

השוק לניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

השינויים הכלכליים שארעו בשנת 1973 הטביעו חותם ברור בשוקי ניירות הערך. התגברות האינפלציה במשך במשך תשעת החודשים הראשונים של השנה והתעצמות התהליך הזה, בעקבות מלחמת יום הכיפורים וההתרחשויות שחלו בעקבותיה בשוק המקומי והבינלאומי, השפיעו באופן ניכר על ממדי הביקוש לניירות ערך ועל מתכונתו. הביקוש לאיגרות חוב צמודות למדד המחירים גדל בשיעור רב על חשבון הביקוש להשקעות בנכסים פיננסיים בלתי צמודים, בנכסים נזילים לטווח קצר ובמידה מסוימת אף על חשבון הביקוש למניות. (אם כי השפל שפקד השנה את שוק המניות אינו נובע רק משינוי במתכונת הביקוש לנכסים פיננסיים).

הביקוש המוגבר לאיגרות חוב צמודות נענה השנה בראש וראשונה על ידי עלייה ניכרת בהיקף ההנפקות החדשות נטו, שנמכרו במישרין למשקי בית, פירמות ומוסדות כספיים למיניהם (למעט בנקים מסחריים). ההנפקות הגיעו השנה ל-1,058 מיליון ל"י לעומת 126 מיליון ל"י אשתקד. עיקר העלייה התרכזה בחודשיים האחרונים של השנה וזאת בעקבות התגברות הביקוש לאיגרות חוב בעקבות המלחמה והירידה הדרסטית ביתרת המילווה קצר המועד אך גם בשאר חודשי השנה ניכרה מגמת עליה בביקוש לאיגרות חוב. נוסף על כך, עלה ערך תיק איגרות החוב שבידי הציבור בכ-530 מיליון ל"י במשך השנה וחולקו מילווות חובה סחירים בכ-240 מיליון ל"י. ערך תיק איגרות החוב של הציבור הרחב עלה איפוא ב-1,828 מיליון ל"י ב-1973 לעומת 659 מיליון ל"י בלבד ב-1972; זאת, נוסף על העלייה הניכרת, שחלה השנה בתכניות החיסכון המאושרות, שגרמה לביקוש נגזר לאיגרות חוב מסוג ברייה — ביקוש שאינו כלול בנתונים הללו. ראוי לציין, שלעלייה בביקוש לאחזקת איגרות חוב צמודות מדד תרם במשך תשעת החודשים הראשונים של השנה גם העדר הציפיות לשינוי קרוב בשער החליפין של הל"י מול הדולר. העדר ציפיות מסוג זה בא לידי ביטוי בהיקף הביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ובשיעורי האגיו הנמוכים על דולר הנת"ד והדולר השתור.

הביקוש לאיגרות חוב לטווח ארוך, שבמקורו בקופות הגמל וחברות הביטוח, לא גדל בקצב דומה לביקוש לאיגרות חוב לזמן בינוני, שכן מקורותיו שונים בתכלית: הביקוש לאיגרות חוב מסוג זה נעוץ בצבירה במסגרת תכניות הגמל והסכמי ביטוח החיים; באלה נקבע קצב הצבירה על פי שיקולים של הטווח הארוך, וגמישותם לשינויי התנאים במשך בטווח הקצר נמוכה. במסגרת זו הגיעו השנה ההנפקות נטו ל-1,132 מיליון ל"י לעומת 898 מיליון ל"י ב-1972.

שיעור הגידול בהנפקה נטו של איגרות חוב לסוגיהן במשך (ולמעט מילווות החובה) היה השנה מעל ומעבר לעלייה ברמת מחירי התוצר. לכן הוא מייצג עלייה ריאלית בהיקף המקורות המגויסים במסגרת זו ואף במשקלם בכלל ההכנסה הלאומית. במונחים ריאליים גדלו המקורות המגויסים בכ-90 אחוזים וחלקם בכלל ההכנסה הלאומית עלה מ-5.2 אחוזים ל-9.5 אחוזים; וזאת, למרות הירידה שאירעה השנה בשיעור החיסכון במשק.

כתוצאה מהתגברות הביקוש לאיגרות חוב ירדו השנה במעט שיעורי התשואה לפדיון בשוק המשני לאיגרות חוב ועלה היקף המסחר במסגרת זו. אולם שיעור הגידול בהיקף המסחר היה השנה נמוך באופן ניכר לעומת אשתקד: 38 אחוזים השנה לעומת 129 אחוזים במשך שנת 1972. נראה, שהשנה היתה הומוגניות רבה יותר בציפיות ציבור המשקיעים ובפעולתם להתאמת תיק ניירות הערך.

בשוק המניות אירעה השנה ירידת מחירים בשיעור של כ-24 אחוזים; מצד שני, הגיע היקף ההנפקות החדשות של מניות, שטרי הון ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות להיקף חסר תקדים בסך 627 מיליון ל"י בקירוב, שהן כרבע מערך תיק המניות בתחילת השנה. נראה, שהיתה ירידה מסוימת בביקוש למניות בתחילת השנה, שהשפעותיה השליליות על התפתחות מחירי המניות במהלך השנה התחזקו כתוצאה מהצפת שוק יורד בהנפקות חדשות בהיקף נכבד, שספגו משוק זה אמצעים ניכרים.

כתוצאה מהתפתחויות אלה הגיע השנה שיעור התשואה הכולל נטו מאחזקת מניות ל-16.2 — אחוזים בממוצע. אם נוסיף על כך את העלייה במדד המחירים לצרכן, מגיעה התשואה הריאלית מהחזקת המניות, בממוצע, לכ-34 — אחוזים.

ירידת הביקוש למניות בתחילת השנה נבעה מכמה סיבות: הערכת יתר של מחירי המניות על רקע העלויות הגבוהות במחיריהן בשנה שעברה, התפתחות דחקות מונטרית, שגרמה לצמצום הביקוש מצד משקיעים המממנים השקעותיהם באשראי ומצד מוסדות פיננסיים ועלייה ניכרת בקצב האינפלציה, שהגדילה את הכדאיות היחסית של השקעה באיגרות חוב, שכן אלה מגיבות, בדרך כלל, מהר יותר לשינויים במחירים ממחירי המניות.

כאמור, הגיע השנה היקף גיוס ההון העצמי ל-627 מיליון ל"י (מהם, 327 מיליון ל"י במניות ו-300 מיליון ל"י בשטרי הון ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות) לעומת 200 מיליון ל"י ב-1972 וחוסר כל הנפקות בשנתיים שקדמו לכך. עם זאת, המשיכו לפעול הכוחות, שהביאו לריכוז גיוס הון הבעלות החדש בידי המוסדות הפיננסיים, אם כי השנה מצויות בין החברות שגייסו הון עצמי בעזרת הבורסה שלוש חברות חדשות מתחום התעשייה והמקרקעין, שגייסו כ-32 מיליון ל"י.

שלא כבשוק איגרות החוב, התחזק השפל בשוק המניות בעקבות מלחמת יום הכיפורים, אם כי מידת ההשפעה הישירה של המלחמה והאירועים שלאחריה על התפתחות זו אינה ברורה.

הביקוש למילווה קצר מועד ירד ב-1973; הדבר מובן על רקע ההתפתחויות בשוקי הנכסים הפיננסיים שתוארו לעיל ועל רקע היות מילווה זה בלתי צמוד ובעל תשואה נמוכה יחסית. על מנת להבטיח את המשך הפצתו, שהיא חיונית מבחינת ניהול המדיניות המוניטרית, הגיע בנק ישראל להסדר עם מערכת הבנקאות, שלפיו התחייבו הבנקים לדאוג להמשך גידול יתרת המילווה במחזור בקצב מוסכם מראש; הבנקים התחייבו לעודד את הציבור הרחב לרכוש ולספוג את היתרה הבלתי מבוקשת מאמצעיהם. כתוצאה מהסכם זה עלתה יתרת המילווה במחזור מסוף ינואר עד סוף ספטמבר ב-105 מיליון ל"י והגיעה ל-819 מיליון ל"י. בעקבות מלחמת אוקטובר בוטל, למעשה, ההסכם ועל כן ירדה יתרתו בשלושת החודשים האחרונים של השנה ב-400 מיליון ל"י והמשיכה לרדת בקצב מהיר בחודשים הראשונים של שנת 1974, עד שהמילווה קצר המועד חדל, למעשה, להיות רכיב משמעותי בתיק הנכסים הפיננסיים במשק.

שוק ניירות הערך הנסחרים במטבעות זרים הושפע בתשעת החודשים הראשונים של השנה מהעדר ציפיות לשינוי קרוב בשער החליפין של הל"י. לעומת זאת גדלו פיקדונות פז"ק ותמ"מ בשיעור ניכר. אמנם הערך החיצוני של הל"י הינו שיקול מרכזי בהגדרת הביקוש בשני השווקים כאחד, אך בשוק לניירות ערך הנסחרים במטבעות זרים קובעת מערכת הציפיות לטווח הקצר, ואילו בתחום הפז"ק ותמ"מ, שבהם אין אפשרות ליציאה וכניסה חוזרת, חשובה יותר מערכת

הציפיות לטווח הארוך, אם כי כאשר יש ציפיות חזקות מאוד לשינוי בערך החיצוני של ה"י בטווח הקצר משפיע הדבר גם על הביקוש לפז"ק ותמ"מ. אחרי מלחמת אוקטובר גדלו ציפיות הציבור לשינוי קרוב בשער החליפין של ה"י, והדבר בא לידי ביטוי בעליית שיעור האג"ו על דולר הנת"ד והדולר השחור וכן בעליית הביקוש לאיגרות חוב הצמודות לשער החליפין.

2. שוק איגרות החוב כמטבע ישראלי

במהלך שנת 1973 עלה בשיעור ניכר הביקוש לאיגרות חוב צמודות במטבע ישראלי ובמיוחד לאיגרות חוב לזמן בינוני — את אלה שרוכשים משקי בית, פירמות ומוסדות כספיים למיניהם, ואילו הביקוש לאגרות החוב לזמן ארוך, הנרכשות בידי קופות הגמל וחברות הביטוח על פי תקנות משרד האוצר, גדל בקצב מתון יותר.¹ ביקוש זה נענה על ידי עליית הצע איגרות החוב משלושה מקורות: ההנפקות החדשות נטו, עליית שערי איגרות החוב המצויות בשוק והפצת איגרות חוב סחירות, שתמורתן נגבתה בעבר כמילווה חובה. במהלך השנה ניכרו אמנם תנודות בביקוש לאיגרות חוב. הביקוש גבר במיוחד בתקופה שלאחר המלחמה, אבל נכון לומר, שהופעת הביקוש המוגבר אפיינה את מרבית חודשי השנה.

ההנפקות החדשות של איגרות חוב וולונטריות לזמן בינוני הגיעו השנה להיקף של 2,714 מיליון ל"י, ובניכוי תמורות איגרות החוב מאותו סוג שהגיע מועד פדיון, הגיעו התקבולים נטו ל-1,908 מיליון ל"י לעומת 963 מיליון ל"י ב-1972. מסכום זה יש לנכות גם את פדיונות מילווה הקליטה והביטחון. אלה אמנם הונפקו בשעתם כמילווה חובה, אבל מאחר שכבר תקופה ארוכה לפני פדיונם היו סחירים, והוחזקו מרצון בתיקי ניירות ערך, יש לראות את פדיונם כפדיון איגרות חוב רגילות. הרכישות הוולונטריות נטו של איגרות חוב צמודות לזמן בינוני הסתכמו איפוא בסך 1,565 מיליון ל"י לעומת 293 מיליון ל"י בלבד ב-1972, דהיינו עלייה בהנפקות נטו בסך 1,273 מיליון ל"י. חשוב להדגיש, שכ-733 מיליון ל"י מן הרכישות הללו היו בשלושת החודשים האחרונים של השנה ועל רקע ירידת היתרה של המילווה קצר המועד בכ-400 מיליון ל"י, ורק כ-540 מיליון ל"י, מעבר להנפקות ב-1972. הונפקו ב-1973 בתקופה שלפני המלחמה. (ראה לוח ט"ז-2).

