

## השוק לניירות ערך<sup>1</sup>

### 1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1975 גדל ערך השוק הנומינלי של ניירות הערך הנסחרים בבורסה לניירות ערך בתל אביב, וניירות הערך הזרים בידי הציבור, כ-48 אחוזים, לאחר עלייה של 66 אחוזים בשנת 1974 (ועלייה של כ-36 אחוזים בכל אחת משלוש השנים שלפניה). חלקן של המניות עלה השנה מעט, לאחר שנמצא בירידה בשנים 1973 ו-1974, וחלקן של איגרות החוב בתיק ירד מעט. השנה גם נפסקה הירידה בחלקם של ניירות הערך הנסחרים או צמודים למטבע חוץ<sup>2</sup>. ההאטה בעליית גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב במטבע ישראלי נמשכה, אך היה גידול בהנפקות מניות ושטרי חוב הונגיים. שיעור התשואה הכולל על מניות היה השנה גבוה (31 אחוזים), והתקרב לשיעור התשואה על איגרות חוב צמודות (33 אחוזים), אולם התשואה למחזיקי איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ היתה השנה גבוהה עוד יותר — מדד השערים שלהם עלה מהר מאד (74 אחוזים).

בין ההתפתחויות החשובות במשק, שהשפיעו השנה על שוק ניירות הערך, נמנה את העלייה בהזרמות הסקטור הציבורי ובנק ישראל, מיקוד תשומת הלב הציבורית בבעיות רזרבות מטבע חוץ של המשק, תוך ציפיה לפיחות ריאלי, והמשך אי-הוודאות ביחס לעתיד התנאים של איגרות חוב. כל זה על רקע ירידה בהכנסה הפנויה הריאלית של הציבור, לראשונה מאז שנת 1967.

הזרמות הממשלה, המוסדות הלאומיים ובנק ישראל, מספקות מקורות למערכת הכספים ולשוק ניירות הערך. אולם, בצד הגידול הרב בהזרמות אלה, חלה עלייה רבה ברכישות מטבע החוץ בידי הסקטור הפרטי. עלייה זו ברכישות מטבע החוץ באה הן לצורך מימון הגירעון המבני במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי והן משיקולים של התאמת תיק הנכסים, לנוכח מבנה התשואות הצפויות — כפי שיוסבר להלן. מכל מקום, הנהירה לנכסים הנקובים במטבע חוץ האטה את קצב ההתרחבות המוניטרית, ובכך ירד השנה הבסיס לפעילות במטבע ישראלי, וסביר שגורם זה השפיע להקטנת הביקוש לניירות ערך.

<sup>1</sup> בפרק זה נדונים ניירות ערך שהונפקו באמצעות תשקיף (לרבות ניירות ערך של הממשלה והסוכנות היהודית, הפטורות מחובה זו) ונרשמו למסחר בבורסה. הדיון בגיוס ההון באמצעות הנפקות איגרות חוב, איננו מוגבל לאיגרות החוב שנרשמו למסחר; בדיון בתיק הניירות הרשומים למסחר, אנו מוסיפים למצבה את איגרות החוב שעומדות להירשם למסחר, על פי אומדן ערך השוק שלהן. מילווה קצר מועד אינו נדון בפרק זה, והדיון בו נערך בפרק י"ז.

<sup>2</sup> הדברים אמורים בערכם בל"י. במונחי דולרים, נמשכה הירידה בחלקם של ניירות ערך אלו, שכן היו רק מעט הנפקות חדשות של איגרות חוב מסוגים אלה.

לוח י"ט - 1

תיק ניירות הערך הרשומים למסחר בבורסה (לפי ערך רשום וערך השוק) וניירות ערך זרים (ערך שוק), שנים נבחרות, 1970 עד 1975

| העלייה או הירידה<br>בשנת 1975 (—) |          | משקל ניירות הערך במחירי השוק<br>בסך כל תיק ניירות הערך |       |       |       | ערך שוק       |        |        |       | ערך רשום |       |                                         |
|-----------------------------------|----------|--------------------------------------------------------|-------|-------|-------|---------------|--------|--------|-------|----------|-------|-----------------------------------------|
| ערך שוק                           | ערך רשום | 1975                                                   | 1974  | 1972  | 1970  | 1975          | 1974   | 1972   | 1970  | 1975     | 1974  |                                         |
| (אחוזים)                          |          | (אחוזים)                                               |       |       |       | (מיליוני ל"י) |        |        |       |          |       | איגרות חוב                              |
| 69.7                              | —6.6     |                                                        |       |       |       | 168           | 99     | 118    | 174   | 56       | 60    | (1) צמודות למטבע חוץ                    |
| 68.5                              | 12.3     |                                                        |       |       |       | 2,651         | 1,573  | 1,218  | 792   | 1,905    | 1,696 | (2) נסחרות במטבע חוץ*                   |
| 68.6                              | 11.7     | 7.7                                                    | 6.8   | 12.4  | 16.9  | 2,819         | 1,672  | 1,336  | 966   | 1,961    | 1,756 | (3) סך הכל במטבע חוץ (1)+(2)            |
| 54.7                              | 49.6     |                                                        |       |       |       | 12,741        | 8,236  | 2,437  | 1,566 | 6,086    | 4,067 | (4) צמודות למדד                         |
| 25.5                              | —1.2     |                                                        |       |       |       | 11,857        | 9,448  | 3,667  | 1,807 | 4,572    | 4,626 | (5) ברירות הצמדה                        |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (6) סך כל הצמודים למדד המחירים          |
| 39.1                              | 22.6     | 67.4                                                   | 71.4  | 56.8  | 58.9  | 24,598        | 17,684 | 6,104  | 3,373 | 10,658   | 8,695 | (4)+(5)                                 |
| —                                 | —        |                                                        |       |       |       | —             | —      | 6      | 28    | —        | —     | (7) הצמדה מעורבת                        |
| —26.3                             | —19.2    |                                                        |       |       |       | 14            | 19     | 19     | 37    | 21       | 26    | (8) לא צמודות                           |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (9) סך כל איגרות החוב                   |
| 41.6                              | 22.5     | 75.2                                                   | 78.2  | 69.4  | 76.9  | 27,431        | 19,375 | 7,465  | 4,404 | 10,679   | 8,721 | (3)+(7)+(8)                             |
|                                   |          |                                                        |       |       |       | 1,694         | 730    | 0      | 0     | 1,614    | 690   | (10) איגרות חוב שלא נרשמו עדיין למסחר** |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (11) סך כולל של איגרות החוב             |
| 44.9                              | 30.6     | 79.9                                                   | 81.2  | 70.4  | 76.9  | 29,125        | 20,105 | 7,465  | 4,404 | 12,293   | 9,411 | (9)+(10)                                |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | מניות                                   |
| 52.2                              | 35.2     |                                                        |       |       |       | 5,266         | 3,460  | 2,607  | 902   | 2,351    | 1,739 | (12) נסחרות בל"י                        |
| 160.5                             | 65.4     |                                                        |       |       |       | 706           | 271    | 228    | 178   | 316      | 191   | (13) נסחרות במטבע חוץ                   |
| 60.1                              | 38.2     | 16.4                                                   | 15.1  | 26.4  | 18.9  | 5,972         | 3,731  | 2,835  | 1,080 | 2,667    | 1,930 | (14) סך כל המניות (12)+(13)             |
| 75.5                              | 55.8     |                                                        |       |       |       | 811           | 462    | 105    | —     | 748      | 480   | (15) ניירות ערך להמרה במניות            |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (16) סך כל המניות וניירות הערך להמרה    |
| 61.8                              | 41.7     | 18.6                                                   | 16.9  | 27.3  | 18.9  | 6,783         | 4,193  | 2,940  | 1,080 | 3,415    | 2,410 | (14)+(15)                               |
| 22.2                              |          | 1.55                                                   | 1.87  | 3.20  | 4.29  | 566           | 463    | 344    | 246   |          |       | (17) ניירות ערך זרים*                   |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (18) סך כל תיק ניירות הערך***           |
| 47.9                              |          | 100.0                                                  | 100.0 | 100.0 | 100.0 | 36,474        | 24,761 | 10,749 | 5,730 |          |       | (11)+(16)+(17)                          |
|                                   |          |                                                        |       |       |       |               |        |        |       |          |       | (19) סך כל הניירות הצמודים והנסחרים     |
| 70.0                              |          | 11.2                                                   | 9.7   | 17.8  | 24.2  | 4,091         | 2,406  | 1,908  | 1,390 |          |       | במטבע חוץ (3)+(13)+(17)                 |

\*\*\* כולל איגרות חוב שלא נרשמו עדיין בבורסה.  
ה ב ק ו ר : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב; אגף מטבע חוץ במשרד האוצר.

\* ערך השוק של ניירות הנסחרים במטבע חוץ חושב לפי שער הנתי"ד (שיעור האגיו לטוף 1975 — 22.5%).  
\*\* ערך השוק של איגרות החוב שהונפקו ועדיין לא נרשמו למסחר, הנאמד על-פי הפרטי ההצמדה וריבית שנצברו.

מיקוד תשומת הלב הציבורית בבעיית יתרות מטבע החוץ של המשק, יחד עם הנהגת מדיניות שער החליפין הווחל, יצרו ציפיות לשרשרת פיתוחים בשער ה"ל", כולל ציפיה לפיחות ריאלי. כך נוצרה ציפיה לתשואה גבוהה יותר<sup>1</sup> על נכסים הקשורים במטבע חוץ יחד עם ירידת אי הוודאות ביחס לשינוי שער החליפין. נוסף על ההמרות המוגברות של מטבע ישראלי, גדלה השנה כדאיות החזקתם של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, ואכן היה מעבר כספים לניירות אלה. משקלם בתיק עלה מעט, לאחר שהיה כירידה רצופה בחמש השנים האחרונות. עם זאת, כמעט שלא היו הנפקות חדשות של איגרות-חוב מסוג זה.

השנה נמשכה אי הוודאות לגבי התנאים של איגרות החוב כשנפוצו שמועות סותרות בעניין, תוך דיון בנושא באמצעי התקשורת. יש להניח שאי וודאות זו לא תרמה תרומה חיובית להתפתחות השוק.

היו גם גורמים נוספים שהשפעתם על שוק איגרות החוב היתה ממתנת. קצב האינפלציה הואט, דבר שהקטין את הכדאיות היחסית של החזקת איגרות חוב במטבע ישראלי הצמודות למדד המחירים לצרכן. כאשתקד, גם השנה היו תגודות בשערי איגרות החוב סביב מגמת העלייה שלהם; אלו פוגעות בנוילות של איגרות החוב הצמודות כהשקעה לזמנים קצרים. שער הריבית ללווה עלה, ולכן ירדה כדאיות לקחת הלוואה למטרת השקעתה באיגרות חוב; ואילו הרפורמה במס הקטינה כדאיות לקחת הלוואות, ששער הריבית עליהן נמוך, מצד פירמות ועסקים שעיקר עיסוקם אינו מסחר בניירות ערך, כדי להחזיק כנגדן איגרות חוב צמודות. העלאת שיעור המס המנוכה במקור (מ-25 ל-35 אחוזים), עם הרפורמה במסוי, הקטינה גם היא את כדאיות החזקת איגרות חוב.

כתוצאה מהירידה בכדאיות החזקתן של איגרות חוב, היה מעבר כספים בשוק ניירות הערך לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ שכדאיות החזקתם עלתה. כן חל מעבר למניות ולהפקדות בתכניות חיסכון בבנקים. בהעברת כספים מהחזקה ישירה של איגרות חוב. להחזקה עקיפה דרך תכניות חיסכון בבנקים, נגרמת, ככל הנראה, ירידה מסויימת בכלל הביקוש לאיגרות חוב, שכן כנגד ההפקדות בתכניות חיסכון, חייבים הבנקים לקנות איגרות חוב בשיעור 75 אחוזים. ייתכן שהשנה גם הועברו לשוק המניות כספים, שבשנים קודמות מצאו דרכם לשוק המקרקעין, שכדאיות ההשקעה בו פחתה לאחרונה בהיותו בשפל. לא מן הנמנע שהשנה הגדילו גם משקיעים מוסדיים את חלק המניות שבתיקם הגדלה משמעותית, על חשבון איגרות החוב.

הירידה בעניין באיגרות החוב במטבע ישראלי מתיישבת עם האטה שחלה השנה בגידול הסכומים המגוייסים באמצעות שוק זה. ב-1975 הונפקו איגרות חוב<sup>1</sup> בסך 7,892 מיליון ל"י — עלייה של 25 אחוזים לעומת 1974 (ראה לוח י"ט-2).

בניכוי פדיונות קרן, תשלומי ריבית והצמדה על איגרות חוב וולונטריות שהונפקו, לרבות מילוות חובה שהפכו סחירים, נמצא שגויסו באמצעות שוק איגרות החוב 4,196 מיליון ל"י נטו, לעומת 3,562 מיליון ל"י אשתקד (גידול של 18 אחוזים, בערך).

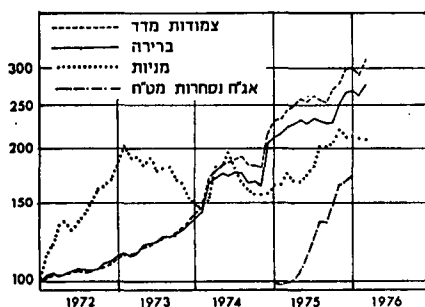
השנה הואט גם קצב עליית השערים של איגרות החוב (צמודות מדד וברירה), ששעריהן עלו ב-28 אחוזים לעומת עלייה בת 56 אחוזים אשתקד. עליית השערים גבוהה מעליית מדד המחירים לצרכן ב-3.6 אחוזים, כך ששיעור התשואה הריאלי על איגרות החוב ירד במשך השנה. היקף המסחר באיגרות חוב עלה השנה בהרבה על היקפו אשתקד, אם כי שיעור העלייה ב-1975 (94 אחוזים) היה נמוך מאשר ב-1974.

