

השוק לניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1974 חלה האטה חריפה בביקוש לאיגרות חוב ולמניות. ההנפקות נטו של איגרות חוב וולנטריות גדלו ב-21.8 אחוזים בלבד, בעוד שבשנה הקודמת הוכפל גיוס ההון באמצעות כלי זה. ההאטה בקצב הרכישות של איגרות חוב בולטת יותר על רקע ההאצה הניכרת במדד המחירים לצרכן.

הגורמים להאטה בביקוש לאיגרות החוב הם היציבות בהכנסה הריאלית נטו בניכוי מילוות חובה והירידה החריפה בחיסכון הריאלי. הגידול בביקוש לאיגרות חוב פיגר רק במעט אחרי הגידול בחיסכון הנומינלי: כ-22 ו-23 אחוזים בהתאמה. ההאטה בביקוש לאיגרות חוב היא בעיקרה תוצאה של פעולת התאמה בתיק הנכסים הפיננסיים של הפרטים והפירמות במשק. השנה נמשכה מגמת הירידה במשקלם של הנכסים הבלתי צמודים בתיק ההשקעות של הפרטים. חלה ירידה חריפה הן בפיקדונות לזמן קצוב והן במילווה קצר המועד. אולם, בניגוד לשנת 1973, עיקר ההתאמה השנה היתה במעבר לתכניות חיסכון; כאלה נהנות ההפקדות ארוכות הטווח בהן גם כן מהצמדה. נראה, כי העלייה במשקלן של תכניות החיסכון היא תוצאה של שיפור בתשואה היחסית שלהן, בעקבות ההרעה, שחלה בתנאי איגרות החוב בתחילת השנה. השנה גדלה נזילותן של איגרות החוב ביחס לנכסים בלתי צמודים אולם הגידול בתנודות במחירי איגרות החוב ובתשואות עליהן צמצם יחסית את הפער בין נזילות האיגרות לבין הנזילות בתכניות החיסכון. למרות זאת עדיין קיים פער ניכר בין נזילותן של איגרות החוב לבין הנזילות של תכניות החיסכון. לאור זאת סביר, כי חלק מהגידול הניכר בהפקדות בתכניות חיסכון הוא גם תוצאה של מאמץ ניכר, שהשקיעו הבנקים בהכוונת משקיעים לתכניות החיסכון.

בשוק המניות נמשך השפל, שהחל מסתמן בשנה שעברה, אם כי גורמיו ב-1974 היו אחרים. השפל בשוק המניות הורגש בכל התחומים: ירידה רבה בהיקף המסחר בבורסה, צמצום רב במספר ההנפקות החדשות ובהיקפן ותנודות חריפות במחירי המניות. זוהי תוצאה בעיקר של (א) אי-הוודאות הרבה ששררה במשק לגבי רמת הפעילות הכלכלית, (ב) התחרות הרבה מצד שוק איגרות החוב ותוכניות החיסכון, בשל קצב האינפלציה המהיר, (ג) הגבלות האשראי באמצע השנה, (ד) הציפיות לפיחות שהגדילו את הביקוש לדולר נ"ד. נכס זה הוא תחליף למניות יותר מאשר לאיגרות חוב; שני הנכסים הם בעלי דרגת סיכון דומה עקב התנודתיות הרבה במחיריהם.

ההאטה בביקוש לאיגרות חוב והירידה בביקוש למניות לוו בתנודות גדולות יחסית במחירים, בתשואות ובהיקף המכירות החודשי. התנודות הרבות במשך השנה היו תוצאה של הצעדים הכלכליים הרבים שנקטה הממשלה והתעוררות של ציפיות מגוונות בעקבות התגברות אי-הוודאות במצב הכלכלי והפוליטי לאחר המלחמה. ניתן לחלק את ההתפתחויות בשוק ניירות הערך לארבע תקופות משנה. בחודשים פברואר עד אפריל חלה האטה בביקושים, שנבעה מההרעה בתנאי איגרות החוב ואי-הוודאות הרבה לאחר המלחמה. התאוששות בשוק המניות ובשוק איגרות החוב בחודשים מאי עד יולי, בעקבות הציפיות לעלייה ברמת הפעילות הכלכלית. בחודש אוגוסט

הנפקות מקומיות של ניירות ערך לציבור, 1973 ו-1974
(מיליוני ל"י)

1974					1973				
העלייה או הירידה (—) בתקבולים נטו (8)—(4)=	סך הכול תקבולים (5)—(6)—(7)=	תשלומי ריבית והצמדה (7)	פדיון קרן (6)	מכירות ברוטו (5)	סך הכול תקבולים (1)—(2)—(3)	תשלומי ריבית והצמדה (3)	פדיון קרן (2)	מכירות ברוטו (1)	
418.8	1,492.4	822.4	131.7	2,446.5	1,073.6	459.3	116.3	1,649.2	הנפקות לקופות גמל ופנסיה
123.9	182.5	78.5	11.1	272.1	58.6	50.7	13.0	122.3	הנפקות לחברות בטוח ²
									מילוות ברירה ³ ואיגרות חוב
—1,649.5	—258.5	729.6	361.1	832.2	1,908.0	396.9	409.0	2,713.9	6.5% צמודות
67.8	67.8	—	—	67.8	—	—	—	—	איגרות חוב 3.25% צמודות
2,677.2	2,677.2	—	—	2,677.2	—	—	—	—	איגרות חוב 4% צמודות
1,121.0	4,161.2	1,630.5	503.9	6,295.6	3,040.2	906.9	538.3	4,485.4	סך הכול איגרות חוב במטבע ישראלי
129.1	1,512.7	353.9	233.5	2,034.7	1,383.6	190.7	175.6	1,749.9	ממשלתיים
991.9	2,648.5	1,276.6	476.8	4,260.9	1,656.6	716.2	362.7	2,735.5	לא ממשלתיים
18.9	—139.6	126.8	91.1	78.3	—158.5	102.5	72.0	16.0	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ
27.2	1,754.6	789.0	88.6	2,632.2	1,727.4	—	—	1,727.4	מילוות חובה לציבור שאינם סחירים
152.0	—190.5	102.4	88.1	—	—342.5	242.4	100.1	—	מילוות חובה שהפכו לסחירים
—19.7	307.1	—	—	307.1	326.8	—	—	326.8	מניות ⁴
—172.5	126.8	—	—	126.8	299.3	—	—	299.3	איגרות חוב ניתנות להמרה במניות

- (1) אינו כולל מכירות של ניירות ערך זרים בישראל. הנתונים בלוח זה הם רק לגבי הנפקות עם תשקיף (פרוספקט) והנפקות של המכשלה או של הסוכנות וחברות הבת שלה, הפטורים מחובת הוצאת תשקיף. הנתונים לפי קצב המכירה בשוק ולא לפי מועד אישורי ההנפקות.
- (2) הסכומים המופיעים בשורה זו הם סכומי הפקדות אצל המנהיקים ולא סכומי הנפקת ניירות הערך, הנעשית באיחור ועל כן אין להם משמעות כלכלית. לגבי הפדיונות של המילוות הלא ממשלתיים הונהג, שכל המילוות של חברת החשמל הרשומות בבורסה אינן בידי חברות הביטוח.
- (3) כולל פדיון איגרות חוב מסוג פרסים, איגרות חוב בעלות צמידות מעורבת ואיגרות חוב צמודות למטבע חוץ.
- (4) כולל הנפקת מניות של חברות הרשומות בבורסה ושהועצו ל'בעלי המניות או לציבור הרחב בארץ.
- ה מ ס ו ר : עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

התחדש השפל בשני השווקים כאשר הגורמים המובילים הם העלייה בריבית הדביטורית, שנבעה מהגבלת נפח האשראי, וההאטה בקצב עליות מדד המחירים לצרכן. לאחר הפיחות גדלה הפעילות בשוק ניירות הערך והיא התבטאה בגידול בביקושים ובעליות מחירים. לאחר המלחמה גברו הציפיות לפיחות. בעיקר הורגשו הציפיות לפיחות במשך 1974. אולם, הציפיות לא היו אחדות על פני השנה, והן התבטאו בתנודות חריפות במחיר הדולר נת"ד ובמחיר הדולר בשוק השחור. בעקבות הציפיות לפיחות גדלה יתרת ניירות הערך והפיק-דונות הנסחרים במטבע חוץ, אולם מיד לאחר הפיחות חלה בהם ירידה דרסטית, שנבעה ממימוש רווחים.

2. שוק איגרות החוב במטבע ישראלי

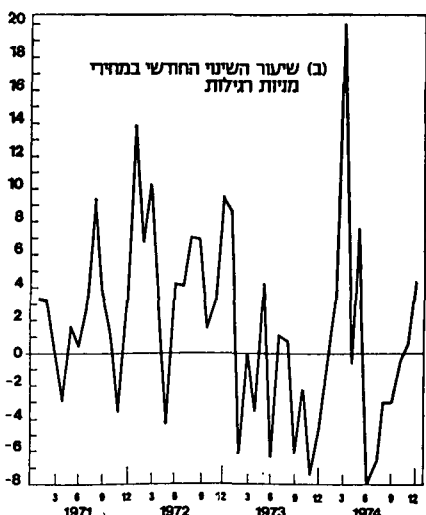
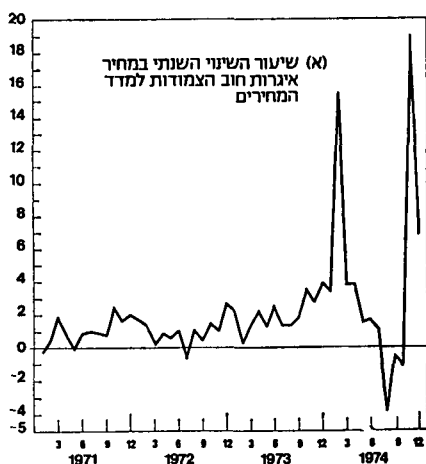
בשוק איגרות החוב התגלתה השנה אי-יציבות רבה, שבאה לביטוי בתנודות חריפות בביקוש, במחירים ובתשואות. התנודות החריפות בשוק היו תוצאה ישירה של ההתפתחויות במישור הפוליטי ושל הצעדים הכלכליים הרבים שנקטה הממשלה במשך השנה. את השונות הגדולה בהתנהגות השוק ניתן לראות בדיאגרמה י"ט-1 וכן בלוח י"ט-3. הדיאגרמה מלמדת, כי התנודות במחירי איגרות החוב בשנת 1974 היו לאין ערוך גדולות יותר מאשר בשנים הקודמות. בלוח י"ט-3 ניתנו שיעורי השינוי החודשיים הממוצעים במחירי איגרות החוב וסטיות התקן של שיעורים אלה בכל אחת מהשנים¹. ניתן לראות, כי השונות היחסית של השינויים במחירים בשנת 1974 הייתה גדולה יותר מאשר בשנים הקודמות. ברור, שחלק מהתנודות מקורן בתנודות שחלו במדד המחירים לצרכן, אולם הסתכלות על סטיות התקן של שיעור התשואה הריאלי לפדיון, המנכה את השפעת השינויים במדד המחירים לצרכן, מורה גם היא על גידול בתנודתיות ב-1974. השונות הרבה בהתנהגות השוק מקטינה את העניין בניתוח השנתי ומעניקה משנה חשיבות להתפתחויות במשך השנה. תחילה נסקור את התופעות ואת הגורמים העיקריים המסבירים אותם על פני השנה כולה, ואילו הדיון בהתפתחויות במשך השנה יובא תוך כדי ניתוח ההנפקות החדשות והפעילות בשוק המשני.

