

השוק לניירות ערך¹

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1969 לא חל כמעט שינוי בסך ההנפקות החדשות המקומיות² של ניירות ערך לעומת השנה הקודמת. היתה ירידה קלה בהנפקת איגרות חוב — שכמו בשנים האחרונות היוו את רוב רובן של ההנפקות — מ-897 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-867 מיליוני ל"י בשנת 1969, והיתה עלייה בהיקף ההנפקות החדשות של מניות: מ-6.5 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-28.5 מיליוני ל"י בשנת 1969.

הירידה בהנפקת איגרות חוב נבעה מירידה בסך 96.6 מיליוני ל"י בהנפקת איגרות חוב ארוכות מועד, והיא משקפת בעיקר ירידה בגביית מילווה קליטה, שכן בשנת 1969 הוא נגבה בעיקר מחברות ועצמאיים (מאידך גיסא, גדלה הפצת התעודות של מילווה קליטה על חשבון שנים קודמות: מ-57.7 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-112.4 מיליוני ל"י בשנת 1969)³. הנפקת מילווה הברירה גדלה ב-63.4 מיליוני ל"י. גידול זה משקף עלייה בשיעור 72 אחוזים בהנפקות של מילווה הביטחון וירידה בהנפקות אחרות מסוג ברירה. במסגרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ (כולל ניירות ערך ישראלים וזרים הרשומים בבורסות בחוץ לארץ) גדלו ההנפקות של ניירות הערך הישראליים ב-1969 בכ-3.2 מיליוני ל"י (0.95 מיליון דולר לפי שער החליפין הרשמי), גידול מועט, יחסית לעלייה הבולטת במכירות נטו של ניירות ערך זרים, 14.3 מיליוני דולרים⁴. העלייה בהנפקות של מניות אינה מצביעה על התאוששות של השוק, שכן כל ההנפקות היו של זכויות לבעלי המניות.

המכירות נטו של מילווה קצר מועד ירדו בהרבה: מ-115.6 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-27.9 מיליוני ל"י בשנת 1969, וזאת למרות שתי ההעלאות של הריבית הנומינלית באפריל ובנובמבר. חלקו של הציבור (כלומר, בניכוי השקעות מוסדות) בגידול בתיק ניירות הערך של המשק גדל ב-1969. בלטה במיוחד העלייה בסך 126 מיליוני ל"י בהשקעות של קרנות נאמנות של הבנקים, לעומת עלייה בסך 25 מיליוני ל"י ב-1968. עלייה זו משתקפת בגידול במכירת תעודות השתתפות של הקרנות שאת רובן רוכשים משקי הבית.

בבורסה לניירות ערך היו האטות במחזור העסקות של איגרות חוב ומניות בהשוואה לשנה הקודמת. המחזור של איגרות החוב גדל ב-16 אחוזים לעומת עלייה בשיעור 89 אחוזים ב-1968. המחזור של המניות ירד ב-4 אחוזים לעומת עלייה ב-104 אחוזים ב-1968. קבוצת איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ היתה יוצאת דופן מבחינה זו, ומחזורה גדל ב-58 אחוזים.

¹ ראה הגדרה של הנפקות החדשות בהערה 5 בעמוד 310.

² ההפצה אינה כלולה בסך ההנפקות (ראה סעיף 3 להלן).

³ ההשוואה נעשתה בדולרים מכיוון ששני סוגי ניירות הערך נרכשים בדולרים. מאידך הנתונים בל"י לפי שער החליפין הרשמי מהווים אומדן חסר, מכיוון שקוני איגרות חוב אלה, הן ישראלים והן זרים, שיילמו ב-1969 בעד הדולרים במסגרת שוק הנת"ד הרבה יותר מן השער הרשמי. ראה להלן סעיף 5.

בשערי איגרות החוב היתה במרבית השנה עלייה. התנודה התלולה ביותר היתה בשערי איגרות חוב הצמודות לדולר: אלה עלו ב-17 אחוזים בין ינואר לספטמבר. התשואות של איגרות החוב היו גבוהות בתחילת השנה (במיוחד של מילווה ביטחון ומילווה קליטה), הן ירדו באופן הדרגתי במרבית חודשי השנה, וברבע האחרון הן עלו, עם הירידות בשערים.

במחירים ובתשואות של המניות היו מגמות ירידה בשנת 1969. יוצאת דופן היתה קבוצת המניות 'מסחר ותעשייה', שמחירה עלו ב-4 אחוזים לעומת סוף שנת 1968, בעיקר בגלל העלייה בהטבות על מניות אלו.

מחיר הדולר בשוק הנת"ד הגיע בשנת 1969 לרמה ללא תקדים. באוגוסט עמד האג"ו (שהוא ההפרש באחוזים בין מחיר הדולר בשוק הנת"ד והמחיר הרשמי) על 36 אחוזים, והוא התייצב על רמה של 25 אחוזים לקראת סוף שנה.

ההתפתחויות בשנת 1969 בשוק ניירות הערך חלו על רקע גורמים מיוחדים שפעלו במשך במשך השנה. הגורם הראשון הוא המתיחות ששררה בשוק האשראי — שהיתה בעיקרה תוצאה של הירידה ביתרות מטבע החוץ — שגרמה לעליית הריבית על נכסים קצרי מועד. אולם, תנאי ההנפקה של איגרות החוב לא השתנו, וזאת בגלל אופי שוק ההנפקות החדשות. למרות המתיחות בשוק האשראי, לא היתה ירידה בהשקעות של משקי בית בניירות ערך, כנראה, בגלל ציפיות לעליית מחירים. ציפיות אלו גרמו, מצד אחד, לגידול בהשקעות בנכסים צמודים למדד המחירים לצרכן, כגון ניירות ערך צמודים, ובהפקדות בתכניות חיסכון המציעות תנאי ברירה, ומצד שני, לירידה בהשקעות בנכסים בלתי צמודים קצרי מועד (להוציא תיווך שטרות שלעלייה בו היו סיבות מיוחדות¹) למרות שהועלו שערי הריבית עליהם.

הגורם השני הוא ההתרחשויות בשוק המוניטרי הבינ-לאומי, ובמיוחד פיתוח הפרנק הצרפתי באוגוסט וייסוף המרק הגרמני באוקטובר. אלה גרמו לציפיות חזקות לפיחות הלירה הישראלית². דבר זה השפיע על המכירות של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, על מחיר הנת"ד וכן על הגידול ביתרת פיקדונות פז"ק ותמ"מ.

2. שוק ההנפקות החדשות

א. אופיו של השוק³

שוק ההנפקות החדשות בישראל — בניגוד לשוק המשני שהוא שוק חופשי — מאופיין בהתערבות ממשלתית ניכרת. פרט להנפקות שמבצעת הממשלה באופן ישיר, היא מגייסת כספים באמצעות מנפיקים לא-ממשלתיים המפקידים אצלה את הקרנות שגייסו. חלק מן הכספים מחזירה הממשלה למוסדות שונים לשם מתן אשראי למטרות שהיא קובעת, בעיקר למשכנתאות, תיירות וחקלאות. החזר זה ניתן למוסדות בתנאים טובים יותר מתנאי ההנפקה. בצורה זו מכסה הממשלה את הפער שנוצר בין הריבית הגבוהה יחסית למשקיעים באיגרות חוב לבין הריבית הנמוכה יחסית ללווים (האשראי שניתן ללווים איננו צמוד, בדרך כלל, ואילו הסכומים המגויסים באמצעות ההנפקה הינם צמודים).

ההתערבות הממשלה משפיעה על הנפקות לא ממשלתיות הן מצד ההיצע והן מצד הביקוש. מצד ההיצע, מתן הקלות מס הכנסה מאפשר למנפיק להתחרות בשוק, במיוחד מכיוון שהקלות

¹ ראה פרק י"ד לעיל סעיף 5.

² הייסוף גרם לציפיות לפיחות הלירה הישראלית רק באופן עקיף, דרך הציפיות לפיחות הלי"ש באותה תקופה.

³ לתיאור מפורט יותר של הנושא הזה, ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 448-453.

כאלו ניתנות בהנפקות הממשלתיות.¹ הכוונת ההון המגוייס מהווה אף היא תנאי לקבלת רשות הנפקה (כידוע, צריכה כל הנפקה אישור לפני שהיא מוצעת לציבור²). מצד הביקוש, מחייבת הממשלה מוסדות מסויימים, כגון קופות הגמל, להשקיע חלק ניכר מנכסיהם באיגרות חוב מאושרות. נוסף לזה, הונפקו בעבר מילווה חובה, כגון מילווה קליטה וחסכון חובה וכן מילווה ביטחון שלרשימתו הופעל לחץ חברתי.