סכום הרכישות הזה כולל רכישות ישירות של הציבור הרחב בשוק הראשוני ורכישות עקיפות באמצעות תכניות החיסכון המאושרות של הבנקים המסחריים. אם מנכים את רכישות איגרות החוב מצד תכניות החיסכון,² אלה גדלו השנה מאד — מגיעות המכירות הישירות לציבור הרחב במשך כל השנה לסך 1,058 מיליון ל"י לעומת 126 מיליון ל"י בלבד ב-1972.³

הגידול הכללי בתיק איגרות החוב לזמן בינוני, שמחזיקים משקי הבית, הפירמות הריאליות והמוסדות הכספיים (למעט איגרות חוב במסגרת תכניות החיסכון המאושרות), הכולל את עליית ערך תיק איגרות החוב שבידי הציבור הרחב (כ-530 מיליון ל"י במשך השנה) והפצת מילווה חובה סחירים (כ-240 מיליון ל"י ערך שוק), הגיע ל-1,828 מיליון ל"י השנה לעומת 659 מיליון

¹ הנתונים המצויים בידינו הם לגבי הפצה ומסחר בשוק המשני לפי סוגי איגרות חוב ולא לפי סוגי רוכשים. אמנם, בדרך כלל, קיים מיתאם גבוה למדי בין סוגי איגרות החוב לבין סוגי רוכשים, אבל מיתאם זה איננו מחלט ולכן ייתכן, שאנו טועים במקצת ביחוס רכישות לסקטור זה או אחר.

² את השפעה נטו על שוק איגרות החוב, לא נטען כאן, שכל הרכישות לתיקי תכניות החיסכון בוצעו בשוק הראשוני; הכוונה היתה להראות את ההשפעה נטו על שוק איגרות החוב.

³ סכום זה כולל מספר רכיבים נוספים של רכישות עקיפות באמצעות קרנות נאמנות ומוסדות כספיים אחרים, אבל מאחר שמדובר כאן בנכסים פיננסיים נזילים ומאחר שאין אנו יכולים ואין אף טעם לפרק את מערכת התיווך הפיננסי, לא ניכנס לשאלה זו.

4. אג"ח 6.5% צמודות

241.6	0.0	241.6	3.5	238.1	347.2	0.0	347.2	11.5	335.7	97.6
202.0	0.0	202.0	2.1	99.9	136.0	0.0	136.0	14.8	121.2	-78.7
443.6	0.0	443.6	5.6	438.0	483.2	0.0	483.2	26.3	456.9	18.9
2,730.3	328.3	2,375.0	513.7	1,861.3	4,485.4	538.3	3,947.1	906.9	3,040.2	1,178.9

סך הכול אג"ח במטבע ישראלי

אג"ח נסחרות במטבע חוץ⁷

156.9	48.2	108.7	89.9	18.8	16.0	72.0	-56.0	102.5	-158.5	-177.3
0.0	70.6	—	58.0	—	0.0	84.8	—	91.9	—	—
588.4	303.8	—	202.6	—	798.2	15.3	—	150.5	—	—
592.5	0.0	—	0.0	—	540.0	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	88.9	—	—	—	—	—
—	—	—	—	—	140.0	—	140.0	—	140.0	—
129.0	0.0	129.0	0.0	129.0	160.3	0.0	160.3	0.0	160.3	31.3
143.2	0.0	143.2	0.0	143.2	326.8	0.0	326.8	0.0	326.8	183.6
56.0	0.0	56.0	0.0	56.0	299.3	0.0	299.3	0.0	299.3	243.3

מילואות חובה⁸

מילואות קליטה

מילואות בטחון

מילואות חסכון

מילואות מלחמה

מילואות מלחמה מרצון במוזמן

מילואות בטחון בנקאי

מגזית⁹

אג"ח ניתנות להמרה

- (1) אינו כולל מכירות של גיריות ערך זרים בישראל. הנתונים בלוח זה הם רק לגבי הנפקות עם תשקיף (פרוספקט) והנפקות של הממשלה או של הסוכנות וחברת הבת שלה, הפטורים מחובת הוצאת תשקיף. הנתונים לפי קצב המכירה בשוק ולא לפי מועד אישורי ההנפקות.
- (2) מלואות אלה מוגדרים בעיקר לקופות הגמל.
- (3) כולל בעיקר הנפקות של סקטור המוסדות הכספיים.
- (4) הסכומים המופיעים בשורה זו הם סכומי הפקדות אצל המנפיקים ולא סכומי הנפקת גיריות הערך הנעשית באיחור ואין להם משמעות כלכלית. לגבי הפדיונות של המילואות הלא ממשלתיים הונח, שכל המילואות של חברת החשמל הרשומות בבורסה אינן בידי חברות הביטוח.
- (5) על ידי חברת החשמל.
- (6) כולל פדיון איגרות חוב מסוג פרסים, אגרות חוב לא צמודות, אגרות חוב בעלות צמידות מעורבת ואגרות חוב צמודות למט"ח בסך 35.3 מיליון ל"י בשנת 1972 ו-40.9 מיליון ל"י בשנת 1973.
- (7) נתונים אלה חושבו ב"ל", לפי שער החליפין הרשמי 4.20 ל"י לדולר.
- (8) גביות מן הציבור ולא הפצה של אגרות חוב.
- (9) כולל הנפקת מגיות של חברות הרשומות בבורסה ושהוצעו לבעלי המניות או לציבור הרחב בארץ.

ה מקור: עיבודי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

ל"י בלבד ב-1972 — עלייה בסך 1.169 מיליון ל"י. השנה גדול במיוחד משקל הרכישות של איגרות חוב חדשות בכלל הגידול בתיק איגרות החוב, והוא מגיע לכ-53 אחוזים לעומת כ-19 אחוזים בלבד ב-1972. הדבר מובן על רקע הביקוש המוגבר שהיה השנה ומהיות רכיב זה הגמיש מבין שלושת רכיבי ההיצע.

ההנפקות ארוכות המועד לקופות הגמל וחברות הביטוח, שרכישותיהן נובעות מהתפתחות הצבירה במסגרת תכניות הגמל והביטוח למיניהן, הגיעו השנה ל-1.772 מיליון ל"י ובניכוי פדיונות הקרן, הריבית וההצמדה, הגיעו סך כל התקבולים נטו ממקור זה ל-1.132 מיליון ל"י לעומת 898 מיליון ל"י ב-1972. שיעור הגידול בביקוש לסוג זה של איגרות חוב נמוך איפוא בהרבה מזה של איגרות החוב לזמן בינוני והדבר נובע מכך שהביקוש לאיגרות החוב ארוכות המועד נגזר מתנאי החברות בקופות הגמל והחוזים עם חברות הביטוח; וגמישותם של אלה יחסית להתפתחויות בשוקי הכספים וההון הינה נמוכה, לפחות בטווח הקצר.

את עליית הביקוש לאיגרות חוב צמודות לזמן בינוני יש להבין על רקע התגברות האינפלציה החל בשנת 1971 והחשת קצבה בתחילת השנה הנוכחית, ועל רקע מערכת הפיגורים בהתאמת התנהגות היחידות הכלכליות השונות במשק. במשך השנים סביר היה לצפות לגידול חלקן של איגרות החוב הצמודות בתיקי ההשקעה האופטימליים על חשבון הנכסים הפיננסיים הבלתי צמודים וגדלה מודעות שכבות רחבות של חוסכים בחשיבות ההגנה הנאותה מפני ירידת הערך הריאלי של ההשקעות הפיננסיות. לנוכח קצב האינפלציה בעבר ובמיוחד של האינפלציה החזויה באה, תופעה זו לידי ביטוי בולט במהלך השנה הנוכחית. לראשונה מאז תחילת שנות ה-60 ירדה השנה יתרת הנכסים הכספיים הבלתי צמודים מסוג הפיקדונות לזמן קצוב והמילווה קצר המועד בסך של כ-380 ל"י, למרות ההתרחבות המוניטרית והגידול הניכר בכלל תיק הנכסים הכספיים של הציבור.

התהליך האינפלציוני השפיע על הביקוש להחזקת איגרות חוב מכיוון נוסף: ככל שעולה מהירות הצבירה של הפרשי ההצמדה על איגרות החוב, הולכת וגדלה מידת הנזילות במובן של צמצום הסיכון של הפסדי קרן ולכן גדל משקל איגרות החוב לא רק בתיק ההשקעות הפיננסיות לטווח ארוך אלא גם ביתרות הנזילות של פירמות ומשקי בית (ראה פרק י"ג, "אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים"). התפתחות זו, של מעבר הדרגתי מהחזקת אמצעים נזילים בצורת נכסים בלתי צמודים להחזקת איגרות חוב צמודות שקיבלה ממדים לא מבוטלים במהלך השנה הנוכחית, הכניסה אלמנט חדש ונכבד של ביקוש לשוק אגרות החוב ותרמה לעלייה ניכרת בביקוש לסוג זה של נכסים פיננסיים וזאת למרות הירידה, שחלה השנה בשיעור החיסכון הפרטי במשק. התפתחות זו נעזרה רבות גם בעובדת קיום מלאי ניכר של איגרות חוב בעלות מועדי פדיון קרובים יחסית.

התפתחויות נוספות, שהגדילו את הביקוש לאיגרות חוב, היו השפל, שפקד את שוק המניות למן חודש פברואר והעדר ציפיות לפיחות הל"י מול הדולר בעתיד הקרוב, דבר ששיפר את תוחלת הרווח היחסי בשוק איגרות החוב והעביר לשוק זה חלק לא קטן מהמשקיעים לטווח ארוך ומהספקר-לנטים לטווח קצר כאחד. לבסוף, אם כי אולי לא האחרון במידת ההשפעה הכמותית, גדל הפער בין הריבית הנומינלית על אשראי מסובסד ממקורות שונים (קופות פנסיה ותגמולים, מעבידים, תקציבי פיתוח למטרות שונות ואף אשראי בנקאי רגיל) לבין התשואה על איגרות חוב צמודות, דבר שהמריץ משקי בית ופירמות כאחד להוריד למינימום את רכיב המימון העצמי בצריכה ובהשקעות כאחד ולהיעשות, במידת האפשר לוויים בשוק האשראי ומלוויים בשוק איגרות החוב בעת ובעונה אחת מתוך שיקולי רווחיות ולא רק מתוך שיקולי נזילות.