<sup>1</sup> הדיון בהנפקת איגרות חוב בפרק זה אינו מתייחס למילוות חובה (אלא אם יצויין אחרת).

באמצע דצמבר השנה נקטו מספר צעדים, ששינו את מהלך ההתפתחות בשוק איגרות החוב. הופסקה הנפקת איגרות החוב לציבור, שבהן ההצמדה היא של 100 אחוזים; שיעור ההצמדה ירד ל-90 אחוזים מעליית מדד המחירים לצרכן, אך נמשכה הנפקת איגרות החוב בהצמדה מלאה למשקיעים מוסדיים, שתיק ההשקעות שלהם "הוקפא". כתוצאה מכך ממעטים המשקיעים המוסדיים — מלבד קרנות הנאמנות — לפעול בבורסה. הוכרו על נקית צעדים נגד העלמת הון: ביטול הנפקת איגרות חוב למוכ"ז, וחובת דיווח על עסקות מזומנים מעל 15,000 ל"י. כן הוצהר על הכוונה להטיל מס מחזור בשיעור 1.5 אחוזים. הורדת שיעור ההצמדה על איגרות החוב החדשות כשלעצמה צפוי היה כי תביא לעליית שערי איגרות החוב הישנות, שהצמדת ערכן למדד היא מלאה. למעשה לא אירעה עליית שערים כזו — כנראה בהשפעת מכלול הצעדים שעל נקיטתם הוכרו, אשר גרמו להגברת אי הוודאות בשוק ההון.

#### דיאגרמה י"ט

מדדי השערים של ניירות הערך השונים,  
1972 עד 1976



כיוול חצי לוגריתמי.

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

החל בחדש מאי 1975 חל מפנה בשוק המניות, שהיה רדום בשנים 74—1973, אחרי שהגיע לשיא בשנת 1972. הנפקת מניות וניירות ערך להמרה במניות הסתכמה השנה ב-792 מיליון ל"י, עלייה ב-19 אחוזים לעומת 1974. על אף היקף ההנפקות החדשות, התרחשה השנה בשוק המניות עליית שערים מהירה — 31 אחוזים (11 אחוזים אשתקד). עלייה זו מהירה ב-6 אחוזים מעליית מדד המחירים לצרכן. שיעור התשואה הכולל על השקעה במניות עלה גם הוא השנה, והגיע ל-31 אחוזים (13 אחוזים אשתקד). היקף המסחר במניות עלה ב-42 אחוזים בהשוואה להיקפו אשתקד; גם בכך יש שינוי מגמה, לאחר שבשנים 1973 ו-1974 היתה ירידה בהיקף המסחר.

במפנה שחל השנה בשוק המניות אין לראות עדיין שינוי מהותי בהתפתחות שוק ההון.

בשוק ניירות הערך בארץ שולטות איגרות החוב, שמשקלן בתיק ניירות הערך 80 אחוזים, בהיקף המסחר בבורסה ומחוצה לה — 94 אחוזים, ובגיוס ההון נטו — 84 אחוזים. מספר החברות המגייסות הון בשוק המניות קטן, ומשקל הסקטור הפיננסי במניות המונפקות מגיע ל-94 אחוזים. בבחינת ערך השוק של ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ (וערכיהם ניתנים להלן בל"י) נמצא, שהשנה היתה עלייה של 81 אחוזים בניירות הרשומים בבורסה התל אביבית ועלייה של 22 אחוזים בניירות ערך זרים. בפיקדונות נת"ד היתה עלייה מהירה בהרבה, 179 אחוזים; בפיקדונות אלו מופקדים, כנראה, כספים המושקעים לזמן קצר. שיעור האגיו על הנת"ד, שהיה אפס בתחילת השנה, עלה הדרגתית מאז חודש מאי, והגיע ל-22.5 אחוזים בסוף חודש דצמבר.

ראוי להדגיש כאן את מגבלותיו של גיתוח ההתפתחויות בתיק ניירות הערך<sup>1</sup> הנעשה בפרק זה. רק חלק קטן מאיגרות החוב המונפקות נרכשות במישרין בידי הציבור; אך שינויים ברצון הציבור לחסוך באמצעות תכניות חיסכון או קופות גמל משפיעים גם הם על מבנה התיק, והוא הדין בשינויים בהוראות ובהנחיות שמוציא האוצר ביחס להרכב ההשקעות הנדרש. במסגרת הדיון בפרק זה אין אפשרות לנתח את תיק הנכסים כולו, והדיון מתרכז רק במגזר אחד של תיק הנכסים. על הנכסים החסרים נמנים אמצעי התשלום, פיקדונות לזמנים קצובים, ופיקדונות במטבע חוץ.

<sup>1</sup> פגם אחר בהיקף התיק הרשום למסחר, הוא הפיגור ברישום איגרות חוב מונפקות למסחר בבורסה (פיגור בן 6 חודשים). נעשה כאן ניסיון להתגבר על מכשלה זו, ועל כך — בהמשך הפרק.

לוח י"ט-2  
הנפקות מקומיות של ניירות ערך לציבור, 1974 ו-1975<sup>1</sup>  
(מיליוני ל"י)

| 1975                                                          |                                      |                                  |                     |                        | 1974                                 |                                  |                     |                        |                                               |
|---------------------------------------------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------|------------------------|--------------------------------------|----------------------------------|---------------------|------------------------|-----------------------------------------------|
| העלייה או<br>הירידה (—)<br>בתקבולים נטו<br>(8) — (4)<br>(9) = | תקבולים<br>נטו<br>(7) — (6)<br>(8) = | תשלומי<br>ריבית<br>והצמדה<br>(7) | פדיון<br>קרן<br>(6) | מכירות<br>ברוטו<br>(5) | תקבולים<br>נטו<br>(3) — (2)<br>(4) = | תשלומי<br>ריבית<br>והצמדה<br>(3) | פדיון<br>קרן<br>(2) | מכירות<br>ברוטו<br>(1) |                                               |
|                                                               |                                      |                                  |                     |                        |                                      |                                  |                     |                        | איגרות חוב                                    |
| —401                                                          | —1,147                               | 938                              | 212                 | 3                      | —746                                 | 992                              | 354                 | 600                    | ברירה                                         |
| 1,071                                                         | 3,156                                | 263                              | 40                  | 3,459                  | 2,085                                | 218                              | —                   | 2,303                  | צמודות לזמן בינוני <sup>2</sup>               |
| 194                                                           | 2,648                                | 1,754                            | 180                 | 4,582                  | 2,454                                | 848                              | 140                 | 3,442                  | צמודות לזמן ארוך <sup>3</sup>                 |
| —120                                                          | —310                                 | 231                              | 79                  | —                      | —190                                 | 102                              | 88                  | —                      | מילוחות חובה שהפכו סחירים <sup>4</sup>        |
| —111                                                          | —151                                 | —                                | —                   | —151                   | —40                                  | —                                | —                   | —40                    | מכירות נטו מתיק בנק ישראל                     |
| 634                                                           | 4,196                                | 3,186                            | 510                 | 7,892                  | 3,562                                | 2,161                            | 582                 | 6,305                  | סך כל איגרות חוב במטבע ישראלי                 |
| 197                                                           | 880                                  | 999                              | 132                 | 2,011                  | 683                                  | 1,066                            | 256                 | 2,005                  | מזה: איגרות חוב ממשלתיות <sup>5</sup>         |
| 5                                                             | —135                                 | 214                              | 95                  | 174                    | —140                                 | 127                              | 91                  | 78                     | איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ                   |
|                                                               |                                      |                                  |                     |                        |                                      |                                  |                     |                        | מילוחות חובה ומרצון <sup>6</sup> שאינם סחירים |
| 220                                                           | 1,974                                | 489                              | 298                 | 2,761                  | 1,754                                | 789                              | 89                  | 2,632                  |                                               |
|                                                               |                                      |                                  |                     |                        |                                      |                                  |                     |                        | ניירות ערך אחרים                              |
| 163                                                           | 7467                                 | —                                | —                   | 7467                   | 304                                  | —                                | —                   | 304                    | מניות רשומות בבורסה                           |
| 198                                                           | 325                                  | —                                | —                   | 325                    | 127                                  | —                                | —                   | 127                    | ניירות ערך גיתנים להמרה                       |

הערות: הנתונים מעוגלים.

- (1) אמת המידה להכללת סעיפים שונים בחישוב ההנפקה בלוח זה היא כלכלית, ולא חשבונאית בלבד. מכאן אי-ההתאמה עם לוח כ"י-12. ההבדל בנתונים על ההנפקות נטו של איגרות חוב ממשלתיות בין שני הלוחות נובע מהכנסת התיקונים הבאים בלוחות י"ט-2 וי"ט-3: (א) ניכוי פדיונות של מילוחות חובה שהפכו סחירים, ותשלומי ריבית והצמדה עבורם; (ב) ניכוי מכירות נטו מתיק בנק ישראל; (ג) הוספת הפקדות זמניות אצל החשב הכללי, בהעדר הנפקות מתאימות לתכניות חיסכון.
  - (2) איגרות חוב 6½% ל-7 ול-11 שנים, 3¼% ל-6 שנים, 4% ל-10 שנים, 7½% לבנקים ל-5 ול-9 שנים ("מילוחות בנקאיים"). כולל 70 מיליון ל"י שהופקדו זמנית אצל החשב הכללי בדצמבר 1975, בהעדר הנפקות מתאימות לתכניות חיסכון.
  - (3) איגרות חוב 6% ל-17 שנים, 6½% ל-20 שנה וכספים שהפקידו חברות ביטוח.
  - (4) מילוח קליטה.
  - (5) לא כולל מילוח מלחמה מרצון.
  - (6) מילוח ביטחון חובה 1970—1973; מילוח חיסכון חובה 1970—1975; מילוח מלחמה ומרצון 1973—1974.
  - (7) חברת האם של אחד הבנקים המסחריים התחייבה לרכוש 72 מיליון ל"י מתוך הנפקת הבנק שלה, בעוד היא עצמה מנפיקה מניות בסכום גדול יותר. כדי להימנע מחישוב כפול של הנפקה זו, נוכח הסכום מערך הנפקת המניות.
- ה מקור: בנק ישראל, מינהל מילוח המדינה.

## 2. שוק איגרות החוב במטבע ישראלי

חלקן של איגרות החוב הסחירות במטבע ישראלי בתיק ניירות הערך ירד מ-71 אחוזים אשתקד ל-67 אחוזים השנה. ב-1975 נמשכה ההאטה בגיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב, האטה שהחלה אשתקד. העלייה בגיוס ההון באמצעות הנפקת איגרות החוב היתה השנה 18 אחוזים, לעומת עלייה של 32 אחוזים ב-1974. עלייה זו נמוכה מעליית מדד המחירים לצרכן, ומכאן שגם השנה נמשכה הירידה בגיוס ההון נטו במונחים ריאליים, באמצעות איגרות החוב.

### א. השוק הראשוני

גיוס ההון נטו (דהיינו, לאחר ניכוי פדיון קרן ותשלומי ריבית והצמדה) באמצעות איגרות חוב חדשות, לזמן בינוני וארוך, היה השנה 4,196 מיליון ל"י, עלייה של 18 אחוזים בהש-וואה לגיוס ההון נטו אשתקד. במונחים ריאליים, ירד השנה גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב, בשל סיבות שנדונו לעיל. השוואת גיוס ההון, נטו, בשתי השנים, בהתחשב ברמת המחירים כל שנה, מורה על ירידה של 15 אחוזים השנה, לעומת ירידה של 6 אחוזים אשתקד.

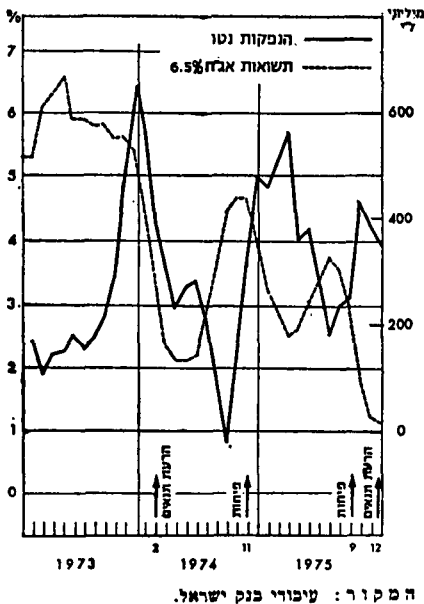
גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב ממשלתיות הסתכם השנה ב-880 מיליון ל"י, עלייה של 29 אחוזים בהשוואה לשנה שעברה. יודגש, שיש להיזהר בחשיבות שמיחסים להבחנה בין

איגרות חוב ממשלתיות לאחרות, שכן חלק מתק-בולים מאיגרות חוב חדשות, שאינן ממשלתיות, מופקד גם הוא באוצר (השנה הופקדו 45.2 אח-זים מתקבולים אלה באוצר). נראה שהציבור קנה במישרין שני שלישים מהנפקת איגרות החוב ה-ממשלתיות, בעוד שהשליש הנותר נרכש על ידי משקיעים מוסדיים. שני שלישים מקניות הציבור מהנפקות במקור היו של איגרות ממשלתיות, שליש מקניותיו היו איגרות שהנפיקו מוסדות פי-ננסיים; 90 אחוזים מאיגרות החוב שנרכשו בידי המשקיעים המוסדיים הונפקו על ידי מוסדות פי-ננסיים ו-10 אחוזים — איגרות ממשלתיות.