נראה איפוא, שהמוסדות הכספיים מהווים מעין סוכנים פיננסיים של האוצר לשם הנפקות איגרות חוב³, ולכן להפרדה בין מנפיקים ממשלתיים ולא-ממשלתיים יש משמעות כלכלית מוגבלת בלבד. אולם ברור, שיוזמת הבנקים לסייע בהפצת איגרות חוב אלו דרך תכניות החיסכון שלהם ובמצעים אחרים, איפשרה לממשלה לנצל את האפשרות לגייס הון לעצמה דרך הנפקות לא-ממשלתיות.⁴

ב. ההנפקות החדשות⁵ בשנת 1969

סכום ההון המגוייס באמצעות מכירות נטו⁶ של איגרות חוב ומניות חדשות לא השתנה כמעט לעומת 1968. חלה ירידה קלה במכירות נטו של איגרות חוב, עלייה במכירות של מניות וירידה ניכרת במכירות נטו של מילווה קצר מועד. כמו בשנים הקודמות, רוב ההנפקות היו של איגרות חוב (ראה לוח י"ח-1). בתנאי ההנפקות לא היו שינויים ב-1969.

היציבות בהנפקות החדשות מעניינת במיוחד על רקע המתרחש בשוק הכספים ועודף הביקוש לאשראי, שכן תנאים אלה יוצרים ציפיות לעלייה בסכום ההנפקות ושינויים בתנאי ההנפקה. במסגרת הנפקת איגרות חוב, החליטה הממשלה, שבשבילה מגוייס רוב ההון, להשתמש במילווה הביטחון כאמצעי מרכזי לגיוס כספים בשנת 1969. מדיניות זו הגדילה את המכירות של מילווה הביטחון והקטינה את המכירות של מילווה אחרים. היציבות בהנפקת מניות שהיתה ב-1969 נעוצה בכך שלרשות מנפיקים פוטנציאליים של מניות עמדו — כבעבר — מקורות אחרים לגיוס כספים, בתנאים טובים יותר.

1. איגרות חוב

בשנת 1969 הגיעו המכירות נטו של איגרות חוב חדשות ל-867.2 מיליוני ל"י לעומת 897.2 מיליוני ל"י ב-1968. בניכוי הגביות של מילווה קליטה — בהן חלה ירידה, בהמשך לירידה שחלה

¹ מעניין לציין, שבעבר לא היווה צו הריבית תקרה אפקטיבית לתנאי הנפקות לא-ממשלתיות של איגרות חוב צמודות.

² החל מיולי 1969 היה ביורר התשקיפים בסמכות של הרשות לניירות ערך, שהוקמה על פי חוק ניירות ערך תשכ"ח 1968. הקמת הרשות השפיעה רבות על התחלקות מתן האישורים בשנת 1969. מתוך 528.5 מיליוני ל"י (ערך נקוב) של אמסיות מאושרות, 73 אחוזים אושרו במחצית הראשונה של השנה ו-38 אחוזים ביוני בלבד. בתקופה שבין יולי לאוקטובר לא ניתנו אישורים כלל.

³ ראוי לציין, שבשנת 1969, חלה ירידה בסך ההפקדות באוצר של המוסדות הכספיים. ראה פרק ט"ז לעיל.

⁴ רוב המוסדות הפיננסיים קשורים עם הבנקים הגדולים. במסגרת תכניות החיסכון המאושרות ובמסגרות אחרות, מעדיפים הבנקים לרכוש איגרות חוב של המוסדות הכספיים שאתם הם קשורים. קבוצות שני הבנקים הגדולים עומדות בין שלושת המנפיקים הגדולים בישראל (ראה לוח נ"י-ח-1).

⁵ נכללים כאן ניירות הערך הבאים:

א. כל ניירות הערך הממשלתיים והאלו ממשלתיים שנמכרו לציבור והוצעו לו באמצעות תשקיף.

ב. מילווה קליטה ומילווה ביטחון.

⁶ הנתונים על ההנפקות הינם על המכירות ממש בניכוי פדיונות ולא הערך הנקוב של האמיסיות. הנתונים על פדיון הינם על פדיונות תאורטיים כולל תשלומי קרן והפרשי הצמדה על הקרן. עד 1969 כללו הנתונים רק תשלומי קרן. הכללת הפרשי הצמדה מבוססת על ההנחה, שנכונות להחזיק איגרות חוב צמודות תלויה בקבלת סכום בזמן הפירעון השווה, במונחים ריאליים, למחיר האיגרת. לו לקחנו בחשבון רק תשלומי קרן, היינו מודדים את המחיר והפדיון בלירות שונות.

מכירות של הנפקות מקומיות¹ של ניירות ערך לציבור, 1968 ו-1969
(מיליוני ל"י)

העלייה או (-) הירידה במכירות בטו	1969			1968			
מכירות בטו	מכירות בטו	פדיון ²	מכירות ברוטו	מכירות בטו	פדיון ²	מכירות ברוטו	
מ"מ-1968 ל-1969							
איגרות חוב							
מילואות ארוכי מועד							
-68.9	-21.0	46.2	25.2	47.9	29.0	76.9	
-39.8	6.6	27.3	33.9	46.4	41.3	87.7	
+12.1	270.5	136.7	407.2	258.4	76.6	335.0	
-96.6	256.1	210.2	466.3	352.7	146.9	499.6	
מילואות קליטה ³							
מילואות ממשלתיים אחרים ⁴							
מילואות לא ממשלתיים ⁵							
סך כל המילואות							
ארוכי מועד							
מילואות ברירה							
-	-	-	15.6	-	15.6	1967 ביטחון	
+141.5	93.5	-	93.5	180.3	-	180.3	1968 ביטחון
-	243.9	-	243.9	-	-	-	1969 ביטחון
-44.2	70.3	76.9	147.2	114.5	30.7	145.2	מילואות פיתוח "ברירה"
-33.9	171.0	33.6	204.6	204.9	8.1	213.0	מילואות לא ממשלתיים ⁵
+63.4	578.7	110.5	689.2	515.3	38.8	554.1	סך כל המילואות הברירה
איגרות חוב הנסחרות							
במטבע חוץ ⁶							
+3.2	32.4	43.9	76.3	29.2	35.7	64.9	סך כל איגרות חוב
-30.0	867.2	364.6	1,231.8	897.2	221.4	1,118.6	מילואות קצר מועד
-143.5	-27.9	-	-	115.6	-	-	מניות
+22.0	28.5	-	28.5	6.5	-	6.5	

- (1) אינו כולל מכירות של ניירות ערך זרים בישראל ומכירת איגרות חוב ללא תשקיף. כולל מכירות לבנקים במסגרת הסדרים עם האוצר (מילואות ביטחון ומילואות פיתוח).
- (2) פדיון תאורטי (קרן והצמדה). כולל נתונים למעשה לגבי פדיונות מוקדמים של מילואות ברירה ולגבי פדיונות של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. קיימים הפרשים מסויימים בין נתוני הפדיון של איגרות חוב ממשלתיות המופיעים בלוח זה לבין הנתונים בפרק ז' המבוססים על פדיון בפועל.
- (3) גביות מהציבור ולא הפצה של איגרות חוב.
- (4) כולל מכירות של איגרות חוב של הסוכנות על ידי האוצר בסך 51 מיליון ל"י ב-1968 ו-16 מיליון ל"י ב-1969. לכאורה היו מכירות אלה תחליף להנפקות חדשות מסוג ב' (לפי ההסדר עם חברת העובדים) ויש להניח שלולא נמכרו, היו מונפקות איגרות חוב אחרות.
- (5) כולל הנפקות של סקטור המוסדות בכספים, הנפקות של מוסדות הכלולים בסקטור קופות הגמל וחברות הביטוח, ועוד.
- (6) נתונים אלו חושבו בל"י לפי שער החליפין הרשמי. ראה לוח י"ח-9.
- ה מק ז ר : מינהל מילואות המדינה, בנק ישראל, תל-אביב.

ב-1968¹ — עלו המכירות בטו של איגרות חוב חדשות בכ-4.5 אחוזים: מ"מ-849.3 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-888.2 מיליוני ל"י בשנת 1969. עלייה זו נובעת בעיקר מעלייה בשיעור 72 אחוזים

¹ הכללת מילואות קליטה מעוותת במקצת את התמונה, מאחר שבאפריל 1968 הופסקו גביות של מילואות קליטה, וב-1969 נגבה המילואות בעיקר מעצמאיים וחברות, והגביות נערכו על חשבון שנים קודמות. בניגוד למגמה בגביות, היתה עלייה ניכרת בהפצת תעודות של מילואות קליטה. מכיוון שרק קבלת התעודות מאפשרת פעולות ע"י הציבור במילואות, היתה עלייה בשיעור מכירת ניירות ערך של הציבור חייב להיעשות על פי ההפצה של מילואות הקליטה ולא על פי גביות (ראה להלן סעיף 3).

במכירות מילווה ביטחון. במקביל לכך, ירדו המכירות נטו של מילווה ברירה אחרים במידה רבה.¹ סך המכירות ברוטו של מילווה ברירה עלה והיווה 65.2 אחוזים מסך ההנפקות החדשות בשנת 1969 לעומת 60.7 אחוזים ב-1968. המכירות נטו של איגרות חוב ארוכות מועד ירדו ב-4 אחוזים בשנת 1969 והיוו 31.2 אחוזים מכלל ההנפקות לעומת 35.9 אחוזים ב-1968. עלייה קלה חלה במכירות נטו של איגרות חוב ישראליות הנסחרות במטבע חוץ.

