

השוק לניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

החל מאפריל 1970 הטילה הממשלה על הציבור את מילואות החובה כתחליף למילואות הביטחון (כזכור, נרכשו מילואות הביטחון תחת לחץ חברתי אך לא היו מילואות חובה באופן פורמלי). כתוצאה ממדיניות זו גדל סך ההון שגויס מהציבור מ-915 מיליון ל"י ב-1969 ל-1,264 מיליון ל"י בשנת 1970 (ראה לוח י"ח-1). הסכום שנגבה במסגרת מילואות החובה בתקופה אפריל-דצמבר 1970 הגיע ל-523 מיליון ל"י, וגביית מילואות הביטחון 1968 ו-1969 ירדה במשך השנה ב-176 מיליון ל"י¹. בסך הכול, גדלה גביית שני סוגי המילואות הללו מ-337 מיליון ל"י ב-1969 ל-685 מיליון ל"י בשנת 1970.

הטלת מילואות החובה השפיעה על המכירות של איגרות חוב אחרות המוצעות לציבור הרחב² ואלה ירדו ב-85 מיליון ל"י. לעומת זאת, עלו המכירות של איגרות חוב ארוכות מועד צמודות מדד, המיועדות בעיקר לגורמים מוסדיים, בסכום גדול יותר (109 מיליון ל"י) כך שסך המכירות של איגרות חוב שאינן חובה עלה ב-1970 ב-24 מיליון ל"י בהשוואה לשנת 1969.

בסוגים השונים של איגרות החוב המוצעות לציבור הרחב היו התפתחויות מנוגדות: במכירת מילואות הברירה חלה ירידה של 163 מיליון ל"י — מכירתם ברוטו של מילואות הפיתוח השייכים לסוג זה של איגרות חוב הגיעה בשנת 1970 ל-15 מיליון ל"י בלבד, לעומת 147 מיליון ל"י ב-1969; לעומתם, עלו המכירות נטו של המרכיב השני, איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ, ב-77 מיליון ל"י.

הירידה במכירת מילואות הברירה הינה תוצאה ישירה של ירידת הגידול בהכנסה הריאלית הפנויה, עקב הטלת מילואות החובה החדשים והעליות בשיעורי המיסים הישירים ובמחירים; בעקפין, השפיעה גם האטת הצבירה של תכניות החיסכון שהן הרוכשות העיקריות של מילואות הברירה. סיבה נוספת הינה הפצת תעודות מילואות הקליטה 1965 ומילואות ביטחון 1968 ו-1969. ההיצע הגדול של איגרות חוב אלה הוריד את מחירן, העלה את תשואתן — ואפשר להן להתחרות בהנפקות החדשות. במחצית השנייה של השנה התאוששו המכירות של מילואות הברירה כתוצאה מעליות המחירים במשק.

העלייה במכירות איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ מצביעה על היחלשות הציפיות לפיחות מיידי בסוף שנת 1969. הציפיות הקודמות לפיחות הגבירו את הביקוש לפיקדונות נת"ד (שאינם נושאים ריבית, אך המרתם נוחה יותר). עם השינוי בציפיות אנו עדים למעבר לנכסים נקובים במטבע חוץ אשר מעניקים ריבית. גורם נוסף להגברת רכישת איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ

¹ הגביות על חשבון מילואות אלו פסקו, למעשה, באפריל 1970. הסכום שנגבה אחר כך הינו פיגור בתשלום בעיקר מצד הבנקים, לפי הסדר עם האוצר.

² קבוצה זו כוללת את מילואות הברירה (למעט מילואות ביטחון 1968 ו-1969) ואיגרות חוב ישראליות הנסחרות במטבע חוץ ואינה כוללת מכירות של איגרות חוב ארוכות מועד — אלה מיועדות בעיקר לקופות הגמל הרוכשות אותן במקור לפי תקנות מיוחדות של האוצר.

יש לראות בירידה בכושר התחרות של ניירות ערך זרים עקב הירידה בשעריהם בבורסות בארצות הברית וכן במשבר שאירע בקרנות הנאמנות הזרות. הגידול במכירות נטו של ניירות ערך זרים ירד מ-23 מיליון דולר ב-1969 ל-14 מיליון דולר ב-1970.

במילווה קצר מועד חלה התאוששות בשנת 1970 והמכירות נטו הגיעו ל-92 מיליון ל"י; מזה 82 מיליון ל"י במחצית הראשונה של השנה ו-10 מיליון ל"י בלבד במחצית השנייה, עת סבלו המילווות (שאינם צמודים) מן העלויות במחירים במשק ומההתעניינות הגוברת בנכסים צמודי מדד. העלייה העיקרית היתה בסדרה של שלושה חודשים, בשעה שבסדרה של שנה וחצי נרשמה ירידה.

בשוק מניות לא היתה אף הנפקה חדשה בשנת 1970, אף כי היתה זו שנה של ריווחיות טובה. חולשה זו נמשכת משנים קודמות והיא מוסברת הן בצד ההיצע — קיום תחליפים טובים יותר לגיוס כספים, והן בצד הביקוש — בעניין מועט בשוק המניות.

כמות ניירות הערך שהחזיק הציבור הרחב, כולל מילווות החובה, גדלה בהרבה בשנת 1970 בהשוואה לשנת 1969, תוך האטה בגידול המילווות מרצון; וזה, במידה רבה, עקב הטלת מילווות החובה. מילווות החובה השפיעו גם על הרכישות של המשקיעים המוסדיים. חלה האטה בגידול ההפקדות בתכניות החיסכון המאושרות, וכן במכירת תעודות השתתפות של קרנות הנאמנות של הבנקים, ולכן גם גדלו השקעותיהן של קבוצות מוסדות אלה בניירות ערך בשנת 1970 בקצב איטי יותר מאשר ב-1969. אצל המשקיע מוסדי אחר, קופות גמל, חלה האצה ברכישת ניירות ערך, עקב שינוי בתקנות האוצר לגבי רכישתם, וכן בגלל האצה בצבירתן השנתית, שנבעה מההתפתחות המהירה של קופות הגמל לעצמאיים ליד הבנקים, ומהחשת קצב גידול השכר לשכר.

התופעה הבולטת בבורסה לניירות ערך היתה הנסיגה בשוק המניות — המחזור השנתי בשוק זה ירד ב-51 אחוזים ב-1970 בהשוואה לשנת 1969, ולכך נלוותה ירידה של 7.3 אחוזים במדד הכללי של שערי המניות.