סביר להניח, שככל ששיעור התשואה על איגרות חוב בשוק המשני גבוה יותר — קטן היקף קנייתן של איגרות חוב בשוק הראשוני (ותחול ירידה בהנפקות החדשות), הדבר מתרחש כש-גורמים משפיעים אחרים קבועים, או שהשפעתם בתחום הזמן הנדון כאן אינה דומיננטית. דיאגרמה י"ט-2 מציגה קשר שלילי זה, ומותווים בה הממו-צעים הנעים של הנתונים הנדונים<sup>1</sup>; היא גם מו-רה, כי מתכונת ההנפקה בתוך השנה אכן תואמת, בקווים כלליים, את מתכונת ירידת שיעור התשו-ואה לפדיון בשוק המשני.

### דיאגרמה י"ט-2

הנפקות נטו של איגרות חוב צמודות,  
ותשואות בשוק המשני, 1973 עד 1975  
(ממוצע נע תלת-חודשי)



המקור: עיבודי בנק ישראל.

<sup>1</sup> נעשה שימוש בממצע נע בן 3 איברים, היות ולא היה בכוונתנו להסביר תנודות חודשיות בהנפקה, כשיש גורמים מקריים, וסביר שההשפעות המקריות יתקווו בפרקי זמן קצרים (כשלושה חודשים). הצגת נתונים רבעוניים נחותה מהדרך שנבחרה כאן, משום שהיא מתעלמת כליל משינויים חודשיים, ומכיוון שהיא גם שרירותית יותר, בקבעה יחידת זמן קטנה (רבעונים נתונים מראש של השנה).

הנפקות מקומיות של ניירות ערך לציבור, לתכניות חיסכון, למסדות גמל, ביטוח ותפירה, תגים ההון נמו, 1975  
(מיליוני ל"י)<sup>1</sup>

| אומדן גיוס הון (נטו)          |                                                                       |                                                                                                                    |                                                            |                                                |                                                |                                         |                           |                                                    |                                           |                          |                                        |
|-------------------------------|-----------------------------------------------------------------------|--------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|------------------------------------------------|-----------------------------------------|---------------------------|----------------------------------------------------|-------------------------------------------|--------------------------|----------------------------------------|
| איגרות<br>חוב<br>במס"ח<br>נטו | סך כל<br>גיוס<br>ההון<br>נטו<br>בל"י<br>(5) + (6)<br>= (10) +<br>(11) | סך כל<br>איגרות<br>החוב,<br>בניכור<br>פדיונות<br>וקניות בנק<br>ישראל<br>בבורסה<br>(1) - (7)<br>- (8) - (9)<br>= 10 | קניות נטו<br>של בנק<br>ישראל<br>בבורסה<br>ומחוצה לה<br>(9) | פדיונות<br>של מילונות<br>חובה<br>סחירים<br>(8) | פדיונות<br>של מילונות<br>חובה<br>סחירים<br>(7) | איגרות<br>חוב<br>להמרה<br>במניות<br>(6) | מכירות ניירות ערך (ברוטו) |                                                    |                                           |                          |                                        |
|                               |                                                                       |                                                                                                                    |                                                            |                                                |                                                |                                         | מניות <sup>3</sup><br>(5) | לאחרים <sup>2</sup><br>(2) - (3)<br>= (1) -<br>(4) | למוסדות<br>גמל,<br>ביטוח<br>ופנסיה<br>(3) | לתכניות<br>חיסכון<br>(2) | סך כל<br>איגרות<br>החוב<br>בל"י<br>(1) |
| 1974                          | 3,993                                                                 | 3,562                                                                                                              | 40                                                         | 190                                            | 2,552                                          | 127                                     | 304                       | 1,949                                              | 2,718                                     | 1,679                    | 6,346                                  |
| 1975                          | 4,988                                                                 | 4,196                                                                                                              | 145                                                        | 310                                            | 3,387                                          | 325                                     | 467                       | 2,158                                              | 3,751                                     | 2,135                    | 8,044                                  |
| ינואר                         | 385                                                                   | 385                                                                                                                | -29                                                        | 2                                              | 223                                            | -                                       | -                         | 175                                                | 292                                       | 114                      | 581                                    |
| פברואר                        | 696                                                                   | 696                                                                                                                | -49                                                        | 2                                              | 252                                            | -                                       | -                         | 423                                                | 227                                       | 251                      | 901                                    |
| מרץ                           | 435                                                                   | 435                                                                                                                | 69                                                         | 2                                              | 195                                            | -                                       | -                         | 226                                                | 379                                       | 95                       | 700                                    |
| אפריל                         | 441                                                                   | 441                                                                                                                | -78                                                        | 161                                            | 249                                            | -                                       | -                         | 368                                                | 288                                       | 123                      | 779                                    |
| מאי                           | 204                                                                   | 204                                                                                                                | 7                                                          | 18                                             | 239                                            | -                                       | -                         | 154                                                | 285                                       | 29                       | 468                                    |
| יוני                          | 424                                                                   | 196                                                                                                                | 12                                                         | 9                                              | 318                                            | 18                                      | 210                       | 105                                                | 282                                       | 148                      | 535                                    |
| יולי                          | 172                                                                   | 153                                                                                                                | 64                                                         | 5                                              | 332                                            | 5                                       | 14                        | 51                                                 | 226                                       | 277                      | 554                                    |
| אוגוסט                        | 314                                                                   | -98                                                                                                                | 56                                                         | 3                                              | 336                                            | 235                                     | 177                       | 9                                                  | 178                                       | 110                      | 297                                    |
| ספטמבר                        | 688                                                                   | 636                                                                                                                | -3                                                         | 2                                              | 187                                            | 20                                      | 32                        | 167                                                | 318                                       | 337                      | 822                                    |
| אוקטובר                       | 230                                                                   | 220                                                                                                                | -11                                                        | 82                                             | 266                                            | -                                       | 10                        | 114                                                | 330                                       | 113                      | 557                                    |
| נובמבר                        | 449                                                                   | 427                                                                                                                | -25                                                        | 13                                             | 278                                            | 22                                      | -                         | 145                                                | 326                                       | 222                      | 693                                    |
| דצמבר                         | 553                                                                   | 504                                                                                                                | 132                                                        | 10                                             | 510                                            | 25                                      | 24                        | 222                                                | 618                                       | 5316                     | 1,156                                  |

(4) בפדיונות נכללים פירעונות קרן וכן תשלומי ריבית והצמדה.  
(5) כולל 70 מיליון ל"י שהופקדו זמנית אצל החשב הכללי.  
הסכום : בנק ישראל, מינהל מילונות הפדיונות.

(1) נתונים מעוגלים.  
(2) לציבור, לקרנות נאמנות ואחרים.  
(3) ראה הערה 7 בלוח י"ט-2.

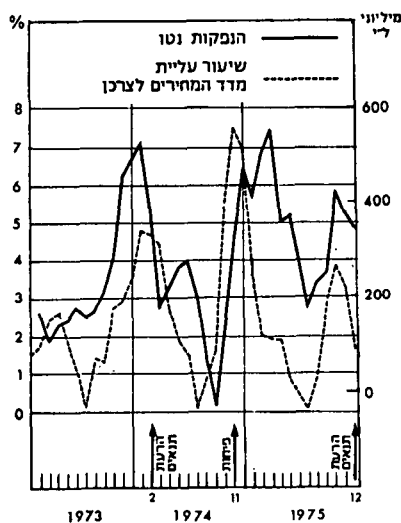
גורם אחר שישפיע, אל נכון, על ההנפקה נטו בתוך השנה, הוא שיעור האינפלציה הצפויה, שכן עלייה באינפלציה מגדילה את כדאיות החזקתן של איגרות חוב יחסית לנכסים שאינם צמודים; עליית הביקוש לאיגרות חוב מגדילה כשלעצמה את הקנייה במקור; נוסף לכך — הגדלת הקניות בשוק המשני מורידה את התשואה עליהן בשוק זה, ומגדילה גם היא קנייה במקור, וזאת כאשר גורמים משפיעים אחרים קבועים, או שאין השפעתם גדולה, בתחום הזמן הנדון כאן.

דיאגרמה י"ט-3 מראה, שאכן קיימת התאמה בין מתכונת רכישות נטו של איגרות חוב במקור לבין אחוז השינוי (בממוצע התלת-חדשי) של מדד המחירים לצרכן. בהצגה זו מובלעת ההנחה, שהאינפלציה הצפויה מיוצגת על ידי האינפלציה בפועל.

נוכיר גם את הנפקות המניות, שהתרכזו בחודשים יוני עד ספטמבר; יש להניח שלהנפקות אלה הופנו כספים שבתנאים אחרים היו מושקעים באיגרות חוב, ומכאן החרפת השפל בהנפקת איגרות חוב בחודשים אלו.

בבחירת התפלגות הקונים של איגרות חוב חדשות, נראית ירידת-מה בחלקו של הציבור, ועליית חלקם של מוסדות הגמל והפנסיה. השנה נמכרו לציבור (ראה לוח י"ט-3) איגרות חוב חדשות ב-2,158 מיליון ל"י (עלייה של כ-11 אחוזים בהשוואה למכירות אשתקד). תכניות החסכון קנו איגרות חוב חדשות ב-2,135 מיליון ל"י (עלייה של 27 אחוזים לעומת אשתקד), למוסדות גמל, ביטוח ופנסיה נמכרו איגרות חוב חדשות ב-3,751 מיליון ל"י (עלייה של 38 אחוזים). מסך כל איגרות החוב שהונפקו, קנה הציבור 26 אחוזים, תכניות החסכון — 27 אחוזים, ומוסדות הגמל — 47 אחוזים; הנתונים המקבילים אשתקד היו 30, 27 ו-43 אחוזים, בהתאמה. יובהר כאן,

דיאגרמה י"ט-3  
הנפקות איגרות חוב נטו ושיעור עליית  
מדד המחירים לצרכן, 1973 עד 1975  
(ממוצע נע תלת-חדשי)



המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ופיננסים  
בנק ישראל.

שאין להסיק מנתונים אלה מסקנות חד-משמעיות, שכן באמצעות המסחר בשוק המשני, יכולות איגרות חוב לעבור מקבוצת מחזיקים אחת למשנה. (ראה פרק י"ח: המסגרת המוסדית של שוק ההון).

להלן בחינת גיוס ההון נטו, לאחר ניכוי פדיונות, תשלומי ריבית והצמדה, של איגרות החוב לסוגיהן (לוח י"ט-3). סך גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב לזמן בינוני (כולל איגרות ברייה) היה 3,156 מיליון ל"י, עלייה של 51 אחוזים לעומת אשתקד. גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב לזמן ארוך (הנמכרות ברובן לקרנות הפנסיה וקופות הגמל) הסתכם ב-2,648 מיליון ל"י, סכום הגבוה ב-8 אחוזים מדאשתקד. מכאן שעל אף הגידול במשקלן של קרנות-פנסיה וקופות גמל בקניית איגרות חוב חדשות, חלה האטה בקצב הרכישות, נטו, של משקיעים מוסדיים אלה.

צעדי המדיניות שנקטו באמצע דצמבר השנה, הביאו למשיכת כספים מן הבורסה. רכישת איגרות החוב במקור מצד הציבור נפסקה, ובחודשים ינואר ופברואר 1976 הסתכמה מכירת איגרות חוב לזמן בינוני בכ-150 מיליון ל"י בממוצע (לעומת ממוצע חודשי של 288 מיליון ל"י בשנת 1975); רובן נמכרו למשקיעים מוסדיים. ירידה מסויימת היתה מתרחשת, כנראה, גם ללא

הממוצע האריתמטי וסטיית תקן של שיעור השינוי החדשי במחירים ובתשואות של איגרות חוב ומניות, קר 1972 עד 1975  
(אחוזים)

| 1975       |                     |              | 1974       |                     |              | 1973       |                     |              | 1972       |                     |              |                                           |
|------------|---------------------|--------------|------------|---------------------|--------------|------------|---------------------|--------------|------------|---------------------|--------------|-------------------------------------------|
| (1)<br>(2) | סטיית<br>תקן<br>(2) | ממוצע<br>(1) | (1)<br>(2) | סטיית<br>תקן<br>(2) | ממוצע<br>(1) | (1)<br>(2) | סטיית<br>תקן<br>(2) | ממוצע<br>(1) | (1)<br>(2) | סטיית<br>תקן<br>(2) | ממוצע<br>(1) |                                           |
| 0.68       | 3.4                 | 2.3          | 0.64       | 6.7                 | 4.3          | 2.00       | 1.0                 | 2.0          | 1.25       | 0.8                 | 1.0          | שערי איגרות חוב<br>צמודות למדד            |
| 0.74       | 2.7                 | 2.0          | 0.46       | 8.5                 | 3.9          | 1.13       | 1.5                 | 1.7          | 0.85       | 1.3                 | 1.1          | שערי איגרות חוב ברירה                     |
| 0.71       | 7.3                 | 5.2          | 0.06       | 5.2                 | 0.3          | 0.20       | 4.4                 | 0.9          | 0.26       | 1.9                 | 0.5          | שערי איגרות חוב<br>צמודות לשער החליפין    |
| 0.66       | 3.5                 | 2.3          | 0.16       | 7.3                 | 1.2          | —          | 4.9                 | -1.8         | 1.12       | 4.8                 | 5.4          | מחיר מניות רגילות                         |
| 0.99       | 3.1                 | 3.1          | 0.33       | 8.2                 | 2.7          | 0.38       | 1.6                 | 0.6          | —          | 0.7                 | -0.1         | מחיר הדולר נת"ד                           |
| 2.62       | 1.0                 | 2.6          | 2.62       | 1.3                 | 3.4          | 9.7        | 0.6                 | 5.8          | 0.26       | 0.2                 | 5.2          | תשואה לפדיון * באיגרות חוב<br>צמודות למדד |

\* במקרה זה ניתנים הממוצע וסטיית התקן של התשואה לפדיון ולא של שיעור השינוי, כפי שהדבר נעשה באינדקסורים אחרים.