לוח י"ח-2

הרכב מכירות נטו של מילווה ברירה לפי קבוצות רוכשים, 1968 ו-1969
(מיליוני ל"י)

העלייה או הירידה (-)	1969	1968	
			(א) מכירות לציבור *
124.4	238.7	114.3	מילווה ביטחון
			מילווה פיתוח ומילווה
-56.8	179.2	236.0	לא ממשלתיים
+67.6	417.9	350.3	סך הכול
			(ב) מכירות למוסדות בנקאיים **
+17.1	98.7	81.6	מילווה ביטחון
-21.3	62.1	83.4	מילווה פיתוח
-4.2	160.8	165.0	סך הכול
+63.4	578.7	515.3	סך הכול כללי (א+ב)

* כציבור נחשבים כל רוכשי מילווה ברירה, למעט בנקים הרוכשים את האיגרות לפי הסדר מיוחד עם האוצר.

** לפי ההסדרים עם האוצר.

מקור: מינהל מילווה המדינה, בנק ישראל, תל-אביב.

בהרכב המכירות של מילווה ברירה חלו שינויים ניכרים, והם נבעו בעיקר ממדיניות הממשלה לגייס כספים מהציבור באמצעות מילווה הביטחון (לוח י"ח-2). ברור, שקניות של מילווה ביטחון במקור מצד הציבור (ראה הגדרה בלוח י"ח-2) והבנקים, לפי ההסדרים המיוחדים, באו בחלקם על חשבון קניות של מילווה ברירה אחרים. נוסף על זה, מכיוון שחלק ניכר מהרכישות המקוריות האלה אף שהיו וולנטריות נעשו על פי לחץ חברתי, גרמה הפצת התעודות להיצע גדול, שהוריד את המחיר במסחר מחוץ לבורסה אל מתחת למחיר הפארי (המילווה של 1968 ו-1969 עדיין לא נרשמו בבורסה), כך שהתשואות נטו של מילווה אלה הגיעו לכ-11 אחוזים. הדבר גרם לכך שחלק מהציבור העדיף לרכוש מילווה ביטחון לא במקור. סיבה נוספת לירידה במכירות של מילווה ברירה אחרים היתה הביקוש הרב למילווה קליטה, שנבע מהתשואות הגבוהות של מילווה זה במרבית חודשי השנה והאפשרות להפקיד את האיגרות בתכניות 'חסכון תמורה' שהציעו גם הן תנאי ברירה עם תשואות גבוהות מאלו של תכניות חיסכון אחרות.

הירידה בסך המכירות נטו של איגרות חוב ארוכות מועד מורכבת מירידה ניכרת במכירות של איגרות חוב ממשלתיות — במיוחד של מילווה פיתוח ארוך מועד (רק 1.7 מיליוני ל"י מסך מכירות ברוטו של 33.9 מיליוני ל"י בשנת 1969 לעומת 20 מיליוני ל"י מסך 87.7 מיליוני ל"י

¹ היו עליות ניכרות בפדיונות, הן רגילים והן מוקדמים, של מילווה פיתוח ברירה ומילווה לא ממשלתיים מסוג ברירה. נראה, שהעלייה בפדיונות מוקדמים היתה קשורה עם השמועות שנפוצו במשך השנה על ביטול הזכות ל"כיבוס איגרות חוב" (מכירת איגרות חוב קרוב לזמן הפרעון למשקיע שהוא פטור ממס הכנסה). זכות זאת שייכת לא רק לפדיון סופי אלא גם לפדיון מוקדם.

ב-1968¹, ועלייה קלה באיגרות חוב ארוכות מועד לא-ממשלתיות, שהיוו 97.6 אחוזים מכלל המכירות נטו של איגרות חוב ארוכות מועד לעומת 84.8 אחוזים ב-1968.

שנת 1969 הינה מעניינת במיוחד, מבחינת השינויים שחלו באיגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ וברכישות של ניירות ערך זרים. הדבר נובע מן ההתרחשויות בשוק המוניטרי הבינלאומי: פיתוח הפרנק באוגוסט, ייסוף המרק באוקטובר והציפיות לפיתוח הלי"ש. באיגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ היה אמנם הגידול במכירות נטו בשנת 1969 לעומת 1968 קטן, אך היה גידול רב במכירות ברוטו² במשך השנה: מ-29.9 מיליוני ל"י במחצית הראשונה של השנה ל-46.4 מיליוני ל"י במחצית השנייה של השנה.

בניירות ערך זרים היתה עלייה בולטת: מ-8.7 מיליוני דולרים בשנת 1968 ל-23.0 מיליוני דולרים בשנת 1969 (ראה דיון בסעיף 5 להלן). יש להדגיש, שבמונחי ל"י הגידול היה רב יותר באופן ניכר, בגלל העלייה במחיר הדולר נת"ד המשמש לקניית ניירות ערך אלה.

תנאי ההנפקה של כל סוגי איגרות החוב לא השתנו בשנת 1969. מגמת "הארכת חיי תיק איגרות החוב" שחלה ב-1968, בגלל הארכת משך הפירעון של מילווה ביטחון מתקופה של חמש שנים לעשר שנים, נמשכה גם בשנת 1969³. חלקן של איגרות החוב לזמן ארוך בסך ההנפקות החדשות גדל מ-62 אחוזים ב-1968 ל-68 אחוזים ב-1969.

2. מילווה קצר מועד⁴

הירידה הניכרת במכירות נטו של מילווה קצר מועד — מ-115.6 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-27.9 מיליוני ל"י בשנת 1969 — מוסברת בעיקרה על ידי המעבר מנכסים בלתי צמודים לנכסים

לוח י"ח³

יתרת מילווה קצר מועד בידי הציבור לפי מועדי הפדיון, סוף 1968 ו-1969

(מיליוני ל"י)

העלייה או הירידה (-) מ-1968 ל-1969	31.12.69	2.1.69	מספר ימים לפדיון
-31.7	164.6	196.3	עד 91
+22.2	126.1	103.9	182-98
+23.4	118.7	95.3	364-189
-38.2	57.4	95.6	546-371
*-24.3	466.8	491.1	סך הכול

* סך כל השינוי אינו מתאים לשינוי בלוח י"ח¹ מכיוון שלא כללנו בלוח זה את פעולות בנק ישראל.
המקור: מינהל מילווה המדינה, הפקידה השכונתית על שוק הכספים וההון, בנק ישראל, תל-אביב.

¹ ירידה זו מצביעה על המשך חוסר הפופולריות של מילווה זה.

² אין נתונים חודשיים על מכירות נטו.

³ אם כי מילווה ביטחון מעניק תנאי ברירה, הוא נחשב כנניר ערך ארוך מועד לגבי תיק ניירות ערך, בגלל שומן פירעונו הוא של עשר שנים. מילווה ביטחון 1970 לא יעניק תנאי ברירה אלא יהיה צמוד למדד עם זמן פירעון של 15 שנה.

⁴ הכללת מילווה קצר מועד במסגרת פרק זה נעשתה בגלל התכונות של איגרות שיש לו וכן העובדה שהוא נסחר בבורסה, אם כי התחליפים שלו הינם בעיקר מכשירים קצרי מועד בשוק הכספים.

צמודים במשך השנה, בגלל הציפיות לעלויות במחירים ולפיתוח הל"י. למרות העלייה ביתרתו של תיווך השטורות, חלה האטה ניכרת בגידול של סך הנכסים הכספיים בידי הציבור שאינם צמודים.¹ מאידך גיסא, השתקף הרצון להשקיע בנכסים צמודים בעלייה בהשקעות הציבור בניירות ערך צמודים, בפיקדונות בתכניות חיסכון מאושרות המציעות תנאי ברירה של הצמדה וכן בפיקדונות פו"ק ותמ"מ. הריבית הנומינלית על כל הסדרות של המילווה קצר המועד הועלתה פעמיים במשך שנת 1969: באפריל ובנובמבר. ההעלאות השפיעו על הגברת המכירות בתקופות אלו, אולם בחודשים שלאחריהם ירדו המכירות שוב. מהשוואת היתרות של המילווה שבידי הציבור שהיו בסוף 1968 לאלה שהיו בסוף 1969 (ראה לוח י"ח-3), נראה, שהיו התפתחויות שונות בסדרות של מילווה קצר מועד בשנת 1969. הירידה בהחזקת מילווה קצר מועד נבעה בעיקר מירידה ביתרת המילווה שזמן פירעונם נע בין שנה לשנה וחצי וכן עד 91 יום. לעומת זאת, היתה עלייה ביתרת המילווה שזמן פירעונם הוא בין 3 חודשים לשנה. הירידה בסדרות הארוכות קשורה, אולי, בחלקה בעובדה שהעלייה בריבית על הסדרות ל-18 חודשים היתה קטנה ביחס לעלויות על סדרות אחרות, שכן שער הריבית על סדרה זו היה קרוב לתקרה החוקית שקבע אז צו הריבית.