בשנת 1974 חלה האטה חריפה בגיוס הון נטו באמצעות איגרות חוב. סך התקבולים נטו ממכירת איגרות חוב, בניכוי פדיונות קרן, ריבית והפרשי הצמדה של איגרות וולונטריות ושל מילואות חובה שהפכו לסחירים הסתכם ב-3,284 מיליון ל"י, לעומת 2,697 מיליון ל"י בשנת 1973, ו-1,191 מיליון ל"י בשנת 1972. כלומר, הרכישות נטו של איגרות חוב ב-1974 עלו בכ-22 אחוזים, בעוד שבשנה הקודמת הוכפל גיוס ההון באמצעות כלי זה. ההאטה ברכישת איגרות חוב בולטת עוד יותר על רקע ההאצה הניכרת במדד המחירים לצרכן.

מספר גורמים להאטה בשוק איגרות החוב: (א) ההכנסה הריאלית נטו בניכוי מילואות חובה של הפרטים לא עלתה השנה, ובחיסכון הריאלי אף חלה ירידה מהירה. סך החיסכון במחירים שוטפים גדל ב-23 אחוזים — שיעור הגבוה אך במעט מהגידול ברכישת איגרות חוב נטו. (ב) איגרות החוב מהוות רק רכיב אחד בתיק הנכסים הפיננסיים של הפרטים והפירמות במשק. ולכן יש לראות את השינויים ברכישת איגרות החוב גם כפעולת התאמה בהרכב של התיק הפיננסי. בשנת 1973 גדלה מודעותו של הציבור להתגברות קצב האינפלציה, וכתוצאה מכך הוא הגדיל במידה ניכרת את משקל איגרות החוב הצמודות בתיק הפיננסי, תוך צמצום חריף בהיקף הפיקדונות לזמן קצוב ובמילווה קצר המועד. השנה נמשכה המגמה של הירידה בהיקף הנכסים הבלתי צמודים. אולם לאור פעולת ההתאמה הניכרת בשנת 1973 היה היקפה של התאמה זו

¹ יחס שבין סטיית התקן לממוצע מודד את עוצמת התנודתיות. ככל שיחס זה גבוה יותר, התנודתיות גדולה יותר. יש פה הנחה סמויה על לינאריות. בפועל ברור, כי ככל שסטיית התקן גדולה יותר, הרי שגם אם קיים אותו יחס בין סטיית התקן לבין התשואה, עדיף המצב שבו סטיית התקן קטנה יותר.

דיאגרמה י"ט - 1
שיעור השינוי החודשי
במחירי איגרות חוב ומניות,
1971 עד 1974



השנה קטן יותר. אולם הנקודה החשובה יותר בשנת 1974 היא, כי פעולת ההתאמה בתיק הכספי התבטאה בעיקר בהצטרפות לתכניות חיסכון הצמודות גם הן למדד המחירים לצרכן. ההפקדות נטו במסגרת תכניות החיסכון המאושרות הסתכמו ב-1974 בכ-2 מיליארד ל"י, לעומת 660 מיליון ל"י בשנה הקודמת.

הגידול הניכר בגיוס ההון באמצעות תכניות החיסכון ביחס להאטה ברכישות נטו של איגרות חוב מוסבר בעיקר בשיפור שחל השנה בתשואה היחסית על ההפקדות בתכניות החיסכון. בתחילת השנה חלה הרעה בתנאי איגרות החוב, והתשואה הריאלית נטו לפדיון ירדה לרמה של 2 עד 3 אחוזים. בתנאי תכניות החיסכון לא חל כל שינוי, והתשואה נטו לפדיון נשארה ברמה של אשתקד. ההרעה היחסית בתנאי איגרות החוב תרמה בוודאי לתנועה של חוסכים, בעיקר לטווח ארוך, לתכניות חיסכון.

לתכניות החיסכון דרגת נזילות נמוכה למדי בהשוואה לאיגרות החוב, אולם התנודות הרבות, שחלו השנה במחירי איגרות החוב ובתשואות עליהן, הפחיתו את נזילותן היחסית, ואין ספק, שגם לגורם זה היתה השפעה בהתאמה שביצעו הפרטים בתיק ההשקעות. שני גורמים נוספים שתורמו להגדלת משקלן של תכניות החיסכון הם הציפיות שהממשלה תטיל מס על הפרשי הצמדה באיגרות חוב, בעוד שהפרשי הצמדה בתכניות החיסכון יהיו פטורות ממס זה, וכן מאמציהם יוצאי הדופן של הבנקים, שהתבטאו בצורות שונות, להרחיב את היקף ההפקדות בתכניות החיסכון.

(ג) התגברות הציפיות לפיחות לאחר המלחמה צמצמו גם הן את הביקוש לאיגרות חוב הן משום שהפרטים הגבירו רכישת נת"ד ואיגרות צמודות למט"ח והן משום שמקבלי מט"ח רבים העדיפו להשקיע את תקבוליהם בחו"ל.

(ד) נוסף על הגורמים הקודמים, שפעולתם ניכרה במשך כל השנה, פעל גורם נוסף באמצע השנה, שהשפעתו על הביקוש לאיגרות חוב היתה חריפה במיוחד. באמצע השנה הוטלו הגבלות אשראי על הבנקים; כתוצאה מהן עלתה הריבית הדביטורית, ופחתה במדה רבה כדאיות הספקולציה לטווח קצר; כל אלה, והעלייה האיטית של מדד המחירים לצרכן ברביעי השלישי גרמו לירידה חריפה בביקוש.

בצד הגורמים, שפעלו להאטה בקצב הרכישות של איגרות החוב, פעלו מספר גורמים, שבלמו את ירידת הביקוש לאיגרות חוב: (א) הגורם העיקרי הוא קצב עליית המחירים לצרכן. בממוצע עלה מדד המחירים לצרכן בכ-40 אחוזים ובמשך השנה ב-56 אחוזים. בשנה, שבה עליות

לוח י"ט - 2

מכירות במקור של ניירות ערך לזמן בינוני וארוך, 1974¹

התקופה	איגרות חוב צמודות מדד ²				איגרות חוב צמודות מדד לזמן ארוך				מכירות סה"כ נטו ³	מכירות סה"כ ברוטו	מכירות סה"כ נטו	מכירות סה"כ ברוטו ⁴	איגרות חוב ניתנות להמרה	מניות בבורסה הרשומות
	ממשלתיים	אחרים	סה"כ מכירות ברוטו	סה"כ מכירות נטו	למוסדות גמל וביטוח לא ממשלתי	למוסדות גמל וביטוח ממשלתי	סה"כ מכירות ברוטו	סה"כ מכירות נטו						
1972	737.5	575.1	1,312.6	292.8	57.5	1,333.1	1,390.7	898.2	156.9	18.8	56.0	143.2		
1973	1,600.9	1,113.0	2,713.9	1,565.4	149.0	1,622.5	1,753.5	1,132.2	16.0	—158.5	299.3	326.8		
1974 סך הכול	1,641.9	1,935.3	3,577.2	1,608.9	393.4	2,325.2	2,718.6	1,674.9	78.3	—111.4	126.8	307.1		
1974 ינואר	477.1	308.9	786.0	751.1	17.9	142.0	159.9	107.8	5.3	0.6	—	—		
1974 פברואר	122.0	42.1	164.1	38.7	19.5	140.1	159.6	102.2	3.2	—1.5	—	—		
מארס	145.7	33.8	179.5	86.6	18.6	145.6	164.2	102.0	13.1	—23.4	—	3.9		
אפריל	141.7	198.8	340.5	—28.0	61.5	270.4	331.9	240.3	7.6	—4.3	—	—		
מאי	105.1	180.2	285.3	132.3	52.9	196.7	249.6	162.0	1.9	—9.3	—	—		
יוני	98.4	297.3	395.7	183.7	49.6	155.2	204.8	108.1	—	—24.7	121.8	1.3		
יולי	175.3	186.4	361.7	203.9	22.2	112.1	134.3	50.2	9.5	1.8	5.0	212.1		
אוגוסט	36.3	69.7	106.0	5.2	20.3	115.6	135.9	64.6	32.9	21.5	—	58.9		
ספטמבר	1.9	37.0	38.9	—161.8	26.3	107.8	134.1	64.4	0.3	—10.2	—	5.3		
אוקטובר	12.4	74.6	87.0	—66.2	23.8	199.6	223.4	95.2	0.1	—6.2	—	14.2		
נובמבר	140.1	314.5	454.6	249.0	39.1	372.7	411.8	300.4	4.3	—10.1	—	—		
דצמבר	195.9	192.0	387.9	214.4	41.1	368.0	409.1	277.7	0.1	—45.6	—	11.4		

(1) יש לציין, שלא כל ניירות הערך המופיעים כאן נרשמו למסחר בבורסה ובמיוחד לא איגרות החוב לזמן ארוך. ההנפקות מופיעות לפי קצב המכירות ולא לפי מועדי הוצאת התשקיף.

(2) לא כולל מילות חובה ממשלתיים.

(3) בניכוי פריזנות (פדיון קרן ותשלומי ריבית והצמדה) ומילוחה קליטה ובבטחון.