על רקע זה, באה מלחמת אקטובר וגרמה להאצת התהליכים שפעלו כבר בעבר וזאת בעיקר ע"י הגברת קצב האינפלציה ממקורות פנים וחץ כאחד אבל גם כתוצאה מהגדלת הצע האשראי במשק והיווצרות אי ודאות לגבי מצב התעסוקה ורמת הפעילות בעתיד. כתוצאה מהתפתחויות אלה, עלה הביקוש לאיגרות חוב באופן בולט בתקופה זו והוא נענה בעיקרו של דבר, באמצעות

מכירות במקור של ניירות ערך לזמן בינוני וארוך, 1973¹

איגרות חוב לתקופה בינונית ²															איגרות חוב לזמן ארוך					מניות חוב ניתנות להמרה בבורסה ⁵
התקופה	ברירה		6.5% צמוד למדד		סה"כ מכירות ברוטו	סה"כ מכירות ברוטו	למוסדות גמל וביטוח ממשלתי	למוסדות גמל וביטוח לא ממשלתי	בטחון בנקאי	סה"כ מכירות ברוטו	סה"כ מכירות ברוטו	מכירות ברוטו במט"ח ⁴	מכירות ברוטו במט"ח ⁴	אגרות חוב ניתנות להמרה						
	ממשלתיים	אחרים	ממשלתיים	אחרים																
1972 סך הכל	495.9	373.1	241.6	202.0	1,312.6	963.1	57.6	1,333.1	129.0	1,519.7	1,027.2	156.9	18.8	56.0	143.2					
1973 סך הכל	1,253.7	977.0	347.2	136.0	2,713.9	1,565.4	149.0	1,622.5	160.3	1,931.8	1,292.5	16.0	158.5	299.3	326.8					
1973 ינואר	98.9	79.5	54.5	21.7	254.6	133.9	10.4	82.7	10.4	103.5	66.9	6.6	0.6	50.0	17.3					
פברואר	86.3	40.9	36.8	16.5	180.5	135.8	8.0	72.5	10.4	90.9	46.4	—	5.3	2.3	1.7					
מארס	53.9	32.6	16.3	11.5	114.3	59.0	9.8	78.7	11.2	99.7	60.3	0.6	37.5	—	4.1					
אפריל	92.9	88.0	47.0	18.6	246.5	22.7	7.4	91.9	—	99.3	45.9	—	10.5	31.0	88.0					
מאי	79.1	74.1	36.1	8.7	198.0	127.0	9.2	200.8	—	210.0	159.6	4.8	3.4	30.0	16.0					
יוני	73.0	92.2	23.1	4.0	192.3	115.1	11.3	72.6	—	83.9	30.1	—	25.0	29.0	9.5					
יולי	70.0	83.9	13.4	5.3	172.7	61.9	6.9	92.2	10.1	109.2	46.9	—	6.6	75.0	89.0					
אוגוסט	64.8	49.9	15.0	5.5	135.2	94.0	33.9 ⁶	129.0	9.9	172.8	121.1	—	9.0	35.0	2.1					
ספטמבר	74.4	60.4	17.0	2.9	154.7	68.4	9.8	147.3	9.9	167.0	126.1	—	11.0	47.0	66.0					
אוקטובר	65.5	38.6	7.5	5.0	116.6	45.0	4.0	215.1	27.5	246.6	180.4	—	6.6	—	—					
נובמבר	211.8	117.3	30.0	17.1	376.2	283.6	13.7	184.8	33.8	232.3	167.3	—	12.3	—	33.1					
דצמבר	283.0	219.6	50.5	19.2	572.3	464.4	24.6	254.9	37.1	316.6	241.5	4.0	30.7	—	—					

(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 החשקיה.

(2) לא כולל מלוות חובה ממשלתיים.

(3) בניכוי פדיונות (פדיון קרן ותשלומי ריבית והצמדה), ומלוות קליטה ובטחון.

(4) כולל הולליס.

(5) כמו כן היו הנפקות חדשות בתשקיה בסך 43.7 מ' ל"י של מניות אשר לא רשומות בבורסה.

(6) 26 מיליון איגרות רכישה חדשה. סכום זה מהווה קרנות ההשתלמות בתשב הכללי לניירות ערך.

המקור: בנק ישראל, מינהל מילות המדינה.

ההנפקות החדשות. ההנפקות נטו בחודשים האחרונים של השנה הגיעו ל-818.6 מיליון ל"י לעומת 196.6 מיליון ל"י בלבד בחודשים המקבילים ב-1972 (ראה לוח ט"ז-2).¹ עלייה זו בביקוש לאיגרות חוב שנמשכה גם בתחילת 1974 התרחשה במקביל לעלייה בביקוש לנכסים במטבע חוץ וגרמה לירידת הביקוש לאמצעי התשלום ונכסים בלתי נזילים אחרים.

א. ההנפקות החדשות

כאמור, הגיע השנה היקף גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב לזמן בינוני ל-1,565 מיליון ל"י ובאמצעות איגרות חוב לזמן ארוך — ל-1,132 מיליון ל"י לעומת 328 ו-898 מיליון ל"י בהתאמה, ב-1972. לסכומים אלה יש להוסיף את מכירת מילווה המלחמה מרצון החל בחודש אוקטובר, שהכניס 140 מיליון ל"י במזומנים עד סוף השנה, סך כל הספיגה באמצעות שוק איגרות החוב למיניהן (למעט מילווה חובה ומילווה בנקאיים) הגיעה איפוא השנה ל-2,837 מיליון ל"י לעומת 1,226 ב-1972. עלייה זו בסך כל התקבולים נטו באמצעות הנפקת איגרות חוב במשק הישראלי הינה מעל ומעבר לגידול ברמת מחירי התוצר והיא מייצגת עלייה ריאלית בהיקף המקורות המגויסים ואף עלייה במשקלם בכלל ההכנסה הלאומית. במונחים ריאליים² גדלו המקורות המגויסים ב-90 אחוזים, וחלקם בכלל ההכנסה הלאומית עלה מ-5.2 ל-9.5 אחוזים.

בלוח ט"ז-2 מוצגים נתונים בדבר מתכונת ההתפתחויות החודשיות של המכירות ברוטו ונטו על פני השנה. מן הנתונים מתברר שבשלושת רבעי השנה הראשונים התקיימה יציבות רבעונית יחסית בהנפקת איגרות החוב לזמן בינוני ובמיוחד בהנפקות נטו (שהן המעניינות ובעלות המשמעות מבחינה כלכלית) ולא נמשכה מגמת העלייה, שאפיינה את השנה הקודמת, אם כי הרמה הכללית של ההנפקות היתה גבוהה בהרבה. לעומת זאת, ברבעון האחרון של השנה (ולמעשה בחודשיים האחרונים) היתה עלייה ניכרת בהיקף גיוס ההון, שעליה עמדנו בסוף הפסקא הקודמת. כן ניכרת ברבעון זה החשה מסוימת ברכישות קופות הגמל וחברות הביטוח. מקצתה של תופעה זו נעוץ בגורמים עונתיים ובעיקרה היא משקפת נסיון לבצע הקדמות רכישות לנוכח הקצב הגבוה של עליית המחירים.

השנה — בניגוד לשנה הקודמת ובמיוחד בניגוד להתפתחויות בראשית שנת 1974 — לא חל כל שינוי בתכונות מיגוון איגרות החוב המוצעות לציבור הרחב או למשקיעים המוסדיים ואף לא היו מגבלות זמניות מצד הצע איגרות החוב.

בחינת הרכב איגרות החוב המונפקות לזמן בינוני מראה עלייה בולטת במשקל איגרות החוב מסוג ברירה. לכאורה, תמוה הדבר, שכן הקצב הגבוה של עליית המחירים ביטל, למעשה, את משמעות הברירה של איגרות אלה והן נהפכו לאיגרות צמודות לכל דבר. ההסבר לתופעה זו טמון כלו בצבירה המהירה של תכניות החיסכון הבנקאיות, שגרמה לביקוש מוסדי מצד הבנקים לסוג איגרות זה דווקא.

השנה נתחדשה העלייה במשקל איגרות החוב הממשלתיות המונפקות לעומת איגרות החוב של המוסדות הכספיים: מתוך ההנפקות לזמן בינוני הגיע משקל ההנפקות הממשלתיות ל-59 אחוזים לעומת 56 ב-1972 ומתוך ההנפקות לקופות הגמל והביטוח הגיע משקלן ל-8 אחוזים לעומת 4 אחוזים אשתקד. עובדה זו מבטאת בעיקר כוונה לצמצם את השימוש במוסדות כספיים כמתווכים בהנפקת איגרות חוב על מנת להקטין את הוצאות ההנפקה ואולי גם להבטח יתר שליטה על הכספים המגויסים ולא שינוי בהעדפת המשקיעים שכן שני סוגי איגרות החוב זהים בכל למעט, אולי, מידת נזילות גבוהה יותר במידת מה באיגרות החוב הממשלתיות.

¹ עם זאת בחודשים אלה חלה ירידה של כ-400 מיליון ל"י ביתרת המילווה קצר המועד, והדבר מסביר, קרוב לודאי, חלק מהעלייה הניכרת בהנפקות.

² מנוכה במדד מחירי התוצר הלאומי בממוצע שנתי.

מגמות כלליות בהתפתחות חיקה המסחר במסגרת הבורסה, 1971 עד 1973

איגרות חוב										
סך כל ניירות הערך במסגרת הבורסה	מניות *	מיליון קצר מועד	סך הכול	בלתי צמודות ובעלות הצמדה מעורבת	ניתנות להמרה במניות	נסחרות במטבע חוץ	מיליון ברירה ***	צמודות למדד המחירים	צמודות שער חליפין	
(מיליוני ל"י, ערך שוק)										
623.9	105.7	150.1	368.1	0.9	2.4	82.2	210.4	56.8	15.4	1971
1,666.4	762.9	212.5	691.0	0.6	12.8	107.8	441.9	112.4	15.5	1972
1,832.7	633.0	61.5	1,138.2	0.1	79.3	120.6	676.0	250.5	11.7	1973
278.7	176.3	23.9	78.5	0.0	7.8	12.9	42.1	14.5	1.2	ינואר 1973
182.6	107.3	9.9	65.4	0.0	3.3	9.8	35.0	16.2	1.1	פברואר
120.2	41.1	3.3	75.8	0.0	1.9	9.4	49.3	14.2	1.0	מארס
113.8	39.5	2.1	72.2	0.0	2.3	9.9	38.2	20.8	1.0	אפריל
149.6	49.8	1.7	98.1	0.1	7.6	10.5	52.5	26.5	0.9	מאי
130.9	38.3	0.9	91.7	0.0	9.9	10.1	50.9	19.9	0.9	יוני
149.0	63.7	1.0	84.3	0.0	10.5	10.4	39.7	22.7	1.0	יולי
127.7	33.3	0.7	93.7	0.0	7.3	9.8	54.7	20.8	1.1	אוגוסט
163.6	32.4	0.7	130.5	0.0	14.0	9.3	79.2	27.0	1.0	ספטמבר
109.1	18.7	0.3	90.1	0.0	6.1	6.7	57.2	19.7	0.4	אוקטובר
121.9	19.6	0.6	101.7	0.0	3.7	9.2	72.8	15.6	0.4	נובמבר
185.6	13.0	16.4	156.2	0.0	4.9	12.6	104.4	32.6	1.7	דצמבר
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)										
60.1	102.1	29.7	66.0	**	**	68.1	105.6	14.1	—21.4	1971
167.1	621.8	41.6	87.7	**	**	31.1	110.0	97.9	0.7	1972
10.0	—17.0	—71.1	64.7	**	**	11.9	53.0	122.9	—24.5	1973
משקל בסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)										
100.0	16.9	24.1	59.0	0.1	0.4	13.2	33.7	9.1	2.5	1971
100.0	45.8	12.8	41.4	0.0	0.8	6.5	26.5	6.7	0.9	1972
100.0	34.5	3.4	62.1	0.0	4.3	6.6	36.9	13.7	0.6	1973

* כולל מניות רגילות, מניות בכורה ומניות הנסחרות בשוק החופשי וכן מניות הנסחרות במטבע חוץ. נתונים נפרדים לבני קבוצות המניות השונות על בסיס חודשי וכן נתונים על המסחר מחוץ לבורסה ראה בלוח י"ז-6.

** הגדול המוחלט של המחזור קטן מכדי לייחס משמעות לשיעור העלייה.

*** כולל מסחר לפי תשואות שהחל להתקיים החל מראשית חודש אוגוסט.

ה מקור : הבורסה לניירות ערך תל-אביב.

ב. השוק המשני למסחר באיגרות חוב

היקף המסחר באיגרות החוב למיניהן, הן במסגרת הבורסה והן במסגרת הקניז' הפנימי במשרדי סוכני ניירות הערך, הגיע השנה ל-4.824 מיליון ל"י לעומת 3.484 מיליון ל"י ב-1972. זוהי עלייה בשיעור 38 אחוזים לעומת 123 אחוזים ב-1972 (ראה לוח ט"ז-8). שיעור העלייה הנמוך השנה, במיוחד על רקע העלייה הגבוהה יותר במדד המחירים של איגרות החוב, נובע הן מהקושי להמשיך בשיעור הגידול המואץ של שנת 1972 והן מצמצום מה בפער התשואות בין השוק הראשוני והמשני, שהפנה חלק גדול יותר מהביקוש לשוק הראשוני. עם זאת, אין בכך בלבד בכדי להסביר את כל ההאטה ונראה שיש לראות בהתפתחות זאת חיוק לטענה, שהשנה היו ציפיות ציבור המשקיעים יותר הומוגניות וכך גם פעולתם להתאמת תיק ניירות הערך בכיוון של הגדלת משקל איגרות החוב הצמודות. דבר שמנע במידה רבה את הצורך במכירת איגרות חוב מן התיק.