3. מניות

בשנת 1969 חל גידול בהנפקת מניות: ההנפקה הסתכמה ב-28.5 מיליון ל"י בהשוואה ל-6.5 מיליון ל"י ב-1968. גידול זה אין בו כדי לסמן מיפנה בקיפאון השורר בשוק המניות, שכן כל ההנפקות היו הנפקות של זכויות לבעלי המניות.² הסיבה העיקרית לקיפאון נעוצה בתנאים הנוחים יותר שיכולים מנפיקים פוטנציאליים להשיג במקומות אלטרנטיביים, ובמיוחד — הלוואות בלתי צמודות. ההכנה הממושכת של הנפקה חדשה וההוצאות הכרוכות בה מקטינות בתנאים אלה את הכדאיות של הנפקת מניות חדשות. היקף ההנפקות הנמוך קשור גם במצב השורר בשוק המניות בבורסה, שבו המסחר הוא מצומצם למדי (להלן מופיע דיון על שוק המניות). משקיעים מוסדיים ישראליים אינם נוטים להשקיע במניות. קופות הגמל, למשל, רשאיות להשקיע 5 אחוזים מנכסיהן במניות — אך אינן מנצלות מכסה זו, וזאת בניגוד למוסדות דומים בחו"ל. זה הוא מעגל סגור, שבו הקיפאון בשוק נובע מן הממדים הקטנים שלו ולהיפך.

3. התנהגות רוכשי ניירות ערך בשנת 1969³

בשנת 1969 בולטת העובדה, שלמרות ההאטה בהתרחבות המוניטרית גדל קצב ההשקעות של משקיעים פרטיים בניירות ערך. כאמור, הושפעו משקיעים אלה מהציפיות לעלויות מחירים ולפיתוח הל"י. העלייה בהשקעות של הציבור השתקפה במיוחד בהשקעות של קרנות הנאמנות של הבנקים: מ-25 מיליון ל"י ב-1968 ל-126 מיליון ל"י בשנת 1969.⁴

את הגידול בתיק ניירות הערך של המשק ניתן לחשב על פי שני סוגי נתונים לגבי מילווה הקליטה: הגביות והפצת התעודות. הסוג הראשון משקף בצורה טובה יותר את השינוי שחל בנכסים פיננסיים של הציבור ולכן הוא מבטא טוב יותר את התנהגותו. הסוג השני משקף בצורה יותר

¹ כולל אמצעי תשלום, פיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי, תיווך שטורות והמילווה קצר המועד. ראה דיון בפרק ט"ו.

² יש לציין, שההנפקה של חברת הכבלים וחטי החשמל היא ההנפקה התעשייתית היחידה מזה ארבע שנים. ³ יש לזכור, שרוכשי ניירות ערך רוכשים לא רק במקור אלא גם בבורסה. לכן הדיון להלן קשור גם בדיון על התפתחויות בבורסה ומטרתו אינה לנתח חלוקת מכירות נטו לפי רכישות במקור, אלא לנתח את הגידול בתיקים של רוכשי ניירות ערך. הנתונים כוללים איגרות חוב ומניות.

⁴ ראוי לציין, שחלק לא מבוטל מגידול זה משקף קניות מהציבור הרחב של מילווה קליטה וביטחון. עובדה זו אינה משפיעה על סך החלק שהחזיק הציבור, אלא על החלוקה המופיעה כאן בין הקניות הישירות של הציבור לבין קניותיו העקיפות.

מדויקת את הגידול שחל למעשה בתיק ניירות ערך שבידי הציבור. לפי הסוג הראשון, הואט הגידול בתיק המשק מ-903.7 מיליוני ל"י בשנת 1969 ל-895.7 מיליוני ל"י בשנת 1969, ירידה הנובעת בחלקה מירידה בגביות נטו של מילווה הקליטה מ-47.9 מיליוני ל"י לכ-21.0 מיליוני ל"י. לפי נתוני ההפצה הוחש הגידול בתיק המשק מ-884.5 מיליוני ל"י ב-1968 ל-982.9 מיליוני ל"י בשנת 1969 וזה בעיקר בגלל העלייה הניכרת בהפצת תעודות ברוטו של מילווה קליטה מ-57.7 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-112.4 מיליוני ל"י בשנת 1969 (ראה לוח י"ח-4).

לוח י"ח - 4

הגידול בתיקים של רוכשי ניירות ערך, 1968 ו-1969

1969		1968		
אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	
(100.0)	100.0	(100.0)	100.0	(1) הגידול בתיק הכללי של המשק
	(895.7)	982.9	884.5	(2) בניכוי משקיעים מוסדיים :
			(903.7)*	קופות הגמל
(37.1)	33.8	(42.5)	43.4	חברות ביטוח
(7.2)	6.6	(6.5)	6.6	תכניות חיסכון מאושרות
(30.0)	27.4	(26.0)	26.6	מוסדות בנקאיים **
(0.9)	0.8	(1.7)	1.8	מוסדות כספיים ***
(3.2)	2.9	(4.2)	4.3	סך הכול משקיעים מוסדיים
(78.4)	71.5	(80.9)	82.7	
	701.9		731.5	
				(3) הגידול בתיק הציבור הרחב
				(1-2) :
(14.0)	12.8	(2.7)	2.8	קרנות נאמנות של הבנקים
(7.6)	15.7	(16.4)	14.5	השקעות ישירות בניירות ערך
			(147.4)	סך הכל הגידול בתיק
(21.6)	28.5	(19.1)	17.3	הציבור הרחב
	(193.8)		153.0	
	281.0			

* הנתונים בסוגריים מתייחסים לחישוב שנערך על פי גביות מילווה קליטה והנתונים שבצידי לחישוב על פי הסצת תעודות של מילווה קליטה. ראה דיון בטקסט.
 ** להוציא השקעות של מוסדות בנקאיים באמצעות תכניות החיסכון המאושרות.
 *** להוציא השקעות של קרנות נאמנות של הבנקים. כולל סכום קטן של הלוואות לחברות עור.
 **** אומדן.
 המקור : מעובד לפי נתונים במשרד האוצר וכן מנתונים שעובדו במינהל מילווה המרינה ובמחלקת המחקר בבנק ישראל.

את מרבית ניירות הערך רוכשים בישראל משקיעים מוסדיים. הגידול בהשקעותיהם קשור בצבירתם השנתית, והרכב תיקיהם קשור עם סוגי ההתחייבויות שהם מציעים לציבור¹. כמו בשנים קודמות, המרכיב הגדול ביותר היה הגידול בתיק ניירות הערך של קופות הגמל, אולם ב-1969 חלה ירידה הן בגידול תיקיהן והן בחלקן בסך הגידול בהשקעות, ירידה שנבעה מן הגידול בהלוואות שנתנו ובפיקדונותיהן. רוב רכישותיהן הן איגרות חוב ארוכות מועד, והרכישה היא במקור².

¹ לדוגמא, מרבית רכישותיהן של חברות הביטוח מתרכזות במילווה מיוחדים שמנפיקות הממשלה וחברת החשמל. תנאי ההצמדה ומועדי הפירעון של איגרות חוב אלו נקבעים לפי צורי חחי הביטוח. אין איגרות חוב אלו נסחרות בבורסה.

² לפי תקנות האוצר, חייבות קופות הגמל להשקיע במקור 80 אחוזים מנכסיהן בהשקעות מוכרות ומתוך זה 90 אחוזים באיגרות חוב ארוכות מועד. ראה דיון בפרק י"ז לעיל.

את כספי תכניות החיסכון המאושרות של הבנקים חייבים להשקיע לפי תקנות האוצר כדלהלן: 60 אחוזים בניירות ערך מוכרים, אולם אלה נרכשים, בדרך כלל, שלא במקור; 25 אחוזים נוספים מיועדים להלוואות מוכוונות, אולם לפי הסדר מיוחד עם האוצר, יכולים הבנקים להשתמש בחלק זה כדי לרכוש מילווה ביטחון בנקאי. בשנתיים האחרונות ניצלו הבנקים את הזכות לרכוש מילווה ביטחון בנקאי בגלל בעיות נזילות, אולם התנהגות זו לא הגדילה במיוחד את ההשקעות של תכניות החיסכון בניירות ערך, מכיוון שגם לפני מתן זכות זו הושקעו בהם רוב ה-25 האחוזים, ולא שימשו למתן אשראי. בשנת 1969, גדלו הפיקדונות של תכניות החיסכון בכ-323 מיליוני ל"י לעומת 276 מיליוני ל"י ב-1968. הגידול בפיקדונות נבע מרצון הציבור להפקיד כספיו בבנקים צמודים בשנה שבה היו צפויות לעליית מחירים. עידוד נוסף היה העלאת הריבית בתכניות תמורה באפריל, שהגדילה את פיקדונותיהן במיוחד ב-1969. בתכניות אלו אפשר להפקיד חלק במוזמן וחלק במילווה קליטה שתשואתה הגבוהה בשנת 1969 גרמה לביקוש רב, המיועד, כאמור בחלקו להפקדה בתכניות תמורה.¹ יכולת הבנקים להעניק תשואה גדולה יותר למפקידים בשעה שהתשואות על השקעותיהם לא עלו נבעה מכך שהאוצר זיכה את הבנקים בעד תעודות מילווה קליטה שהופקדו בתכניות במחיר גבוה יותר ממחיר השוק. השקעותיהן של תכניות החיסכון גדלו בכ-269 מיליוני ל"י, ומה 67 מיליוני ל"י במילווה ביטחון² ו-53 מיליוני ל"י במילווה קליטה במסגרת תכניות תמורה.