(4) כולל הוללים.

ה ב ק ר : בנק ישראל, מינהל מילוח המדינה.

המחירים הן כה מהירות, יש לגורם ההצמדה משקל מכריע בביקוש, ואכן ניתן לראות, כי הביקוש להנפקות חדשות נע במשך השנה בד בבד עם השינויים ועם הציפיות לשינויים במדד המחירים. (ב) אי הוודאות במשק בעקבות המצב הפוליטי והכלכלי גברה, ולכן הקטינה, מחד גיסא, את ההתעניינות בשוק המניות, הרגיש יותר לתנאים של אי-וודאות, והגבירה, מאידך גיסא, את הביקוש לאיגרות חוב ולתכניות חיסכון, שבהן ההצמדה העניקה לפרטים ביטחון רב יותר. (ג) הפער בין מחיר האשראי לציבור לבין התשואה על איגרות חוב גדל במידה ניכרת במחצית הראשונה של השנה. פרטים רבים אף לקחו אשראי לטווח קצר על-מנת להשקיעו באיגרות חוב.

לוח י"ט - 3

הממוצע האריתמטי וסטיית התקן של שיעור השינוי החודשי במחירים ובתשואות

של איגרות חוב ומניות, 1971 עד 1974

(אחוזים)

1974		1973		1972		1971		
ממוצע	סטיית תקן	ממוצע	סטיית תקן	ממוצע	סטיית תקן	ממוצע	סטיית תקן	
6.7	4.3	1.0	2.0	0.8	1.0	0.8	1.0	מחיר איגרות חוב צמודות מדד
8.5	3.9	1.5	1.7	1.3	1.1	0.9	0.7	מחיר איגרות חוב מסוג ברירה
5.2	0.3	4.4	0.9	1.9	0.5	3.1	0.5	מחיר איגרות חוב הצמודות לשער חליפין
7.3	1.2	4.9	-1.8	4.8	5.4	3.5	2.0	מחיר מניות רגילות
8.2	2.7	1.6	0.6	0.7	-0.1	2.6	-0.1	מחיר הדולר נת"ד
1.3	3.4	0.6	5.8	0.2	5.2	1.4	4.4	התשואה לפדיון * באיגרות חוב צמודות מדד

* במקרה זה ניתן הממוצע וסטיית התקן של התשואה לפדיון ולא של שיעור השינוי, כפי שהדבר נעשה באינדיקטורים האחרים.

א. השוק הראשוני

ההאטה והתנודות בביקוש התרכזו באיגרות החוב לזמן בינוני, הנרכשות בידי הציבור והבנקים, בעוד שהיקף הביקוש לאיגרות חוב ארוכות מועד, שרוכשות קופות הגמל וחברות הביטוח, היה יציב יותר, יחסית.

ההנפקות של איגרות חוב לציבור הסתכמו השנה ב-3,577 מיליון ל"י — 32 אחוזים יותר מאשר בשנת 1973. שיעור גידול דומה נרשם בהיקף הרכישות נטו, כלומר בניכוי קרן, ריבית והפרשי הצמדה על איגרות מאותו סוג; אולם אם ננכה גם את פדיונם של מילדות הקליטה והביטחון, שהפכו זה זמן רב לאיגרות סחירות, נמצא, כי היקף התקבולים נטו ממכירת איגרות חוב לציבור בשנת 1974 הסתכם ב-1,609 מיליון ל"י בלבד, לעומת 1,565 מיליון ל"י בשנת 1973. את ההאטה החריפה בקצב הגידול ברכישות של איגרות חוב בידי הציבור יש לראות על רקע הרכישה המוגברת בסוף 1973, הגידול העצום בערך השוק הכולל של תיק איגרות החוב, ההגבלות על נפח האשראי בחלק מחודשי השנה והמעבר לנכסים צמודים אחרים.

כפי שנאמר לעיל, הביקוש לאיגרות חוב במשך השנה לא היה אחיד, וחלו בו תנודות רבות. למעשה, מתרכז כל הגידול בביקוש בחודש ינואר. בחודש זה הסתכמו הרכישות נטו של הציבור ב־750 מיליון ל"י, והן היו כ־50 אחוזים מכלל גיוס ההון נטו, באמצעות איגרות חוב, בשנת 1974. חלק ניכר מההנפקה בחודש ינואר היוותה הקדמת רכישות, שנבעה מציפיות הציבור להרעה בתנאי איגרות החוב, ואכן בחודש פברואר הופסקה הנפקתן של איגרות חוב צמודות מדד, הנושאות 6.5 אחוזים ריבית, ובמקומן הונפקו לציבור שתי איגרות חוב חדשות. האחת למשך 6 שנים, נושאת 3.25 אחוזים ריבית והצמדה של הקרן, השנייה למשך 10 שנים נושאת 4 אחוזים ריבית והצמדה של הקרן והריבית. ההנפקה של איגרות נושאות ריבית של 3.25 אחוזים הסתכמה בסכום פעוט בהשוואה לאיגרות נושאות 4 אחוזים ריבית עקב נחיתות התנאים של איגרות אלה. ההרעה בתנאי איגרות החוב והקדמת הרכישות בינואר צמצמו במידה רבה את הביקוש לאיגרות חוב בחודשים פברואר עד אפריל (ראה לוח 2). שינוי חשוב נוסף בהנפקות החדשות קבע כי האיגרות יהיו צמודות למדד של חודש החולף בעבר. כתוצאה מכך ירד הביקוש לאיגרות חוב לשם ספקולציה בטווח הקצר. בעבר כאשר היו ציפיות לפיחות, רכשו משקיעים רבים נת"ד ולאחר ביצוע הפיחות המירו אותם לאיגרות חוב במקור שמדד הבסיס בהם היה של החודש החולף ובצורה זו נהנו פעמיים מהשפעת הפיחות.

בתחילת הרביע השני חלה התאוששות בביקוש, ובמשך ארבעה חודשים היו המכירות נטו לציבור יציבות והסתכמו בכ־170 מיליון ל"י לחודש — היקף מכירות דומה לזה שהיה בחודשים המקבילים בשנת 1973. העלייה בביקוש בחודשים אלה היא תוצאה של ההתרחבות המוניטרית, הגידול באשראי לציבור וציפיות הציבור לעלייה בפעילות הכלכלית, לאור הסכם ההפרדה ושחרור חלק ניכר מחילי המילואים.

בחודשים אוגוסט עד אוקטובר התרחש שפל נדיר בשוק איגרות החוב. העלייה בריבית הדביטורית והעליות המתונות מאוד במדד המחירים לצרכן צמצמו את הביקוש לממדים חסרי תקדים. בשלושה חודשים אלה עלו הפדיונות של איגרות חוב על המכירות ב־340 מיליון ל"י, ולראשונה שימש שוק איגרות החוב כלי להזרמת מזומנים בקנה מדה גדול, במקום לגיוס. הצעדים הכלכליים הקיצוניים, שנקטה הממשלה בחודש נובמבר — פיחות הל"י וביטול חלק ניכר מהסובסידיות על מצרכי יסוד, גרמו שוב להגברת הביקוש לאיגרות חוב, ובעקבותיה גדלו המכירות נטו במדה ניכרת.

בניגוד להתפתחות הביקוש של הציבור לאיגרות חוב, חלה השנה האצה ניכרת ברכישות של קופות הגמל וחברות הביטוח. סך כל התקבולים נטו ממוסדות אלה הסתכם ב־1,675 מיליון ל"י לעומת 1,132 מיליון ל"י בשנה הקודמת. זהו גידול בשיעור 48 אחוזים בהשוואה לגידול של 26 אחוזים ברכישותיהם של מוסדות אלה אשתקד. התנהגות השונה של קופות הגמל וחברות הביטוח מהתנהגות הציבור נובעת, כנראה, מהיותם של מוסדות אלה מושפעים בעיקר מתנאי החברות בקופות הגמל ומהיקף החוזים החדשים של חברות הביטוח, ואילו שינויים בשוק הכספים בטווח הקצר משפיעים פחות על שיקולי רכישותיהם בשוק הראשוני. התנודות ברכישותיהן, יחסית לציבור, היו קטנות יותר, אולם גם כאן ניתן לראות, כי בחודשים יולי עד אוקטובר חלה ירידה ניכרת בתקבולים נטו ממוסדות אלה. נראה, כי מקורה של ירידה זו שונה בתכלית מזה של הציבור והפירמות. מאחר שרכישותיהן של קופות הגמל וחברות הביטוח עומדות ביחס ישר לצבירה שלהן, אין זה סביר, כי באותם חודשים נקטו מוסדות אלה מדיניות של החזקת מזומנים. מכאן, שההסבר היחידי המתישב עם תופעה זו הוא הגברת הרכישות של מוסדות אלה בשוק המשני. בחודשים אוגוסט עד אוקטובר עלו שיעורי התשואה לפדיון בשוק המשני במדה רבה,

¹ אומדן הגיוס נטו באמצעות קופות הגמל וחברות הביטוח מהווה אומדן חסר, היות שאין הוא מביא בחשבון את רכישותיהם של מוסדות אלה בשוק המשני, אולם גם ללא הבחנה זו ניכר השנה הבדל מהותי בהתנהגות בין הציבור לבין הסקטור המוסדי.

ונוצר הפרש ניכר בין התשואה לפדיון בשוק המשני לבין התשואה לפדיון בהנפקות החדשות. סביר אפוא, שפער זה בתשואות הפנה חלק ניכר מהביקוש של קופות הגמל וחברות הביטוח לשוק המשני. מדיניות קניות זו של קופות הגמל התאפשרה כתוצאה מההיתר הניתן להן להחזיק 20 אחוזים מהתיק הפיננסי שלהן באיגרות חוב לזמן בינוני. מאחר שבשנה הקודמת היוו איגרות החוב לזמן בינוני רק 5 אחוזים מערך התיק, הרי שהיתה לקופות הגמל אפשרות לפעילות ניכרת בשוק המשני.

ב. השוק המשני לאיגרות חוב

היקף המסחר באיגרות חוב גדל בשעורים חסרי תקדים הן בבורסה והן מחוצה לה: 169 אחוזים ו-92 אחוזים בהתאמה. המסחר הרב באיגרות חוב ניכר במשך כל השנה ובמיוחד ברביע האחרון.