לוח י"ט-5

היקף המסחר במסגרת הבורסה, 1972 עד 1975 \*  
(מיליוני ל"י)

| סך כל<br>ניירות הערך<br>במסגרת הבורסה | מניות | אגרות חוב |                        |                     |                 |                        |                        |            |
|---------------------------------------|-------|-----------|------------------------|---------------------|-----------------|------------------------|------------------------|------------|
|                                       |       | סך הכול   | ניתנות להמרה<br>במניות | נסחרות<br>במטבע חוץ | מילוות<br>ברירה | צמודות למדד<br>המחירים | צמודות<br>לשער החליפין |            |
| 1,453.3                               | 762.9 | 690.4     | 12.8                   | 107.8               | 441.9           | 112.4                  | 15.5                   | 1972       |
| 1,771.1                               | 633.0 | 1,138.1   | 79.3                   | 120.6               | 676.0           | 250.5                  | 11.7                   | 1973       |
| 3,575.4                               | 518.9 | 3,056.5   | 74.9                   | 171.6               | 2,007.3         | 786.1                  | 16.6                   | 1974       |
| 4,400.5                               | 780.3 | 3,620.2   | 103.1                  | 251.0               | 1,873.2         | 1,338.0                | 54.9                   | 1975       |
| 295.1                                 | 44.5  | 250.6     | 5.0                    | 20.2                | 147.6           | 75.7                   | 2.1                    | ינואר 1975 |
| 266.2                                 | 45.6  | 220.6     | 2.9                    | 16.6                | 125.8           | 73.8                   | 1.5                    | פברואר     |
| 270.9                                 | 27.4  | 243.5     | 3.4                    | 17.0                | 137.4           | 84.7                   | 1.0                    | מארס       |
| 275.0                                 | 25.6  | 249.4     | 3.4                    | 14.0                | 145.6           | 84.2                   | 2.2                    | אפריל      |
| 348.8                                 | 30.1  | 318.7     | 3.7                    | 15.9                | 185.9           | 110.2                  | 3.0                    | מאי        |
| 466.5                                 | 104.4 | 362.1     | 10.1                   | 25.9                | 193.5           | 128.9                  | 3.7                    | יוני       |
| 427.6                                 | 119.8 | 307.8     | 11.2                   | 30.4                | 154.4           | 105.5                  | 6.3                    | יולי       |
| 300.7                                 | 60.1  | 240.6     | 7.1                    | 15.1                | 113.5           | 99.4                   | 5.5                    | אוגוסט     |

|         |      |       |       |      |      |       |       |       |
|---------|------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| ספטמבר  | 5.0  | 84.9  | 135.0 | 17.0 | 17.0 | 258.9 | 57.5  | 316.4 |
| אוקטובר | 8.9  | 152.4 | 180.6 | 26.5 | 13.5 | 381.9 | 111.0 | 492.9 |
| נובמבר  | 10.0 | 126.7 | 164.5 | 30.6 | 12.5 | 344.3 | 83.8  | 428.1 |
| דצמבר   | 5.7  | 211.6 | 189.4 | 21.8 | 13.3 | 441.8 | 70.5  | 512.3 |

העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)

|      |       |       |       |      |      |       |       |       |
|------|-------|-------|-------|------|------|-------|-------|-------|
| 1972 | 0.7   | 97.9  | 110.0 | 31.1 |      | 66.0  | 102.1 | 206.7 |
| 1973 | —24.5 | 122.9 | 53.0  | 11.9 |      | 64.7  | —17.0 | 17.7  |
| 1974 | 41.8  | 213.8 | 196.9 | 42.3 | —5.5 | 168.5 | —18.3 | 109.0 |
| 1975 | 230.7 | 70.2  | —6.7  | 46.2 | 37.6 | 18.4  | 50.4  | 23.1  |

המשקל בסך כל הממוזר בבורסה (אחוזים)

|      |     |      |      |     |     |      |      |       |
|------|-----|------|------|-----|-----|------|------|-------|
| 1972 | 1.1 | 7.7  | 30.4 | 7.4 | 0.9 | 47.5 | 52.5 | 100.0 |
| 1973 | 0.7 | 14.1 | 38.1 | 6.8 | 4.5 | 64.3 | 35.7 | 100.0 |
| 1974 | 0.5 | 22.0 | 56.1 | 4.8 | 2.1 | 85.5 | 14.5 | 100.0 |
| 1975 | 1.2 | 30.4 | 42.6 | 5.7 | 2.3 | 82.3 | 17.7 | 100.0 |

\* למעט המסחר באיגרות חוב בלתי צמודות, ומילוח קצר מועד.  
ה מקור : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

יציאת כספים מהבורסה, משום שבציפיה להרעת התנאים, נרכשה בדצמבר, לפני השינוי, כמות איגרות רבה מאד. בחודש דצמבר היתה מכירת איגרות חוב לזמן בינוני גבוהה ב־83 אחוזים מממוצע ההנפקה ב־11 החודשים הראשונים של השנה, ודומה היתה התמונה במכירת איגרות חוב לזמן ארוך. בחודשים מארס ואפריל 1976 נמשך השפל בהנפקת איגרות החוב לזמן בינוני, ונמכרו 143 מיליון ל"י בממוצע חודשי. (לשם השוואה לנתוני השנה שעברה, יש להוסיף לסכום זה הפקדות אצל החשב הכללי של כספי תכניות חיסכון בנקאיות).

גיוס ההון באמצעות מילווה החובה עלה מעט על היקפו אשתקד, למרות הפסקת הגבייה של מילווה אלה עם הנהגת הרפורמה במס, שכן עדיין גובים את המילווה מעצמאיים, בגין שומות של שנים קודמות, וכן נמשכת גביית מילווה המעסיקים. רכישת מילווה המלחמה מרצון הסתיימה, והיקפה השנה היה 2.4 מיליון ל"י.

### ב. השוק המשוני

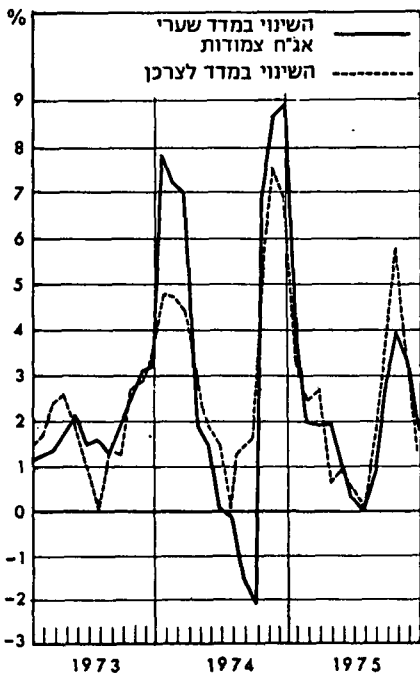
היקף המסחר באיגרות חוב בבורסה ומחוצה לה עלה השנה ב־94 אחוזים, לאחר עלייה גדולה עוד יותר (110 אחוזים) אשתקד (ראה לוח י"ט-10). היקף המסחר עלה בקצב מהיר בהרבה (39 אחוזים) מערך השוק של איגרות החוב הרשומות למסחר בבורסה, ומכאן עלייה במהירות המחזור של איגרות החוב. חלקן של איגרות החוב שנסחרו מחוץ לבורסה מתוך סך כל המסחר עלה מ־70 אחוזים אשתקד ל־82 אחוזים השנה. במסחר ה־

נערך בבורסה, מהוות איגרות החוב הממשלתיות כ־90 אחוזים מנפח המסחר. סביר להניח כי במס־חר מחוץ לבורסה גדול יחסית משקלן של איגרות חוב המונפקות בידי מוסדות אחרים (איגרות חוב קונצרניות).

בבחינת היקף המסחר בבורסה לפי סוג הא־גרת הנסחרת (בהיעדר נתונים כאלה על המסחר מחוץ לבורסה, מוגבלת משמעות הדיון כאן) גמ־צא, שחלה ירידה של 6.7 אחוזים בהיקף המסחר במילווה הברירה (ראה לוח י"ט-5), לצד עלייה של 70 אחוזים במסחר באיגרות הצמודות למדד המחירים לצרכן. עם זאת, בהשוואה לערך השוק של הניירות, גדול המסחר במילווה ברירה ב־50 אחוזים מהמסחר בצמודות מדד<sup>1</sup>. (יש לזכור כי אין כיום הנפקות חדשות של איגרות חוב מסוג זה). העובדה, שהמסחר במילווה ברירה גדול מה־מסחר באיגרות חוב צמודות מדד, יחסית להון הרשום שלהן, קשורה, בין היתר, לקרבתם הרבה יותר של מילווה הברירה לפדיון. ככל שאיגרת קרובה יותר לפדיון, הרי שינוי נתון בשיעור התשואה לפדיון בשוק ישנה את מחירה במ־דה מעטה יותר. בתנאי אי־ודאות ביחס לעתיד שוק איגרות החוב בטווח הארוך, יעדיף המשקיע לרכוש את מילווה הברירה; בעיקר בשים לב לציפיות לעליות ניכרות במדד המחירים לצרכן בתחום זמן של שנה־שנתיים.

#### דיאגרמה י"ט-4

שיעור השינוי במדד שערי איגרות החוב הצמודות ובמדד המחירים לצרכן, 1973 עד 1975 (ממוצע נע תלת־חודשי)



ה מקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

שיעורי תשואות ריאליות ממוצעות לפדיון, נמו, של איגרות חוב, לפי חודשים, 1975  
(אחוזים)

| מספר שנים<br>לפדיון | נפחיות בדולרים |     |     |         | צמודות למד |     |              |     | ברירה |     |
|---------------------|----------------|-----|-----|---------|------------|-----|--------------|-----|-------|-----|
|                     | 2-0            | 5-2 | +5  | סך הכול | 34%        | 4%  | מילווה קליטה | 6½% | 3-2   | 4-3 |
| ינואר               | 8.7            | 8.9 | 8.6 | 8.8     | 2.6        | —   | 0.6          | 3.4 | 2.9   | 3.2 |
| פברואר              | 9.0            | 8.9 | 8.8 | 8.9     | 2.7        | —   | -0.1         | 2.7 | 2.4   | 2.3 |
| מרס                 | 9.5            | 9.4 | 9.3 | 9.4     | 3.1        | —   | -1.0         | 2.5 | 2.4   | 2.5 |
| אפריל               | 9.3            | 8.6 | 8.5 | 8.6     | 3.1        | 2.4 | -2.0         | 2.3 | 2.0   | 2.0 |
| מאי                 | 9.0            | 7.7 | 7.6 | 7.6     | 3.7        | 2.5 | 0.7          | 3.0 | 3.4   | 3.0 |
| יוני                | 4.9            | 6.1 | 6.5 | 6.1     | 4.0        | 3.0 | 0.4          | 3.4 | 3.5   | 3.5 |
| יולי                | 3.9            | 4.1 | 4.5 | 4.2     | 4.4        | 3.1 | 0.1          | 3.6 | 4.1   | 4.0 |
| אוגוסט              | 2.9            | 3.5 | 4.0 | 3.6     | 4.9        | 3.4 | 1.9          | 4.2 | 4.4   | 4.3 |
| ספטמבר              | 3.5            | 3.5 | 3.8 | 3.6     | 4.0        | 2.9 | 1.5          | 2.8 | 2.8   | 2.7 |
| אוקטובר             | 1.8            | 2.7 | 3.3 | 2.8     | 2.4        | 2.4 | -6.7         | 1.7 | 0.7   | 1.1 |
| נובמבר              | 2.4            | 2.1 | 2.4 | 2.2     | 2.2        | 2.1 | -6.2         | 0.9 | -0.7  | 0.1 |
| דצמבר               | 2.3            | 2.0 | 2.6 | 2.2     | 2.2        | 2.0 | -2.3         | 1.0 | 0.2   | 0.6 |

ה מקור: ירחון סטטיסטי לישראל, הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה — לגבי איגרות חוב נפחיות בדולרים; עיבודי בנק ישראל — לגבי צמודות מדד (ארבע האיגרות הסחירות ביותר בכל קבוצה).

המסחר בבורסה במילווות ברירה ובאיגרות חוב צמודות מדד עלה משך השנה; אולם בחודשים יולי, אוגוסט וספטמבר היתה נסיגה. שפל זה תאם בעיתויו את הנפקות המניות: בחודש אוגוסט, בו הגיעו הנפקות לשיא, היה השפל במסחר העמוק ביותר. ירידת הענין באיגרות חוב, באותם חודשים, גררה עמה ירידת שיערים, ובחודש אוגוסט השנה הגיעו שיעורי התשואה על מילווות הברירה ועל איגרות חוב צמודות מדד לרמתם הגבוהה ביותר השנה.

בשערי איגרות החוב הצמודות ומסוג "ברירה" היתה משך השנה עלייה בת 28 אחוזים (ראה לו י"ט-7), לעומת עלייה של 56 אחוזים אשתקד. העלייה הריאלית בשערים (בניכוי עליית מדד המחירים לצרכן) היתה השנה 3.6 אחוזים<sup>2</sup>, בהשוואה לירידה בת 0.3 אחוזים אשתקד. בשערי איגרות הצמודות למדד היתה גם השנה (כבקודמתה) עלייה מהירה יותר מבשערי מילווות ה"ברירה".

על פני השנה בולטת ירידת השערים בחודש מאי, וכן בחודשים יולי ואוגוסט — מן הטעמים שפורטו לעיל. בספטמבר, עם הציפיות וההודעה על צעדי המדיניות הממשלתית (מס קנייה, פחות של 10 אחוזים, העלאת מחירי הדלק) — הגיעה עליית השערים לשיא, בסביבות 7 אחוזים. השינוי

<sup>1</sup> מהירות המחזור של המסחר, דהיינו היחס בין היקף העסקות בבורסה לבין ערך השוק של איגרות החוב הרשומות למסחר, הוא 0.158 לאיגרות מסוג "ברירה", 0.105 לצמודות מדד.