משמנכים את הגידול בתיק הנכסים שמקורו במשקיעים המוסדיים, נראה, שלפי שתי השיטות לחישוב תיק הנכסים של המשק עלה חלקו של הציבור הרחב, חברות ומשקי בית, בשנת 1969 בהשוואה לשנת 1968; וזאת בניגוד למה שניתן לצפות על רקע הריסון בתחום המוניטרי ב-1969. ראוי לציין, שההשקעות העקיפות של הציבור הרחב דרך קרנות הנאמנות של הבנקים גדלו בהרבה בשנת 1969 והיוו חלק גדול יותר מסך ההשקעות של הציבור. הסיבות לכך הינן: א) מאמצי הבנקים לשכנע את לקוחותיהם להשקיע בקרנות; ב) רצון הציבור לתת בידי מוסדות מקצועיים את הנהלת השקעותיו בניירות ערך.

ממאי 1968 עד מארס 1969 נוסדו ארבע קרנות, המשקיעות את רוב נכסיהן באיגרות חוב,³ בעיקר בשוק המשני ולא במקור. כמעט כל הגידול בסך 126 מיליוני ל"י בהשקעה של הקרנות היה של הקרנות החדשות, ואילו בקרנות הוותיקות חל קיפאון. הקרנות החדשות נוסדו בתקופה שבה היו תשואות גבוהות על איגרות חוב מסוימות (במיוחד מילווה קליטה ומילווה ביטחון). תשואות גבוהות אלה עודדו את מנהלי הקרנות — חברות ההשקעה של שלושת הבנקים הגדולים — להתחיל בהפעלתן. נראה, שהציבור הצטרף לציפיות המנהלים לרווחי הון, והקניות הגדולות של תעודות הקרנות, איפשרו לקרנות להגדיל את השקעותיהן.

העלייה הכללית בהשקעות בניירות ערך של הציבור מומנה ע"י מעבר מנכסים כספיים בלתי צמודים לנכסים צמודים. הדבר מוסבר בציפיות לעלויות במחירים. ראוי לציין, שהיתה ירידה

¹ לפני אפריל לא ניתן למשקיע להפקיד בתכניות תמורה תעודות מילווה קליטה יותר ממה שנגבה ממנו. בשנת 1968 היו הפיקדונות בתכניות תמורה 9 מיליוני ל"י, והם היוו 2.7 אחוזים מהגידול בסך הפיקדונות בתכניות החיסכון. מאפריל לדצמבר 1969 גדלו הפיקדונות בתכניות תמורה ל-92 מיליוני ל"י, והם היוו 35.5 אחוזים מהגידול בסך הפיקדונות בתכניות החיסכון. לפי השערים של מילווה קליטה באפריל 1969, היתה התשואה למפקידים בתכניות תמורה 11 אחוזים לעומת 9 אחוזים בתכניות רגילות.

² ראוי לציין, שגידול זה קטן יותר מסך המכירות של מילווה בטחון בנקאי בשנת 1969 שהסתכמו ב-99 מיליוני ל"י. נראה, שהבנקים עצמם קנו חלק שלא במסגרת תכניות החיסכון. כמו כן יש לזכור, שאין לכל הבנקים תכניות חיסכון.

³ בניגוד לקרנות הוותיקות, המשקיעות בין 60 ל-90 אחוזים מתיק ניירות הערך שלהן במניות. בקרנות החדשות, מהוות איגרות החוב הצמודות למדד המחירים או איגרות חוב מסוג ברירה כמחצית מתוך ההשקעות, והמחצית השנייה מורכבת מאיגרות חוב הצמודות לשער החליפין ומניות. ראה דיון בפרק ט"ז.

בשיעור החיסכון של הסקטור הפרטי בשנת 1969, שהושפעה בחלקה על ידי ציפיות לעליות מחירים. ציפיות שעודדו רכישה מוגברת של נכסי צריכה בני קיימא¹.

4. המסחר בבורסה לניירות ערך

א. מגמות כלליות

לאחר שנת גאות במסחר בבורסה הן במניות והן באיגרות חוב, היתה האטה במחזורים בשנת 1969 (ראה לוח י"ח-5). המחזור באיגרות חוב עלה ב-15.6 אחוזים לעומת עלייה של 89 אחוזים בשנת 1968. חלה ירידה קלה, 4.4 אחוזים, במחזור העסקות במניות, לעומת עלייה בשיעור 104 אחוזים בשנת 1968. במחזור במילווה קצר מועד חלה האטה בהשוואה לשנת 1968 : המחזור עלה ב-37 אחוזים לעומת 54 אחוזים, אך חלקו בכלל המחזור של ניירות הערך עלה מ-25.2 אחוזים ב-1968 ל-30.1 אחוזים בשנת 1969.

הנתונים המוצגים הם אך ורק לגבי המסחר בבורסה. ראוי לציין, שהנתונים אינם כוללים את הקיזוז הפנימי אצל סוחרי הבורסה, ובפרט הבנקים, המהווה חלק ניכר מסך כל המסחר². הנתונים על הפעולות שמחוץ לבורסה הינם חלקים ולכן אינם נכללים בסקירה זו.

לוח י"ח-5

מגמות כלליות במסחר בבורסה, 1968 ו-1969

העלייה או הירידה (-)	1969	1968	
(אחוזים)		(אלפי ל"י)	
(א) תמורה כספית			
			איגרות חוב
-2.9	69,606.2	71,706.5	ארוכות מועד
+40.3	102,992.8	73,393.9	סוג ברירה
+2.7	39,616.5	38,556.5	נסחרות במטבע חוץ
+15.6	212,215.5	183,656.9	סך כל איגרות החוב
+37.6	137,186.7	99,676.2	מילווה קצר מועד
-4.4	107,056.1	111,994.9	מניות
(ב) התפלגות באחוזים			
	46.5	46.5	איגרות חוב
	30.1	25.5	מילווה קצר מועד
	23.4	28.3	מניות

ה מקור : מעובד לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך בתל אביב.

¹ דיון על כך מופיע בפרק ד' לעיל.

² התחילו להופיע מאפריל 1970 נתונים גם על הקיזוז הפנימי.

לוח י"ח - 6

ההון הרשום בבורסה לפי שערי השוק ושיעורי מחזור שנתיים, 1968 ו-1969

(סוף השנה)

השינוי בהון הרשום				1969		1968		
1969	1968	1969	1968	השנתי שיעור המחזור	הון רשום	שיעור המחזור השנתי	הון רשום	
				(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	
(אחוזים)				(אחוזים)				
25.4	19.3	291.1	185.4	4.7	1,435.5	6.8	1,144.4	איגרות חוב ארוכות מועד
22.4	107.1	276.4	637.3	7.5	1,508.8	8.0	1,232.4	איגרות חוב מסוג ברירה
-3.1	10.4	-19.9	61.3	6.2	631.4	6.2	651.3	איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ
18.1	41.2	547.6	884.0	6.6	3,575.7	7.1	3,028.1	סך כל איגרות החוב
11.2	10.8	117.7	72.4	10.5	1,080.0	12.1	962.3	מניות **
11.7	13.3	665.2	991.1	7.4	4,655.7	8.5	3,990.5	סך כל ניירות הערך

* שיעור המחזור מבוסס על נתוני מחזור העסקות לפי לוח י"ח-5. ההון הסחיר הממוצע חושב כממוצע אריתמטי של ההון הרשום במחירי שוק של סוף השנה הקודמת וסוף השנה הנוכחית.
 ** ראה פירוט בלוח ג' י"ח-2 בנספח.
 המסור: מעובד לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

1. הון רשום והיקף המסחר

היקף המסחר ביחס לסך ההון הרשום בבורסה הוא מצומצם למדי (ראה לוח י"ח-6). רישומם של ניירות ערך בבורסה הינו תנאי הכרחי לקיום מסחר אולם אין בו כדי להבטיח מסחר. בשנת 1969 היתה האטה ניכרת בגידול ערכן של איגרות החוב הרשומות בבורסה: הגידול הגיע ל-18 אחוזים בהשוואה ל-41 אחוזים בשנת 1968, וזאת למרות עליות במחירי איגרות החוב. בלטה ההאטה ברישום מילוות ברירה. הדבר משקף את העובדה שב-1969 לא נרשמו מילוות ביטחון 1968 ו-1969, ואילו ב-1968 נרשם בבורסה מילווה ביטחון 1967. ההאטה ברישום בבורסה שלווה בהאטה במחזור העסקות, גרמה ליציבות בשיעור המחזור השנתי של איגרות חוב. ברישום מניות חלה עלייה ניכרת בשנת 1969. כתוצאה מזאת ומהירידה במחזור המניות, ירד שיעור המחזור השנתי במניות, לאחר גידול רב בשנה הקודמת.