לגידול בהיקף המסחר מספר גורמים:

א. בדומה לשוק הראשוני, הרי גם כאן הגורם החשוב ביותר היה עליית המחירים המהירה במשך השנה. אולם גם אם נחשב את היקף המסחר ביחס למלאי האיגרות בערך שוק נמצא כי חל בו גידול רב המוסבר על ידי הגורמים האחרים.

ב. ההרעה בתנאים של ההנפקות החדשות יצרה הפרשי תשואות בין השוק הראשוני לבין השוק המשני וכתוצאה מכך הגבירה במיוחד את הביקוש לשוק המשני.

ג. הירידות במניות, במלווה קצר-מועד ובפיקדונות לזמן קצוב הפנו גם הן חלק מהביקוש לשוק זה.

ד. גורם בעל חשיבות, שהוא המסביר העיקרי להבדל בין התנודות הרבות בשוק הראשוני, מצד אחד, לבין ההיקף הניכר והיציב בשוק המשני, מצד שני, הן הציפיות. כאשר במשך השנה נוצרות ציפיות רבות ומגוונות, וכאשר יש חוסר הומוגניות בציפיות של פרטים שונים, גובר היקף המסחר בשוק המשני. ואכן שנת 1974 היתה עתירה בציפיות, שהביאו לשינויים רבים במבנה תיק ההשקעות של הפרטים. התנודות הרבות בציפיות לפיחות במשך השנה הביאו לתנועות הון חוזרות בין שוק הנת"ד לשוק איגרות החוב. הציפיות להרעה בתנאי איגרות החוב בתחילת השנה הגבירו גם הן את הביקוש לשוק המשני. ציפיות נוספות שהתעוררו במשך השנה חדשות לבקרים והגבירו את העסקות בשוק המשני הן גלי ציפיות חוזרים שתבוטל כליל הנפקת איגרות חוב צמודות. ציפיות אלה הביאו בעיקר לתנועה מאיגרות חוב, שמועד פדיון קרוב לעבר איגרות חוב לטווח ארוך יותר. ציפיות, שיוטל מס על הפרשי הצמדה, וציפיות, שישונה הבסיס, אשר לפיו מחושב מדד המחירים לצרכן לצורכי הצמדה, על ידי הפחתת היבוא מהסל הנמדד, הגבירו גם הן את הפעילות בשוק המשני.

ה. ולבסוף, מגבלת האשראי בחלק מהשנה היוותה גם כן גורם, שהגביר את העסקות בשוק המשני, משום שפרטים רבים וחברות נאלצו לממש איגרות חוב, מחוסר יכולת להשיג אשראי. בניגוד לשנת 1973 התבטא חוסר היציבות בשנת 1974 גם בשיעורי התשואה לפדיון, כאשר הגורמים העיקריים לתנודות הם הצעדים הכלכליים שנקטו במשך השנה הממשלה ובנק ישראל והציפיות המגוונות, שהתעוררו במשך השנה ונידונו לעיל.

תנודות חזקות במיוחד נרשמו בשיעור התשואה לפדיון על איגרות חוב מסוג ברירה. בחודש אפריל השנה בוטלה האפשרות ל"כיבוס איגרות". נקבע, כי מחודש זה ואילך יינתן פטור ממס רק על איגרות חוב, שמועד פדיון יהיה לא יאוחר מאוקטובר 1975, ואילו לגבי איגרות, שמועד פדיון מאוחר יותר, נקבע, כי הפטור ממס למלכ"ר יהיה רק לגבי פרק הזמן שהאיגרות היו בידיהם, כתוצאה מכך חלה ירידה בשיעורי התשואה לפדיון על איגרות ברירה, בהן הריבית מצטברת. על מנת לשמור על עקביות הנתונים בלוח 5, הרי שעד חודש אפריל ניתנו שיעורי התשואה לפדיון ברוטו, ואילו החל בחודש מאי שיעורי התשואה הרלוונטיים הם שיעורי התשואה נטו, היות שנפסקה למעשה אפשרות ה"כיבוס".

לוח י"ט 4
מגמות כלליות בהתפתחות היקף המסחר במסגרת הבורסה, 1972 עד 1974
איגרות חוב

צמודות שער חליפין	צמודות למדד המחירים	מילווה ברירה **	נסחרות במטבע חוז	גיתנות להמרה במניות	בלתי צמודות ובעלות הצמדה מעורבת	סך הכול	מילווה קצר מועד	מניות *	סך כל ניירות הערך במסגרת הבורסה
(מליוני ל"י, ערך שוק)									
1972	15.5	112.4	441.9	107.8	12.8	691.0	212.5	762.9	1,666.4
1973	11.7	250.5	676.0	120.6	79.3	1,138.2	61.5	633.0	1,832.7
1974	16.6	786.1	2,007.3	171.6	74.9	3,056.7	130.5	518.9	3,706.1
ינואר 1974	2.0	37.0	135.8	10.8	3.3	188.9	25.3	26.7	240.9
פברואר	1.7	44.2	155.8	9.9	3.8	215.4	8.7	23.2	247.3
מארס	1.2	42.5	187.0	11.9	8.2	250.8	11.7	65.5	328.0
אפריל	0.9	42.8	150.8	9.4	6.9	210.8	17.0	57.6	285.4
מאי	1.3	56.5	159.6	11.7	9.4	238.5	20.6	78.3	337.4
יוני	1.2	58.5	198.6	13.4	16.6	288.3	6.1	72.4	366.8
יולי	0.8	67.5	196.0	9.6	7.3	281.2	4.0	47.4	332.6
אוגוסט	0.8	56.9	114.0	7.3	4.2	183.3	3.6	22.7	209.6
ספטמבר	0.4	39.4	93.8	6.2	1.7	141.5	3.4	13.9	158.8
אוקטובר	1.5	58.4	122.0	10.3	2.9	195.1	2.6	20.8	218.5
נובמבר	2.4	149.9	277.8	41.8	5.6	477.6	7.1	38.5	523.2
דצמבר	2.4	132.5	216.1	29.3	5.0	385.3	20.4	51.9	457.6
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)									
1972	0.7	97.9	110.0	31.1	***	66.0	29.7	102.1	60.1
1973	—24.5	122.9	53.0	11.9	***	64.7	—71.7	—17.0	10.0
1974	41.8	213.8	196.9	42.3	—5.5	168.5	112.2	—18.3	102.2
משקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)									
1972	0.9	6.7	26.5	6.5	0.8	41.4	12.8	45.8	100.0
1973	0.6	13.7	36.9	6.6	4.3	62.1	3.4	34.5	100.0
1974	0.4	21.2	54.1	4.6	2.0	82.4	3.5	14.0	100.0

* כולל מניות רגילות, מניות בכורה ומניות הנסחרות בשוק החופשי וכן מניות הנסחרות במטבע חוז. נתונים נפרדים לגבי קבוצות המניות השונות על בסיס חודשי וכן נתונים על המסחר מחוץ לבורסה ראה בלוח י"ט-8.

** כולל מסחר לפי תשואות, שהחל להתקיים בראשית חודש אוגוסט.

*** המחזור קטן מכדי לייחס משמעות לשיעור העלייה.

ה מקור: הבורסה ניירות ערך בתל-אביב.

בחודש ינואר היה שיעור התשואה לפדיון באיגרות בעלות מועד פדיון שונה בסביבות 5 אחוזים, כאשר ההפרשים בין האיגרות היו קלים בהתאם למועד הפדיון; אולם בחודש פברואר חלה ירידה דרסטית בשיעורי התשואה לפדיון. רוב האיגרות ירדו לרמת תשואה של 2 אחוזים, ובחלק מהאיגרות היה גם שיעור תשואה לפדיון שלילי. כבר בתחילת החודש היו ציפיות להרעה בתנאי ההנפקה החדשה, וכתוצאה מכך נרשמו בחלק מהימים קונים בלבד. לאחר פרסום תנאי האיגרות החדשות חלה עלייה חדה במחירי איגרות החוב, ושיעור התשואה לפדיון התייצב בסביבות 3 אחוזים. יציבות זו נמשכה במשך כל הרביע השני.

ברביע השלישי הביאה המדיניות המוניטרית לירידות חדות בשער איגרות החוב ולעליית שיעור התשואה לפדיון. העלייה היתה חדה במיוחד בחודש ספטמבר. ברוב האיגרות עלתה התשואה לפדיון על 5 אחוזים, ובחלק מהן אף יותר. תחילתה של המפולת היתה בצעדים המוניטריים. בנק ישראל הטיל הגבלות על נפח האשראי, שגרמו להעלאת הריבית הדביטורית. כתוצאה מייקור האשראי פחתה הכדאיות של לקיחת הלוואות לטווח קצר, על מנת להשקיען באיגרות חוב, ועל ידי כך צומצם אחד המרכיבים החשובים בביקוש לאיגרות חוב. פרסום מדד המחירים של חודש יוני, באמצע יולי, שהראה עלייה של 0.3 אחוזים בלבד, הקטין עוד יותר את הפער בין הריבית הדביטורית לבין התשואה על איגרות החוב. בעקבות זאת גדל ההצע בשוק המשני במדה רבה וגרם לירידות מחירים גדולות. גם בחודשים יולי ואוגוסט היו עליות המחירים איטיות מאוד ויצרו ציפיות של האטה בפעילות הכלכלית. נוסף על שני גורמים אלה פעלה גם יציאתם מהשוק של משקיעים, שנכנסו לשוק איגרות החוב לטווח קצר בלבד, לאור הרווחים

לוח י"ט 5

שיעורי תשואות ריאליות ממוצעות לפדיון נמו¹ של איגרות חוב לפי חודשים, 1974
(באחוזים)

התקופה	צמודות מט"ח ²				צמודות מדד ³				ברירה		
	מספר שנים לפדיון				מספר שנים לפדיון				מס' שנים לפדיון		
	2-0	5-2	+5	סה"כ	6	10	1½	5	5-6 שנים	2-3 שנים	3-4 שנים
ינואר	5.4	4.8	5.2	5.5	4	4	4.4	5.0	5.2	4.9	5.2
פברואר	5.3	4.9	5.0	5.5	4	4	-0.6	2.1	2.5	1.3	2.0
מארס	5.6	4.8	5.5	5.6	4	3.0	1.1	2.4	2.6	3.3	3.3
אפריל	5.0	4.9	5.3	5.2	2.6	2.9	0.1	2.0	1.7	2.0	2.1
מאי	4.1	5.1	5.3	5.2	3.0	2.9	2.3	2.5	2.1	1.4	1.8
יוני	4.7	5.2	5.4	5.3	3.5	3.0	3.2	2.8	2.4	1.8	2.1
יולי	4.8	5.5	5.7	5.5	3.0	2.6	4.3	2.6	2.1	1.4	1.9
אוגוסט	4.3	5.5	5.7	5.4	4.1	3.4	4.8	4.4	3.8	3.5	4.0
ספטמבר	4.1	5.6	5.7	5.4	5.9	4.2	4.6	5.2	5.0	4.4	5.2
אוקטובר	5.2	6.1	6.2	6.0	5.6	4.0	3.5	4.9	4.4	3.6	4.6
נובמבר	10.2	9.2	8.9	9.1	4.8	3.7	0.0	3.8	3.4	0.7	3.1
דצמבר	8.7	8.0	7.8	8.0	4.7	3.7	3.8	5.7	5.0	4.1	4.9

(1) לגבי איגרות חוב צמודות מט"ח וצמודות מדד. לגבי איגרות חוב מסוג ברירה, שיעור התשואה לפדיון עד חודש אפריל הוא ברוטו לנוכח קיום תופעת "כיבוס האיגרות".