בחינת התחלקות היקף המסחר לפי סוגי איגרות חוב (לוח ט"ז-3) מורה על ירידה במשקל המסחר באיגרות הבלתי צמודות, והדבר מובן השנה על רקע אופי הביקוש שהתפתח במהלך השנה. במקביל לכך שמרו מילות הברירה על מעמד הבכורה במשקלם בסך כל היקף המסחר

לוח ט"ו-4

תשואות ממוצעות לפדיון נמו¹ של איגרות חוב הנסחרות בבורסה, 1973

(אחוזים)

איגרות חוב מסוג ברירה		צמודות מדד ³			צמודות מט"ח ²		
מילוח פיתוח		6.5 אחוז צמוד	מילוח קליטה				
מס' שנים לפדיון		מס' שנים לפדיון			מס' שנים לפדיון		
3	2	6	5	שנה וחצי	סה"כ	+5	2-0
5.5	5.0	5.1	5.2	4.7	5.7	5.2	1.0
6.1	6.5	5.4	5.6	5.9	5.3	4.9	0.3
5.9	6.0	5.4	5.6	5.2	6.1	5.7	6.8
4.8	5.3	7.4	5.5	4.8	7.4	6.8	7.5
5.5	5.4	6.0	6.4	6.9	8.5	7.8	12.3
4.6	3.4	6.0	6.3	5.1	8.2	7.4	13.3
5.6	3.2	5.8	5.7	4.8	8.0	7.6	8.0
4	4	5.9	4	4	7.0	7.3	6.2
5.5	3.2	5.7	6.0	4.3	6.8	6.8	5.3
5.2	2.4	5.9	5.7	5.5	5.9	5.7	5.1
5.1	2.5	5.2	5.5	4.2	5.5	5.5	5.7
5.3	2.4	5.7	4	4	4.2	4.1	1.6

- (1) לגבי צמודות מט"ח וצמודות מדד, ואילו לגבי ברירה, שיעור התשואה לפדיון הוא ברוטו לנוכח קיום תופעת כיבוס האגרות.
- (2) האינפורמציה לגבי צמודות מט"ח הוא מתוך נתוני הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.
- (3) לגבי צמודות מדד וברירה שיעורי התשואה לפדיון מחושבים לפי מדגם של 4-2 אגרות חוב הסחירות ביותר בקבוצה.
- (4) אין נתונים.

59) אחוזים מכלל המסחר באיגרות חוב לעומת 22 אחוזים באיגרות צמודות). במידה רבה זוהי תוצאה של הצמיחה המהירה של תכניות החיסכון המאושרות המנוהלות בידי הבנקים המסחריים וההגת מסגרת המסחר לפי תשואות בין כותלי הבורסה בתל-אביב (ראה להלן¹).

שיעורי התשואה הריאליים לפדיון היו יציבים למדי במהלך השנה, עם תנודות קלות במקביל לדחקות באשראי בחודשים מסוימים מצד אחד, ולעלייה ניכרת בביקוש לאיגרות חוב שתוארה למעלה, מצד שני (לוח ט"ז-4). רק בחודשים האחרונים של השנה, עם הקפיצה הדרסטית בביקוש לאיגרות חוב צמודות והתעוררות קשיי הצע זמניים בשוק הראשוני (לנוכח היקף הביקוש הבלתי צפוי), ירדו התשואות לפדיון במרבית סדרות החוב. למעשה, בתנאי המשק הישראלי אין לצפות לתנודות ניכרות בשיעורי התשואה לפדיון. שיעורים אלה נקובים במונחים ריאליים, ושלא כתשור-אות הנומינליות אין הם מגיבים ברגישות לשינויים בקצב עליית המחירים. השינויים בהם קשורים להתפתחויות יסודיות יותר במשק, ואלה, מטבען, הן איטיות יותר. יתרה מזו, הואיל וקיים הצע גמיש לחלוטין של איגרות חוב חדשות, נוצר גבול תחתון לשיעורי התשואה אף בתקופות של ביקוש מוגבר כדוגמת השנה הנוכחית.

בראשית חודש אוגוסט השנה הנהיגה הנהלת הבורסה לניירות ערך שינוי חשוב בנהלי המסחר, בהכריזה על פתיחת מסגרת חדשה למסחר באיגרות חוב, מסחר לפי תשואות. יחידות המסחר כאן הינן גדולות ביותר, יחסית למקובל בבורסה, ומגיעות ל-50,000 ל"י, ותהליך המכרז נערך במונחי תשואות לפדיון ולא במונחי מחירי איגרות חוב יחידניות². התפתחות זו הינה תרומה חשובה הן לשכלול מכניזם המסחר ולהגדלת יכולתו לטפל ביעילות בעסקות גדולות של משקיעים פרטיים ומוסדות גדולים (שבעבר נאלצו לחפש תיווך לעסקאות מחוץ לכותלי הבורסה או לפזרן על פני איגרות וימים ורבים) והן לחינוך המשקיעים למתכונת רציונלית יותר של קבלת החלטות השקעה באיגרות חוב.

המסחר לפי תשואות התבצע השנה באיגרות חוב מסוג ברירה בלבד וזכה לפופולריות ניכרת. מחזור המסחר החודשי בחודשים שעד לפרוץ המלחמה הגיע לכ-23 מיליון ל"י ואף בחודשים שלאחר המלחמה הגיע לכ-8 מיליון ל"י. עם זאת, בתחילת שנת 1974 נפסק המסחר במסגרת החדשה מאחר שבעקבות שינוי תנאי ההצמדה של איגרות החוב החדשות פסקה להתקיים (באופן זמני, אולי) מערכת אחידה של תרגום תשואות למחירים, ולהיפך, אצל כל סוכני הבורסה, מערכת שהיא התנאי היסודי לפעולת מסגרת מסחר זאת.

בלוח ט"ו-5 מוצגת התפתחות מדד מחירי איגרות החוב על פני השנה. מדד זה מייצג את הצטברות הפרשי ההצמדה ואת השינויים בשיעור התשואה הנדרש בשוק (ללא הצטברות ריבית). מאחר שהשנה לא חל שינוי משמעותי בשיעור תשואה זה, קרוב מאוד שיעור עליית מדד איגרות החוב הצמודות על פני כל השנה, שהגיע ל-27.0 אחוזים, לשיעור האינפלציה, 26.4 אחוזים, כאשר ההפרש מבטא את הירידה המסיימת שחלה לקראת סוף השנה בשיעור התשואה לפדיון בשוק המשני.

מעניין, שבחודש אוקטובר, שבמהלכו אירעה מלחמת יום הכיפורים, לא חלה התפתחות מיוחדת כלשהי בשוק המשני לאיגרות חוב מבחינת היקף המסחר או מחירי איגרות החוב, תופעה שתורמה לביסוס האומן ביציבות ערכה של ההשקעה בסוג זה של נכס פיננסי בתקופות חרום.

¹ על התפתחות המסחר באיגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ ובשטרי הון ואיגרות חוב להמרה במניות, ראה הדיון בסעיפים המתאימים בהמשך.

² הכרות הביקוש וההצע מתבצעת במונחי סל איגרות חוב שלגביי מגדירים את התשואה הנדרשת, תקופת הזמן לפדיון (בתחום של 3 חודשים) ואת הקונצרן המנפיק. דבר זה מהווה תרומה חשובה למכניזם הארביטרג' בין האיגרות השונות מאותו סוג.

מדדים יומיים לשערי המניות, 1973

(30 בדצמבר 1972 = 100)

סוף חודש	מדד כללי	כספים וביטוח				חברות להשקעה	תעשייה ושרותים	מסחר מקרקעין בינוי ופיתוח	מוסדות מימון ענפים
		כללי	בנקים מסחריים	בנקים למשכנתאות	בנקים				
ינואר 1973	107.4	108.7	120.5	107.7	101.4	105.7	105.3	108.4	108.1
פברואר	99.0	99.4	112.3	95.0	95.5	95.0	98.1	100.8	99.9
מארס	98.2	100.2	112.3	94.5	97.7	94.3	97.2	95.7	98.7
אפריל	95.0	96.3	107.8	91.9	93.5	89.8	95.4	99.2	92.9
מאי	95.5	98.0	111.6	93.6	91.6	88.9	97.1	96.5	92.3
יוני	89.1	93.5	107.2	89.9	85.5	82.1	90.3	87.6	84.3
יולי	92.3	95.5	107.1	94.3	86.1	84.6	95.3	89.8	87.2
אוגוסט	92.4	95.4	107.8	93.2	84.7	84.2	95.7	89.9	87.0
ספטמבר	87.1	90.0	102.1	87.6	80.1	80.9	90.3	82.6	81.4
אוקטובר	85.4	86.3	97.1	84.2	77.3	79.5	90.4	79.3	80.0
נובמבר	79.1	80.8	89.2	81.6	73.5	73.1	82.7	72.5	74.1
דצמבר	76.4	78.8	86.3	79.1	72.3	70.5	80.1	69.1	70.3

הערות: באותם מקרים שבהן לא היה נתון לפי החלוקה של הקבוצות הנוכחיות ל-31.12.72 נלקח כבסיס הנתון מיום המסחר הראשון בשנת 1973, דהיינו מ-2.1.73.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

הון עצמי מצד פירמות הרשומות בבורסה ע"י הנפקות חדשות של מניות, שטרי הון ואיגרות הון הניתנות להמרה במניות: כ-627 מיליון ל"י, לעומת כ-200 מיליון ל"י ב-1972 והעדר הנפקות בשנתיים שקדמו לכך.

השינוי במגמת התפתחות הביקוש למניות, ובמיוחד הירידה במחיריהן, נבע ממספר גורמים, שפעלו באותו כיוון. ראשית, במהלך שנת 1972 הוכפלו בממוצע, מחירי המניות; אם ניתן לומר, שלפני כן היו המניות בבורסה של תל-אביב מוערכות בחסר, הרי לאחר עלייה מהירה זו הן נעשו מוערכות ביתר. על כן, ירדה כדאיות האחזקה של המניות במחיריהן החדשים והתפתחה מגמת מימוש רווחים. שנית, נוצרה בתחילת השנה במשק הישראלי דחקות מוניטרית. זו צמצמה את האשראי לרכישת ניירות ערך ויצרה לחץ להקטנת תיקי המניות של המוסדות הבנקאיים והכספיים למיניהם, שנאלצו לעשות כן על מנת לעמוד בלחץ דרישות האשראי.

על רקע זה של ירידה בביקוש למניות הוצף שוק המניות בהצע של הנפקות חדשות בהיקף חסר תקדים. בהכנתן של ההנפקות הללו הוחל עוד בתקופת הגיאות בשוק, אך בגלל תהליך ההכנה הארוך הן הוצעו לציבור רק עם תחילת השפל ובמהלכו. במצב זה של שוק המניות, אך טבעי הוא, שהנפקת ניירות ערך חדשים, הסופגת מהשוק אמצעים כספיים בממדים, שהם כרבע מכלל ערכו של תיק המניות, לא תוכל להתבצע ללא השפעה חריפה על המחירים בשוק. יתר על כן, לרוע המזל, היו אלה בעיקר הנפקות של חברות, הרשומות זה מכבר בבורסה, ולא הנפקות של חברות

¹ אמנם נכון, שלרכישת חלק משטרי ההון ואיגרות החוב הניתנות להמרה הופנו כספי קופות תגמולים שלא היו מקודם בשוק זה, אבל עדיין היתה הספיגה משוק המניות, שטרי ההון והאג"ח להמרה בשיעור ניכר ומכריע לגבי מגמת התפתחות המחירים.