בשוק איגרות החוב חלה בשנת 1970 עלייה במחזור, אולם היא היתה קטנה מזו שבשנת 1969 (5 אחוזים לעומת 16 אחוזים בהתאמה). בסוגים השונים של איגרות החוב היו מגמות שונות: המחזור של איגרות החוב צמודות מדד ארוכות מועד עלה ב-46 אחוזים, בעיקר במחצית השנייה של השנה, עת נרשם מילווה קליטה 1965 בבורסה (החל בספטמבר נרשם המסחר בו כמסחר בתוך הבורסה¹). עלויות המחירים במשק הגבירו את ההתעניינות בסוג זה של איגרות חוב וגרמו לעליית שעריהן ב-12.2 אחוזים ב-1970 ולירידה בתשואותיהן. במילווות ברירה היה המחזור יציב, למרות הרישום של מילווה ביטחון 1968 בבורסה בחודש יולי. השפעת הרישום קוזה ע"י ירידה ניכרת במחזור של מילווות הפיתוח, בגלל ירידה בהנפקות חדשות. כמו באיגרות החוב צמודות המדד ארוכות המועד, גם כאן חלה עלייה במחצית השנייה של השנה, מלווה בעלייה של 3.3 אחוזים בשעריהן.

גם בתוך קבוצת איגרות החוב הקשורות למטבע חוץ חלו התפתחויות מגוונות. מחזור איגרות החוב צמודות דולר ירד ב-39 אחוזים, ואילו מחזור איגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ עלה בכ-23 אחוזים. התנודות במחיר נת"ד סייעו למגמות אלו. במשך מרבית חודשי השנה היה מחיר הדולר נת"ד בסימן ירידה, ובייחוד אחרי אפריל. הרמה הנמוכה ביותר נרשמה בסוף אוקטובר, 4.05 ל"י. בדצמבר קפץ מחירו והגיע ל-4.22 לעומת 4.35 ל"י בסוף 1969. גידול רב בהיצע של דולרים, שמקורם בעיקר בגידול הרב בתקבולי הפיצויים האשישים מגרמניה, איפשר ירידה במחיר הנת"ד בתקופה של גידול בביקוש.

¹ בתקופה מיולי עד ספטמבר, כלומר מתחילת הפצת תעודות המילווה עד למועד רישום המילווה היה מסחר ער מחוץ לבורסה, אשר התחרה במסחר בסדרות אחרות של המילווה (ראה דיון על שוק איגרות החוב).

א. איגרות חוב¹

בשנת 1970 גייסה הממשלה מהציבור, באמצעות מילוות חובה, בתקופה אפריל-דצמבר 1970 סכום של 522.8 מיליון ל"י (ראה לוח י"ח-1). מילוות החובה החליפו, למעשה, את מילוות הביטחון שהונפקו בשלוש השנים הקודמות. קיים הבדל ניכר בין תנאי המילוות החדשים לתנאי מילוות הביטחון הקודמים. מילוות הביטחון הקודמים הונפקו בתנאי ברירה ולתקופה של 5 (1967) או 10 שנים (1969, 1968). מילוות החובה החדשים הינם צמודי מדד ואחד מהם הונפק לתקופה של 16 שנים². הבדל חשוב נוסף: התעודות של המילוות החדשים יתקבלו באיחור רב, ולא יהיו סחירות, ואילו תעודות של מילוות הביטחון הקודמים אפשר היה לקבל בלי פיגור והיגן סחירות בבורסה.

התחלופה גרמה לירידה של 175.6 מיליון ל"י בגביות על חשבון מילוות הבטחון הקודמים, אולם סך ההון המגוייס ממילוות החובה³ עלה מ-316.4 מיליוני ל"י בשנת 1969 ל-641.4 מיליון ל"י ב-1970. סכום הכולל שגויס—מילוות החובה⁴ ומילוות אחרים—חלה עלייה גדולה, מ-915.1 מיליון ל"י ב-1969 ל-1,264.2 מיליון ל"י ב-1970.

מילוות החובה החליפו גם רכישות של איגרות חוב מצד הציבור הרוכש ניירות ערך מרצון. המכירות נטו של איגרות החוב החדשות הנרכשות מרצון—מילוות ברירה ואיגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ⁵—ירדו מ-275.8 מיליון ל"י ב-1969 ל-190.5 מיליון ל"י ב-1970, כלומר, ירידה של 85.3 מיליון ל"י.

מילוות הברירה הם אשר נפגעו בקבוצה זו, ומכירתם קטנה ב-162.7 מיליון ל"י לעומת גידול של 77.4 מיליון ל"י באיגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ. את מילוות הברירה רוכש הציבור באופן ישיר ודרך תכניות החיסכון המאושרות של הבנקים. לירידה ברכישה שתי סיבות עיקריות: א. ההכנסה הריאלית הפנויה של הפרטים כמעט שלא עלתה ב-1970, למרות העלייה בהכנסה הנומינלית, וזאת כתוצאה מהטלת מילוות החובה, מעליות בשיעורי המיסים הישירים (בייחוד תשלומי חובה לביטוח לאומי) וכן תוצאה מעליות מחירים. להאטה בגידול ההכנסה הפנויה היתה השפעה ברורה ביותר על הקניות העקיפות של מילוות ברירה. הפיקדונות בתכניות החיסכון גדלו ב-1970 ב-241 מיליון ל"י בלבד, לעומת גידול בסך 323 מיליון ל"י בשנת 1969. נוסף על כך, פחתו ב-1970 קניות מצד הציבור של תעודות השתתפות בקרנות הנאמנות—קרנות הנמנות על רוכשי מילוות ברירה (עיין להלן, סעיף 3 "רוכשי ניירות ערך").

¹ הנתונים על ההנפקות הם לגבי מכירות ממש, בניכוי פדיונות, ולא לערך הגקוב של האמיסיות. הנתונים על פדיון הם בחלקם פדיונות תיאורטיים ובחלקם פדיונות למעשה (ראה הערות ללוח י"ח-1) והם אמורים לגבי תשלומי קרן והפרשי הצמדה על הקרן.

² ישנם שני מילוות—מילוות חיסכון ומילוות ביטחון—ושניהם נושאים ריבית של 5 אחוזים. התעודות של מילוות החיסכון יופצו עד 1.4.1974 והמילווה ייפרע החל באוקטובר 1974 בשלושה תשלומים שנתיים. התעודות של מילוות ביטחון יופצו עד 1.4.1977. הריבית תשולם בשלושה תשלומים שנתיים החל מ-1.10.1977 והמילווה ייפרע בדצמבר 1985. התעודות לא יהיו סחירות וגם בלתי ניתנות לשעבוד או להעברה, פרט להעברות מכוח הדין. בשני המילוות הקרן צמודה למדד, והריבית פטורה ממס הכנסה.