2. הרכב המסחר

בשנים האחרונות היה המסחר במניות קטן בהרבה מהמסחר באיגרות חוב, בניגוד לתמונה בשנות הגאות בבורסה, 1962 עד 1964. בשנת 1969 חלה ירידה נוספת בחלק המסחר במניות מכלל המסחר בבורסה, לעומת שנת 1968: מ-28 אחוזים בשנת 1968 ל-24 אחוזים בשנת 1969. המסחר בבורסה הינו מרוכז למדי מבחינה זו שחלק ניכר מהמסחר קשור במספר מצומצם של ניירות ערך. תופעה זו בולטת יותר באיגרות החוב — שרוב המסחר בהן מתקיים במילוות ממשלתיים — מאשר במניות (ראה לוח י"ח-7).

לוח י"ח-7

התפלגות מניות ואיגרות חוב הרשומות בבורסה, לפי מחזורי המסחר השנתיים, 1969

מניות רגילות		איגרות חוב *		המחזור השנתי (באלפי ל"י)
מספר המניות	החלק ממחזור העסקות הכולל	מספר איגרות חוב	חלקן ממחזור העסקות הכולל	
(אחוזים)		(אחוזים)		
עד 100	14	46	0.4	
100-250	8	13	0.9	
250-500	11	9	1.4	
500-1,000	17	18	5.4	
1,000-2,500	23	9	5.4	
2,500-5,000	7	1	1.4	
5,000-10,000	3	2	4.8	
10,000 ומעלה	—	5	80.3	
סך הכול	83	103	100.0	

* אינו כולל מילווה קצר מועד
ה מקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב (ראה לוחות מפורטים בנספח).

ב. מחזור העסקות במניות והתפתחויות בשערים ובתשואות

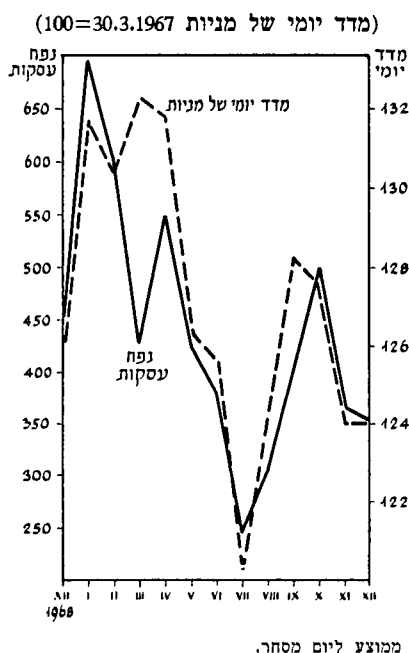
למרות הגידול שחל ברישום המניות בשנת 1969, היתה ירידה במחזור העסקות. במשך השנה היו במחזור תנודות שלא היו בכיוון אחיד (דיאגרמה י"ח-1): לאחר ירידה חריפה במחצית הראשונה

של השנה התאושש במקצת המסחר בחודשים שבין אוגוסט לאוקטובר, אולם בשני החודשים האחרונים של השנה נמשכה הירידה. ראוי לציין, שהיתה ירידה בחלקו של המסחר בשערים המשתנים בכלל המסחר: מ-22 אחוזים בשנת 1968 ל-17 אחוזים בשנת 1969.

בשנת 1969 היו התנודות בשערים דומות לתנודות במסחר. בתחילת השנה היו עליות ניכרות

בשערי רוב קבוצות המניות, ועלייה בולטת בשערי מניות תעשייה ומסחר — סימן לאוירה הטובה ששררה בשוק. ברבע הראשון של השנה עלה מדד שערי המניות ב-5.0 אחוזים, לאחר מכן ירד המדד ב-9.2 אחוזים והגיע לרמת שפל ביולי. ירידה זו הגדילה את כדאיות רכישת מניות ואכן נוצר ביקוש בחודשים אוגוסט עד ספטמבר שהעלה את המדד ב-6.6 אחוזים. בשני החודשים האחרונים של השנה התהפכה המגמה. במשך כל השנה ירד המדד ב-0.8 אחוז לעומת עלייה של 15.7 אחוזים ב-1968. התנודות בשערים ב-1969 היו פחות חריפות בשנת 1969 מאשר בשנת 1968 (ראה לוח י"ח-8), ולמרות הירידה הכללית במדד בשנת 1969 היתה הרמה הממוצעת של שערי המניות גבוהה יותר בשנת 1969 לעומת השנה הקודמת. התנודות בשערי קבוצות המניות השונות היו דומות לתנודות במדד הכללי (ראה דיאגרמה ולוח ג'י"ח-5 בנספח) אך לא כולן היו ירידות במשך השנה. בולטת במיוחד קבוצת המניות מסחר ותעשייה ששעריהן עלו ב-3.8 אחוזים בשנת 1969, עלייה המוסברת על ידי הרווחיות הגבוהה של החברות התעשייתיות ב-1969, שגרמה לגידול בהטבות שחילקו¹. הרווח למניה (ראה הגדרה בלוח י"ח-8), שהוא סימן לרווחיות, גדל בכל קבוצות המניות, אך העלייה הבולטת ביותר היא

דיאגרמה י"ח-1
מדד נפח העסקות * במניות ומדד שעריהן, 1969



במניות מסחר ותעשייה. נוסף על זה עלו תשואות הדיבידנד בשנת 1969². נראה, ששתי התפתחויות אלה לא הספיקו למנוע ירידות בשערי מניות בכל הקבוצות, חוץ ממניות מסחר ותעשייה. אולם מאידך גיסא, בניגוד לעליות בתשואות דיבידנד, ירדה התשואה הכוללת בכל הקבוצות בשנת 1969³. מגמות אלו בשוק המניות ניתנות להסבר בכמה גורמים.

א. המתוחות בשוק האשראי הגדילה את התשואות על נכסים נושאי ריבית והורידה את הכדאיות היחסית של שוק המניות. במצב כזה צפויה ירידת שערי המניות.

¹ בחברות אלה, מולר וטבע הוענקו הטבות מוגדלות הן במניות הטבה והן בדיבידנד. בחברות דובק ומפעלי נייר אמריקאיים התבטאה הגדלת ההטבות כולה בהענקת מניות הטבה (בנוסף לדיבידנד השנתי), ואילו בחברות בית הרכב, חברה א"י לקרור והספקה, החברה לכבלים וחוטני חשמל, נחשתון, שמן, אליאנס, הועלו שיעורי הדיבידנד השנתי.

² מספר החברות שחלקו דיבידנד עלוה מ-56 בשנת 1968 ל-61 ב-1969. התשלומים עלו מ-78 מיליוני ל"י ל-93 מיליוני ל"י בהתאמה.

³ התשואה הכוללת מצביעה על הרווח של המשקיע אם הוא קונה מניה בראשון בינואר ומוכר אותה ב-31 בדצמבר. היא מוגדרת כ: $\frac{\text{המחיר בסוף השנה} + \text{הטבות} - \text{המחיר בהתחלת השנה}}{\text{המחיר בהתחלת השנה}}$

ב. התשוואות הגבוהות על איגרות חוב צמודות והציפיות לעליות מחירים הפנו משקיעים לרכישת איגרות חוב ונכסים צמודים אחרים. הציפיות לעליות במחירים ולעליות במיסים גרמו גם לגידול ברכישת מוצרים בני קיימא. פעולות אלו באו בחלקן על חשבון ההשקעות במניות.

ג. הרצון להשקיע במניות מושפע מציפיות לרווחיות בעתיד. למרות הרווחיות הגבוהה בשנת 1969, נראה שהיו חששות בקשר להמשך הגיאות במשק ורווחיות גבוהה של החברות.

ג. מחזור העסקות באיגרות חוב והתפתחויות בשערים ובתשואות

רוב רובן של העסקות באיגרות חוב בבורסה הינן במיליות המדינה — ובעיקר מילווה ביטחון תשכ"ז ומילווה קליטה. לכן, ההתפתחויות במסחר באיגרות חוב אלו קובעות במידה רבה את המגמות בסך המסחר באיגרות חוב. יש לציין, שהנתונים מהווים אומדן חסר של המסחר באיגרות חוב, מכיוון שעדיין לא נרשמו בבורסה מיליות הביטחון תשכ"ח ותשכ"ט, והרישום של מילווה קליטה 1964 חל רק בספטמבר. בשלוש איגרות חוב אלו היה ב-1969 מסחר רב מחוץ לבורסה. נוסף לזה, הקיוו הפנימי בין הבנקים במילווה קליטה היה בקנה מידה גדול במיוחד בשנת 1969. הסבר אחד להאטה בגידול במחזור העסקות של איגרות חוב בשנת 1969 הוא ההאטה בגידול ברישום איגרות חוב בבורסה לעומת שנת 1968, ובמיוחד ברישום של מילווה קליטה. ב-1968 נרשם מילווה קליטה בסך 143 מיליוני ל"י (נרשמו בשנה זו המיליות של 1962 ו-1963) וב-1969 — 62 מיליוני ל"י (נרשם המילווה של 1964, וכאמור לעיל, רק בספטמבר). המחזור במיליות קליטה ירד במקצת לעומת 1968, וזאת למרות עליות ניכרות במחזור מיד לאחר הרישום. מגמה זו התבטאה במחזור העסקות של איגרות חוב צמודות למדד (למעט מיליות ברירה) מאחר שמילווה קליטה מהווה 97 אחוזים מסך המחזור באיגרות חוב אלו.