(2) נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

(3) לגבי צמודות מדד וברירה שיעורי התשואה לפדיון מחושבים לפי מדגם של 2 מאג"ח הסחירות ביותר בקבוצה.

(4) אין נתונים.

מדד חודשי של מחירי ניירות הערך בבורסה של תל-אביב, 1974

(30 בדצמבר 1973 = 100)

סוף התקופה	אגרות חוב						מניות
	סה"כ	למדד בלבד	ברירה	צמודות למדד המחירים	צמודות לשער החליפין	הצמדה מעורבת	כל הצמודות
בכורה	רגילות						
ינואר	103.1	103.4	102.9	100.5	102.1	103.1	99.9
פברואר	120.1	119.5	120.4	105.2	109.7	119.9	103.2
מרס	123.4	124.0	123.0	101.4	112.9	123.2	122.9
אפריל	127.1	128.7	126.1	98.8	111.6	126.8	122.2
מאי	127.3	130.6	125.3	99.5	114.0	127.1	131.5
יוני	129.3	132.7	127.3	105.0	115.9	129.1	121.0
יולי	129.3	133.9	126.4	96.3	—	129.0	113.2
אוגוסט	123.6	128.7	120.3	96.0	—	129.0	109.7
ספטמבר	123.8	128.1	121.3	96.1	—	123.3	106.5
אוקטובר	121.8	126.7	118.6	105.6	—	123.6	106.0
נובמבר	148.8	150.8	148.0	109.3	—	148.3	106.7
דצמבר	155.8	161.2	152.4	102.1	—	155.3	111.4

ה פ ק ו ר : הירחון הסטטיסטי לישראל.

הגדולים שהיו בנכסים אלה במחצית הראשונה של השנה, ומתוך ציפיות שמגמה זו תימשך. גורמים אלה יחד יצרו בהלה בשוק וגרמו גם ליציאתם של חלק מהמשקיעים לטווח ארוך. בדיעבד התברר, כי מגבלת האשראי לא היתה אפקטיבית, אולם סביר מאוד, כי פרטים וחברות שביקשו אשראי, בעת שהמגבלות הוטלו, נענו בשלילה מצד הבנקים, מחשש שהם יחרגו מהמגבלה שהוטלה עליהם. כך שגם אם התברר בדיעבד, שהמגבלה לא היתה אפקטיבית, הרי שבעת הטלתה היתה הערכת הבנקים שונה, וגרמה להגברת ההצט בשוק איגרות החוב על מנת לממשן למזומנים. המפולת בשוק מותנה לקראת סוף הרביע השלישי, עם כניסתם של משקיעים מוסדיים, שקיוו ליהנות מהירידות החדות בשערים.

מפנה נוסף חל בשוק בחודש נובמבר. פיחות הל"י וביטול הסובסידיות על מצרכי יסוד הביאו לעליות חדות בשערים ולירידה בשיעורי התשואה לפדיון. כבר מספר שבועות קודם לכן החלה ההתאוששות בשוק איגרות החוב לאור הציפיות המתמידות כי פיחות הל"י קרוב. אולם השוק לא חזר, כי יתלוו לפיחות צעדים נוספים, שהשפעתם על המחירים לא נפלה מזו של הפיחות, ולכן ההתאוששות לפני הפיחות היתה איטית למדי.

העלייה במחירי איגרות החוב משקפת את התשואה בפועל שהיתה למחזיק בהן למעט הריבית השוטפת המשולמת בחלק מהאיגרות. העליה במחירי איגרות החוב במשך שנת 1974 הסתכמה ב־55.8 אחוזים בעוד שהמחירים במשך השנה, עלו ב־56 אחוזים. אם נצרף את הריבית השוטפת, נמצא, כי למחזיקי איגרות החוב היה השנה רווח ריאלי קטן. יצוין, כי עלייה איטית יותר בתשואה השוטפת ביחס למדד המחירים היתה באיגרות חוב מסוג ברירה בלבד, בעוד שבאיגרות חוב הצמודות למדד היה למשקיעים רווח ריאלי גדול הרבה יותר.

3. שוק המניות

מגמות ההתפתחות של שוק המניות במשך שנת 1974 דומות להתפתחויות בשוק איגרות החוב, אלא שבשל היות המניות בעלות דרגת סיכון גבוהה יותר, הרי שגם התנודות בשוק זה היו חריפות הרבה יותר. בסך הכול ניתן לומר, כי גם השנה נמשך השפל בשוק המניות, וזאת למרות שבמחירי המניות ניכרה התאוששות קלה. המדד היומי של מחירי המניות עלה במשך השנה בכ-9 אחוזים, בעוד שבשנת 1973 היתה ירידה במחיריהן בכ-24 אחוזים. אולם אם נביא בחשבון כי השנה חלה האצה בקצב עליית המחירים במשך, ניווכח, כי בשתי השנים האחרונות חלה ירידה חריפה במחירים הריאליים של המניות. בשנה שעברה הסתכמה הירידה הריאלית בכ-40 אחוזים, והשנה — בכ-30 אחוזים. שני אינדיקטורים נוספים, המעידים על השפל, ששרר בשוק המניות, הם הירידה בהיקף המסחר, הן בבורסה והן מחוצה לה, וכן הירידה במספר ההנפקות החדשות ובהיקפן.

בתחילת השנה החלה מסתמנת עלייה קלה במדדי המניות ובהיקף המסחר. השערים הנמוכים בחודשים ינואר ופברואר היו תוצאה ישירה של אווירת אי הוודאות, ששררה במשך בעקבות המלחמה, וכן של היקף הגיוס הרב של חיילי המילואים. הסכם ההפרדה והאווירה האופטימית שנוצרה לאחריו לגבי רמת הפעילות הכלכלית במשך, וכן ההתרחבות המוניטרית הגדילו את הביקוש למניות במדה רבה. היקף המסחר גדל בחודש מארס פי שלושה, ושערי המניות עלו גם הם במהירות. כאן המקום להדגיש, כי למרות שנראה מלוחות 6 ו-7, כי העלייה במחירי המניות בחודשים מארס עד מאי היתה רציפה, הרי שבחודשים אלה שררה אי יציבות רבה בשוק, שהתבטאה בתנודות מהירות במחירי המניות במחזוריות של שבועיים, כאשר השוק עובר מפסימיות לאופטימיות, ובעקבותיהן חל גם גידול רב בהיקף המסחר. עליית היקף המסחר פי 3 תוך חודש ימים,

לוח י"ט - 7

מדדים יומיים בלתי משוקללים לשערי מניות בבורסה, 1974

(30 בדצמבר 1973 = 100)

סוף החודש	מדד כללי	בנקים מסחריים	בנקים למשכנ' - תאות	מוסדות מימון ענפים	כללי	חברות להשקעה	תעשייה	מסחר ושירותים	מקרקעין בינוי ופיתוח	כספים וביטוח	
ינואר	100.6	98.8	97.1	99.4	99.7	100.6	101.5	101.7	99.6		
פברואר	103.2	100.3	95.2	98.0	101.3	101.8	104.6	109.6	104.1		
מארס	119.8	117.4	111.1	104.6	116.1	119.7	122.6	127.1	120.1		
אפריל	119.2	115.6	109.4	101.8	118.0	116.8	119.3	123.9	124.2		
מאי	130.2	121.0	117.0	107.2	123.4	130.3	131.7	145.0	137.5		
יוני	119.2	115.6	109.4	101.8	118.0	116.8	119.3	123.9	124.3		
יולי	105.9	115.0	108.8	96.8	114.4	106.8	111.3	121.7	112.5		
אוגוסט	107.3	112.7	104.1	95.4	111.8	102.1	107.7	119.4	105.7		
ספטמבר	104.4	113.0	100.8	95.3	110.1	100.3	102.0	119.6	102.3		
אוקטובר	103.7	116.2	102.1	95.6	112.9	97.4	104.0	121.0	97.8		
נובמבר	103.1	119.2	140.4	95.0	113.3	96.9	103.4	115.8	90.0		
דצמבר	109.7	128.9	114.3	99.4	121.7	103.7	106.0	128.4	95.3		

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

ושמירה במשך שלושה חודשים על היקף מסחר, שהיה גבוה גם לגבי שנה רגילה, מעידות על חוסר הומוגניות וחוסר יציבות בציפיות המשקיעים.