³ מילוות ביטחון 1968 ו-1969 הוצגו בעבר כמילוות ברירה רגילים, אף כי היה להם, במידה רבה, אופי של מילוות חובה. כאמור לעיל, מילוות החובה החדשים היוו תחליף למילוות אלו. ברור איפוא, שהירידה בגיוס כסף על חשבון מילוות אלו בשנת 1970 הינה תופעה טכנית, לכן הם נכללו במילוות החובה. סכומים אלה כוללים גם גביות של מילווה קליטה.

⁴ כאמור, יש הבדלים ניכרים בין תנאי מילוות החובה לבין תנאי איגרות חוב אחרות, אולם, למרות יסוד המס (במובן זה, שניתן לראותן כרכוש), החלטנו לצרף אותן להנפקות הרגילות.

⁵ איגרות חוב ארוכות מועד נמכרות לפי תקנות האוצר ונקנות בעיקר בידי קופות הגמל, ראה דיון להלן.

לוח י"ח - 1

מכירות נמו של הנפקות מקומיות¹ של ניירות ערך לציבור, 1969 ו-1970

(מיליוני ל"י)

העלייה או הירידה (-) במכירות נטו	1970			1969			
	מכירות נטו	פדיון	מכירות ברוטו	מכירות נטו	פדיון ²	מכירות ברוטו	
איגרות חוב רגילות							
מילוות ארוכי מועד							
-6.8	-0.1	20.6	20.5	6.7	27.2	33.9	מילוות ממשלתיים ³
116.2	432.4	111.1	543.5	316.2	91.0	407.2	מילוות לא ממשלתיים ⁴
109.4	432.3	131.7	564.0	322.9	118.2	441.1	סך הכול
מילוות ברירה							
-99.4	-29.1	43.6	14.5	70.3	76.9	147.2	מילווה פיתוח
-63.3	107.7	83.9	191.6	171.0	33.6	204.6	מילוות לא ממשלתיים
-162.7	78.6	127.5	206.1	241.3	110.5	351.8	סך הכול
איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ							
77.4	111.9	40.4	152.3	34.5	41.8	76.3	סך כל איגרות החוב הרגילות
24.1	622.8	299.6	922.4	598.7	270.5	869.2	
מילוות קליטה							
ובביטחון ⁶							
-22.2	-43.2	58.4	15.2	-21.0	46.2	25.2	מילוות קליטה
-175.6	161.8	—	161.8	337.4	—	337.4	מילוות ביטחון 1967, 1968 ⁷
522.8	522.8	—	522.8	—	—	—	מילוות ביטחון וחיסכון 1970
325.0	641.4	58.4	699.8	316.4	46.2	362.6	סך הכול
349.1	1,264.2	358.0	1,622.2	915.1	316.7	1,231.8	סך כל איגרות החוב
מילווה קצר מועד							
119.9	92.0			-27.9			
-28.5	—			28.5			מניות

(1) אינו כולל מכירות של ניירות ערך זרים בישראל. כולל מכירות לבנקים במסגרת הסדרים עם האוצר (מילווה ביטחון — 82.3 מיליון ל"י ב-1969 ו-86.7 מיליון ל"י ב-1970, ומילווה סיתוח — 62.1 מיליון ל"י ו-6.3 מיליון ל"י בהתאמה). הנתונים בלוח זה מתתייחסים רק להנפקות עם תשקיף [פרוספקט].

(2) פדיון תיאורטי (קרן והצמדה). לגבי פדיונות מוקדמים של מילוות ברייה, פדיון של מילווה קליטה ופדיון של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ — קיימים נתונים למעשה.

(3) כולל מכירות של איגרות חוב של הסוכנות ע"י האוצר בסך 16 מיליון ל"י ב-1969. לכאורה, היו מכירות אלו תחליף להנפקות חדשות מסוג ב' (לפי הסדר עם חברת העובדים) ויש להניח, כי לולא נמכרו, היו מונפקות איגרות חוב אחרות.

(4) כולל הנפקות של סקטור המוסדות הכספיים, מוסדות הנכללים בסקטור קופות הגמל וחברות הביטוח ועוד.

(5) נתונים אלו חושבו בל"י, לפי שער החליפין הרשמי.

(6) גביות מן הציבור ולא הפצה של איגרות חוב.

(7) לפי החוק, נחשבות איגרות חוב אלו כמילוות מרצון. על הסיבות להכללתן בסעיף של מילוות שאינם מרצון — ראה בדיון על ההנפקות החדשות.

ה מקור: מינהל מילוות הפדיונה, בנק ישראל, תל-אביב.

ב. התשואות על איגרות חוב בבורסה היו גבוהות בהרבה מהתשואות על קניות במקור, כך שכוח המשיכה של ההנפקות החדשות לציבור היה נמוך יחסית בשנת 1970. יש לציין שלפי תקנות האוצר, אין תכניות החיסכון המאושרות חייבות לרכוש ניירות ערך במקור, והן גמשכו אל השוק, שם הובטחו תשואות גבוהות יותר. תשואות גבוהות אלה בבורסה גרמו בעיקר עקב ההפצה הגדולה של מילוות קליטה ומילוות ברירה בשנים 1969 ו-1970 שהגבירה את ההיצע בשוק.¹ קיימים גם סימנים לכך, שהציבור המשקיע פנה לשוק המישני באופן ישיר, במקום להשקיע דרך תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות (ראה דיון בפרק י"ד).

שני גורמים נוספים השפיעו על התפתחות המכירות של מילוות הברירה: א. בשנת 1970 היו הנפקות מעטות של מילוות הפיתוח, וכך חל שינוי בהשוואה לשנת 1969 בהתפלגות המכירות בקבוצה זו, בין מילוות הפיתוח לבין המילוות הלא ממשלתיים. מבחינה כלכלית, אין הבדל משמעותי בין הנפקות ממשלתיות ולא ממשלתיות כיוון, שכמעט כל הכסף המגויס דרך הנפקות לא ממשלתיות מוכווני ע"י הממשלה (ראה לוח ג' י"ח-1).² לשני סוגי ההנפקות אותם תנאים, והשינוי בחלוקה מוסבר בהקטנת הביקוש למילוות אילו, וברצון הממשלה לאפשר למגפיקים שאינם ממשלתיים להציע לשוק את איגרות החוב הללו, ולא להגפיק בעצמה.

