציאלי של האזרחים. מנגנון הרישום הבעייתי של קרן המוסד בתקציב המדינה הביא לכך שכל זמן שהכנסות המוסד (ללא ריבית) היו גבוהות יותר מהוצאותיו, כפי שהיה עד השנים האחרונות, התחייבות הממשלה למוסד גדלה באין מפריע והגיעה לסכום חסר תקדים היום. ואולם בעיות היסוד באיתנות הפיננסית של המוסד הציפו בשנים האחרונות גם את הבעיות במנגנון הרישום של הקרן בתקציב המדינה והפכו את ההתחייבות הרישומית של הממשלה למוסד להתחייבות של ממש ולגורם שיש לו השפעה על הקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה.

סיכום

החוב הממשלתי ונטל תשלומי הריבית מצריכים ניהול מקצועי ומושכל. כמה נתונים של החוב הממשלתי חורגים מהמקובל בהשוואה בין-לאומית. נטל תשלומי הריבית על החוב הציבורי יחסית לתוצר, משקל החוב הלא סחיר יחסית לתוצר ומשקל החוב הסחיר הצמוד למדד מסך החוב גבוהים בהרבה מהמקובל במדינות ה-OECD. חלק מהחריגות במדדים אלה חושפות את החוב לסיכונים שוק שאינם נמדדים כראוי, מקטינות את הגמישות בניהול החוב ומגדילות את עלות גיוס ההון של הממשלה. חלק מהחריגות הן בשל קשייחיות הקיימות בניהול החוב כתוצאה מהסדרים היסטוריים עם קרנות הפנסיה, עם חברות הביטוח ועם הביטוח הלאומי. הסדרים אלה מגלמים סובסידיה המובלעת בתקציב הריבית ללא הרשאה תקציבית שקופה ומפורשת, פוגעים בפיקוח הפרלמנטרי של הכנסת ובפיקוח של הציבור על תקציב המדינה, מייקרים את תשלומי הריבית, ועלולים להתפרש בצורה לא נכונה על ידי חברות הדירוג והמשקיעים לגבי יכולת החזר החוב של המדינה. הסובסידיה לקרנות הפנסיה גדלה ללא שליטה בכמעט פי 60 - מכ-15 מיליון ש"ח ב-2007 לכ-893 מיליון ש"ח ב-2014, ויש לה השפעה על הרכב תקציב המדינה. הביטוח הלאומי משקיע את עודפי הכנסותיו בממשלה ואמור לנהל אותן אך אינו עושה כך. משרד האוצר לא הביא לדיון בממשלה פתרון לכשלים שהעלתה הוועדה לאיתנות פיננסית, פתרון לגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי, פתרון לבעיית הסיכון לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה ופתרון שיבטיח את מילוי התחייבות הממשלה לביטוח הלאומי. היעדר טיפול יסודי בגירעון האקטוארי של הביטוח הלאומי עשוי להפסיק את הגידול בקרן הביטוח הלאומי בתוך כעשר שנים, לרוקן את הקרן כעשרים שנים לאחר מכן, ובעתיד לפגוע בתשלומי הקצבאות לאזרחים ולהעמיד בסיכון את הביטחון הסוציאלי שלהם.

לדעת משרד מבקר המדינה, מדידה הולמת של סיכונים השוק, הסדרה הולמת של אג"ח מיועדות לקרנות הפנסיה, לחברות הביטוח ולביטוח הלאומי וטיפול בכשלים הרבים בניהול ההתחייבות לביטוח הלאומי חיוניים לניהול מיטבי של החוב, לאיתנות הפיננסית של הביטוח הלאומי, לקיימות הפיסקלית של תקציב המדינה בשנים הבאות ולביטחון הסוציאלי של אזרחי המדינה.