גורמים נוספים, שתרמו להתעוררות בשוק המניות ברביע השני, היו פרסום מאזנים חיוביים וחלוקת הטבות ודיבידנדים, בעיקר בקבוצת הבנקים המסחריים, ומעבר מסוים משוק איגרות החוב למניות, שנבע מהחששות שיוטל מס על הפרשי הצמדה, ומציפיות להאטה בקצב עליית המחירים. התגברות הפעילות בשוק נמשכה שלושה חודשים בלבד. החל בחודש יוני חלה ירידה חריפה בביקוש למניות, שנמשכה עד חודש נובמבר. כתוצאה מכך ירדו שעריהם במדה ניכרת. הגורמים

לוח י"ט - 8

היקף המסחר החודשי בבורסה ומחוצה לה לפי קבוצות מניות רגילות ובמורה, 1974

(אלפי ל"י)

מניות בשוק החופשי שליד הבורסה	חברות להשקעה	תעשייה	מקרקעין ופיתוח	מסחר ושרותים	ביטוח	מוסדות מימון ענפיים	בנקים למשכנ' תאות	בנקים מסחריים	סה"כ מניות	החודש
היקף המסחר בבורסה										
543	4,727	4,442	2,056	2,501	802	3,820	1,677	6,205	26,773	ינואר
796	3,760	1,752	1,863	2,036	776	347	1,405	10,536	23,271	פברואר
1,287	14,698	8,050	5,030	4,254	1,598	1,568	5,382	23,688	65,555	מארס
459	10,594	7,008	5,339	1,768	3,031	1,211	3,824	24,335	57,569	אפריל
471	14,106	11,644	8,528	3,709	2,673	1,844	4,627	30,771	78,373	מאי
406	13,908	9,627	6,110	3,580	1,879	1,303	5,222	30,453	72,488	יוני
459	7,986	6,188	3,711	1,942	1,543	1,195	2,924	21,460	47,408	יולי
221	5,338	3,027	1,748	1,151	1,138	739	1,496	8,684	23,541	אוגוסט
147	3,137	2,542	1,172	1,026	682	211	7,178	4,256	20,351	ספטמבר
140	4,452	4,532	1,710	1,133	911	3,468	1,752	6,358	24,456	אוקטובר
111	7,411	5,413	2,450	1,794	1,633	1,634	4,023	15,524	39,993	נובמבר
140	8,554	5,149	2,796	4,347	2,042	1,007	5,106	23,368	52,509	דצמבר
5,180	98,671	69,374	42,513	29,241	18,708	18,347	44,616	205,638	532,287	1974
4,638	139,497	85,152	73,671	27,040	12,997	14,896	52,748	222,331	632,970	1973
היקף המסחר בבורסה ומחוצה לה										
543	7,692	6,669	8,847	2,794	995	3,950	2,517	11,079	45,086	ינואר
796	6,441	3,474	2,771	2,905	1,821	452	2,151	23,806	44,617	פברואר
1,287	21,040	11,271	7,107	6,023	2,168	1,908	8,237	47,082	106,123	מארס
459	15,123	9,806	7,402	2,701	4,100	1,538	6,866	44,092	92,087	אפריל
471	20,269	16,474	12,667	5,012	3,516	2,627	7,270	51,029	119,335	מאי
406	19,681	13,313	8,809	4,610	2,499	1,722	9,320	60,877	121,237	יוני
459	16,048	9,024	5,264	2,489	2,206	1,451	4,754	59,202	100,897	יולי
221	6,753	4,726	2,210	1,486	1,540	907	2,695	25,912	46,450	אוגוסט
147	4,539	3,512	1,486	1,519	992	271	8,585	21,048	42,099	ספטמבר
140	9,487	5,985	2,602	2,323	1,336	3,546	6,020	28,731	60,170	אוקטובר
111	16,818	7,420	9,149	2,293	2,097	1,807	9,064	38,803	87,562	נובמבר
140	11,358	7,180	3,485	6,060	3,491	4,211	6,677	50,965	93,567	דצמבר
5,180	155,249	98,854	71,799	40,215	26,761	24,390	74,156	462,626	959,230	1974
4,638	214,544	120,093	99,835	35,373	17,966	25,467	78,670	420,594	1,017,180	1973

העיקריים, שפעלו להתפתחות זו, היו אותם גורמים, שפעלו בשוק איגרות החוב: צמצום נפח האשראי וציפיות למיתון ברמת הפעילות הכלכלית, אלא שמטבע הדברים התגובה בשוק המניות, שבו הסיכון רב יותר, היתה חריפה יותר. היקף המסחר בחודשים אלה גם הוא ירד במדה רבה – דבר, המעיד על הומוגניות רבה יותר בציפיות המשקיעים.

לאחר הפיחות חלה עלייה במחירי המניות, אולם היתה זו עלייה איטית למדי בהשוואה לעלויות במחירי איגרות החוב. יתרה מזו, תגובת הציבור לפיחות היתה בלתי יציבה מאוד. מיד לאחר הפיחות עלו מחירי המניות, אולם שבוע לאחר מכן הם ירדו בצורה חריפה. מטוטלת זו נמשכה עד סוף חודש נובמבר, ובסוף כ בחודש נובמבר היתה ירידה קלה במחירי המניות. תגובה זו לצעדים הכלכליים, שנקטה הממשלה בנובמבר, מעידה, כי הציבור התקשה להעריך כיצד ישפיעו צעדים אלה על רמת הפעילות הכלכלית. ניתן להעריך מתוך ההתפתחות בשוק בחודש נובמבר, כי לפי הערכת המשקיעים המדיניות החדשה עלולה למתן את הפעילות הכלכלית. גורם נוסף, שמיתן את הביקוש למניות בחודש זה, היה העלייה המהירה בביקוש לאיגרות חוב, שהשפעת המדיניות הכלכלית עליהן היתה חד משמעית, בשל גורם ההצמדה. העלויות האיטיות מאוד של המניות לאחר צעד כה חריף כמו פיחות מגבירות את התחושה, שההתענינות בשוק המניות פחתה השנה במדה רבה.

לסיכום, למרות העלייה במחירי המניות, שרר השנה שפל בשוק. גורמי העיקריים של השפל הם אווירת אי הוודאות, שנוצרה בעקבות המלחמה ובעקבות הצעדים הכלכליים הרבים, שנקטה הממשלה במשך השנה.

תחילתו של שפל זה ב-1973, אולם אז גורמי היו אחרים לגמרי והוא נבע בעיקר מהערכת יתר של המשקיעים ב-1972; אולם הירידה החדה ב-1973 תרמה גם היא לירידה בביקוש למניות. שוק המניות בארץ עדיין אינו מפותח דיו, ופרטים רבים מעדיפים שלא להיכנס אליו. ברור, כי לאחר שנה, שבה היה זעזוע בשוק, ועל רקע ציפיות חוזרות לירידה ברמת הפעילות הכלכלית, היתה ירידה גדולה בביקוש למניות. גורם מכריע נוסף בירידת הביקוש למניות היה הביקוש המוגבר לנכסים פיננסיים, הצמודים למדד המחירים. עליית קצב האינפלציה לשיעורים גבוהים הפנתה חלק מהביקוש לתוכניות חיסכון ולאגרות חוב, שמידת הוודאות בהן גדולה לאין ערוך, בעיקר בתקופה של אינפלציה שהמניע העיקרי שלה היה מצד ההוצאות.

על רקע זה של ירידה רצופה בביקוש במשך שנתיים גדל הצע המניות בשוק במדה רבה. היקף ההנפקות החדשות בשנתיים האחרונות הסתכם ב-634 מיליון ל"י מניות וב-426 מיליון ל"י איגרות חוב ושטרי הון ניתנים להמרה. גידול בהצע בתקופה של ירידה בביקוש תרם גם הוא לשפל בשוק.

(א) השוק הראשוני

השפל ואי הוודאות, ששררו בשוק המניות, באו לידי ביטוי גם בהנפקות החדשות. סך ההון שגייסו הפירמות בשוק על ידי הנפקת מניות, שטרי הון, תעודות אופציה ואגרות חוב ניתנות להמרה הסתכם ב-434 מיליון ל"י, ב-31 אחוזים פחות מאשר בשנה הקודמת. הירידה היתה חריפה באגרות חוב הניתנות להמרה, ואילו במניות היתה הירידה מתונה יותר. גילוי חריף יותר לירידה בפנייה לבורסה לצורך גיוס הון ניתן לראות במספר הפונים ומהענפים שהם באו מהם. רק 10 חברות גייסו השנה הון באמצעות הבורסה, בהשוואה ל-39 חברות בשנה הקודמת, אולם גם לאחר שהבאנו גורמים אלה בחשבון נראה, כי היקף ההנפקות השנה גדול יחסית לגבי שוק, שבו שורר שפל חריף במשך שנתיים רצופות. ההסבר להיקף ההנפקות מצוי בהרכב הענפי. כמעט כל גיוס ההון באמצעות שוק המניות היה בהנפקות של הבנקים המסחריים ובמיוחד של שלושת הבנקים הגדולים. רווחיותם של בנקים אלה היא גדולה יחסית וכן מדת אי הוודאות בהשקעות בהם היא קטנה מאוד. אם נוסיף לזאת, כי חלק ניכר מהנפקותיהם הונפק בזכויות

היקף המסחר במניות ובאיגרות חוב במסגרת הבורסה ומחוצה לה*,
לפי רבעונים, 1972 עד 1974

(מיליוני ל"י)							
מניות				איגרות חוב			
מחוז לבורסה (1)	בתוך הבורסה (2)	סך הכול (3)	היחס = (1)/(3) (4)	מחוז לבורסה (5)	בתוך הבורסה (6)	סך הכול (7)	היחס = (5)/(7) (8)
349.9	762.9	1,112.8	0.31	2,791.1	691.0	3,484.1	0.80
384.2	633.0	1,017.2	0.38	3,685.3	1,138.2	4,823.5	0.76
426.9	532.3	959.2	0.45	7,076.3	3,056.7	10,133.0	0.70
העלייה או הירידה (אחוזים)							
9.8	-17.0	-8.6		31.9	64.7	38.4	
11.1	-15.9	-5.7		92.0	168.6	110.1	
1974 לפי רבעונים							
80.2	115.6	195.8	0.41	1,485.5	655.1	2,140.6	0.69
124.3	208.4	332.7	0.37	1,587.6	737.6	2,325.2	0.68
98.1	91.3	189.4	0.52	1,505.8	606.0	2,111.8	0.71
124.3	117.0	241.3	0.52	2,497.4	1,058.0	3,555.4	0.70

* כולל איגרות חוב במסבד ישראל, איגרות חוב במסבד חוץ, שטרי הון ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות; אינו כולל את המילווה קצר המועד.
ה מקור: מעופר לפי נתוני הבורסה לניירות ערך, תל-אביב.