לוח י"ח - 2

מכירות ברדמו של איגרות חוב, 1969 ו-1970

(מיליוני ל"י)

שנה	רביע	מילווה קצר מועד (מכירות נטו)*	איגרות חוב מסוג ברידמו**	איגרות חוב ארוכות מועד	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ
1969	I	-24.3	75.9	99.9	15.0
	II	54.0	110.7	87.1	14.9
	III	-28.0	95.3	104.5	19.5
	IV	-10.3	69.9	98.2	26.9
1970	I	33.8	42.1	81.9	44.5
	II	24.6	39.6	84.5	43.8
	III	19.9	62.2	164.5	30.8
	IV	-21.8	63.2	191.6	33.2

* כולל רק מכירות ישירות לציבור ולא פעולות של בנק ישראל.

** אינו כולל מילוח ביטחון.

המקור: מינהל מילוח המדינה, בנק ישראל.

ב. בניגוד לרמה השנתית של הרכישות, הנמוכה בהשוואה לשנת 1969, ניכרה התעוררות במחצית השנייה של השנה (ראה לוח י"ח 2). לכך הביאה עליית המיסים העקיפים באוגוסט 1970 והשפעתה על המחירים במשק³, אשר הגבירו את העניין באיגרות חוב צמודות מדד. גם הפיקדונות

¹ לגבי מילוות ביטחון אין נתונים מדויקים על ההפצה. ידוע, שבאפריל 1969 הופצו תעודות של מילווה ביטחון 1968 ובאפריל 1970 — תעודות של מילוות ביטחון 1969. הפצת תעודות מילווה קליטה עלתה בשנת 1969 ל-112.1 מיליון ל"י לעומת 57.7 מיליון ל"י בקודמתה. עלייה נוספת בהפצה היתה בשנת 1970.

² דיון מפורט יותר בנושא זה, ראה: בנק ישראל, דין וחשבון 1967, עמ' 448-453.

³ בתקופת ינואר-יוני עלה מדד המחירים לצרכן ב-3.0 אחוזים, לעומת עלייה של 7.0 אחוזים בתקופה יולי-דצמבר. במקביל לכך, חלה התעוררות באיגרות החוב צמודות המדד (ראה על כך בסעיף 4 להלן).

בתכניות החיסכון הושפעו מכך, והם עלו במחצית השנייה של השנה מהר יותר, בהשוואה למחצית הראשונה.

במכירות של המרכיב האחר של איגרות החוב הנרכשות מרצון – איגרות החוב הנקובות במטבע חוץ – חלה עלייה ניכרת: מ-34.5 מיליון ל"י ב-1969 ל-111.9 מיליון ל"י ב-1970.¹ עלייה זו מצביעה על שינוי בציפיות: מעבר מציפיות לפיחות בזמן הקרוב ששררו ב-1969, על רקע הזעזועים בשוק הבינלאומי, לציפיות לפיחות אפשרי בזמן רחוק יותר (ראה דיון בסעיף 5). אחרי אפריל התברר, כי בכוונת הממשלה לנקוט במדיניות פיסקאלית פנימית ולא לפתח את הל"י. כתוצאה מכך, עלה הביקוש לנכסים נקובים במטבע חוץ הנושאים ריבית, כמו איגרות חוב. גורם נוסף אשר המריץ את הגידול במכירות נטו של איגרות אלה היתה הירידה בשערי המניות בבורסות בארה"ב, וכן המשבר בקרנות הנאמנות הזרות. במחצית השנייה של השנה אנו עדים לירידה במכירת איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ בהשוואה למחציתה הראשונה (ראה לוח י"ח-2) בעיקר בגלל הגברת ההתעניינות באיגרות חוב צמודות מדד.

העלייה בסך 109.4 מיליון ל"י במכירות נטו של איגרות חוב צמודות מדד ארוכות מועד מוסברת בגורמים מוסדיים. את ההנפקות של איגרות חוב אלה אין הציבור הרחב רוכש והן מיועדות בעיקר לקופות הגמל. מוסדות אלו חייבים לקנות במקור לפי תקנות מיוחדות של האוצר. בשנת 1970 הוחמרו התקנות, כך שבמקום להשקיע 80 אחוזים מן הצבירה השנתית, חייבות קופות הגמל להשקיע 85 אחוזים מסך הנכסים שלהן (הצבירה של השנה השוטפת בנוסף לנכסים שהצטברו משנים קודמות) באיגרות חוב ארוכות מועד. נוסף על זה, חלה האצה בצבירתן השנתית בגלל ההתפתחות המהירה של קופות הגמל לעצמאיים ליד הבנקים, וכן בגלל החשת קצב גידול השכר לשכיר. במחצית השנייה של השנה הסתמנה מגמה של הגברת המכירה של איגרות חוב ארוכות מועד (ראה לוח י"ח-2), כשבחודש דצמבר נרשמה מכירת שיא. כיוון שהשינוי בתקנות עמד לקבל תוקף רק בסוף שנת 1970, סביר להניח, כי הקופות דחו את השקעותיהן באיגרות החוב החדשות על חשבון אלטרנטיבות טובות יותר.

המכירות נטו של מילוות הקליטה המשיכו לרדת, כשהמכירות ברוטו של המילווה הינן פיגורים בתשלום, והן קטנות מן הפדיון.² אולם בהפצת תעודות מילוות הקליטה חלה עלייה: מ-112.2 מיליון ל"י ב-1969 ל-149.9 מיליון ל"י בשנת 1970. ההפצה התרכזת במילווה קליטה 1965, והוא נרשם בבורסה בספטמבר. הפצת תעודות הופכת את המילווה לנכס נזיל, ובכך היא עשויה להשפיע על התנהגות הציבור ברכישה ובהחזקה של ניירות ערך אחרים (ראה סעיף 3 ודיון על שוק איגרות החוב בסעיף 4).

מגמות אלה בהנפקות החדשות של איגרות חוב גרמו להארכה בולטת ב"חיי" תיק ניירות הערך של המשק. ב-1970 היוו איגרות החוב ארוכות המועד 94 אחוזים מסך ההנפקות החדשות, לעומת 71 אחוזים בשנת 1969. תנאי ההנפקה – שיעורי הריבית ומועדי הפדיון – לא השתנו כלל בשנת 1970 לעומת קודמתה, וזה על רקע ביטול צו הריבית.

ב. מילווה קצר מועד

לאחר שנת השפל, 1969, בה פחתו המכירות נטו של המילווה ב-28 מיליון ל"י, חלה בשנת 1970 התאוששות, והמכירות נטו גדלו ב-92 מיליון ל"י. העלייה התרכזת ברובה במחצית הראשונה של השנה – 82 מיליון ל"י – כשהסיכום של מחציתה השנייה מורה על עלייה קלה בלבד, בסך 10 מיליון ל"י. העלייה במחצית הראשונה של השנה הושפעה מהעלאת הריבית על המילווה בנובמבר

¹ הסכומים מחושבים בשער החליפין הרשמי.