חדשות; ולכן לא נוצרה תנועת התאמה של תיק הנכסים הכספיים, וביקוש נגזר כתוצאה מכך. שהיתה מתקיימת אילו היו מופיעות מניות בעלות תכונות חדשות שיכלו לשפר את מבנה תיק הנכסים האופטימלי. כך אנו עדים שוב לתופעה, שהתקיימה בראשית שנות ה-60: בעקבות גיאומטריות בשוק המשני למניות מתרחשת עלייה ניכרת בהיקף ההנפקות החדשות, ואלה, המופיעות בשוק בעיקר עם תחילת מימוש הרווחים והירידה במחירים גורמות להחמרה ניכרת של ירידה זו. אם נוסיף להתפתחויות הללו את התחזקות הלחץ האינפלציוני, המשפיע יותר מהר על התשואות בשוק איגרות החוב מאשר בשוק המניות, את חסרוננו של גרעין מייצב בדמות המשקיע המוסדי הגדול במניות ואת חסרוננו של המשקיע הקטן לטווח ארוך, שאינו נכנס לשוק רק בסמוך לשיא הגיאומטריות ובורח ממנו לשנים מספר עם תחילת הירידה, נבין את הכוחות, שפעלו במהלך השנה וקבעו את ההתפתחויות בשוק המניות. אמנם, לצורך הבנת התפתחויות אלה צריך לבחון גם את ההתפתחויות הריאליות בחברות הרשומות בבורסה ואת תחזיות הרווחים שלהן לשנים הקרובות, אבל מאחר שהתמונה בתחום זה איננה ברורה, אין לדעת כיצד השפיע גורם זה על ההתפתחויות בבורסה.

א. השוק הראשוני (שוק ההנפקות החדשות)

היקף ההנפקות החדשות של מניות, תמורת מזומן, הגיע השנה ל-326.8 מיליון ל"י והיקף ההנפקות של שטרי הון ואיגרות חוב הניתנים להמרה במניות — ל-299.3 מיליון ל"י, לעומת 143.2 ו-56.0 מיליון ל"י, בהתאמה, ב-1972. מגמת הריכוז של גיוס ההון בידי החברות הפיננסיות למיניהן התחזקה השנה: 91.8 אחוזים מכלל גיוס ההון נעשה בידיהן ו-8.2 אחוזים בלבד גויסו בידי החברות הפועלות בתחומים הריאליים של המשק; ב-1972 היו המשקלים המתאימים 82.1 ו-17.9 אחוזים. מקורה של מתכונת זו של גיוס הון נעוץ במספר גורמים: ראשית, היקף העסקים של המוסדות הכספיים למיניהם מתרחב בקצב מהיר ביותר; ומאחר שיש צורך, ולעתים אף לחץ מוסדי, לשמור על יחס מינימלי מסוים בין הון עצמי לכלל הנכסים, נאלצים מוסדות אלה מפעם לפעם לנצל תקופות גיאומטריות בשוק המניות ולגייס הון עצמי מעבר למה שניתן לצבור מרווחים בלתי מחולקים. שנית, למוסדות הפיננסיים יש הכרה וגישה נוחה לשוק הראשוני וכן משמשים הם כחתמים להנפקות, כך שהוצאות ההנפקה לגביהם נמוכות יחסית וביכולתם להבטיח רקע נוח להצלחת ההנפקה. כן נדמה, שעובדת היותם גדולים יחסית מבטלת את האפשרות לגיוס הון בהנפקות פרטיות. העובדה שבענף הפיננסי לא נפוצה הבעלות המשפחתית עושה פנייה אל הבורסה לשם גיוס הון מניות לצעד טבעי¹. לעומת זאת, לחברות האחרות, ובמיוחד לתעשייתיות שבהן, יש אלטרנטיבות טובות יותר לגיוס כספים במסגרת הלוואות הפיתוח הזולות שהממשלה מעמידה לרשותן ובנוסף על כך, חזקה אצלן הרתיעה מהפיכת חברה פרטית לחברה ציבורית עם כל ההשלכות שיש לדבר ביחס לחובת הדיווח הפומבי על התוצאות העסקיות, התערבות בעלי מניות חדשים בניהול השוטף וכדומה.

השנה פנה מספר רב יחסית של חברות, לשוק הראשוני למניות, שטרי הון ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות: 22 חברות במניות ו-17 חברות באיגרות חוב לעומת 12 ו-6 בהתאמה, ב-1972. עם זאת, קיימת חפיפה רבה ברשימת החברות בשני סוגי ההנפקות. נראה, שחלק מהחברות לא הרגישו בטחון ביכולתן לגייס את כל הסכום המבוקש בהנפקת מניות, ולכן פנו לכלי הביניים, אם כי אין להתעלם מכך שיש בצורה זו של גיוס הון יתרונות נוספים לחברה (בתחום תשלום מס הכנסה על העברת רווחים לבעלים) ולמשקיע (הקטנת הסיכון שבהשקעה בלא פגיעה כמעט בסיכוי הרווח לטווח הארוך) שבגללם ייתכן שימוש בכלי זה גם בתקופות גיאומטריות ויכולת להנפיק מניות בלבד. (ראה דו"ח 1972 ע' 402—401).

¹ ובמיוחד שבתנאי שוק המניות הישראלי לא כרוכה פנייה מעין זו באובדן שליטה מצד הקבוצה השלטת בחברה.

בין החברות, שפנו השנה לשוק המניות, מצויות שלוש חברות מתחום המקרקעין והתעשייה. שזו להן הפעם הראשונה להנפיק מניות במסגרת הבורסה. זהו מספר גדול יחסית לשנים שעברו. אבל אין לראות בכך עדיין שינוי מגמה, אלא חריגים בודדים בלבד.

הנפקות "זכויות" היוו השנה 75 אחוזים מכלל ההנפקות ורק 21 אחוזים גוייסו ע"י פנייה לציבור הרחב (לעומת 68 ו-29 אחוזים, בהתאמה ב-1972¹). להנפקת מניות באמצעות "זכויות" יכולות להיות שלוש סיבות עיקריות: האחת, חובה משפטית הקיימת בתקנון של חלק מהחברות והמחייבת אותן לבצע הנפקת מניות חדשות רק באמצעות זכויות. השנייה, היא הרצון לאפשר לבעלי המניות הקיימים לשמור על משקלם בכלל ההון והשליטה על החברה גם אם אין הדבר מתחייב מתוך התקנון והשלישית, להבטיח את הצלחת ההנפקה, שכן הנפקת מניות באמצעות זכויות מבוצעת במחיר הנמוך ממחיר השוק ולכן יש תמריץ לבעלי הזכויות לנצלן. בתנאי השוק הישראלי, ובמיוחד בשנת 1973, נדמה, שהסיבה המרכזית היתה צירוף של התחובה המשפטית ושל הרצון להבטיח את הצלחת ההנפקה. לעומת זאת, איגרות החוב הניתנות להמרה הוצעו כולן לציבור הרחב, שלא באמצעות "זכויות", אבל בחלק מהמקרים היתה הקצאה מוקדמת למשקיעים מועדפים (בדרך כלל, מוסדיים). תופעה זו נבעה מהרצון לשתף משקיעים מוסדיים מסונפים ברווחים שהיו צפויים לאחר ההנפקה, אבל גם מתוך הרצון להבטיח גרעין מוסדי של מחזיקים בנייר, תכונה רצויה בעתות שפל ומשבר בבורסה.

כאמור, דן פרק זה בגיוס הון עצמי תמורת מזומן מצד חברות רשומות בבורסה, כשהמניות המונפקות הוצעו לכלל בעלי המניות הקיימים (באמצעות זכויות) או לציבור הרחב. עם זאת, גדלה השנה יתרת המניות הרשומות למסחר בבורסה גם כתוצאה מהמרת איגרות חוב במניות בהיקף של כ-2 מיליון ל"י ערך נקוב, מהנפקה שלא תמורת מזומן בהיקף של כ-53 מיליון ל"י ערך נקוב ומרישום למסחר של מניות קיימות בסכום של כ-31 מיליון ל"י ערך נקוב, לעומת כ-7 מיליון ל"י בלבד אשתקד בשלושת הסעיפים כאחד. תופעה שעוד החמירה את לחץ ההצע של המניות החדשות על רמת המחירים בשוק, אם כי במידה פחותה מאשר הצע המניות תמורת מזומן.

שלא כבשוק איגרות החוב, היו למלחמה השפעות שליליות על שוק המניות בכללו ועל השוק הראשוני בפרט. למעשה, כל ההתפתחויות בשוק הראשוני שתוארו למעלה אירעו בשלושת רבעי השנה הראשונים, וברבע האחרון היתה הנפקה אחת בלבד של מניות. עם זאת, אפשר לטעון, שהתפתחות זו היתה חזויה מראש בשל השפל הנמשך בשוק המשני למניות והפסקת תכנון הנפקות חדשות כתוצאה מכך.

ב. השוק המשני למסחר במניות

השוק המשני למסחר במניות היה שרוי במשך רוב השנה בשפל ההולך ומתחזק. לאחר שבמשך חודש ינואר עלה מדד המחירים היומי, ב-7.4 אחוזים ונפח המסחר, בבורסה ומחוצה לה, הגיע לשיא של 246 מיליון ל"י, החלה מגמת ירידה במחירים ובמחזוריים כאחד: מדד המחירים היומי ירד ב-29 אחוזים, מסוף ינואר לסוף דצמבר, ונפח המסחר החודשי ירד בתקופה זו לכ-70 מיליון ל"י בממוצע חודשי.

על הסיבות לשפל בשוק המניות עמדנו כבר בתחילתו של פרק זה, ואילו כאן נציג ביתר פירוט את ביטויי השונים. מלוחות ט"ו-5 וט"ו-6 ניתן לקבל תמונה על התפתחות מחירי המניות על פני השנה. לאחר השיא של סוף חודש ינואר, החל מדד המחירים היומי לרדת באופן רצוף כמעט, ובעקבות המלחמה התחזקה הירידה ביתר שאת. בסוף שנת 1973 הגיע מדד המחירים

¹ היתרה, בכל אחת מהשנים, מייצגת מכירה לעובדי החברות המגייסות (ראה דין וחשבון, 1972, ע' 402).

לוח ט"ו-7

היקף המסחר החורשי בבורסה * ומחוצה לה לפי קבוצות מניות רגילות ובכורה, 1973

(אלפי ל"י)

החודש	סה"כ מניות מסחריות	בנקים	בנקים למשכנתאות**	מסדות מימון ענפיים**	ביטוח	מסחר ושרותים	מקרקעין ופיזוח	תעשייה	חברות להשקעה	מניות בשוק החופשי שליד הבורסה
ינואר	176,309	68,266	15,045	3,308	3,170	6,832	21,447	16,340	40,858	1,043
	69,697	28,200	5,731	1,061	759	2,010	6,185	8,111	17,640	
פברואר	107,273	46,081	8,173	2,884	1,332	4,633	12,285	11,467	20,010	408
	54,297	29,413	4,164	4,550	297	1,036	3,144	3,842	7,851	
מארס	41,144	14,096	3,328	1,061	483	2,280	5,504	4,848	9,359	185
	33,841	23,931	2,222	403	140	489	1,682	1,395	3,579	
אפריל	39,463	13,189	2,676	1,197	597	2,086	4,757	5,158	9,590	213
	23,645	11,949	1,557	1,916	249	633	1,791	1,817	3,733	
מאי	49,782	16,673	4,911	1,169	751	2,440	5,068	7,285	11,144	341
	34,675	17,398	2,031	719	339	782	1,773	3,318	8,315	
יוני	38,335	14,431	2,401	1,552	971	1,330	3,329	5,622	8,324	276
	24,738	14,744	1,518	328	473	484	1,602	2,232	3,357	
יולי	63,665	21,570	7,050	1,577	2,780	1,908	7,818	9,026	11,579	357
	45,576	27,357	3,415	331	1,888	499	3,775	3,318	4,993	
אוגוסט	33,323	8,625	3,373	667	1,318	1,243	3,754	7,085	6,713	545
	25,734	15,062	2,358	875	278	342	1,546	2,611	2,662	
ספטמבר	32,366	7,690	2,200	529	783	1,676	3,758	6,029	9,067	634
	24,455	12,050	1,147	159	257	801	1,874	2,059	6,108	
אוקטובר	18,687	4,410	1,022	201	357	1,130	2,499	4,818	4,021	229
	13,357	4,532	586	70	103	533	872	2,197	4,464	
נובמבר	19,640	4,396	1,473	439	306	847	2,081	4,097	5,806	195
	17,854	6,156	719	92	71	350	1,104	2,373	6,989	
דצמבר	12,983	2,904	1,096	312	149	635	1,371	3,377	2,927	212
	16,349	7,471	474	67	115	374	816	1,668	5,356	
בורסה	632,970	222,331	52,748	14,896	12,997	27,040	13,671	85,152	139,497	4,638
מחוצה לה	384,210	198,263	25,922	10,571	4,969	8,333	26,164	34,941	75,047	
סה"כ 1973	1,017,180	420,594	78,670	25,467	17,966	35,373	99,835	120,093	214,544	4,638
סה"כ 1972	1,112,871									

* המספר העליון בכל חודש מציין את היקף המסחר בבורסה וזה שמתחתיו את המסחר מחוץ לבורסה.