ובמחירים, הנמוכים בהרבה ממחירי השוק, תיעלם התמיהה לגבי יכולתם להנפיק סכומים ניכרים בשוק המצוי בשפל. בנק הפועלים גייס השנה את הסכום הגדול ביותר בתולדות הבורסה, באמצעות שלוש הנפקות, שהתמורה הכוללת בהן הסתכמה בכ-170 מיליון ל"י. חברת אי.די.בי. גייסה כ-60 מיליון ל"י, ובנק לאומי הנפיק שטרי הון ניתנים להמרה בערך של 120 מיליון ל"י. מתוך חברות התעשייה רק אחת פנתה השנה לבורסה: החברה לכבלים ולחוטי חשמל, שגייסה 11 מיליון ל"י על ידי הנפקת מניות בזכויות.

בחמשת החודשים הראשונים של השנה לא היו כל הנפקות. ההתאוששות בבורסה ברביע השני הביאה לכך, שהעיתוי של ההנפקות המתוכננות יבוצע ברביע השלישי. כמעט כל גיוס ההון באמצעות הבורסה התרכז בחודשים יוני עד אוגוסט. ריכוז כה גדול של הצע בשלושה חודשים היה גם הוא בין הגורמים, שהגבירו את הירידות בשערי המניות בתקופה זו. גם השנה היה חלק גדול מההנפקות בזכויות, כלומר ניתנה זכות קנייה לבעלי המניות ביחס קבוע למספר מניותיהם ערב ההנפקה. לתופעה זו מספר סיבות: שמירה על משקלם של בעלי המניות בכלל ההון ובשליטה בחברה, חובה משפטית והרצון להבטיח את הצלחת ההנפקה (ראה גם דיון מפורט בדו"ח 1973).

בהנפקות, שהוצעו השנה לציבור, יש שני חידושים: ראשית, בנק לאומי הנפיק שטרי הון להמרה במניות, המזכות את בעליהן בריבית של 16 אחוזים אם הן לא יומרו. החידוש הוא בכך, שעד כה היתה הגבלה של 10 אחוזים לגבי הריבית המותרת באיגרות חוב ניתנות להמרה, על מנת שאלה לא יתחרו באיגרות החוב הממשלתיות, אולם נוכח ההאצה בקצב האינפלציה הותר להעלות את הריבית על הנפקות מסוג זה. חידוש שני בבורסה היה בהנפקת תעודות אופציה.

לוח י"ט - 10
התפלגות שיעורי התשואה הכוללים, נטו, מהשקעה במניות רגילות כבורסה של ת"א,
תקופות נבחרות
(אחוזים)

מספר החברות בקבוצה	מספר המניות בקבוצה	ש"כ לפי עשרונים					ש"כ מקסימלי	ש"כ מינימלי	ש"כ ממוצע משוקלל בהיקף מחזור המסחר השנתי בבורסה **	ש"כ ממוצע משוקלל בהון רשום *	ש"כ ממוצע פשוט	התקופה
		90	75	50	25	10						
1. קבוצת חברות הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים												
20	31	49.4	36.6	20.8	10.9	6.2	3.8	67.3	33.0	24.8	25.6	30.6.74—31.12.73
		9.7	5.6	0	—5.5	—13.4	—32.2	15.9	—2.5	—1.3	—7.8	31.12.74—30.6.74
		56.3	35.4	20.0	13.3	5.1	3.4	65.2	37.0	24.2	24.8	31.12.74—30.12.73
2. קבוצת חברות המקרקעין והפיתוח												
13	18	46.0	31.3	21.5	10.3	5.8	—0.3	67.0	0.9	23.6	24.2	30.6.74—31.12.73
		—0.3	—2.7	—24.8	—31.5	—37.6	—38.4	42.6	—26.9	—26.8	—16.8	31.12.74—30.6.74
		30.4	9.9	—3.5	—13.2	—28.1	—34.4	73.3	—7.1	—9.8	2.5	31.12.74—30.12.73
3. קבוצת חברות התעשייה והמסחר												
25	35	46.4	42.4	17.3	9.2	7.9	6.2	135.1	22.3	21.7	28.0	30.6.74—31.12.73
		9.8	7.8	—17.6	—31.0	—35.4	—45.8	—81.0	—6.5	—10.7	15.7	31.12.74—30.6.74
		55.0	37.6	—5.7	—20.9	—25.1	—41.1	174.9	17.3	11.3	13.7	31.12.74—30.12.73
4. קבוצת החברות להשקעה												
18	23	45.5	32.4	18.4	5.4	2.2	—3.1	48.5	13.8	7.2	20.2	30.6.74—31.12.73
		9.8	—4.7	—16.6	—24.4	—31.8	—32.9	15.0	0.4	—0.6	—10.6	31.12.74—30.6.74
		21.4	16.1	7.6	—7.0	—22.7	—31.4	46.4	12.6	—0.7	6.8	31.12.74—30.12.73
5. סך כל החברות הרשומות בבורסה ***												
76	107	49.4	37.0	23.9	12.2	7.9	—3.1	135.1	25.1	20.4	25.0	30.6.74—31.12.73
		9.8	3.0	—8.8	—24.8	—31.5	—45.8	81.0	—2.0	—5.2	—2.2	31.12.74—30.6.74
		39.0	22.0	8.8	—7.0	—20.9	—41.1	174.9	25.7	13.4	13.6	31.12.74—30.12.73

* לפי הרכב ההון הרשום, במחירי שוק, בסוף השנה שקדמה לשנת החישוב.
 ** לפי הרכב מחזור המסחר בשנה שאליה מתייחס החישוב.
 *** כולל מספר מניות, שאינן כלולות אף באחת מארבע קבוצות המניות הנ"ל.
 ה מ ק ו ר : חישובי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

תעודות אלה מזכות את בעליהן להמירן למניות במחיר קבוע תוך תקופה מוגבלת, ואין הן נושאות ריבית. חברת אי. די. בי. וחברת ירדן לחקירות והשקעות הן שתי חברות, אשר ניצלו כלי חדש זה.

ב. השוק המשיני

עליית מחירי המניות ב-1974 הסתכמה ב-9 אחוזים, אולם העלייה המהירה במחירים לצרכן

לוח י"ט-11

התפלגות מניות * רגילות לפי מחזורי המסחר היומיים **

מניות רגילות

1974		1973		מחזור יומי
החלק ממחזור העסקות הכולל	מס' המניות	החלק ממחזור העסקות הכולל	מס' המניות	
0.0	—	0.0	—	0.2—0
0.0	—	0.0	—	0.4—0.2
0.0	—	0.0	—	1.0—0.4
0.3	6	0.1	1	2.0—1.0
0.4	5	0.4	5	4.0—2.0
3.7	21	1.8	9	10.0—4.0
5.1	12	6.2	14	20.0—10.0
10.6	14	14.6	18	40.0—20.0
9.6	7	10.4	8	60.0—40.0
10.9	6	14.7	8	80.0—60.0
11.8	4	27.8	8	160.0—80.0
11.6	2	16.6	3	240.0—160.0
36.1	2	7.4	1	240+
100.0	81	100.0	75	סך הכול

* לגבי מניות הנתונים הם לגבי המסחר בבורסה ומחוצה לה. לגבי מניות כוצגת התפלגות המנפיקים.

** בהנחה של 250 ימי מסחר בשנה.

המקור: נתוני הבורסה לניירות ע"ד.

הביאה להפסדים ריאליים ניכרים למשקיעים במניות. ההתפתחות בשוק המניות לא היתה אחידה: בחלק מהמניות היו עליות מחירים מהירות יחסית, ובאחדות — ירידות; אולם בכל קבוצות המניות ללא יוצא מן הכלל נגרמו הפסדים ריאליים. שיעור העלייה הנומינלי המהיר ביותר היה בבנקים המסחריים, שמניותיהם עלו ב-29 אחוזים ובמסחר ושירותים (28 אחוזים). בתעשייה היתה עלייה איטית מאוד, ואילו במקרקעין ופיתוח היתה ירידה נומינלית בשיעור 5 אחוזים במחירי המניות. הירידה החריפה ביותר התרכזה במקרקעין, משום שבענף הבנייה חלה האטה, ובחלק ניכר מהשנה לא היו עליות במחירי הדירות. מחירי מגרשים, שהם רגישים במיוחד לפעילות בענף, ירדו במדה ניכרת.

היקף המסחר בבורסה הצטמצם ב-16 אחוזים, בעוד שהמסחר מחוץ לבורסה עלה ב-11 אחוזים. בסה"כ היתה ירידה (6 אחוזים) בהיקף המסחר במניות. אם נצרף לירידה בהנפקות החדשות את עליית משקלו של המסחר מחוץ לבורסה, נראה, כי בשנתיים האחרונות יורד מעמדה של הבורסה כגורם מתווך. משקלו של המסחר מחוץ לבורסה הגיע ל-45 אחוזים מכלל המסחר. תופעה זו מפחיתה את מדת המשמעות של המחירים שמפרסמת הבורסה.

ההון הרשום לממחר בבורסה לפי ערך רשום וערך שוק 1973, 1974

העלייה או הירידה (—)		1974		1973		סוף התקופה
ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	
(אחוזים)		(מיליוני ל"י)				איגרות חוב
—9.9	—8.3	99.2	59.9	110.1	65.7	איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
107.9	63.8	8,222.1	4,067.4	3,955.4	2,482.1	איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן
31.0	44.5	1,566.5	1,695.9	1,195.5	1,173.6	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ
67.6	17.8	9,470.6	4,627.8	5,650.4	3,928.6	איגרות חוב מסוג ברירה
—84.6	—90.0	0.4	0.1	2.6	1.0	איגרות חוב בהצמדה מעורבת
0.8	—1.1	24.0	26.5	23.8	26.8	איגרות חוב לא צמודות
77.2	36.3	19,382.8	10,477.7	10,938.0	7,687.8	סך כל איגרות החוב
27.9	25.5	462.2	480.0	361.4	382.5	איגרות חוב להמרה במניות
						מניות
26.2	57.1	3,228.3	1,625.6	2,557.9	1,305.0	מניות רגילות וברירה
17.8	0.2	266.3	186.4	226.0	186.7	מניות נסחרות במטבע חוץ
25.5	21.5	3,494.6	1,812.0	2,783.9	1,491.7	סך כל המניות

ה מקור : המרסה לניירות ערך בתליאכיב.