<sup>2</sup> כדי לבחון התפתחות ערכו של תיק השקעה, יש להתחשב בשער הריבית המנוכה בעת חישוב מדד השערים, כ-3.5 עד 4 אחוזים השנה, לאיגרות השונות.



בשערי איגרות הברירה וצמודי המדד תואם באופן כללי את התנודות במדד המחירים לצרכן בפיגורים שונים. ככל ששיעור האינפלציה גדל (ועמו שיעור האינפלציה הצפויה), יהיה הציבור מוכן לשלם יותר עבור איגרות חוב בשוק; ומכאן השפעתה של עליית שיעור האינפלציה על עליית מדד שערי איגרות החוב, כשכל שאר הגורמים המשפיעים קבועים. קשר זה אכן התקיים במהלך שנת 1975, באופן כללי, כפי שמשקף בדיאגרמה י"ט-4.

גם השנה היו תנודות רבות בשערי האיגרות מסוג "ברירה" וצמודות המדד, יחסית למגמת העלייה בהם (ראה לוח י"ט-4). היחס שבין עליית השערים הממוצעת לסטיית התקן אמנם עלה השנה מעט, בהשוואה ליחס זה אשתקד, אך עדיין הוא רחוק מערכו בשנים 1972 ו-1973. התנודות בשערי מילוות הברירה קטנות מהתנודות בשערי איגרות צמודות המדד, דבר המתיישב עם קרבתן של הראשונות לפדיון.

לצעדי המדיניות השונים, שננקטו בחודש דצמבר, היו השפעות סותרות על השוק המשני. להקטנת ההצמדה על איגרות חדשות היתה צפויה השפעה מיידית של העלאת שערי איגרות החוב הישנות. הקטנת ההצמדה מ-100 ל-90 אחוזים מורידה את שיעור התשואה לפדיון נטו על איגרות החוב החדשות, כשהיקף הירידה תלוי בשיעור עליית מדד המחירים לצרכן. בחינתן של איגרות מילווה פיתוח 4 אחוזים ל-10 שנים מראה, שבעליית מחירים שנתית בת 15 אחוזים פוחת שיעור התשואה נטו על איגרות חוב חדשות מ-2.6 ל-1.76 אחוזים כתוצאה מהורדת שיעור ההצמדה; אינפלציה שנתית בת 20 אחוזים מורידה את שיעור התשואה נטו עליהן ל-1.67 אחוזים. צפוי שהירידה בשיעור התשואה לפדיון על איגרות החוב החדשות, כשכל השאר קבוע, תביא לירידה וזה בשיעור התשואה על האיגרות הישנות, שהונפקו בתנאי הצמדה מלאה, תוך עליית שעריהן. החישוב מורה, ששערי איגרות חוב אלה צפויים לעלייה של 7.6 אחוזים, אם חוזים אינפלציה שנתית של 15 אחוזים, ועלייה של 8.5 אחוזים אם צפויה עלייה בת 20 אחוזים לשנה. במדד המחירים לצרכן. למעשה לא היו עליות שערים בשיעור כזה בשוק המשני. להתפתחות זו תרמה, כנראה, ההודעה על הטלת מס מחזור. החשש מהטלת מס כזה הביא למכירת איגרות חוב (שנרכשו לזמנים קצרים) ומכאן לירידה זמנית בשערים. גורם נוסף לירידת השערים המיידית בדצמבר היה החשש מפני הצעדים נגד העלמת הון: הנפקת איגרות חדשות "על-שם" ולא "למוכ"ז", וכן חובת הדיווח על עסקות מזומנים גדולות, מעל 15,000 ל"י.

השנה עלה חלקו של המסחר באיגרות חוב מחוץ לבורסה, בתוך סך כל המסחר באיגרות חוב, והגיע ל-82 אחוזים. חלק מהמסחר מחוץ לבורסה נעשה באמצעות קיוז פנימי של פקודות קנייה ומכירה שנמסרות לבנקים, חלק אחר נעשה באמצעות מסחר בחבילות גדולות של איגרות בין משקיעים מוסדיים. כך יכולים משקיעים אלה לעשות עסקות בוודאות גמורה באשר לשערי המסחר ביניהם, ללא השפעה על השערים בבورסה.

### 3. שוק המניות

השנה היתה שנת התפתחויות חיוביות בשוק המניות. התפתחות זאת התבטאה בהיקף ההנפקות, בשיעור התשואה הכולל, בעליות השערים וכן בהיקף המסחר. ההנפקות התרכזו במחצית השנייה של השנה, ואילו המסחר במניות הלך וגדל מרביע לרביע. בחלק השני של השנה עלו השערים במהירות יחסית. בכך חל השנה שינוי במגמת הירידה, שאיפיינה את שוק המניות לאחר השיא של שנת 1972. התאוששות שוק המניות השנה אירעה למרות ששררו ציפיות לאטה בפעילות הכלכלית במשק. עם זאת, שימשו ההנפקות מקור הון למספר קטן של מנפיקים, שהיו רובם בנקים וחברות פיננסיות. הנתונים אינם מאפשרים לקבוע אם היה השנה מפנה רציני, בגישת הציבור למניות; ייתכן שמשקיעים מוסדיים הגדילו משמעותית את חלק המניות שבתיקם.

לוח י"ט - 8

מדדים חודשיים משוקללים לשערי מניות בבורסה, 1972 עד 1975

(31 דצמבר 1974=100)

| נסחרות במט"ח                              |                       |               |                            |                  |        |                 |                           |                    |                  |         |             |            |
|-------------------------------------------|-----------------------|---------------|----------------------------|------------------|--------|-----------------|---------------------------|--------------------|------------------|---------|-------------|------------|
| מדד<br>השערים<br>המתוקן<br>לאנ"ו<br>לנת"ד | מדד<br>האנ"ו<br>לנת"ד | מדד<br>השערים | מקרקעין<br>בינוי<br>ופיתוח | מסחר<br>ושירותים | תעשייה | חברות<br>להשקעה | כספים וביטוח              |                    |                  |         |             |            |
|                                           |                       |               |                            |                  |        |                 | מוסדות<br>מימון<br>ענפיים | בנקים<br>למשכנתאות | בנקים<br>מסחריים | סך-הכול | מדד<br>כללי |            |
| ממוצע שנתי                                |                       |               |                            |                  |        |                 |                           |                    |                  |         |             |            |
| —                                         | —                     | —             | 133.2                      | —                | —      | 91.5            | —                         | —                  | —                | 74.5    | 85.9        | 1972       |
| —                                         | —                     | —             | 144.5                      | 86.2             | 114.6  | 116.3           | 111.4                     | 97.8               | 104.4            | 103.1   | 108.6       | 1973       |
| —                                         | —                     | —             | 126.0                      | 85.2             | 111.6  | 101.9           | 104.0                     | 95.3               | 97.7             | 97.4    | 100.9       | 1974       |
| 109.4                                     | 109.4                 | 113.5         | 120.4                      | 135.8            | 128.6  | 113.1           | 107.4                     | 105.6              | 113.6            | 112.7   | 115.6       | 1975       |
| סוף חודש                                  |                       |               |                            |                  |        |                 |                           |                    |                  |         |             |            |
| 98.3                                      | 100.0                 | 98.3          | 95.3                       | 106.4            | 99.0   | 98.7            | 100.7                     | 102.1              | 100.2            | 100.6   | 99.9        | ינואר 1975 |
| 98.2                                      | 100.0                 | 98.2          | 102.7                      | 108.2            | 106.2  | 101.2           | 103.3                     | 101.4              | 103.4            | 103.3   | 103.4       | פברואר     |
| 98.2                                      | 100.0                 | 98.2          | 100.1                      | 96.5             | 103.0  | 100.6           | 102.3                     | 97.8               | 103.3            | 102.7   | 101.9       | מארס       |
| 99.7                                      | 100.0                 | 99.7          | 96.0                       | 101.2            | 100.7  | 99.5            | 103.8                     | 92.1               | 103.9            | 102.5   | 101.3       | אפריל      |
| 105.5                                     | 107.2                 | 98.4          | 100.4                      | 108.1            | 110.0  | 102.9           | 103.7                     | 95.2               | 106.2            | 104.9   | 105.0       | מאי        |
| 113.3                                     | 107.7                 | 105.2         | 116.8                      | 126.2            | 125.2  | 107.6           | 104.9                     | 101.5              | 112.0            | 110.9   | 112.5       | יוני       |
| 128.7                                     | 115.4                 | 111.5         | 137.0                      | 150.8            | 142.0  | 117.0           | 113.8                     | 108.8              | 117.7            | 117.0   | 121.7       | יולי       |
| 126.6                                     | 112.8                 | 112.2         | 134.3                      | 153.6            | 143.3  | 116.7           | 111.8                     | 107.0              | 116.0            | 116.0   | 121.0       | אוגוסט     |
| 133.4                                     | 110.0                 | 121.3         | 134.3                      | 169.7            | 153.4  | 122.8           | 110.2                     | 107.1              | 119.0            | 117.7   | 124.7       | ספטמבר     |
| 157.1                                     | 118.9                 | 132.1         | 147.7                      | 174.7            | 160.8  | 128.9           | 114.2                     | 120.9              | 127.6            | 126.5   | 133.1       | אוקטובר    |
| 163.0                                     | 118.3                 | 137.8         | 141.0                      | 166.2            | 151.3  | 129.9           | 109.3                     | 117.0              | 126.2            | 124.8   | 130.9       | נובמבר     |
| 182.4                                     | 122.5                 | 148.9         | 139.5                      | 167.6            | 148.4  | 130.9           | 111.2                     | 116.1              | 126.7            | 125.2   | 131.0       | דצמבר      |

לוח י"ט - 9

היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה \* לפי קבוצות מניות, 1975

(אלפי ל"י)

| החודש                                     | סך כל המניות | בנקים מסחריים | בנקים למשכנתאות ** | מוסדות מימון ענפיים ** | ביטוח  | מסחר ושירותים | מקרקעין ופיתוח | תעשייה  | חברות להשקעה | מניות בשוק התופשי שליד הבורסה *** |
|-------------------------------------------|--------------|---------------|--------------------|------------------------|--------|---------------|----------------|---------|--------------|-----------------------------------|
| ינואר                                     | 66,083       | 30,994        | 8,386              | 3,335                  | 1,759  | 2,675         | 2,331          | 6,293   | 9,412        | 898                               |
| פברואר                                    | 72,138       | 33,369        | 6,022              | 945                    | 3,141  | 3,623         | 4,673          | 8,943   | 11,027       | 395                               |
| מארס                                      | 55,934       | 31,590        | 3,653              | 1,088                  | 1,170  | 3,388         | 2,073          | 4,739   | 8,062        | 171                               |
| אפריל                                     | 47,148       | 25,571        | 3,148              | 2,136                  | 1,271  | 2,304         | 1,900          | 3,931   | 5,651        | 236                               |
| מאי                                       | 56,252       | 28,715        | 2,765              | 1,327                  | 1,426  | 4,552         | 3,179          | 6,011   | 7,882        | 395                               |
| יוני                                      | 190,970      | 114,034       | 9,909              | 4,926                  | 4,381  | 6,666         | 9,261          | 17,243  | 24,233       | 321                               |
| יולי                                      | 182,860      | 78,476        | 11,560             | 5,221                  | 5,605  | 8,405         | 14,941         | 27,227  | 30,940       | 485                               |
| אוגוסט                                    | 95,055       | 45,667        | 4,197              | 1,574                  | 4,823  | 4,418         | 6,970          | 13,026  | 13,055       | 1,325                             |
| ספטמבר                                    | 110,822      | 45,653        | 4,419              | 1,129                  | 6,205  | 6,842         | 5,858          | 15,035  | 22,858       | 2,823                             |
| אוקטובר                                   | 179,741      | 64,329        | 13,195             | 3,758                  | 6,063  | 6,248         | 23,188         | 29,451  | 31,179       | 2,331                             |
| נובמבר                                    | 148,318      | 69,438        | 10,947             | 2,328                  | 4,510  | 3,871         | 11,725         | 19,796  | 24,597       | 1,108                             |
| דצמבר                                     | 157,615      | 93,247        | 8,130              | 2,128                  | 3,117  | 3,580         | 8,926          | 16,217  | 19,922       | 2,348                             |
| סך כל המסחר בבורסה ומחוצה לה              | 1,362,936    | 661,083       | 86,331             | 29,895                 | 43,471 | 56,572        | 95,025         | 167,912 | 208,818      | 12,835                            |
| חלקו של המסחר בבורסה בס"כ המסחר (באחוזים) | 57.2         | 44.3          | 65.1               | 51.6                   | 72.6   | 69.9          | 72.1           | 69.3    | 65.8         | 100.0                             |
| חלק המסחר בקבוצה בסך כל המסחר (באחוזים)   | 100.0        | 48.6          | 6.3                | 2.2                    | 3.2    | 4.2           | 7.0            | 12.3    | 15.3         | 0.9                               |

\* המסחר מחוץ לבורסה — על פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה.

\*\* כולל מניות הנסחרות בלירות ישראליות ובמטבע חוץ.

\*\*\* ניירות ערך שאינם רשומים למסחר בבורסה, אך נסחרים בין כחליה.