לוח י"ח - 9

המחזורים, השערים והתשוואות בסוגי איגרות חוב השונים, 1968 ו-1969

העלייה או הירידה (-) לעומת השנה הקודמת		1969			1968			איגרות חוב
שערים	נפח עסקות	תשואות בסוף השנה**	שערים בסוף השנה*	ממוצע שבועי של נפח העסקות	תשואות בסוף השנה**	השער בסוף השנה*	ממוצע שבועי של נפח העסקות	
(אחוזים)		(אלפי ל"י)			(אלפי ל"י)			
+5.9	+57.7	-3.5	123.8	656	1.7	116.9	416	צמודות מטבע חוץ
+8.2	-0.9	5.4	109.4	684	6.2	101.1	700	צמודות מדד
-1.2	-1.0	—	116.4	788	—	117.8	795	נסחרות במטבע חוץ
+2.5	+16.0	***7.4	107.4	2,109	***8.1	104.8	1,818	מיליות ברירה
סך כל								
—	+13.1	—	—	4,303	—	—	3,803	המיליות***

* הבסיס הוא 31.367 = 100. ראה פירוט חודשי בלוח נ"י"ח-6 בנספח.
 ** ראה פירוט חודשי בלוח נ"י"ח-7 בנספח.
 *** לפי האלטרנטיבה הלא-צמודה.
 **** כולל מיליות אחרים לא-צמודים.
 ה מ ק ר : מינהל מיליות המדינה והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

במסגרת מילואות ברירה היו תנודות מנוגדות: המחזור של מילואות ביטחון נשאר יציב בשנת 1969, אך מחזור העסקות של שאר מילואות הברירה (בעיקר מילואות פיתוח) עלה ב-64 אחוזים.¹ היציבות במחזור של מילואות ביטחון נובעת בחלקה מאי רישומם של המילואות האחרונים, עובדה שגרמה להעברת המסחר אל מחוץ לבורסה; ובחלקה, מצימצום הפער ברמת השערים בבורסה לטובת מילואות ביטחון — לפחות עד הרבע האחרון של השנה, שבו עלו שוב התשואות על מילואות הביטחון.

גידול רב חל במחזור העסקות של איגרות חוב הצמודות למטבע חוץ, דבר המשקף את הציפיות לפיחות הלירה הישראלית ששררו בשנת 1969. מאידך גיסא, היתה יציבות במחזור העסקות של איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ. הבדל זה נובע מכך שאיגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ הינן רק אחד מיעדי ההשקעה של מחזיקי נכסים במטבע חוץ, ואלה העדיפו, כנראה, להחזיק דולרי נת"ד או להשקיעם בניירות ערך זרים (ראה דיון בסעיף 5).

הואיל ומילואות הממשלה מהווים חלק חשוב מסך המחזור של איגרות החוב, ברור שהם משפיעים גם על ההתפתחויות הכלליות בשערים ובתשואות. שערי איגרות חוב צמודות למדד (למעט מילואות ברירה) עלו ב-8.2 אחוזים ב-1969, בעיקר בגלל הביקוש למילואות קליטה להפקדה בתכניות תמורה, שבהן היה גידול בתשואה באפריל 1969. עליית שערים זו גרמה לכך, שתשואות מילואות קליטה (שלושה סדרות) ירדו. התנודות בשערי סדרות אלו לא היו בכיוון אחיד במשך שנת 1969. הרישום של מילואות קליטה 1964 משך אליו ביקוש מהסדרות הראשונות, וכתוצאה מכך ירדו שעריהן, ותשואותיהן עלו במקצת, ברבע האחרון של השנה.

בשערי מילואות ברירה חלה עלייה בשיעור 2.5 אחוזים בשנת 1969. התשואות נטו על מילואות ביטחון ירדו באופן הדרגתי במרבית השנה, אולם מאגוסט הם עלו במידה רבה, כך שהתשואות לפי האלטרנטיבה הלא צמודה היו גבוהות יותר בדצמבר 1969 מאשר בדצמבר 1968. ההסבר העיקרי למגמת השערים — גם בשנת 1969 היתה העלייה קטנה למדי — הוא שהביקוש מצד המוסדות היה קטן יותר. נראה שבחלק מן הביקוש המוסדי חל מעבר למילואות ביטחון 1968 ו-1969 במסחר מחוץ לבורסה, שם ירדו שעריהם אל מתחת לפארי ותשואותיהם עלו לרמות גבוהות.

שערי איגרות חוב צמודות למט"ח עלו ב-17.5 אחוזים מינואר עד אוגוסט וירדו בכ-7.7 אחוזים עד סוף השנה. היתה עלייה גדולה במיוחד באוגוסט, בתקופת פיחות הפרנק (ראה לוח נ"י"ח-7 בנספח). לאחר מכן, קטנו הציפיות לפיחות, ובתקופת ייסוף המרק (שאתו היו קשורות ציפיות לפיחות הלי"ש) לא השתנה המדד בהרבה. התמונה הכללית של התנודות בשערי איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ היתה כמעט הפוכה — מגמת ירידה במחצית הראשונה של השנה ומגמת עלייה במחצית השנייה של השנה. כאמור, נובעת תופעה זו מכך שאיגרות חוב הנקובות במטבע חוץ הינן רק אחד מן היעדים של מחזיקי נכסים במט"ח. ראוי לציין, שהתנודות בשערים של איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ היו הרבה פחות חריפות מהתנודות באיגרות חוב צמודות למטבע חוץ. דבר זה נובע מכך שלא היו הנפקות חדשות של איגרות חוב הצמודות למטבע חוץ בשנת 1969. נוסף לזה, מלאי איגרות חוב אלו בבורסה הולך ומצטמצם ככל שהן מגיעות לזמן פירעונן בגלל העדר הנפקות מאז 1962.² צמצום המלאי, יחד עם עלייה בביקוש, גורמים ללחץ על השערים. המגמות בשערי איגרות חוב צמודות למטבע חוץ גרמו להורדת תשואותיהן לרמות שליליות ממאי עד סוף השנה, במיוחד בסדרות שבהן נותרו פחות מחמש שנים עד למועד פרעונן.

¹ לפי ממוצעים שבועיים.

² ערכן של איגרות חוב אלו הרשומות בבורסה לפי שערי השוק ירד מ-284 מיליוני ל"י בסוף 1967 ל-240 מיליוני ל"י בסוף 1968 והמשיך לרדת עד 208 מיליוני ל"י עד סוף 1969.

5. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק נת"ד¹

בעקבות הציפיות לפיחות הלירה הישראלית כתוצאה מההתרחשויות בשוק הבין לאומי והגירעון החיצוני ההולך וגדל, היו ההתפתחויות בתחום זה בשנת 1969 מעניינות במיוחד.

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ונמצאים בידי תושבי ישראל ניתנים לחלוקה לשני סוגים עיקריים:

א. ניירות ערך נקובים במטבע חוץ המונפקים על ידי חברות או גופים אחרים הקשורים בישראל.

ב. ניירות ערך זרים הרשומים בבורסה בחוץ לארץ.

שוק הנת"ד הינו תוצאת הסדר שלפיו יכולים סוגים מסויימים של בעלי מטבע חוץ להציעו באורח רשמי לתושבי ישראל², במיוחד כדי לרכוש ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. יש להדגיש, שאם כי לא ניתן לרכוש ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ מחוץ לשוק הנת"ד, אפשר להחזיק דולרי נת"ד ללא רכישת ניירות ערך אלו.

המחיר של דולר נת"ד אינו השער הרשמי אלא מחיר הנקוב על פי הביקוש וההיצע. ציפיות לפיחות מגדילות את הביקוש לדולר נת"ד, מקטינות את ההיצע ומעלות אפוא את מחירו³. הן משפיעות גם על המסחר בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. יש תחליפיות מסויימת בין ההשקעות הפוטנציאליות בדולרי נת"ד ובניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ והיא תלויה, בחלקה, בתאריך

לוח י"ח - 10

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ומוחזקים בידי תושבי ישראל, 1968 ו-1969

(מיליוני דולרים)

תוספת שנתית				יתרה לסוף השנה*				סוף השנה
נטו				סך הכול	סך כל** השיערוך	ניירות ערך זרים	ניירות ערך ישראלים הנסחרים במטבע חוץ	
סך הכול***	ניירות ערך זרים	ניירות ערך ישראלים הנסחרים במטבע חוץ****	ברוטו (כולל שיערוך)					
17.0	8.7	8.3	57.1	188.2	57.7	38.6	91.9	1968
32.3	23.0	9.3	51.0	239.2	76.4	61.6	101.2	1969

* הסריונות שעליהם מבוססים נתונים אלה הינם מעשיים ולא תאורטיים.