ההתפתחויות שחלו השנה פגעו במדה רבה בנוילותן של המניות. תופעה זו באה לביטוי בהתפלגות המניות לפי היקף המסחר. ב-1974 גדל מספר המניות שבהן היקף המסחר מצומצם, ופחת מספר המניות שבהן היקף המסחר רב. לדוגמה, מספר המניות, שהיקף המסחר בהם היה נמוך מ-4,000 ל"י, עלה מ-15 ב-1973 ל-321 ב-1974, ואילו מספר המניות, שהיקף המסחר היומי בהן עלה על 60,000 ל"י, ירד מ-20 ב-1973 ל-14 ב-1974.

השפל בשוק המניות ניכר גם בשיעורי התשואה נטו ובהתפלגותם (ראה לוח 10). שיעור התשואה הנומינלי הממוצע הסתכם בכ-14 אחוזים בלבד. בשנה בה המחירים במשך השנה עלו ב-56 אחוזים מבטא שיעור תשואה זה הפסד ריאלי ניכר. גם כאן ניתן לראות כי השפל בשוק המניות התרכז במחצית השנייה של השנה. במחצית השנה הראשונה הסתכם שיעור התשואה בכ-25 אחוזים, בעיקר הודות להתאוששות הניכרת בשוק ברביע השני. אולם הירידות החדות בשיעורי המניות ברביע השלישי גרמו להפסד נומינלי בשיעור 2 אחוזים במחצית השנה השנייה. שיעורי התשואה הנמוכים ביותר היו בקבוצת המקרקעין והפיתוח שהתשואה השנתית עליהן הסתכמה ב-2 אחוזים ואילו שיעור התשואה הגבוה ביותר היה על מניות הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים — 25 אחוזים. התפלגות שיעורי התשואה לפי עשרונים ממחישה גם היא את ההפסדים הריאליים במניות. ב-25 אחוזים מהמניות היה הפסד נומינלי בשיעור 7 אחוזים ובלמעלה מ-90 אחוזים מהמניות לא היה השנה רווח ריאלי.

שינוי ביתרות מילווה קצר מועד בידי הציבור

1973 ו-1974

סוף התקופה *	היתרה	העלייה או הירידה (—)
1973 דצמבר	420.0	
1974 ינואר	299.6	-120.4
פברואר	261.7	-37.9
מארס	250.4	-11.3
אפריל	225.4	-25.0
מאי	188.1	-37.3
יוני	160.2	-27.9
יולי	135.2	-25.0
אוגוסט	123.5	-11.7
ספטמבר	120.8	-2.7
אוקטובר	120.7	-0.1
נובמבר	162.5	41.8
דצמבר	204.7	42.2

* בסוף שבוע המסחר הסמוך לסוף החודש הנדון.
המקור: בנק ישראל, מינהל מילווה המדינה.

4. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק הנת"ד

במשך תשעת החודשים הראשונים של שנת 1973 היתה יציבות במחיר הדולר נת"ד ואף חלה ירידה ביתרת ניירות הערך והפיקדונות הנסחרים במטבע חוץ. מלחמת יום הכיפורים עוררה מחדש את הציפיות לפיחות הל"י, ובעקבותיה חלה עלייה במחיר הדולר נת"ד, וגברה רכישת ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. בעקבות העליות המהירות במדד המחירים לצרכן ב-1974, העלייה בגירעון בחשבון השוטף והירידה החדה ברזרבות מטבע חוץ, גברו הציפיות לפיחות עוד יותר, וחלה עלייה נוספת במחיר הדולר. שיעור האגיו על הדולר נת"ד ועל הדולר שחור היה גבוה למדי, והוא נע בין 10 ל-20 אחוזים בדולר נת"ד, ובין 17 ל-23 אחוזים בדולר השחור. צמידותן של הציפיות לפיחות לקצב עליות המחירים מעידה על כך, שהציבור החל להבין את הקשר הקיים בין השינוי במחירים לבין שער החליפין. למרות שבמשך כל השנה היה שיעור האגיו על הדולר גבוה למדי, בהשוואה לשנת 1973, הרי שמידת השתנותו הרבה מעידה, שהציפיות לפיחות הן ציפיות לטווח קצר, ואלה השתנו ב-1974 בצורה קיצונית כמעט כל שבוע, מתוך לוח 15 ניתן לראות, כי מחיר הדולר נע בין 4.63 ל-5.02. נתונים אלה הם לסופי חודש בלבד, ולכן אינם משקפים את כל התנודות, שהיו רבות וחריפות בשנת 1974. התנודות הרבות במחיר הדולר, מחד גיסא, ורמתו הגבוהה, מאידך גיסא, מעידות, כי הציבור צפה, כי ייערך פיחות בל"י ב-1974, אולם הוא התקשה מאוד בהערכת העיתוי המדויק של הפיחות. הציפיות החזקות לפיחות הל"י הגדילו את רכישת ניירות הערך והפיקדונות הנסחרים במטבע חוץ עד לערב הפיחות ב-73 מיליון דולר, אולם מיד לאחר הפיחות נמכרו 47 מיליון דולר. עיקר העלייה, וכמוה הירידה, היתה בפיקדונות נת"ד ולא בניירות ערך זרים. עובדה זו מעידה, שהפעולות בשוק הדולר הם לטווח קצר בלבד והן מושפעות מציפיות לשינוי בשער הל"י ביחס לדולר בלבד, בעוד ששינויי שער במטבעות אחרים, שהיו רבים השנה, כמעט ולא נכנסו לשיקולי המשקיעים.

רכישות נטו * של ניירות ערך הנסחרים במט"ח מכספי תמ"מ ונת"ד לפי חודשים, 1974

(מיליוני דולרים)

חודש	1972	1973	סה"כ	רשומים בארץ	1974	
					הוללים	רשומים בחו"ל
ינואר	1.7	3.2	0.2	0.8	-0.2	-0.4
פברואר	-0.1	7.7	3.9	2.9	0.6	0.4
מארס	-0.3	-2.3	8.2	3.6	3.9	0.7
אפריל	-1.1	-2.0	4.6	3.2	0.9	0.5
מאי	7.1	2.8	1.2	0.9	0.1	0.2
יוני	4.4	5.4	1.0	1.1	-0.2	0.1
יולי	4.1	3.3	5.0	4.1	-0.1	1.0
אוגוסט	2.6	-3.4	4.6	3.3	1.0	0.3
ספטמבר	0.0	1.8	-0.3	0.2	-0.1	-0.4
אוקטובר	-0.5	0.2	1.5	1.2	-0.1	0.5
נובמבר	0.3	-1.0	-3.9	-0.6	0.4	-3.7
דצמבר	1.3	0.9	0.6	1.4	0.3	-0.9
א. סך כל הרכישות נטו	19.5	16.6	26.8	22.1	6.5	-1.7
ב. שיערוך **	18.8	-27.8	-6.7	1.1	-1.9	-5.9
סך כל התוספת לחיק הנכסים (א+ב)	38.3	-11.2	20.1	23.2	4.6	-7.6
יתרת התיק בכל התקופה	363.6	352.4	372.5	201.9	94.1	76.6

* סך כל ניירות הערך שנקנו בנכ"ס סך כל ניירות הערך שנמצאו באותה תקופה.
 ** שיערוך שנעשה בחודש מארס כתוצאה בשנויים במחירי ניירות הערך.
 המקור: משרד האוצר - האגף כספי חוץ.

לוח י"ט - 15

מחיר נת"ד, מחיר דולר שחור, היתרה בפיקדונות נת"ד ויתרת ניירות ערך

הנסחרים במטבע חוץ, 1973 ו-1974

1974														1973													
שער האג"ן על דולר נת"ד	מחיר דולר שחור (ממוצע חודשי) **	שער האג"ן על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) **	סה"כ ני"ע ופיקדונות נת"ד (8) + (9)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח *	פיקדונות נת"ד	שער האג"ן על דולר שחור	מחיר דולר שחור (ממוצע חודשי) **	שער האג"ן על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) **	סה"כ ני"ע ופיקדונות נת"ד (1) + (2)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח *	פיקדונות נת"ד	סוף התקופה													
(14)	(13)	(12)	(11)	(10)	(8)	(9)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(1)															
(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(מיליוני דולרים)			(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(מיליוני דולרים)																
22.6	5.15	16.0	4.87	381.3	28.7	352.6	8.6	4.56	0.7	4.23	381.2	14.3	366.9	ינואר													
25.2	5.26	19.5	5.02	391.5	35.0	356.5	8.1	4.54	0.7	4.23	390.0	15.4	374.6	פברואר													
20.5	5.06	17.6	4.94	406.3	41.5	364.7	5.7	4.44	0.7	4.23	388.8	16.6	372.2	מארס													
16.2	4.88	14.0	4.79	407.2	44.6	362.6	5.2	4.42	0.7	4.23	357.5	15.1	342.4	אפריל													
16.2	4.88	12.4	4.72	414.8	51.0	363.8	4.5	4.39	0.7	4.23	360.1	14.9	345.2	מאי													
21.9	5.12	18.1	4.96	421.2	56.4	364.8	4.8	4.40	0.7	4.23	365.4	14.8	350.6	יוני													
19.0	5.00	12.1	4.71	426.4	56.6	369.8	5.2	4.42	0.7	4.23	369.8	15.9	353.9	יולי													
15.9	4.87	10.2	4.63	434.5	60.1	374.4	5.2	4.42	0.7	4.23	367.2	16.7	350.5	אוגוסט													
16.7	4.90	8.8	4.57	440.1	66.0	344.1	7.1	4.50	0.7	4.23	368.5	16.2	352.3	ספטמבר													
22.6	5.15	14.0	4.79	449.9	74.3	375.6	10.2	4.63	1.2	4.25	372.2	19.7	352.5	אוקטובר													
7.5	***6.45	0.5	***6.03	409.8	38.1	371.7	13.1	4.75	3.1	4.33	373.2	21.7	351.5	נובמבר													
8.5	6.51	0.7	6.04	402.6	30.1	372.5	17.4	4.93	8.6	4.56	377.1	24.7	352.4	דצמבר													

* כולל שיעור ניירות ערך לשינויים במחירים היחסיים של המטבעות ולשינוי מחירים בשוק ניירות הערך (המתבצע בחודש מארס או אפריל).

** ממוצע של ימי חמישי בשבוע.

*** מחיר ממוצע שלאחר הפיחות.

ה מ כ ו ר : בנק ישראל, איי מטבע חוץ במשרד האוצר, והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.