ה פ ק ו : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

את השיפור בשוק המניות ניתן לזקוף לזכות ירידה בשיעורי האינפלציה השנה, ולתגודות בשערי איגרות החוב הנמשכות זו השנה השנייה. מצב דברים זה הפך את איגרות החוב לכנס נזיל פחות, והירידה בכוח-המשיכה שלהן העלתה את חלקן היחסי של המניות בערך השוק של תיק ניירות הערך, מ-17 אחוזים אשתקד ל-19 אחוזים השתא. גורמים נוספים, שתרמו להתאוששות שוק המניות היו, כנראה, אי הוודאות, שנמשכה גם השנה, באשר לשינוי אפשרי בתנאי הנפקתן של איגרות החוב, וכן השפל בשוק המקרקעין. כאמור, לא מן הנמנע שגם משקיעים מוסדיים הגדילו השנה במידה ניכרת את משקל המניות בתיק שלהם, ובכך סייעו להצלחת ההנפקות, ולמגמת העלייה במחירים בשוק.

הצלחתו של שוק המניות השנה התבטאה גם בכך, שההנפקה הגדולה נעשתה תוך מגמת עלייה בשערי המניות, ולא תוך ירידתם, כבשנה שעברה. השנה עלו השערים ב-31 אחוזים, לעומת עלייה של 11 אחוזים אשתקד. שיעור התשואה הכולל המשוקלל על מניות היה השנה 31 אחוזים (13 אחוזים אשתקד), על רקע שיעור עליית מחירים נמוך במידה ניכרת מדאשתקד.

השנה גויסו באמצעות הנפקת מניות ושטרי הון להמרה 792 מיליון ל"י. מתוך סכום זה עלה השנה חלקם של שטרי ההון להמרה ל-41 אחוזים לעומת 29 אחוזים אשתקד. היקף המסחר, בבורסה ומחוצה לה, היה השנה 1,363 מיליון ל"י, ובכך עלייה של 42 אחוזים בהשוואה להיקפו אשתקד (לאחר ירידה במסחר בשנים 1973 ו-1974).

ככל שההתפתחויות דלעיל חיוביות, אין להגזים בחשיבות שמיחסים לגאות שהיתה השנה בשוק המניות. במסגרת שוק המניות גויסו השנה רק 16 אחוזים מכלל גיוס ההון נטו. יתירה מזאת: רק חברות מעטות בתחום הפיננסי השתמשו בשוק כמכשיר לגיוס הון. משקל המניות בהיקף המסחר בבורסה ומחוצה לה — 6 אחוזים ומשקלן בתיק ניירות הערך — 19 אחוזים. טרם נוצרו התנאים לשינוי מהותי במעמדו של שוק המניות בשוק ההון הישראלי.

## א. השוק הראשוני

היקף הנפקת המניות הגיע השנה ל-467 מיליון ל"י<sup>1</sup>, לעומת 304 מיליון ל"י אשתקד. גם בהנפקת ניירות ערך להמרה במניות חלה השנה עלייה רבה, ולעומת 127 מיליון ל"י שהונפקו אשתקד, הונפקו השנה 325 מיליון ל"י. בסך הכל הונפקו בשוק זה השנה 792 מיליון ל"י, המהווים עלייה של 84 אחוזים בגיוס ההון. היקף ההנפקות השנה ביחס להון המניות, בערך שוק בסוף 1974, הוא רב, 19 אחוזים.

השנה, כבשנים קודמות, נעשה עיקר גיוס ההון בשוק המניות על-ידי בנקים ומתווכים פיננסיים; הגורמים לכך נותחו בדו"חות הקודמים של בנק ישראל<sup>2</sup>. הדבר נובע במידה מסויימת מגישה נוחה של הבנקים לבורסה, מחיר נמוך של פנייתם אל הציבור, מכך שהרווחיות של הבנקים בשנים האחרונות היתה טובה ואי הוודאות ביחס לשערי מניותיהם היתה נמוכה. יתירה מזאת: לבנקים אין אפשרות לגייס הון עצמי בדרך אחרת, בעוד שחברות תעשייה למשל, יכולות לבסס את מימון השקעותיהן על הלוואות פיתוח זולות הרבה יותר.

לוח י"ט-12 מציג את ערך השוק של מצבת המניות, בסוף שנת 1974 ובסוף שנת 1975, ואת התפלגות המנפיקים בשנת 1975 לפי הסקטור המנפיק. הלוח מראה, כי 51 אחוזים מערך השוק של מצבת המניות לסוף 1975 נמנים על קבוצת הבנקים המסחריים, ו-32 אחוזים על קבוצת מתווכים פיננסיים אחרים, בעוד שהסקטורים הריאליים הנפיקו רק 17 אחוזים מהמצבה. ההנפקות

<sup>1</sup> סכום זה הוא לאחר ניכוי 72 מיליון ל"י. חברת האם של אחד הבנקים התחייבה לרכוש מניות בסכום זה, מתוך הנפקת הבנק שלה. מאחר שחברה זו הנפיקה מניות בסכום גדול מ-72 מיליון ל"י, ומתוך רצון להימנע מחישוב כפול, נוכח סכום זה מהנפקות השנה.

<sup>2</sup> ראה דו"ח בנק ישראל, 1973, ע' 362.

היקף המסחר במניות ובאגרות חוב במסגרת הבורסה ומחוצה לה \*

נתונים שנתיים ורבעוניים, 1972 עד 1975

(מיליוני ל"י)

| איגרות חוב                    |                |                       |                       | מניות                    |                |                       |                       |      |
|-------------------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|--------------------------|----------------|-----------------------|-----------------------|------|
| היחס<br>= (5)/(7)<br>(8)      | סך הכול<br>(7) | בתוך<br>הבורסה<br>(6) | מחוז<br>לבורסה<br>(5) | היחס<br>= (1)/(3)<br>(4) | סך הכול<br>(3) | בתוך<br>הבורסה<br>(2) | מחוז<br>לבורסה<br>(1) |      |
| 0.80                          | 3,484.1        | 691.0                 | 2,791.1               | 0.31                     | 1,112.8        | 762.9                 | 349.9                 | 1972 |
| 0.76                          | 4,823.5        | 1,138.2               | 3,685.3               | 0.38                     | 1,017.2        | 633.0                 | 384.2                 | 1973 |
| 0.70                          | 10,133.0       | 3,056.7               | 7,076.3               | 0.45                     | 959.2          | 532.3                 | 426.9                 | 1974 |
| 0.82                          | 19,677.3       | 3,620.3               | 16,057.0              | 0.43                     | 1,363.0        | 780.5                 | 582.5                 | 1975 |
| העלייה או הירידה (—) (אחוזים) |                |                       |                       |                          |                |                       |                       |      |
|                               | 38.4           | 64.7                  | 31.9                  |                          | —8.6           | —17.0                 | 9.8                   | 1973 |
|                               | 110.1          | 168.6                 | 92.0                  |                          | —5.7           | —15.9                 | 11.1                  | 1974 |
|                               | 94.2           | 18.4                  | 126.9                 |                          | 42.1           | 46.7                  | 36.4                  | 1975 |
| 1975 לפי רבעונים              |                |                       |                       |                          |                |                       |                       |      |
| 0.73                          | 2,605.0        | 715.0                 | 1,890.0               | 0.39                     | 194.2          | 117.6                 | 76.6                  | I    |
| 0.80                          | 4,713.4        | 930.4                 | 3,783.0               | 0.46                     | 294.3          | 160.1                 | 134.2                 | II   |
| 0.84                          | 5,262.7        | 807.7                 | 4,455.0               | 0.39                     | 388.8          | 237.4                 | 151.4                 | III  |
| 0.84                          | 7,096.2        | 1,167.2               | 5,929.0               | 0.45                     | 485.7          | 265.4                 | 220.3                 | IV   |

\* המסחר מחוץ לבורסה — על-פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה.

בשנת 1975 החריפו מגמות אלה: לבנקים — 85 אחוזים מההנפקה השנה, למתווכים פיננסיים אחרים — 9 אחוזים, ולסקטור הריאלי — 6 אחוזים בלבד.

הפנייה אל הציבור בהנפקת מניות עלתה השנה יפה. להנפקות היו תחתמות יתר רבות, והן לא לוו בירידת שערים (כפי שקרה אשתקד). השערים עלו השנה דווקא בתקופה בה היו הנפקות גדולות (עלייתם החלה חודש קודם לכן), ולא ירדו בממדים משמעותיים אחרי ההנפקות. עם זאת, עלו השנה שערי מניות קבוצת הבנקים פחות מהעלייה הממוצעת בשערי המניות, דבר המתקשר לעובדה, שקבוצה זו היא המנפיקה העיקרית השנה.

השנה נמשכה צמיחתו של כלי מימון חדש יחסית: שטרי הון ואגרות חוב הניתנים להמרה במניות. כלי זה, הנמצא מבחינת תכונותיו בין איגרת חוב לבין מניה, מקטין את סיכון הרוכש,

<sup>3</sup> ראה דו"ח בנק ישראל, 1972, עמ' 2-401.

לוח י"ט-11

התפלגות שיעורי התשואה הכוללים, נטו, מהשקעה במניות רגילות בבורסה של תל-אביב, תקופות נבחרות

(אחוזים)

| שיעור תשואה כולל                               |                          |                                                     |      |      |       |       |                                   |                                   |                                                         |                                    |               |                   |
|------------------------------------------------|--------------------------|-----------------------------------------------------|------|------|-------|-------|-----------------------------------|-----------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------|-------------------|
| מספר<br>החברות<br>בקבוצה                       | מספר<br>המניות<br>בקבוצה | התפלגות המניות לפי מסדר עולה של התשואות<br>(אחוזים) |      |      |       |       | שיעור<br>תשואה<br>כולל<br>מינימלי | שיעור<br>תשואה<br>כולל<br>מכסימלי | ממוצע<br>משוקלל<br>בהיקף מחזור<br>המסחר השנתי<br>בבורסה | ממוצע<br>משוקלל<br>בהון<br>הרשום * | ממוצע<br>פשוט | התקופה            |
|                                                |                          | 90                                                  | 75   | 50   | 25    | 10    |                                   |                                   |                                                         |                                    |               |                   |
| 1. קבוצת הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים |                          |                                                     |      |      |       |       |                                   |                                   |                                                         |                                    |               |                   |
|                                                |                          | 56.3                                                | 35.4 | 20.0 | 13.3  | 5.1   | 3.4                               | 65.2                              | 37.0                                                    | 24.2                               | 24.8          | 31.12.74—31.12.73 |
|                                                |                          | 22.0                                                | 16.6 | 8.4  | 2.7   | —1.5  | —4.4                              | 34.5                              | 14.8                                                    | 10.9                               | 10.8          | 30.6.75—31.12.74  |
| 20                                             | 32                       | 22.3                                                | 20.2 | 11.4 | 4.5   | 0.3   | —35.1                             | 34.4                              | 12.2                                                    | 12.6                               | 11.6          | 31.12.75—30.6.75  |
|                                                |                          | 40.1                                                | 32.9 | 18.4 | 7.7   | 0.3   | —35.1                             | 70.5                              | 27.7                                                    | 24.2                               | 21.8          | 31.12.75—31.12.74 |
| 2. קבוצת חברות המקרקעין והפיתוח                |                          |                                                     |      |      |       |       |                                   |                                   |                                                         |                                    |               |                   |
|                                                |                          | 30.4                                                | 9.9  | —3.5 | —13.2 | —28.1 | —34.4                             | 73.3                              | —7.1                                                    | —9.8                               | 2.5           | 31.12.74—31.12.73 |
|                                                |                          | 51.5                                                | 30.2 | 18.7 | —0.9  | —3.6  | —4.6                              | 30.2                              | 18.3                                                    | 17.2                               | 21.4          | 30.6.75—31.12.74  |
| 13                                             | 18                       | 45.2                                                | 37.9 | 19.5 | 5.6   | —12.7 | —13.6                             | 64.3                              | 27.4                                                    | 25.4                               | 24.3          | 31.12.75—30.6.75  |
|                                                |                          | 78.0                                                | 72.5 | 49.7 | 28.1  | 4.2   | —16.7                             | 110.7                             | 49.6                                                    | 46.1                               | 50.1          | 31.12.75—31.12.74 |

3. קבוצת חברות התעשייה המסחר והשירותים

|    |    |  |      |      |      |       |       |       |       |      |      |      |                   |
|----|----|--|------|------|------|-------|-------|-------|-------|------|------|------|-------------------|
|    |    |  | 55.0 | 37.6 | -5.7 | -20.9 | -25.1 | -41.1 | 174.9 | 17.3 | 21.3 | 13.7 | 31.12.74—31.12.73 |
|    |    |  | 38.1 | 30.1 | 15.3 | 4.2   | -2.1  | -6.1  | 49.8  | 21.3 | 23.0 | 18.8 | 30.6.75—31.12.74  |
| 25 | 35 |  | 51.8 | 35.4 | 19.7 | 14.3  | 4.3   | -15.1 | 122.3 | 27.9 | 26.7 | 26.7 | 31.12.75—30.6.75  |
|    |    |  | 84.2 | 73.7 | 47.0 | 23.3  | 16.3  | -8.4  | 167.0 | 54.6 | 55.6 | 50.3 | 31.12.75—31.12.74 |

4. קבוצת חברות להשקעה

|    |    |  |       |      |      |      |       |       |       |      |      |      |                   |
|----|----|--|-------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|-------------------|
|    |    |  | 21.4  | 16.1 | 7.6  | -7.0 | -22.7 | -31.4 | 46.4  | 12.6 | -0.7 | 6.8  | 30.12.74—31.12.73 |
|    |    |  | 29.8  | 23.2 | 19.0 | 4.4  | -8.4  | -17.0 | 52.7  | 13.8 | 1.4  | 16.2 | 30.6.75—31.12.74  |
| 18 | 23 |  | 80.4  | 48.9 | 27.0 | 24.9 | 8.4   | -11.3 | 163.2 | 35.7 | 36.1 | 42.2 | 31.12.75—30.6.75  |
|    |    |  | 126.1 | 74.0 | 53.0 | 35.5 | 5.5   | 3.0   | 174.7 | 54.2 | 37.6 | 64.9 | 31.12.75—31.12.74 |

5. סך כל החברות

|    |     |  |      |      |      |      |       |       |       |      |      |      |                   |
|----|-----|--|------|------|------|------|-------|-------|-------|------|------|------|-------------------|
|    |     |  | 38.0 | 22.0 | 8.8  | -7.0 | -20.9 | -41.1 | 174.9 | 25.7 | 13.4 | 13.6 | 31.12.74—30.12.73 |
|    |     |  | 38.1 | 24.7 | 14.5 | 4.2  | -3.6  | -17.0 | 52.7  | 15.9 | 11.2 | 16.4 | 30.6.75—31.12.74  |
| 76 | 108 |  | 56.7 | 34.4 | 20.2 | 9.2  | 1.5   | -35.1 | 163.2 | 20.7 | 18.7 | 25.4 | 31.12.75—30.6.75  |
|    |     |  | 84.2 | 64.5 | 42.5 | 18.8 | 8.2   | -35.1 | 174.7 | 39.1 | 31.4 | 45.4 | 31.12.75—31.12.74 |

• למי הרכב ההון הרשום, במחירי שוק, סוף השנה.  
ה מ ק ו ר : הכורסה לניירות ערך בתל-אביב.