² גביות מילוות הקליטה נפסקה בשנה התקציבית 1966/67.

יתרת מילווה קצר מעד בידי הציבור לפי מעדדי המדינה, 1969 ו-1970
והשינויים ב-1970 לפי רביעים

(מיליוני ל"י)

מספר ימים לפדיון	השינוי מרביע לרביע, 1970					31.12.70	30.9.70	2.7.70	*26.3.70	31.12.69	עד
	רביע I	רביע II	רביע III	רביע IV	סך הכול						
91	30.0	31.6	38.2	7.9	107.7	272.3	264.4	226.2	194.6	164.6	91
182-98	-6.8	37.0	-1.8	-7.6	20.8	146.9	154.5	156.3	119.3	126.1	182-98
364-189	19.3	-5.5	-8.4	-2.0	3.4	122.1	124.1	132.5	138.0	118.7	364-189
546-371	-8.0	-14.3	-17.0	0.8	-38.5	18.9	18.1	35.1	49.4	57.4	546-371
סך הכול	34.5	48.8	11.0	-0.9	93.4	560.2	561.1	550.1	501.3	466.8	סך הכול

* צו הריבית בוטל ביום זה.

ה מקור : מינהל מילווה המדינה, הפקידה השבועית על שוק הכספים וההון, בנק ישראל, תל-אביב.

1969 ומציפויות ליציבות ברמת המחירים עקב מדיניות הממשלה לריסון הגידול בצריכה הפרטית¹. העלייה ביתרות המילווה התרכזה בסדרות הקצרות ובייחוד בסדרה של שלושה חודשים. בסדרה של שנה וחצי נרשמה ירידה (ראה לוח י"ח-3). העלייה בסדרה זו התפזרה על פני שלושת הרביעים הראשונים של השנה, וברביע האחרון הואט הגידול. העלייה מוסברת בחלקה ע"י אי הודאות ששררה באשר למדיניות שהיתה הממשלה עתידה לנקוט, כך שנוצרה גטייה להחזיק בכסים קצרי מועד. ביטול צו הריבית בתחילת הרביע השני לא הקטין את רכישת הסדרות הקצרות של המילווה קצר המועד, אף כי הריבית ששולמה עליו לא נשתנתה, ובו בזמן עלתה במקצת הריבית על התחליף העיקרי של המילווה — פיקדונות לזמן קצוב². במחצית השנייה של השנה, השפיעו עליות המחירים במשק על הקטנת יתרות המילווה שמועדיהם ארוכים יותר. ואילו יתרת המילווה לשלושה חודשים שמרה עדיין על גודלה, אם כי ברביע האחרון החלה להסתמן גם בסדרה זו ירידה³. הסבר נוסף לירידה בסדרה הארוכה היה תחרות מצד תחליפים כגון : מילווה ביטחון 1967 שמועד פירעונו קרוב לזה של הסדרות הארוכות, אשר נוסף על כך שהציע תשואה גבוהה יותר מזו שהציע המילווה קצר המועד, היה גם צמוד.

ג. מניות

בשוק המניות לא נרשמה כל הנפקה חדשה במשך שנת 1970 ; וזאת, בהמשך לחולשה שגילה שוק זה בשנים האחרונות. הרווחיות במשק התייצבה ברמה הגבוהה ששררה בשנתיים הקודמות,

¹ שני ההסברים הללו הינם חלקיים. למילווה קצר מועד יש תכונות של נייר ערך, אולם הוא משמש בעיקר ככנס כספי, לכן ניתוח מלא של ההתפתחויות במילווה זה יכול להיעשות במסגרת הדיון על שוק הכספים (ראה פרק י"ד).

² מעניין לציין כי העלייה ביתרות הסדרות עד שלושה חודשים בסך 31.6 מיליון ל"י, בשלושת החודשים הראשונים אחרי ביטול צו הריבית התרכזה ברובה בחודש הראשון (27.0 מיליון ל"י). יתכן שיש לראות בזה אות להקטנת הציפויות להעלאת הריבית אחרי אפריל. לעומת זאת, בסדרות עד שישה חודשים חלה בשלושת החודשים הללו עלייה בסך 37.0 מיליון ל"י ; בחודש הראשון ירדו היתרות ב-4.8 מיליון ל"י ובשני החודשים אחר כך הם עלו ב-41.8 מיליון ל"י.

³ מעניין לציין, שעליות המחירים לא גרמו להאטה בגידול של פיקדונות לזמן קצוב (ראה דיון בפרק י"ד).

וחלה אף עלייה בריווחיות של חברות שמניותיהן רשומות בבורסה. כלומר היה רקע נוח להנפקות חדשות של מניות.

היעדר הנפקות חדשות נעוץ הן בצד ההיצע הן בצד הביקוש. בצד ההיצע, ישנו, כנראה, אלטרנטיבות טובות יותר העומדות בפני הפירמות בבואן לגייס כספים, כמו הלוואות בתנאים נוחים מהממשלה. כך נמנע עידוד ממגפיקים פוטנציאליים להכנס לשוק ההנפקות, עם כל הבעיות וההוצאות הכרוכות בכך. בצד הביקוש, הרתיע את הקונים השפל שפקד את השוק, שפל אשר נמשך מספר שנים ושהחריף בשנת 1970 (ראה להלן על שוק המניות בבורסה). כמו כן מצטיין שוק מצומצם, כמו זה הקיים בישראל, בתנודות שערים חריפות, כתוצאה משינויים קטנים יחסית בביקוש ובהיצע, והדבר מרתיע גם הוא משקיעים רבים. קיומן של איגרות חוב צמודות מדד מהווה מתחרה לרכישת מניות בבורסה, אפילו בתקופה בה קיים לחץ אינפלציוני ומצב של עליות מחירים. כך נוצר כאן מעגל קסמים: גודלו המצומצם של השוק אינו מעודד הנפקות חדשות, והימנעות מהנפקות חדשות מנציחה את גודלו המצומצם. אחת הסיבות לגודלו המצומצם של שוק המניות הינה הימנעות של משקיעים מוסדיים מלהחזיק מניות — בארצות אחרות מחזיקים מוסדות כאלה בכמות ניכרת של מניות.

3. התנהגות רוכשי ניירות הערך בשנת 1970

מילות החובה אשר הוטלו בשנת 1970 גרמו להאטה בגידול תיק ניירות ערך המוחזקים מרצון בידי הציבור הרחב. אולם, אם נראה במילות חובה נייר ערך, נמצא גידול בתיק ניירות הערך במשק¹: מ-974.4 מיליון ל"י בשנת 1969 ל-1,478.1 מיליון ל"י ב-1970 (ראה לוח י"ח-4).