** כולל מניות הנסחרות בל"י במטבע חוץ.
המקור: הבורסה לניירות ערך, תל-אביב.

היקף המסחר במניות ובאיגרות חוב במסגרת הבורסה ומחוצה לה *

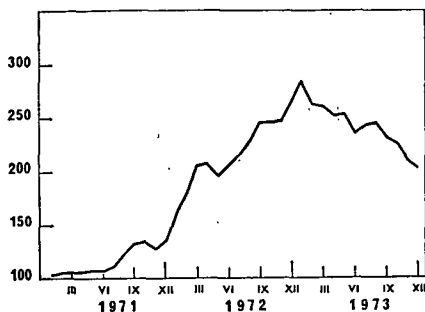
לפי רבעונים, 1972 ו-1973

(מיליוני ל"י)

	איגרות חוב				מניות			
	היחס = (5)/(7) (8)	סך הכול (7)	בתוך הבורסה (6)	מחוץ לבורסה (5)	היחס = (1)/(3) (4)	סך הכול (3)	בתוך הבורסה (2)	מחוץ לבורסה (1)
1972	0.80	3,484.1	691.0	2,791.1	0.31	1,112.8	762.9	349.9
1973	0.76	4,823.5	1,138.2	3,685.3	0.38	1,017.2	633.0	384.2
העלייה או הירידה — באחוזים		38.4	64.7	31.9		-8.6	-17.0	9.8
1973 לפי רבעונים								
I	0.76	907.2	219.7	687.5	0.33	482.5	324.7	157.8
II	0.71	899.1	262.0	637.1	0.39	210.0	127.6	83.0
III	0.75	1,237.5	308.5	929.0	0.43	225.2	129.4	95.8
IV	0.80	1,779.7	348.0	1,431.7	0.48	98.9	51.3	47.6

* כולל אג"ח במסבס ישראל, אג"ח במסבס חוץ וטרי הון ואיגרות חוב הניתנות להמרה במניות ולא כולל מילווה קצר מועד.
ה מקור : מעובד לפי נתוני הבורסה לניירות ערך, תל-אביב.

דיאגרמה ט"ו-1
המודד היומי של מחירי המניות,
1971 עד 1973
(דצמבר 1970=100)



היומי ל-76.4 אחוזים מרמתו בסוף השנה הקודמת
כאשר הירידה חריפה יותר בענפי המסחר והשי-
רותים, החברות להשקעה וחברות המקרקעין
ומתונה יותר בענפים הפיננסיים.

השפל בתחום מחזורי המסחר במניות משת-
קף מנתוני לוח ט"ו-7. במהלך השנה הלך מחזור
המסחר הכללי וירד מ-246 מיליון ל"י בחודש
ינואר ל-29 מיליון ל"י בלבד בחודש דצמבר, תוך
כדי עלייה בולטת במשקל המסחר הנערך מחוץ
למסגרת הבורסה; ברבעון האחרון של השנה
שעברה הגיע משקל המסחר מחוץ לכותלי הבור-
סה לכ-28 אחוזים מכלל המסחר, ואילו עד הרבעון
האחרון של השנה הנוכחית עלה משקל זה ברצי-
פות והגיע ל-48 אחוזים (לוח ט"ו-8). מגמה זו

מרמזת על התפתחות בלתי רצויה של ירידת משקל העסקות בשלב המשתנים לעומת שלב
הפתיחה, וירידת משקל המשקיעים הקטנים במסחר ביחס למשקיעים המוסדיים והעסקות הגדולות

לוח ט"ו-9
התפלגות שיעורי התשואה הכוללים, נמו, מהשקעה במניות רגילות בבורסה של ת"א,
תקופות נבחרות
(אחוזים)

תקופה	ש"כ מינימלי	ש"כ לפי עשרונים					ש"כ מכסימלי	ש"כ ממוצע פשוט	ש"כ ממוצע משוקלל בהון הרשום *	ש"כ ממוצע משוקלל בהיקף מחזור המסחר השנתי בבורסה **	מספר מניות החברות	מספר
		10	25	50	75	90						
1. קבוצת חברות הבנקים, חברות הביטוח והמוסדות הכספיים												
30.6.73—31.12.72	—29.8	—15.6	—10.6	—3.7	5.0	9.8	63.1	—1.8	4.0	—0.7	39	24
31.12.73—30.6.73	—37.9	—19.2	—14.9	—6.9	0.7	2.3	30.3	—7.6	—14.8	—12.4	39	24
31.12.73—31.12.72	—37.9	—29.0	—24.5	—8.4	2.3	10.4	30.4	—9.8	—11.5	—12.7	39	24
2. קבוצת חברות המקרקעין הפיתוח												
30.6.73—31.12.72	—20.8	—17.9	—15.9	—6.2	1.5	3.6	21.0	—5.8	—9.2	—9.7	14	11
31.12.73—30.6.73	—30.1	—23.8	—19.3	—17.0	—6.8	5.6	14.8	—13.0	—11.2	—16.2	14	11
31.12.73—31.12.72	—41.0	—32.7	—31.3	—24.3	—4.9	4.3	17.6	—17.7	—19.1	—24.1	14	11
3. קבוצת חברות התעשייה והמסחר												
30.6.73—31.12.72	—40.9	—25.6	—16.9	—6.4	1.4	7.9	16.7	—8.5	—14.2	—12.3	34	22
31.12.73—30.6.73	—33.1	—28.2	—18.4	—9.1	—0.1	8.2	29.3	—9.1	—5.9	—8.0	34	22
31.12.73—31.12.72	—39.2	—35.1	—30.4	—22.2	—5.5	5.0	22.7	—17.4	—19.7	—19.6	34	22
4. קבוצת החברות להשקעה												
30.6.73—31.12.72	—28.6	—26.4	—18.4	—15.2	—10.8	—2.4	2.2	—14.2	—21.1	—16.7	17	14
31.12.73—30.6.73	—24.7	—23.4	—21.7	—15.9	—7.4	—3.5	0.5	—13.8	—8.0	—12.0	17	14
31.12.73—31.12.72	—43.8	—36.9	—34.7	—28.5	—23.1	—9.8	2.7	—25.9	—27.8	—27.0	17	14
5. סך כל החברות הרשומות בבורסה ***												
30.6.73—31.12.72	—40.9	—23.2	—15.3	—7.1	2.2	8.2	63.1	—6.5	—4.8	—6.7	108	74
31.12.73—30.6.73	—37.9	—25.2	—18.2	—10.5	—0.2	2.9	30.3	—10.0	—12.1	—12.3	108	74
31.12.73—31.12.72	—43.8	—35.5	—29.5	—20.9	—5.3	7.1	30.4	—16.2	—16.8	—18.3	108	74
31.12.72—31.12.71	—10.5	—38.5	68.2	105.3	135.8	175.3	361.9	106.8	109.8	112.8	108	75
31.12.71—31.12.70	—22.0	5.3	17.4	33.3	44.2	71.2	160.0	38.7	34.8	44.9	111	77

* לפי הרכב ההון הרשום, במחירי שוק, בסוף השנה שקדמה לשנת החישוב.

** לפי הרכב מחזור המסחר בשנה שאליה מתייחס החישוב למעט הנתונים לשנת 1972, שלגביהם השתמשנו בהרכב המחזור בשנת 1971.

*** כולל מספר מניות, שאינן כלולות אף באחת מארבע קבוצות המניות הנ"ל.

המסור: חישובי מחלקת המחקר, בנק ישראל.

התפלגות מניות רגילות * ואיגרות חוב לפי מחזורי המסחר היומיים **, 1972, 1973

מחזור יומי	מניות רגילות ***				איגרות חוב ****			
	1972		1973		1972		1973	
	מספר המניות	החלק במחזור העסקות הכולל	מספר המניות	החלק במחזור העסקות הכולל	מספר האיגרות החוב	החלק במחזור העסקות הכולל	מספר האיגרות החוב	החלק במחזור העסקות הכולל
(אלפי ל"י)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)	(אחוזים)
ללא מסחר	—	0.0	—	0.0	185	0.0	210	0.0
0—0.2	—	0.0	—	0.0	168	0.6	87	0.0
0.4—0.2	—	0.0	—	0.0	48	0.9	28	0.0
1.0—0.4	—	0.0	1	0.0	56	2.2	67	1.6
2.0—1.0	1	0.1	3	0.1	42	3.6	64	3.2
4.0—2.0	5	0.4	5	0.4	33	6.3	63	6.5
10.0—4.0	9	1.8	14	2.6	90	35.0	111	28.3
20.0—10.0	14	6.2	11	4.0	31	25.0	71	34.7
40.0—20.0	18	14.6	15	11.6	8	13.5	13	12.9
60.0—40.0	8	10.4	9	11.5	1	3.6	4	6.6
80.0—60.0	8	14.7	5	9.5	1	3.3	1	2.5
160.0—80.0	8	27.8	7	21.6	1	5.0	1	3.7
240.0—160.0	3	16.6	2	11.6	—	0.0	—	0.0
+240.0	1	7.4	2	27.1	—	0.0	—	0.0
סך הכול	75	100.0	74	100.0	664	100.0	720	100.0

* לגבי מניות, הנתונים הם לגבי מסחר בבורסה ומחוצה לה, ולגבי איגרות חוב, הנתונים הם לגבי מסחר שבמסגרת הבורסה בלבד. לגבי המניות מוצגת התפלגות המנפיקים ואילו לגבי איגרות החוב התפלגות היא לפי ניירות ערך יחידניים, כלומר כל סוגי המניות שהנפיקה חברה מסוימת נחשבים לצורך לוח זה כיחידה אחת. לעומת זאת כל איגרת חוב הנשאת מספר בורסה נפרד נחשבת ליחידה בפני עצמה ומופיעה בלוח זה אם היתה רשומה למסחר במהלך השנה כולה.

** בהנחה של 250 ימי מסחר בשנה.

*** פירוט לפי קבוצות ראה בלוח ג'ט"ו-2.

**** אינו כולל מילות קצרי מועד. פירוט לפי קבוצות ראה בלוח ג'ט"ו-2.

ה מ ק ר : נתוני הבורסה לניירות ערך תליאביב.

המתבצעות מחוץ לבורסה — התפתחויות הפוגעות במשמעות ובאמינות מחירי המניות הנקבעים במסגרת הבורסה.