בכך שהוא התחייבות של המנפיק, ומאפשר למשקיע ליהנות מרווחי הון, בכך שהוא ניתן להמרה במניה. כלי זה נוח גם מבחינת תשלום המס על ידי החברה המנפיקה<sup>3</sup> (תשלום ריבית, המשולם למחזיקי נייר ערך להמרה הוא הוצאה לצורך מס, שלא כדיבידנד לבעלי מניות). בשטרי ההון שהנפיק השנה אחד הבנקים המסחריים הוכנס חידוש: אם הרוכש בוחר שלא להמיר את השטר, הוא זוכה להצמדה למדד המחירים לצרכן, בשיעור 60 אחוזים מהקדון. כבשנים קודמות, נעשה חלק מההנפקות תוך מתן זכות קנייה לבעלי המניות, ביחס קבוע למספר מניותיהם ערב ההנפקה ("אופציות"). הסיבות לכך הן: חובה משפטית בחלק מהחברות, הרצון לאפשר לבעלי המניות הקיימים לשמור על משקלם בשליטתם בחברה והרצון להבטיח הצלחת ההנפקה<sup>4</sup>.

## ב. השוק המשוני

השנה, לאחר שנתיים בהן היה המסחר במניות במגמת ירידה, גדל היקף המסחר ב-42 אחוזים בהשוואה להיקפו אשתקד, (ראה לוח י"ט-10). היקפו אף עלה ב-22 אחוזים על היקף המסחר במניות בשנת השיא, 1972. עם זאת, חלק ניכר מהמסחר במניות (43 אחוזים) נעשה מחוץ לבורסה (באיגרות חוב — 82 אחוזים מהמסחר הם מחוץ לבורסה). הדבר נעשה כשפקודות קנייה או מכירה של הציבור מתקוות, לפני שהסוכן מביא אותן לפתיחת המסחר בבורסה ("קיוויו פנימי"). ייתכן גם שמשקיעים מוסדיים, או משקיעים גדולים אחרים, מעדיפים לבצע עסקות גדולות מחוץ לבורסה, מתוך חשש שמא ישפיעו, בגלל גודל עסקותיהם, על מחיר נייר הערך בו הם סוחרים. ביצוע חלק ניכר מן המסחר מחוץ לכתלי הבורסה עלול להפחית מאמינותם של השערים הנקבעים בבורסה. עם זאת, חל השנה שיפור לעומת השנה שעברה: המסחר במסגרת הבורסה גדל ב-47 אחוזים, בעוד שהמסחר מחוץ לבורסה גדל רק ב-36 אחוזים.

שיעורי התשואה הכוללים, נטו, על השקעה במניות רגילות (ראה לוח י"ט-11), עלו השנה. שיעור התשואה הכולל הממוצע, המשוקלל בהון רשום, עלה השנה ל-31 אחוזים (13 אחוזים אשתקד); השקלול לפי היקף מחזור העסקות נותן גם הוא תשואה של 31 אחוזים השנה (26 אחוזים אשתקד); עיקר העלייה היא במחצית השנייה של שנת 1975, בה התרכזה מרבית חלוקת הדיבידנד. היות והשנה היתה ירידה בשיעור האינפלציה (לכדי מחצית שיעורה ב-1974), היתה העלייה הריאלית ברווחיות ההשקעה במניות גדולה עוד יותר מהמשתקף בנתונים הנומינליים שהובאו כאן.

בבחינת שיעורי התשואה הכוללים לפי קבוצות מנפיקים, נמצא, שבקבוצה הפיננסית לא היתה השנה עלייה בשיעורי התשואה, דבר הקשור כנראה בתוספת הגדולה להון הרשום של קבוצה זו. בשאר הקבוצות היתה עלייה גדולה בשיעור התשואה הכולל; עיקר העלייה היתה במחצית השנייה של 1975.

בחמישה החודשים הראשונים של השנה היה המסחר במניות קטן יחסית (ראה לוח י"ט-9), וגם במדדי השערים לא היתה מגמת עלייה (לוח י"ט-8). בחודשים יוני-יולי הגיע המסחר לשיא של 180—190 מיליון ל"י לחודש, והיקפו בהמשך המחצית השנייה של השנה נותר גבוה בהרבה מהיקפו במחצית הראשונה. קרוב למחצית המסחר במניות נעשה במניותיהם של הבנקים המסחריים, להם מחצית מצבת ההון בבורסה במחירי שוק (המסחר במניות הבנקים נעשה ברובו מחוץ לבורסה). גם במניותיהן של חברות להשקעה ומניות תעשייה התקיים מסחר בהיקף רב יחסית. בחמישה החודשים הראשונים של השנה השתקף הרפיון בשוק המניות גם ברמת שעריהן. עליית השערים התרכזה במחצית השנייה של השנה, בה נעשתה מרבית חלוקת הדיבידנד. בבחינת

<sup>4</sup> ראה דיון מפורט בדו"ח בנק ישראל, 1973, ע' 363.

ערכי שוק של מצבת המניות לפי הקבוצה המנפיקה, 1974 ו-1975, והנפקות חדשות של מניות, וניירות ערך להמרה, 1975

| הנפקת מניות חדשות תמורת מזומן <sup>1</sup> של מניות וניירות ערך<br>הניתנים להמרה, שנת 1975 |                                                |               |                                  |          | ערך השוק של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה<br>הרשומים בבורסה |                                                          |          |               |         |                                         |
|--------------------------------------------------------------------------------------------|------------------------------------------------|---------------|----------------------------------|----------|--------------------------------------------------------------|----------------------------------------------------------|----------|---------------|---------|-----------------------------------------|
| חלקה של<br>הנפקת<br>הקבוצה<br>מערך השוק<br>של מניותיה<br>בסוף 1974                         | חלקה של<br>הנפקת<br>הקבוצה<br>בסך כל<br>ההנפקה | סך הכול       | שטרי חוב<br>ואיגרות חוב<br>להמרה | מניות    | העלייה<br>בערך השוק<br>של המניות<br>בשנת 1975                | חלקה של הקבוצה בסך כל<br>ערך השוק של המצבה<br>(סוף השנה) |          | 1974          | 1975    |                                         |
|                                                                                            |                                                |               |                                  |          |                                                              |                                                          |          |               |         |                                         |
| (אחוזים)                                                                                   | (אחוזים)                                       | (מיליוני ל"י) |                                  | (אחוזים) | (אחוזים)                                                     | (מיליוני ל"י)                                            | (אחוזים) | (מיליוני ל"י) |         |                                         |
| 31.8                                                                                       | 85.2                                           | 2674.3        | 270.0                            | 2404.3   | 63.8                                                         | 51.2                                                     | 3,470.6  | 50.6          | 2,119.4 | בנקים מסחריים וחברות<br>לאחזקות בנקאיות |
| 10.6                                                                                       | 4.6                                            | 36.5          | 20.0                             | 16.5     | 27.0                                                         | 6.4                                                      | 437.5    | 8.2           | 344.4   | בנקים למשכנתאות                         |
| 1.3                                                                                        | 0.6                                            | 4.5           | 0.0                              | 4.5      | 133.2                                                        | 11.5                                                     | 777.6    | 8.0           | 333.5   | מוסדות מימון ענפיים                     |
| 62.4                                                                                       | 3.6                                            | 28.7          | 0.0                              | 28.7     | 77.0                                                         | 1.2                                                      | 81.4     | 1.1           | 46.0    | ביטוח                                   |
| 0.0                                                                                        | 0.0                                            | 0.0           | 0.0                              | 0.0      | 70.7                                                         | 2.7                                                      | 183.2    | 2.6           | 107.3   | מסחר ושירותים                           |
| 6.9                                                                                        | 2.1                                            | 15.0          | 15.0                             | 0.0      | 45.9                                                         | 4.7                                                      | 317.8    | 5.2           | 217.8   | מקרקעין, בינוי, פיתוח והדריים           |
| 8.7                                                                                        | 4.1                                            | 32.7          | 20.0                             | 12.7     | 74.3                                                         | 9.7                                                      | 656.1    | 9.0           | 376.4   | תעשייה                                  |
| 0.0                                                                                        | 0.0                                            | 0.0           | 0.0                              | 0.0      | 32.6                                                         | 12.7                                                     | 858.3    | 15.4          | 647.3   | חברות להשקעה ואחזקות                    |
| 18.9                                                                                       | 100.0                                          | 791.7         | 225.0                            | 466.7    | 54.7                                                         | 100.0                                                    | 6,782.4  | 100.0         | 4,192.0 | סה"כ                                    |

(1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרת איגרות חוב ניתנות להמרה, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.  
(2) ראה הערה (7) בלוח י"ט-1. בחישוב מצבת המניות הרשומות למסחר לא נעשה תיקון זה.  
הסכום: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

המדדים המשוקללים לשערי המניות נמצא, ששערי קבוצת מניות מסחר ושיירות עלו משך השנה ב-68 אחוזים, שיעור גבוה יותר משיעור עליית שעריהן של קבוצות מניות אחרות הנסחרות במטבע ישראלי (בשנה קודמת היתה תמונה קרובה לזו, כשהקבוצה הנדונה פיגרה רק מעט אחרי הקבוצה המובילה דאז, הבנקים המסחריים). קבוצה שנייה ששעריה עלו השנה בהרבה היא קבוצת מניות מקרקעין, בינוי ופיתוח, עלייה של 39 אחוזים. הדבר נראה מעט תמוה, מאחר שהשנה לא היתה שנה כה מוצלחת בענף זה. יודגש שבקבוצה זו מניות ספורות, כך שקשה להסיק ממצב מניותיהן על מצב שוק המקרקעין כולו. הסבר לתמיהה זו נעוץ כנראה בירידה הרבה שהיתה בשערי מניות אלה בשנים קודמות, ויתכן שהשנה היה פיצוי לכך בעלייה המהירה יותר של שעריהן. על בסיס ממוצע שנת 1972, היה מדד שערי קבוצת מניות המקרקעין 105, כשהמדד הכללי לשערי המניות היה 153; על בסיס ממוצע של שנת 1973, הגיע מדד שערי קבוצה זו ל-97, והמדד הכללי ל-121. שערי קבוצת מניות התעשייה עלו משך השנה ב-48 אחוזים, שערי מניות חב-רות להשקעה ולאחזקות עלו השנה ב-31 אחוזים, ושערי מניות כספים וביטוח עלו השנה ב-25 אחוזים (עלייה קטנה ב-5 אחוזים מעליית שערי המניות כולן). ייתכן שגם בכך יש התאמה לתנודות חריפות בעבר: לפי מדד השערים של סוף 1972, עלו שערי כספים וביטוח ב-68 אחוזים (21 אחוזים לפי מדד ממוצע של 1972) לצד עלייה של 53 אחוזים במדד הכללי (עלייה של 11 אחוזים לפי המדד הכללי ממוצע 1972). מדד שערי המניות הנסחרות במטבע חוץ עלה השנה ב-82 אחוזים (לאחר תיקון לאגיו לשער דולר הנת"ד), בדומה לשיעור עליית מדד איגרות החוב הצמודות לשער החליפין.

המסחר היומי במניה השכיחה נע השנה בין 10 אלפים לבין 20 אלף ל"י, כאשר, ואי השוויון במסחר היומי בין המניות ירד מעט.

מדד שערי ניירות הערך להמרה עלה השנה ב-14 אחוזים, לאחר עלייה בת 4 אחוזים אשתקד. העובדה, ששיעור עליית מדד זה נמוכה משיעור עליית מדד שערי המניות היתה צפויה, שכן בעת שפל בשוק המניות אין מדד ניירות הערך הניתנים להמרה יורד בשיעור הירידה בשערי המניות (בשל תכונת איגרת החוב שבהם). השנה התהפכה המגמה לכיוון עלייה, וכך גם מצאנו שמדד זה לא עלה בשיעור עליית מדד שערי המניות<sup>1</sup>.

העלייה המהירה שהיתה השנה במדד שערי המניות, בצד הירידה הרבה בתנודתיות בהן (ראה לוח י"ט-4), תרמה לעלייה בהמרות של ניירות הערך להמרה למניות: המרה של 57 מיליון ל"י, לעומת 29 מיליון ל"י אשתקד (היקף ההמרות תלוי גם בתנאים הקבועים להמרה, כגון אפשרות ההמרה ממועד מסויים ואילך).

#### 4. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק הנת"ד

מדיניות שער החליפין הנוחל, שננקטה החל מחדש יוני השנה, אשר לא ביטלה את הציפיות לפיחות בשיעור. גדול יותר, הטילה רישומה על שוק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ, על הפיקדונות במטבע חוץ ועל שער דולר הנת"ד.