לוח י"ח-4

הגידול בתיקים של רוכשי ניירות ערך, 1969 ו-1970

1970		1969		
(מיליוני ל"י)	(אחרים)	(מיליוני ל"י)	(אחרים)	
100.0	1,478.1	100.0	974.4	(1) הגידול בתיק הכללי של המשק *
				(2) בניכוי משקיעים מוסדיים:
36.7	543.0	34.1	332.0	קופות הגמל
4.4	64.6	6.6	64.4	חברות ביטוח
16.4	243.0	28.5	278.0	תכניות חיסכון מאושרות
2.7	39.6	-0.4	-4.2	מוסדות בנקאים
-0.4	-6.3	2.1	20.9	מוסדות כספיים
59.8	883.9	70.9	691.1	סך הכול משקיעים מוסדיים
				(3) הגידול בתיק הציבור הרחב (1-2)
1.5	22.4	12.9	125.5	קרנות נאמנות של הבנקים
38.7	571.8	16.2	157.8	השקעות ישירות בנ"ע
33.3	**492.0	—	—	פחות: מילות חובה
				סך כל הגידול בתיק הציבור הרחב המוחזק מרצון
6.9	102.2	29.1	283.3	

* הנתונים כוללים הפצת תעודות של מילות קליטה ולא גביות. ראה דיון בטקסט.

** אומדן. סך הגביות במסגרת מילות החובה החדשים פחות החלק ששולם על ידי המוסדות המפורטים לעיל. ה מ ק ר: מעובר לפי נתונים של משרד האוצר וכן מנתונים שנקודו במינהל מילות המדינה ובמחלקת המחקר בבנק ישראל.

¹ הגידול מוגדר כמכירות נטו של הנפקות חדשות. לגבי מילות הקליטה מדובר בהפצת תעודות ולא בגביות (ראה דיון להלן).

מבחינת ההתנהגות של הציבור הרחב, יש לראות בחלק מהסכום המגוייס במסגרת מילווה חובה מס, שכן חלק ניכר ממנו לא היה נרכש אלמלא נכפתה הרכישה. כך שלפחות בהווה, מהווה המילווה הורדת מההכנסה הפנויה. ירידה זו יכולה להקטין חיסכון אחר, או להקטין צריכה שוטפת¹ — כלומר, יש כאן השפעה של מס. לולא היה פיגור בקבלת תעודות מילווה החובה, וכן אם אפשר היה למכור אותם ברגע הפצתן (כמו מילווה ביטחון 1968 ו-1969) אפילו במחיר שוק שהוא נמוך מערכן הנקוב², אפשר היה לראות מילווה אילו כניירות ערך רגילים. אולם קיים פיגור בהפצת תעודות אלו, ולפי החוק גם לאחר הפצתן לא יהיו סחירות. ניתן להתייחס למילווה כאל חיסכון כפוי, ולפיכך, יכול להתעורר ספק אם יש לכלול אותם בתיק ניירות הערך של המשק. לגבי מילווה הקליטה, שאף הם היו מילווה חובה, קיימת בעיה לגבי האופן שבו יכללו בתיק ניירות הערך: האם להתחשב בגביות המילווה או בהפצת תעודותיהן. כיון שהפצת התעודות היא אשר הופכת את המילווה לנכס נזיל, ולכן היא משקפת בצורה משמעותית יותר את הגידול שחל בתיק ניירות הערך של הציבור, השתמשנו בנתון על הפצת התעודות: בשנת 1969 — בסך 112.4 מיליון ל"י ובשנת 1970 — בסך 149.9 מיליון ל"י. הגידול בהפצה נבע מהפצת מילווה הקליטה 1965 שהחלה ברביע השלישי של שנת 1970.

הגידול בהחזקת ניירות ערך שבידי הציבור מחושב כהפרש בין סך הגידול בתיק ניירות הערך לבין הגידול בהחזקת ניירות ערך ע"י המשקיעים המוסדיים. בשתי הקבוצות העיקריות של המשקיעים המוסדיים, קופות גמל ותכניות החיסכון המאושרות של הבנקים בולטות מגמות מנוגדות: בקופות הגמל חלה האצה בגידול בתיק ניירות הערך בשנת 1970, מ-332 מיליון ל"י ב-1969 ל-543 מיליון ל"י ב-1970³. האצה זו מוסברת בשני גורמים, העיקרי שבהם הינו השינוי בתקנות האוצר: עד שנת 1969 חייבו תקנות אלו את הקופות להשקיע בניירות ערך 80 אחוזים מצבירתן השנתית, ובשנת 1970 הן חויבו להשקיע בניירות ערך 85 אחוזים מסך נכסיהן.

הגידול בפיקדונות של תכניות החיסכון בשנת 1970 היה איטי מזה שבשנת 1969 — 241 מיליון ל"י לעומת 323 מיליון ל"י בהתאמה, ולפיכך חלה האטה בגידול השקעותיהן בניירות ערך מ-278 מיליון ל"י ב-1969 ל-243 מיליון ל"י ב-1970. נראה, שזוהי השפעה של מילווה החובה החדשים וכן של העלאת שיעורי המיסים הישירים על הכנסה פנויה. נוסף על זה, חשוב לזכור, שתשואות גבוהות על איגרות חוב בשוק המשני משכו משקיעים לקניות ישירות בבורסה במקום השקעות בתכניות חיסכון⁴. אף על פי כן, יש לציין את הגידול בהפקדות בתכניות תמורה, הן באופן יחסי והן באופן מוחלט: מ-105 מיליון ל"י ב-1969 ל-124 מיליון ל"י ב-1970, גידול אשר בולט בייחוד עקב ההאטה בגידול של כל הקבוצה. בתכניות תמורה ניתן להפקיד במזומן ובתעודות של מילווה קליטה, והגידול בהפקדות של תעודות מילווה קליטה עלה מ-47 מיליון ל"י ב-1969 ל-70 מיליון ל"י בשנת 1970. שינוי זה בחלוקת ההפקדות בתכניות החיסכון מוסבר כתשואה המוענקת בתכניות תמורה, שהיא גבוהה מזו המוענקת בתכניות רגילות ולא בגידול בהפצת תעודות מילווה קליטה 1965, כיון שאלו אינן נחשבות כבנות הפקדה בתכניות תמורה.