את השפעת השפל בשוק המניות על שיעורי התשואה הכוללים נטו¹ למשקיעים בשוק זה ניתן לראות בלוח ט"ו-9. בממוצע פשוט לכל הבורסה היתה התשואה הכוללת הנקייה 16.2 — אחוזים, כאשר העשירון התחתון הוא 35.5— אחוזים והעשירון העליון 7.1 אחוזים בלבד. הפסד נומינלי אפיין את כל קבוצות המשנה של המניות; ההפסד הממוצע הגבוה ביותר היה בקבוצת החברות להשקעה (25.9 — אחוזים), ואילו ההפסד הממוצע הנמוך ביותר — בקבוצת המניות הפיננסיות (9.8 — אחוזים). העובדה, שהירידות במחירים ובתשואות הקיפו את כל ענפי הבורסה מחזקת את הטענה, שעיקר השונות במחירי המניות על פני הזמן נובעת מגורמי שוק כלליים ורק בחלקה הקטן היא תלויה בהשפעת הענף הכלכלי אליו משתייכת המניה.

¹ על שיטת החישוב של שיעור התשואה הכולל נטו, על המשמעות השונה של כל אחת משלוש צורות המיצוע, ועל חישוב שיעור תשואה זה לשנים 1969—1972 ראה ר' צנטלר, "רווחיות ההשקעה במניות רגילות בבורסה לניירות ערך בתליאביב — ינואר 1969 עד יוני 1972" סקר בנק ישראל 41, ירושלים, אפריל 1973.

בניגוד לשנים קודמות, שבהן היו המניות הסחירות יותר ובעלות ההון הרשום הגדול יותר גם בעלות שיעורי התשואה הגבוהים יותר בממוצע, סבלו השנה דווקא מניות אלה מהפסדים גדולים יותר, ועל כן נראה, שמניות אלה רגישות יותר למגמת השוק מאשר מניות החברות הקטנות והבלתי סחירות.

שלא כבשוק המשני למניות, גדל היקף המסחר בשוק המשני לשטרי הון ואגרות חוב הניתנות להמרה במניות. הדבר קשור בעלייה הדרסטית במלאי ההון למסחר בשוק זה ולפעולות ההתאמה שבעקבות ההנפקות הרבות שבוצעו השנה. עם זאת, במקביל לירידות המחירים בשוק המניות, נרשמה גם בשוק זה ירידת מחירים, אם כי אין בנמצא מדד מחירים המתחשב לשוק זה בנפרד על מנת לציין במדויק את שיעורה של ירידה זו.

בלוח ט"ו-10 נתונה אינפורמציה בדבר התחלקות המניות עפ"י היקף המסחר היומי הממוצע במסגרת הבורסה ומחוצה לה. אנו רואים שמבחינה זו קיימת שונות גדולה בין המניות השונות כאשר העשירון התחתון הינו כ-4,000 ל"י ליום ואילו העשירון העליון עולה על 80,000 ל"י ליום. הירידה שחלה השנה בנפח המסחר הכללי באה לידי ביטוי גם בלוח זה כאשר בממוצע המניות ירדו לקבוצת נפח מסחר נמוכה יותר אם כי עדיין נותרו 9 מניות (לעומת 12 אשתקד) שנפח המסחרי היומי הממוצע בהן עלה על 80,000 ל"י.

4. המילווח קצר המועד

בתחילת השנה התחזקה מגמת הירידה בביקוש למילווח קצר המועד, שהחלה עוד בריבוע האחרון של השנה הקודמת. היתה זו בעיקר תוצאה מן הנחיתות של ההשקעה במילווח זה — היותו בלתי צמוד ונושא תשואה נמוכה באופן יחסי. התפתחות זו, על רקע המדיניות המוניטרית של בנק ישראל, נראתה כבלתי רצויה ובעקבות דיונים בנושא זה עם הבנקאות המסחרית נחתם הסכם הידוע בשם "הסכם החיתום" שהטביע את חותמו על התפתחות היקף המילווח קצר המועד שבמחזור במהלך השנה עד למלחמת אוקטובר.

לוח ט"ו-11

ההון הרשום למסחר כבורסה * לפי ערך רשום וערך שוק, 1972, 1973

העלייה או (—) הירידה		1973		1972		סוף התקופה
ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	
איגרות חוב						
—6.6	—12.3	110.1	65.7	117.9	74.9	איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
62.3	46.0	3,955.4	2,482.1	2,437.2	1,699.8	איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן
—1.1	—2.8	1,195.5	1,173.6	1,209.8	1,207.1	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ
67.8	68.5	5,650.4	3,928.6	3,366.7	2,331.5	איגרות חוב מסוג ברירה
—51.7	—61.5	2.6	1.0	5.8	2.6	איגרות חוב בהצמדה מעורבת
22.0	24.7	23.8	26.8	19.5	21.5	איגרות חוב לא צמודות
52.9	44.0	10,938.0	7,687.8	7,156.0	5,337.4	סך כל איגרות החוב
344.5	460.8	361.4	382.5	104.9	83.0	איגרות חוב להמרה במניות
מניות						
—1.9	34.0	2,557.9	1,305.0	2,606.9	973.9	מניות רגילות ובכורה
0.0	—0.3	226.0	186.7	226.3	187.3	מניות נסחרות במטבע חוץ
—1.7	28.5	2,783.9	1,491.7	2,833.2	1,161.2	סך כל המניות

* ניירות ערך בעלי שער בלבד.

לוח ט"ו-12

פירוט ההנפקות החדשות תמורת מזומן * של מניות ואיגרות חוב

ניתנות להמרה לפי הענף המנפיק, 1972 ו-1973

הענף המנפיק	1972				1973			
	מניות	שטרי הון ואיגרות חוב להמרה	סך הכול	המשקל בסך כל ההנפקות	מניות	שטרי הון ואיגרות חוב להמרה	סך הכול	המשקל בסך כל ההנפקות
	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)		(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	
בנקים מסחרים וחברות לאחזקות בנקאות	84.6	30.0	114.6	57.5	184.7	60.0	244.7	39.1
בנקים למשכנתאות	15.0	6.0	21.0	10.5	27.3	56.0	83.3	13.3
מוסדות מימון ענפיים	4.3	0.0	4.3	2.2	4.2	10.0	14.2	2.3
ביטוח	0.0	0.0	0.0	0.0	5.4	0.0	5.4	0.9
מסחר ושירותים	0.0	0.0	0.0	0.0	7.2	8.0	15.2	2.4
מקרקעין בינוי פיתוח והדרים	18.7	7.0	25.7	12.9	1.7	2.3	4.0	0.6
תעשייה	4.0	6.0	10.0	5.0	23.6	9.0	32.6	5.2
חברות להשקעה ולאחזקות	16.6	7.0	23.6	11.9	72.7	154.0	226.7	36.2
סך הכול	143.2	56.0	199.2	100.0	326.8	299.3	626.1	100.0

* למעט חלוקת מניות הסבה, המרת אג"ח חליפין, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.
ה מקור : חישובי מחלקת המחקר, בנק-ישראל.

עיקרו של "הסכם החיתום", שנערך לתקופה שבין ה־18 לינואר לבין ה־14 לנובמבר 1973, הינו התחייבות מצד מערכת הבנקאות המסחרית לדאוג לעלייה בקצב מוסכם מראש של יתרת המילווה שבמחזור. זאת ע"י נכונותם לרכוש את ההפרש שבין ביקוש הציבור למילווה לבין היתרה המוסכמת. קצב הצמיחה של יתרה זו נע בין 3 ל־4 מיליון ל"י לשבוע, עם הפסקות מסוימות בתקופות מוסכמות מראש של דחקות מוניטרית עונתית.

תוצאותיו של הסכם זה מוצגות בלוח ט"ו-13. בחודש ינואר אירעה ירידה ביתרת המילווה שבמחזור בכ־35 מיליון ל"י, כתוצאה מהתפתחויות בשבועיים הראשונים שעד לחתימת ההסכם. לאחר מכן החלה היתרה לגדול, והיא עלתה מ־714 מיליון ל"י בסוף חודש ינואר ל־819 מיליון ל"י בסוף חודש ספטמבר.

לגבי משקיעים גדולים שונתה השנה במידה מסוימת מהותו של המילווה קצר המועד, מערכת הבנקאות הציעה את המילווה למשקיעים גדולים מקרב הציבור בשיעורי תשואה הגבוהים מאלה שבמקור: אלה הגיעו לעיתים עד ל־15 אחוזים נטו ויותר, כאשר ההפרש בין תשואת המקור והתשואה המובטחת למשקיע ממומן ע"י מערכת הבנקאות. הבנקים עשו זאת כדי לעמוד בהתחייביותיהם לפי הסכם החיתום בתקופה של עליית המחיר האלטרנטיבי של הכסף הן לבנקים והן לציבור. כך התאפשרה עלית יתרת המילווה במחזור במשך שלושת רבעי השנה כאשר הוא מתרכז בחלקו בידי הציבור הרחב. בחלקו בתיקי הבנקים שחתמו על ההסכם ובחלקו נמכר בתשואה מסובסדת בידי הבנקים למשקיעים גדולים.

מלחמת יום הכיפורים והשינוי, שחל במדיניות המוניטרית בעקבותיה, הביאו לביטולו, למעשה, של הסכם החיתום ולהפסקת תמיכת הבנקים בהפצת המילווה. כתוצאה מכך ירד הביקוש למילווה קצר המועד כפי שהיה קורה, קרוב לודאי, כבר בתחילת השנה לולא הסכם החיתום. בשלושת החודשים האחרונים של השנה ירדה יתרת המילווה שבמחזור בכ־400 מיליון ל"י

לוח ט"ו-13

יתרת מילווה קצר מועד בידי הציבור בשנת 1973, לפי חודשים

(מיליוני ל"י)

סוף התקופה *	היתרה	העלייה או הירידה (—)
1972 דצמבר	748.3	
1973 ינואר	713.7	—34.6
פברואר	727.4	+13.7
מארס	726.9	—0.5
אפריל	733.4	+6.5
מאי	755.6	+22.2
יוני	771.1	+15.5
יולי	788.3	+17.2
אוגוסט	808.3	+20.2
ספטמבר	818.5	+10.2
אוקטובר	704.1	—114.4
נובמבר	563.2	—140.9
דצמבר	420.0	—143.2

* בסוף שבוע המסחר הסמוך לסוף החודש הנדון.
ה מקור: בנק ישראל, מינהל מלוח המדינה.

והגיעה ל-420 מיליון ל"י. מגמה זו נמשכה בקצב מהיר מאוד בחודשים הראשונים של שנת 1974, והיא תאמה את ההתפתחות בכלל הנכסים הבלתי צמודים, אך עוצמתה היתה רבה הרבה יותר, שכן, כאמור, נחות המילווה מנכסים אחרים בתחום התשואה למשקיע ובשל המדיניות שנקטו הבנקים המסחריים עם ביטול הסכם החיתום לכוון משקיעים פרטיים להשקעה בפקידונות לזמן קצוב. כן יש להזכיר בהקשר זה את עליית התשואה הנומינלית והנוזליות של ההשקעה באגרות חוב צמודות, שהפכו למתחרות במילווה קצר המועד גם לצורך השקעה נוזילה לטווח קצר. כתוצאה מכל ההתפתחויות הללו תרם המילווה קצר המועד השנה להתרחבות בסיס הכסף במשק סכום של 328 מיליון ל"י. אם נוסיף על כך את תשלומי הריבית הדיסאג'יו, תגיע התרומה לעירוי החיצוני למשק לסך 401 מיליון ל"י. כל כולה של הרחבה זו אירעה ברביע האחרון של השנה, ובמובן זה היתה בהתאם לרוח המדיניות המוניטרית.

5. מילווה החובה

השנה נמשכה גביית מילווה החובה מהציבור, ובעקבות מלחמת יום הכיפורים אף נוסף מילווה חובה חדש. במסגרת מילווה החובה הקודמים (מילווה הביטחון ומילווה חיסכון) נגבו השנה 798 ו-540 מיליון ל"י בהתאמה, ואילו במסגרת מילווה המלחמה, נגבו כבר בשנת 1973 89 מיליון ל"י. כך הגיעה סך כל גביית מילווה החובה ל-1,427 מיליון ל"י לעומת 1,181 מיליון ל"י ב-1972. עלייה זו בגביית מילווה החובה נובעת בחלקה מהטלת מילווה החובה החדש, ובחלקה — מעליית ההכנסות משכר ומרווחים במשק, המהווים בסיס לגביית מילווה אלה.