השנה נבלמה מגמת הירידה במשקל ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ (ראה שורה 19 בלוח י"ט-11), ירידה שאיפיינה עד כה את שנות ה-70. יתרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ מכספי נת"ד עלתה (במונחי מטבע ישראלי) ב-40 אחוזים, אם גם ערכה בדולרים ירד השנה ב-11.3.

<sup>1</sup> את מדד ניירות הערך אין להשוות למדד שערי המניות כולן, אלא למדד שערי המניות אליהן מתייחסים ניירות הערך להמרה. השוואה גסה יכולה להיעשות בינו לבין מדד שערי קבוצת כספים שהנפקה רוב איגרות החוב להמרה (80 אחוזים).

מחיר הדולר נת"ד, מחיר הדולר השחור, היתרה בפקדונות נת"ד ויתרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ, 1974 ו-1975

| 1974             |                                                         |                  |                                                 |                                                         |                                    |                                                         |                                  |                                                         |                  |                                                 |                                                         |                                    |                                                         | 1975                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
|------------------|---------------------------------------------------------|------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------|-------------------------------------------------|---------------------------------------------------------|------------------------------------|---------------------------------------------------------|----------------------------------|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|--|
| סוף<br>התקופה    | יתרת<br>ניירות<br>הערך<br>הנסחרים<br>במט"ח <sup>1</sup> | פיקדונות<br>נת"ד | סך-כל<br>ני"ע<br>ופיקדונות<br>(8) + (9)<br>נת"ד | מחיר<br>הדולר<br>השחור<br>(ממוצע<br>חודשי) <sup>2</sup> | שיעור<br>האג"י<br>על הדולר<br>נת"ד | מחיר<br>הדולר<br>השחור<br>(ממוצע<br>חודשי) <sup>2</sup> | שער<br>האג"י<br>על הדולר<br>נת"ד | יתרת<br>ניירות<br>הערך<br>הנסחרים<br>במט"ח <sup>1</sup> | פיקדונות<br>נת"ד | סך-כל<br>ני"ע<br>ופיקדונות<br>(8) + (9)<br>נת"ד | מחיר<br>הדולר<br>השחור<br>(ממוצע<br>חודשי) <sup>2</sup> | שיעור<br>האג"י<br>על הדולר<br>נת"ד | מחיר<br>הדולר<br>השחור<br>(ממוצע<br>חודשי) <sup>2</sup> | שער<br>האג"י<br>על הדולר<br>נת"ד |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| (1)              | (2)                                                     | (3)              | (4)                                             | (5)                                                     | (6)                                | (7)                                                     | (8)                              | (9)                                                     | (10)             | (11)                                            | (12)                                                    | (13)                               | (14)                                                    | (15)                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| (מיליוני דולרים) | (ל"י)                                                   | (אחוזים)         | (ל"י)                                           | (אחוזים)                                                | (ל"י)                              | (אחוזים)                                                | (ל"י)                            | (מיליוני דולרים)                                        | (ל"י)            | (אחוזים)                                        | (ל"י)                                                   | (אחוזים)                           | (ל"י)                                                   | (אחוזים)                         |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| ינואר            | 353.8                                                   | 28.7             | 382.5                                           | 4.87                                                    | 16.0                               | 5.15                                                    | 22.6                             | 372.6                                                   | 26.3             | 389.9                                           | 6.00                                                    | —                                  | 6.51                                                    | 8.5                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| פברואר           | 357.7                                                   | 35.0             | 392.7                                           | 5.02                                                    | 19.5                               | 5.26                                                    | 25.2                             | 374.9                                                   | 23.8             | 398.7                                           | 6.00                                                    | —                                  | 6.57                                                    | 9.5                              |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| מארס             | 365.9                                                   | 41.6             | 407.5                                           | 4.94                                                    | 17.6                               | 5.06                                                    | 20.5                             | 370.5                                                   | 25.5             | 396.0                                           | 6.00                                                    | —                                  | 6.60                                                    | 10.0                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| אפריל            | 363.8                                                   | 44.6             | 408.4                                           | 4.79                                                    | 14.0                               | 4.88                                                    | 16.2                             | 341.6                                                   | 24.7             | 366.3                                           | 6.00                                                    | —                                  | 6.66                                                    | 11.0                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| מאי              | 365.0                                                   | 51.0             | 416.0                                           | 4.72                                                    | 12.4                               | 4.88                                                    | 16.2                             | 348.5                                                   | 29.4             | 377.9                                           | 6.26                                                    | 4.3                                | 7.11                                                    | 18.5                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| יוני             | 366.0                                                   | 56.4             | 422.4                                           | 4.96                                                    | 18.1                               | 5.12                                                    | 21.9                             | 348.1                                                   | 37.8             | 385.9                                           | 6.54                                                    | 5.8                                | 7.4                                                     | 19.7                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| יולי             | 371.0                                                   | 56.6             | 427.6                                           | 4.71                                                    | 12.1                               | 5.00                                                    | 19.0                             | 347.0                                                   | 40.1             | 387.1                                           | 6.89                                                    | 12.6                               | 7.57                                                    | 23.7                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| אוגוסט           | 375.6                                                   | 60.1             | 435.7                                           | 4.63                                                    | 10.2                               | 4.87                                                    | 15.9                             | 348.8                                                   | 45.1             | 393.9                                           | 7.07                                                    | 13.3                               | 7.63                                                    | 22.3                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| ספטמבר           | 375.3                                                   | 66.0             | 441.3                                           | 4.57                                                    | 8.8                                | 4.90                                                    | 16.7                             | 348.9                                                   | 48.5             | 397.4                                           | 7.29                                                    | 14.6                               | 7.81                                                    | 22.8                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| דצמבר            | 373.8                                                   | 30.1             | 403.9                                           | 4.79                                                    | 14.0                               | 5.15                                                    | 22.6                             | 353.6                                                   | 55.8             | 409.4                                           | 8.06                                                    | 15.1                               | 9.08                                                    | 29.7                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| נובמבר           | 373.0                                                   | 38.1             | 411.0                                           | 6.03 <sup>3</sup>                                       | 0.5                                | 6.45 <sup>3</sup>                                       | 7.5                              | 351.1                                                   | 63.4             | 414.5                                           | 8.38                                                    | 19.7                               | 9.72                                                    | 38.9                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |
| דצמבר            | 373.8                                                   | 30.1             | 403.9                                           | 6.04                                                    | 0.7                                | 6.51                                                    | 8.5                              | 362.5                                                   | 58.5             | 421.0                                           | 8.67                                                    | 22.1                               | 10.02                                                   | 41.1                             |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |  |

(1) כולל שיעור ניירות ערך לשינויים במחירים יחסיים של המטבעות ולשינוי מחירים בשוק ניירות הערך (המטבע בחודש מארס).

(2) ממוצע של ימי חמישי בשבוע.

(3) מחיר ממוצע של ימי חמישי שלאחר הפיחות.

מיליון דולר. במונחי דולרים היתה ירידה בניירות ערך רשומים בחוץ לארץ ובהוללים ועלייה בניירות רשומים בארץ (ראה לוח י"ט-14). ירידה זו בתיק ניירות הערך הנסחרים בנת"ד אירעה תוך רכישות נטו של ניירות אלה ב־19.2 מיליון דולר, והשיעורים<sup>1</sup> של שערי המטבעות השונים ביחס לדולר גרעו מערך התיק 30.5 מיליון דולרים. פיקדונות נת"ד עלו ב־28.4 מיליון דולרים, כך שסיכום ניירות הנסחרים בנת"ד והנת"ד עצמו, מורה על עלייה של 17.1 מיליון דולרים. העלייה המתונה בתיק ניירות הערך הנסחרים בדולר נת"ד, במונחי דולר, נובעת מהעלייה בשער הנת"ד. עלייה זו הקטינה את כדאיות רכישתם של ניירות ערך הנסחרים בדולר נת"ד,

# לוח י"ט-13

רכישת נטו<sup>1</sup> של ניירות ערך כמטבע חוץ מכספי תמ"מ ונת"ד לפי חודשים, 1973 עד 1975

(מיליוני דולרים)

| 1975                                            |       |       |         |             |        |              |
|-------------------------------------------------|-------|-------|---------|-------------|--------|--------------|
| החודש                                           | 1973  | 1974  | סך הכול | רשומים בארץ | הוללים | רשומים בחו"ל |
| ינואר                                           | 3.2   | 0.2   | -2.7    | -0.9        | 0.1    | -1.9         |
| פברואר                                          | 7.7   | 3.9   | -0.7    | 0.3         | —      | -1.0         |
| מרס                                             | -2.3  | 8.2   | -1.2    | 2.1         | -0.4   | -2.9         |
| אפריל                                           | -2.0  | 4.6   | 0.9     | 0.1         | 0.5    | -1.5         |
| מאי                                             | 2.8   | 1.2   | 5.8     | 4.0         | 2.3    | -0.5         |
| יוני                                            | 5.4   | 1.0   | -0.2    | 1.0         | 2.3    | -3.5         |
| יולי                                            | 3.3   | 5.0   | 4.5     | 2.5         | 2.5    | -0.5         |
| אוגוסט                                          | -3.4  | 4.6   | 1.3     | 1.1         | 0.2    | —            |
| ספטמבר                                          | 1.8   | -0.3  | 2.0     | 1.3         | 0.4    | 0.3          |
| אוקטובר                                         | 0.2   | 1.5   | 1.9     | 1.1         | 0.1    | 0.7          |
| נובמבר                                          | -1.0  | -3.9  | -1.0    | 1.0         | -0.2   | -1.8         |
| דצמבר                                           | 0.9   | 0.8   | 10.4    | 14.8        | 0.0    | -4.4         |
| א. סך כל הרכישות נטו                            | 16.6  | 26.8  | 19.2    | 28.4        | 7.8    | -17.0        |
| ב. שיערוך לשינוי בשערי ניירות הערך <sup>2</sup> | -27.8 | -6.7  | -26.9   | -22.6       | -11.8  | 7.5          |
| ג. שיערוך לשינוי בשערי המטבע <sup>3</sup>       |       |       | -3.6    | -0.5        | -0.8   | -2.3         |
| ד. סך כל התוספת לתיק הנכסים (א+ב+ג)             | -11.2 | 20.1  | -11.3   | 5.3         | -4.8   | -11.8        |
| ה. יתרת התיק בסוף התקופה                        | 353.7 | 373.8 | 362.5   | 208.2       | 89.3   | 65.0         |
| ו. היתרה (ה) במיליוני ל"י                       | 1,613 | 2,258 | 3,154   | 1,811       | 776    | 566          |

(1) סך כל ניירות הערך שנקנו, בניכוי סך־כל ניירות הערך שנמכרו באותה תקופה.

(2) שיערוך הנעשה בחודש מארס, המכמת שינויים במחירי ניירות הערך.

(3) שיערוך חודשי.

ה מקור : אגף מטבע חוץ, משרד האוצר.

<sup>1</sup> השיערוך לשערי ניירות הערך נעשה רק אחת לשנה, בסוף חודש מארס, כך שמהימנות הנתונים המסופקים כאן, מוגבלת.

דוגמת ההוללים. כן תורמת להגבלת צמיחתו של תיק זה העובדה שאין הצע ניירות אלה גמיש לחלוטין.

העובדה שהשנה היתה עלייה מהירה יותר בפיקדונות הנת"ד יחסית להשקעה בניירות ערך נסחרים במטבע חוץ מעידה, כנראה, שהשנה גדל משקל ההשקעות לזמן קצר בשוק זה; זאת משום שלזמן ארוך יותר זוכה המשקיע בריבית או דיבידנד, נוסף על הפרשי שער דולר הנת"ד, ולכן אין זה סביר, שמשקיע לזמן ארוך ישקיע בנת"ד, שאינו נושא ריבית.

הציפיות לפיחותים, אשר לא נעלמו עם הנהגת הפיחות הזוחל, הביאו לעלייה במחירי דולר הנת"ד, ששערו החל עולה על השער הרשמי של הדולר החל מחודש מאי השנה. שיעור האג"ו על דולר הנת"ד עלה מאז עד שהגיע ל-22.1 אחוזים, בממוצע חודש דצמבר (לוח י"ט-14).

כבשנים קודמות, גם השנה היה שיעור האג"ו על מחיר הדולר השחור גבוה כל הזמן משיעור האג"ו על דולר הנת"ד. הפרש זה נובע מפעילותם של גורמים אחרים בשוק זה, ששיקוליהם שונים משיקולי הגורמים הפיננסיים, ומסיכונים הכרוכים בפעילות בשוק שאינו חוקי.

מדדי השערים של איגרות חוב צמודות לשער החליפין ושל איגרות חוב נסחרות בדולרים (לאחר תיקון לשער דולר הנת"ד) החלו לעלות במהירות רק בחודש מאי (ראה לוח י"ט-6). שער איגרות החוב הצמודות לדולר עלה, משך השנה, ב-4.5 אחוזים פחות משער הנסחרות במטבע חוץ<sup>1</sup>. נראה שההסבר לכך נעוץ בעובדה, שמחזיק איגרת הנסחרת במטבע חוץ נוטל סיכון, כי בזמן שירצה למכור את האיגרת, יירד האג"ו לדולר הנת"ד, סיכון שהולך וגדל עם האג"ו לנת"ד. כנגד סיכון זה נוצרה בשוק תשואה לפדיון גבוהה יותר לאיגרות נסחרות בדולרים (שיעור ריאלי של 2.2 אחוזים לעומת 0.1 אחוז לצמודות למטבע חוץ).

<sup>1</sup> יש לציין את מהות האיגרות הנדונות: איגרות צמודות לשער החליפין כבר אינן מונפקות, וכמותן הגדולה הולכת וקטנה עם הזמן. איגרות נסחרות במטבע חוץ מונפקות מפעם לפעם; השנה הונפקו איגרות ב-1974 מיליון ל"י.