** שיערוך מצטבר. השיערוך מוגדר כתוספת לערך התיק הנובעת מהערכה מחדש של התיק לפי השערים בסוף מארס. עד 1967, השיערוך היה אומדן, אולם ב-1968 וב-1969 מבוססים השיערוכים על נתונים מעשיים.

*** ראה חלוקת חודשים בנספח לוח י"ח-9.

**** נתונים אלה מתאמים לנתונים בלוח י"ח-1 בחישוב לפי השער הרשמי.

ה מק ו ר : מעובד לפי נתונים מאגף למטבע חוץ, משרד האוצר, ומינהל מילונת המדינה, בנק ישראל.

¹ בניתוח תחום זה, קיימות מגבלות סטטיסטיות, והנתונים המצויים אינם כה מהימנים. בניגוד לטיפול בנושא זה בעבר, ננתח ביחד את ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק הנת"ד. ההפרדה בין פעולות בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ לבין הפעולות בשוק הנת"ד אינה רצויה מכיוון ששוק נת"ד הוא הכלי לפעולות בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. המקור לדולרים לרכישת ניירות ערך אלו הוא בשוק הנת"ד.

² על תיאור מקורות ההיצע והביקוש בשוק הנת"ד, ראה דין וחשבון בנק ישראל, 1968 ע' 356.

³ חלק מהלחץ על מחיר הנת"ד נובע גם מביקוש כללי לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ שהתעורר בשנים האחרונות.

בו מצפים לפיחות. פיקדונות נת"ד אינם נושאים ריבית, לכן משקיעים שאינם צופים פיחות בעתיד הקרוב יעדיפו ניירות ערך, שמהם אפשר לקבל ריבית ודיבידנדה. ציפיות לפיחות בזמן הקרוב תגרום להעדפת החזקת פיקדונות נת"ד בגלל העמלות על רכישה ומכירה של ניירות ערך.

כאמור, בשנת 1969 היו ציפיות חזקות לפיחות הל"י ועל כן עלתה התוספת השנתית (נטו)¹ של ניירות הנסחרים במטבע חוץ מ-17.0 מיליוני דולר ב-1968 ל-32.3 מיליוני דולר ב-1969 (לוח י"ח-10). אולם, כאמור, כדי למדוד תוספת זו בל"י לצורך בחינת השינויים בהשקעות ישראלים בניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, יש להשתמש במחיר הדולר נת"ד ולא בשער החליפין הרשמי. לכן, במונחי לירות, היתה העלייה בתוספת מ-64.6 מיליוני ל"י בשנת 1968 ל-139.2 מיליוני ל"י בשנת 1969, עלייה גדולה יחסית לזו שבמונחי דולרים².

ב-1968 היתה התוספת נטו בניירות ערך ישראלים שווה לתוספת בניירות ערך זרים. לעומת זאת, בשנת 1969 גדולה התוספת של ניירות ערך זרים פי שניים וחצי מהתוספת בניירות ערך ישראלים. חלק ניכר מרכישות של ניירות ערך זרים היו בתעודות של קרנות נאמנות זרות, אף כי חלה ירידה ניכרת במחיריהן בשנת 1969. בשנים האחרונות גדלה חשיבותם של ניירות ערך זרים בתיקי הנכסים של משקיעים ישראלים, אם כי, בממוצע, ניירות הערך הישראלים הנסחרים במטבע חוץ עדיין פופולריים יותר³.

לוח י"ח-11 מראה את ההתפתחויות בשנת 1969 בפיקדונות נת"ד⁴ שהם התחליף העיקרי לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ בתקופת ציפיות לפיחות. בחמשת החודשים הראשונים של

לוח י"ח-11

היתרה בפיקדונות נת"ד, 1968 ו-1969 (מיליוני ל"י לפי השער הרשמי)

1969	1968	לסוף חודש
29.8	26.7	ינואר
30.7	24.6	פברואר
27.9	30.0	מארס
30.9	31.9	אפריל
31.6	28.4	מאי
35.9	28.8	יוני
38.0	29.4	יולי
40.4	27.6	אוגוסט
46.0	25.3	ספטמבר
55.8	26.0	אוקטובר
53.3	29.3	נובמבר
49.7	32.3	דצמבר

ה מקור : בנק ישראל.

¹ ההפרש בין התוספת ברוטו והתוספת נטו הוא השיעור הנובע מהערכה מחדש של ניירות הערך לפי שערי השוק בסוף מארס כל השנה.

² האומדנים בלירות נעשו בדרך זו: סכומי מכירות נטו החודשיים הוכפלו במחירי נת"ד חודשיים ממוצעים. ³ נראה, שגם במסגרת ניירות הערך הישראלים הנסחרים במטבע חוץ, תיקי הנכסים הולכים ומתגוונים וזאת בגלל שחלקן של איגרות חוב 'הוליס' בסך ניירות הערך הישראלים הולך וקטן (ראה לוח נ"י-10 ח"ס בנספח).

⁴ מעניין לציין, שאפילו קרנות נאמנות של הבנקים החזיקו סכומים קטנים של מטבע זר.

השנה היתה בפיקדונות אלה יציבות, אולם מחודש מאי עד לחודש אוקטובר, בו הגיעו לשיא השנתי, היתה עלייה של 77 אחוזים. כאמור עלייה זו היא סימן לציפיות לפיחות בעתיד הקרוב. הגידול חל ברבע השלישי של השנה כאשר חלה ירידה ברכישת ניירות ערך. בחודש אוקטובר עד דצמבר חלה ירידה בפיקדונות נת"ד ובתקופה זו היתה עלייה ניכרת ברכישות נטו של ניירות ערך — מכאן שהציפיות לפיחות מידי קטנו לקראת סוף השנה. מחיר הנת"ד הגיע לרמות ללא תקדים בשנת 1969. בתחילת השנה היה האג"י 12 אחוזים והוא גדל באופן הדרגתי עד ל-27 אחוזים בסוף חודש יולי. בחודש אוגוסט בו בוצע פיחות הפרנק הצרפתי, הגיע האג"י לשיא של 36 אחוזים ונשאר ברמה דומה עד לסוף ספטמבר. בתחילת אוקטובר ירד האג"י, סימן שהגיע לשיאו המצופה, הקשור עם הפיחות המצופה, ושוב עלה בתחילת נובמבר עקב ייסוף המרק הגרמני¹. בסוף דצמבר עמד האג"י ברמה של 24 אחוזים.

דיאגרמה י"ח 2
מחיר הדולר נת"ד והדולר השחור, 1969
(ממוצע חודשי, ל"י לדולר)



ראוי לציין, שכמו בשנת 1968, גם בשנת 1969 היה מחיר הנת"ד גבוה ממחיר הדולר בשוק השחור. קיים מיתאם טוב למדי ביניהם והם נעים במקביל. המחיר בשוק השחור, כמו מחיר הנת"ד, הגיע לרמות ללא תקדים במשך השנה (ראה דיאגרמה י"ח 2), אולם גדל הפער ביניהם. יחס הממוצע השנתי של מחיר הנת"ד למחיר הדולר בשוק השחור עלה מ-1.02 בשנת 1968 ל-1.11 בשנת 1969. הפער מוסבר בחלקו על ידי ההבדל בטיב שני השווקים. אין תחליפיות בין השווקים בצד ההיצע, וקיימת רק תחליפיות מוגבלת בצד הביקוש. יתכן שהגידול בפער נבע מהביקוש הגדול יותר לדולרי נת"ד בשנת 1969 מצד משקיעים מוסדיים.

מאחר שחלק גדול מרכישות ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ איננו במקור, יש חשיבות רבה למסחר בבורסה בניירות ערך אלו. הוזכר לעיל, שמחזור העסקות של ניירות ערך ישראלים הנסחרים במטבע חוץ היה יציב בשנת 1969 בהשוואה לשנה הקודמת: אולם בתקופת פיחות הפרנק וייסוף המרק חלו קפיצות ניכרות במחזור. יש לציין, שבמרבית חודשי השנה, היו התנודות במחזור העסקות של איגרות חוב אלה בכיוון מנוגד לתנודות בפיקדונות נת"ד, דבר המחזק את ההנחה של קיום תחלופה בין ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ לבין פיקדונות הנת"ד.

¹ יש לזכור, שפיקדונות נת"ד לא מוגבלים להחזקת דולרים דווקא. בתקופת הייסוף החזיקו משקיעים רבים מרקים. העלייה בנובמבר קשורה במידה רבה בציפיות לפיחות הלירה שטרלינג.