אין לראות במילווה החובה חלק מהשוק הראשוני לניירות ערך; עם זאת הם חלק מגיוס ההון במשק, שמקצתו באה על חשבון רכישת ניירות ערך רגילים.¹ כן יש לציין, שמילווה החובה, שנגבו השנה לא יהפכו, כתוצאה מתנאייהן המיוחדים, לסחירים למשך שנים רבות (ואף מילווה הביטחון והחיסכון 1970 שתולקו השנה לא נהיו למעשה לניירות ערך סחירים למרות נסיונות מסוימים בכיוון זה) ובכך לא ישפיעו על השוק המשני לניירות ערך כפי שהשפיעו בעבר, ואף בשנה החולפת, חלוקת מילווה הקליטה והביטחון הסחירים.

נוסף על מילווה החובה, שנגבו מכלל בעלי ההכנסה החייבת במס הכנסה ומהמעבידים, נגבה סך 160 מיליון ל"י במסגרת מילווה הביטחון הבנקאי המיוחד. אם נוסיף גם מילווה זה לכלל מילווה החובה, מגיע סכומם השנה ל-1,587 מיליון ל"י לעומת 1,310 מיליון ל"י ב-1972.

6. ניירות ערך הנסחרים במס"ח ושוק הנת"ד

העדר ציפיות לשינוי קרוב² בשער החליפין של הל"י, שאפיין את כל חודשי השנה עד למלחמה הביא למיתון הפעילות בשוק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ בתקופה זו לירידה בשיעורי האג'יו ובמלאי ניירות הערך המוחזקים וכן בירידת משקל נכסים אלה בכלל תיק הנכסים הפיננסיים במשק. תהליך זה היה המשך להתפתחות משנת 1972 אך עוצמתו היתה מוגברת: בשנת 1972 הגיע היקף ההנפקה נטו בארץ של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ל-18.8 מיליון ל"י, ואילו השנה הגיע סכום זה ל-1,558.5 מיליון ל"י (ראה לוח ט"ו-1); בשנה שעברה היו מספר חודשים, שבהם עלה מחיר הנת"ד, בממוצע חודשי, מעל לרצפה של 4.23 ל"י לדולר, ואילו השנה (עד המלחמה שהיתה נקודת מפנה בתחום זה) לא קרה הדבר אפילו בחודש אחד,

¹ ניתוח מפורט יותר של השאלה כיצד להתייחס למילווה החובה במסגרת ניתוח שוק ניירות הערך, ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1970 ע' 340—341.

² הכונה ל"קריבה" ההופכת לכדאית, לאור שיעורי התשואה האלטרנטיביים על נכסים פיננסיים בל"י, את ההשקעה בני"ע הנסחרים במטבע חוץ.

רכישות נטו * של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ מכספי תמ"מ ונת"ד,

1971 עד 1973

(מיליוני דולרים)

1973				1972	1971	אחורש
רשומים בחול	הוללים	רשומים בארץ	סך הכל ***			
א. סך כל הרכישות נטו						
0.6	0.6	2.0	3.2	1.7	5.1	ינואר
0.7	1.2	5.8	7.7	-0.1	3.9	פברואר
-0.7	+0.1	-1.7	-2.3	-0.3	0.8	מארס
+0.1	-0.2	-1.9	-2.0	-1.1	4.6	אפריל
0.7	0.8	1.3	2.8	7.1	3.4	מאי
1.5	0.7	3.2	5.4	4.4	5.2	יוני
1.2	0.7	1.4	3.3	4.1	5.1	יולי
-1.2	-0.3	-1.9	-3.4	2.6	1.9	אוגוסט
-0.2	1.2	0.8	1.8	0.0	2.5	ספטמבר
-0.3	0.3	0.2	0.2	-0.5	2.1	אוקטובר
0.0	0.0	-1.0	-1.0	0.3	0.9	נובמבר
0.2	0.1	0.6	0.9	1.3	3.1	דצמבר
2.6	5.2	8.8	16.6	19.5	38.6	סך הכול
0.2	-8.1	-19.9	-27.8	18.8	34.4	ב. שיערוך **
א+ב=ג. סך כל התוספת לתיק הנכסים						
2.8	-2.9	-11.1	-11.2	38.3	73.0	
84.2	89.5	178.7	352.4	363.6	325.3	ד. יתרת התיק בסוף התקופה

* סך כל ניירות הערך שנקנו בניכוי סך כל ניירות הערך שנמכרו בתקופה הנדונה.

** שיעור שנעשה בחודש מרס כתוצאה משינויים במחירי ניירות הערך.

*** כולל כ-9.3 מיליון דולר הפרשים כתוצאה משינויים בשערי החליפין בין המטבעות השונים.

ה מקור : אגף מטבע חוץ, משרד האוצר.

וזאת אף כי שיעור ההמרות מתוך כספי התמ"מ, שהינו המקור להצע כספים חדשים בשוק הנת"ד, ירד השנה.

העדר הציפיית לשינוי קרוב בשער החליפין של הל"י מול הדולר מצא את ביטויו הן במחירי הנת"ד, כפי שתואר למעלה, והן במחיר הדולר השחור. עם זאת, מאחר שבשוק הדולר השחור פועלים גורמי ביקוש והצע נוסף על אלה של משקיעים פיננסיים, היה שיעור האגיו בשוק זה גבוה מאשר בשוק הנת"ד והגיע בתשעת החדשים הראשונים של השנה לכ-6 אחוזים בממוצע.

תיק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ שבידי תושבי ישראל (הכולל ניירות ערך ישראליים זורים) ירד השנה ב-11.2 מיליון דולר. היתה זו תולדה של הפסדי הון בסך 27.8 מיליון דולר כתוצאה מירידת מחירי ניירות הערך, רווחים כתוצאה מהפרשי שיערי מטבעות בסך 9.3 מיליון דולר והשקעה נטו בסך 7.3 מיליון דולר. יתרת פיקדונות הנת"ד עלתה במקצת, והדבר מהווה אינדיקציה נוספת לאי-בהירות מצד בעלי הנת"ד לגבי כדאיות ההשקעה בניירות ערך מסוג זה.

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

הנמחרים במטבע חוץ, 1972 ו-1973

סוף התקופה	1973						1972						סוף התקופה
	שיעור האג"י על דולר שחור	מחיר דולר שחור (ממוצע חודשי) **	שיעור האג"י על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) **	סך כל ני"ע ופיקדונות נת"ד (8) + (9)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח *	שיעור האג"י על דולר שחור	מחיר דולר שחור (ממוצע חודשי) **	שיעור האג"י על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) **	סך כל ני"ע ופיקדונות נת"ד (1) + (2)	יתרת ני"ע נסחרים במט"ח *	
	(14)	(13)	(12)	(11)	(10)	(9)	(7)	(6)	(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(מיליוני דולרים)	(מיליוני דולרים)	(אחוזים)	(ל"י)	(אחוזים)	(ל"י)	(מיליוני דולרים)	(מיליוני דולרים)	
ינואר	8.6	4.56	0.7	4.23	381.2	14.3	366.9	5.2	4.42	0.7	4.23	327.0	20.8
פברואר	8.1	4.54	0.7	4.23	390.0	15.4	374.6	4.8	4.40	0.7	4.23	326.9	18.0
מארס	5.7	4.44	0.7	4.23	388.8	16.6	372.2	4.0	4.37	0.7	4.23	326.6	20.0
אפריל	5.2	4.42	0.7	4.23	357.5	15.1	342.4	4.0	4.37	0.7	4.23	325.5	19.6
מאי	4.5	4.39	0.7	4.23	360.1	14.9	345.2	4.5	4.39	0.7	4.23	351.4	10.1
יוני	4.8	4.40	0.7	4.23	365.4	14.8	350.6	6.9	4.49	1.9	4.28	355.8	17.2
יולי	5.2	4.42	0.7	4.23	369.8	15.9	353.9	6.0	4.45	3.1	4.33	359.9	15.8
אוגוסט	5.2	4.42	0.7	4.23	367.2	16.7	350.5	4.8	4.40	1.7	4.27	362.5	15.8
ספטמבר	7.1	4.50	0.7	4.23	368.5	16.2	352.3	4.8	4.40	0.7	4.23	362.5	15.3
אוקטובר	10.2	4.63	1.2	4.25	372.2	19.7	352.5	4.8	4.40	0.7	4.23	362.0	15.4
נובמבר	13.1	4.75	3.1	4.33	373.2	21.7	351.5	5.2	4.42	0.7	4.23	362.3	14.9
דצמבר	17.4	4.93	8.6	4.56	377.1	24.7	352.4	6.2	4.46	0.7	4.23	363.6	16.0

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

** ממוצע של ימי שני וחמישי בשבוע.

ה מקור: בנק ישראל, אגף מטבע חוץ במשרד האוצר, והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

חוסר הפעילות היחסי בשוק החוקי הזה למטבעות ולניירות ערך זרים אירע בשנה של שינויים חריפים ביחסי המחירים בין המטבעות הזרים השונים והדבר מאשר מחדש את העובדה, שהביקוש העיקרי לנכסים פיננסיים אלה בארץ נובע מהרצון להתגונן בפני ירידה בערך החיצוני של הל"י

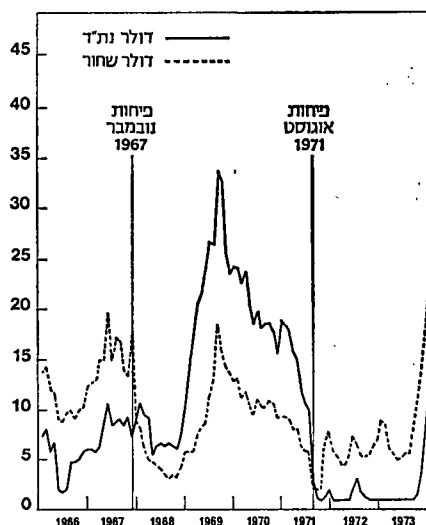
דיאגרמה ט"ו-2

שיעור האג"י לדולר שחור ולדולר נת"ד,

1966 עד 1973

(אחוזים)

שיעור
האג"י



ולא מהרצון לקחת חלק בארועים בשוקי הכספים וניירות הערך הזרים. כן חשוב להדגיש את השוני בהתפתחות בתחום הנידון לעומת ההתפתחות בתחום הביקוש לאחזקת פיקדונות פז"ק ותמ"מ — האחרונים גדלו השנה בשיעור ניכר. נראה, שעל אף ששיקולי הערך החיצוני של הל"י הינם מרכזיים בהגדרת הביקוש בשני השווקים כאחד, קובעת בשוק לניירות ערך זרים ולנת"ד מערכת הציפיות לטווח הקצר, ואילו בתחום הפז"ק והתמ"מ, שבהם אין אפשרות ליציאה ולכניסה חוזרת, קובעת מערכת הציפיות לטווח הארוך. אם כי כאשר יש ציפיות חזקות מאד לשינוי בערך החיצוני של הלירה תוך זמן קצר, משפיע הדבר גם על הביקוש לפז"ק ותמ"מ. מכאן ניתן לומר, שמבנה מערכת הציפיות בארץ, בתשעת החדשים הראשונים של השנה, היה של חוסר ציפיות לפיחות קרוב של הלירה הישראלית ביחד עם ציפיות חזקות לפיחות בטווח הארוך יותר.

בעקבות מלחמת יום הכיפורים, על כל השלכותיה הכלכליות לטווח הקצר והבינוני כאחד, חל שינוי במערכת הציפיות של הציבור ושיעור

האג"י עלה והגיע בחודש דצמבר ל-8.6 אחוזים בשוק הנת"ד ול-17.4 אחוזים בשוק הדולר השחור. זאת, במקביל לעלית מדד מחירי איגרות החוב הצמודות לשער החליפין מ-104 בסוף נובמבר ל-113.8 בסוף דצמבר. מגמה זו נמשכה אף בחודשים הראשונים של שנת 1974.