לעומת ההאטה בגידול השקעותיהן של תכניות החיסכון של הבנקים בניירות ערך, גדלו הרכישות של הבנקים עצמם ב-1970 בקצב מהיר הרבה יותר מאשר ב-1969, כך שבכל קבוצת המוסדות הבנקאיים, עלה במקצת הגידול בניירות ערך בשנת 1970 בהשוואה לשנת 1969. לתופעה זו שתי סיבות עיקריות: מצב הנזילות של הבנקים השתפר בייחוד במחצית השנייה של השנה, ואיגרות חוב העניקו תשואות גבוהות, והגבירו את כדאיות ההשקעה בהן.

¹ המרכיב העיקרי בחיסכון הפרטים הינו חיסכון חוזי שאינו ניתן למשיכה.

² מבחינה זו לפחות יש לראות במילווה הביטחון ניירות ערך, אם כי ניתן לטעון שההפרש בין הפארי ושער המכירה הינו מס.

³ נתונים אלה כוללים הנפקות של "גמול".

⁴ דיון מפורט יותר ראה פרק י"ד.

העלייה ברכישות המשקיעים המוסדיים לא ספגה את העלייה בתיק ניירות ערך של המשק (כולל מיליות חובה). ניתן להסיק איפוא, שהגידול בהחזקת ניירות ערך מצד הציבור הרחב עלה בשנת 1970 על הגידול בשנת 1969. אולם, לאחר ניכוי מיליות החובה ניכרת ב־1970 האטה בהחזקת ניירות ערך מרצון. יש לציין את הירידה הניכרת ברכישות של קרנות הנאמנות של הבנקים, הגובעת מירידה במכירתן של תעודות השתתפות לציבור. ירידה זו מוסברת כנראה בגורמים דומים לאלו המסבירים את ההאטה בתכניות החיסכון¹.

4. המסחר בבורסה לניירות ערך

א. מגמות כלליות

ההאטה בפעילות בבורסה, אשר החלה להסתמן בשנת 1969 החריפה בשנת 1970. התופעה הבולטת בשנת 1970 היתה הנסיגה שאירעה בשוק המניות. זו התבטאה בירידה של כ־51 אחוזים במחזור העסקות ביחס לשנת 1969 (ראה לוח י"ח-5) ובירידה ניכרת בשערי המניות, בעיקר במחצית הראשונה של השנה. במחזור איגרות החוב חלה התרחבות מתונה של כ־4.5 אחוזים, לעומת 15.6 אחוזים בשנת 1969, אולם בסוגים השונים של איגרות החוב היו מגמות שונות. בניגוד

לוח י"ח-5

מגמות כלליות במסחר בבורסה, 1969 ו־1970

העלייה או הירידה (-)	1970					1969	
	סך הכול שנתי*	רביע IV	רביע III	רביע II	רביע I	סך הכול שנתי	
(אחוזים)							(מיליוני ל"י)
א. תמורה כספית							
איגרות חוב							
							צמודות לשער החליפין
-39.3	19.6	4.4	4.6	4.2	6.3	32.3	
46.5	49.8	19.8	11.1	8.9	10.0	34.0	צמודות למדד המחירים
-0.6	102.3	28.3	30.1	21.2	22.8	102.9	מיליות ברייה
23.5	48.9	13.8	11.5	10.9	12.6	39.6	נסחרות במטבע חוץ
4.5	221.7	66.6	57.6	45.5	52.0	212.2	סך כל איגרות החוב**
-15.7	115.7	28.1	29.4	25.5	32.6	137.2	מילווה קצר מועד
-51.2	52.3	12.6	10.1	12.4	17.2	107.1	מניות
ב. התפלגות							
	56.9					46.5	איגרות חוב
	29.7					30.1	מילווה קצר מועד
	13.4					23.5	מניות
	100.0					100.0	סך הכול

* ההפרש בין הסך־הכול השנתי לסיכום של הרביעים הוא תוצאה של עיגול מספרים.
 ** כולל איגרות חוב בהצמדה מעורבת ואיגרות חוב בלתי צמודות.
 ה מ ק ר: מעובד לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך, תל־אביב.

¹ ראה דיון בפרק ט"ו.

בולט להתפתחויות במסחר במילווה קצר מועד בשנתיים הקודמות (שבהן עלה המחזור ב-54 אחוזים ו-37 אחוזים בהתאמה), ירד המחזור ב-1970 ב-16 אחוזים. מאפריל ואילך החלו להתפרסם נתונים על המסחר מחוץ לבורסה, כולל קיזוז פנימי, בנוסף על נתונים על המסחר בבורסה. בסיכום תשעת החודשים האחרונים של השנה מתברר, כי המסחר מחוץ לבורסה היה גדול מן המסחר בבורסה באותה תקופה. אולם רק בקבוצה אחת — כספים וביטוח — היה המסחר מחוץ לבורסה בכל חודש גדול מהמסחר בבורסה. ביתר הקבוצות נטה המסחר בבורסה להיות גדול מהמסחר מחוצה לה (ראה לוח נ' י"ח-5).

1. רישום של ניירות ערך חדשים בבורסה

בשנת 1970 חל גידול רב ברישום של איגרות חוב צמודות למדד, ובעיקר במילוות מדינה (מילווה קליטה 1965) לעומת 1969 (ראה לוח י"ח-6). מכיוון שהמסחר במילוות קליטה הינו כמעט כל המסחר באיגרות חוב צמודות למדד, מסבירה העלייה ברישום חלק מן הקפיצה במחזור בסוג זה של איגרות חוב. מאידך גיסא, במילוות ברירה, התייצב המחזור בבורסה, ואילו הרישום של מילוות מדינה (שכמו בצמודי מדד, מהוות המסחר בהם כמעט את כל המסחר) עלה בהרבה. העלייה ברישום של מילוות מדינה מורכבת מרישום מילווה ביטחון 1968, וירידה ברישום של מילוות פיתוח. נראה, שהמסחר במילוות פיתוח רגיש מאוד למספר ההנפקות החדשות של המילווה¹,

לוח י"ח-6

ההון הרישום בבורסה לפי ערך רישום, 1969 ו-1970

(מיליוני ל"י)

העלייה או הירידה (-)	1970	1969	
-16.4	111.2	127.6	איגרות חוב צמודות למטבע חוץ
252.1	1,239.6	987.5	איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן
(106.1)	(416.7)	(310.6)	מזה : מילוות מדינה
152.6	776.0	623.4	איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ
185.9	1,454.5	1,268.6	מילוות ברירה
(147.7)	(769.6)	(621.9)	מזה : מילוות מדינה
566.3	3,642.4	3,076.1	סך כל איגרות החוב *
85.2	1,040.9	955.7	מניות

* כולל איגרות חוב בהצמדה מעורבת ואיגרות חוב לא צמודות.
ה מקור : הכורסה לניירות ערך בתל-אביב.

¹ ב-1970 חלה ירידה של 20 אחוזים במסחר במילוות פיתוח, בהשוואה ל-1969.

ולכן העלייה ברישום של סך מילווה המדינה מסוג ברירה לא מנעה את התייצבות המחזור. העלייה במחזור של איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ קשורה בגידול של ההנפקות החדשות הרשומות בבורסה.

2. הרכב המסחר

בהתפלגות המסחר בבורסה בין שלושת המרכיבים — איגרות חוב, מניות ומילווה קצר מועד — חלו שינויים, שהבולט בהם, ירידת משקלן של המניות בסך המחזור בבורסה, מ־23.4 אחוזים בשנת 1969 ל־13.4 אחוזים ב־1970 (ראה לוח י"ח-5).

תוצאה אחרת של ירידת היקף המסחר במניות, היא שינוי ניכר בהתפלגות המניות לפי המחזור השנתי, תוך עליית חלקן היחסי של המניות שמחזורן קטן. עלייה ניכרת חלה במספר המניות אשר היקף המסחר השנתי בהן היה קטן ממיליון ל"י, — מ־50 ב־1969 ל־70 מניות ב־1970, ובחלקן במחזור העסקות הכולל — מ־18.5 אחוזים ל־44 בהתאמה (ראה לוח י"ח-7).

לוח י"ח-7

התפלגות מניות ואיגרות חוב הרשומות בבורסה לפי מחזורי המסחר השנתיים, 1970

המחזור השנתי	מניות*		איגרות חוב**	
	מספר המניות	חלקן במחזור העיסקות הכולל	מספר איגרות החוב	חלקן במחזור העיסקות הכולל
		(אחוזים)		(אחוזים)
עד 100	19	1.4	56	0.5
100-250	16	5.9	15	1.1
250-500	20	14.2	10	1.5
500-1,000	15	22.5	11	3.9
1,000-2,500	12	39.6	7	4.7
2,500-5,000	2	16.4	4	7.0
5,000-10,000	—	—	1	3.9
10,000 ומעלה	—	—	7	77.4
סך הכול	84	100.0	111	100.0

* פירוט לפי קבוצות ראה בלוח ג' י"ח-2.

** אינו כולל מילווה קצר מועד. פירוט לפי קבוצות ראה בלוח ג' י"ח-3.

ה מקור : הבורסה לניירות ערך תל-אביב.

ב. שוק המניות

הירידה הדרסטית במחזור, וירידת המשקל היחסי של מחזור המסחר במניות, על רקע העלייה ברווחיות החברות, שמניותיהן רשומות בבורסה, הינן כאמור, התופעות הבולטות בשוק זה. אמנם, במחצית השנייה של השנה חלה בו התאוששות, אך היא היתה חלשה מכדי שתקזז את השפעת הירידה במחצית הראשונה של השנה.

ירידת המחזור מקורה העיקרי בצד הביקוש, לכן אנו עדים לירידה של 11.2 אחוזים בשערים

שערים ותשואות * של מניות, 1969 ו-1970

1970				1969				
תשואות דבידנד ל-31.12.70	תשואה כוללת***	השינוי השנתי בשערים (אחוזים)	השערים בסוף השנה**	תשואות דבידנד ל-31.12.69	תשואה כוללת***	השינוי השנתי בשערים (אחוזים)	השערים בסוף השנה**	
9.9	2.4	-4.3	108.6	8.5	5.7	-1.1	113.5	בנקים, ביטוח ומוסדות כספיים
11.3	-0.4	0.7	86.7	7.8	-4.2	-8.5	86.2	מקרקעין ופיתוח
9.9	-7.4	-12.1	141.2	7.0	13.2	3.8	160.7	תעשייה ומסחר
8.9	-9.0	-23.0	85.7	8.2	-13.7	-13.8	111.3	דלק ונפט
10.6	-5.7	-4.8	112.2	7.8	1.7	-0.9	117.9	חברות להשקעה
10.1	-3.0	-7.3	115.5	7.8	4.3	-0.8	124.6	סך הכול

* לגבי התשואה הכוללת ותשואת דבידנד חושב ממוצע אריתמטי של המניות בכל קבוצה. ביסוד חישוב זה מונח הרעיון שהמשקיע מפור השקעתו בכל המניות שבאותה קבוצה.

** מדדים יומיים. הבסיס: 31.3.67=100.

*** התשואות מחושבות לפי מידגם של מניות בכל קבוצה. המקור: עתון "שער".
המקור: מחושב לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך והלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בתקופה שבין ינואר עד סוף יולי. אמנם ביולי החלה התאוששות, והמדד עלה ב-4.4 אחוזים עד סוף השנה, אך בסך הכול, נרשמה ירידה במדד הכללי בשיעור 7.3 אחוזים בתקופה שמסוף דצמבר 1969 לסוף דצמבר 1970, לעומת ירידה של 0.8 אחוז ב-1969 (ראה לוח י"ח-8).

בניגוד לעליות השערים בכל קבוצות המניות, בתחילת 1969, ירדו בתחילת 1970 שערי כל קבוצות המניות¹ (ראה לוח י"ח-4 בנספח), והדבר מצביע, כנראה, על חוסר ודאות במשק. ירידה זו נמשכה עד חודש יולי וכללה אף את קבוצת תעשייה ומסחר, אשר בשנים קודמות התנהגותה היתה שונה מזו של שאר הקבוצות². במשך השנה היתה הירידה בקבוצת תעשייה ומסחר חריפה מן הירידה במדד הכללי. מיולי ואילך החלה התאוששות בשערי המניות של רוב הקבוצות, אולם רק בקבוצת מקרקעין ופיתוח, אשר התאוששות בה הקדימה את שאר הקבוצות, הגיעו שערי המניות בסוף השנה לרמתן בתחילתה.

הנסיגה בשוק באה על רקע עלייה בתשלומי דיבידנד: מ-92.3 מיליון ל"י ב-1969 ל-101.8 מיליון ל"י ב-1970; התשלומים עלו בכל קבוצה, חוץ ממקרקעין ופיתוח. ירידות השערים — עם עליית תשלומי הדיבידנד — הביאו עלייה בתשואות הדיבידנד ב-1970 לעומת 1969 (ראה לוח י"ח-8). אולם בתשואות הכוללות, המשקפות את השינויים בשערים, חלו ירידות³.

אי הוודאות אשר שררה במשק בתחילת 1970 ביחס למדיניות של הממשלה, היא בין הגורמים אשר הכתיבו את אופי ההתרחשויות בשוק המניות. גורם אחר היה התחרות מצד שוק איגרות

¹ הדיון אינו נוגע, בדרך כלל, לקבוצת דלק ונפט בגלל האופי הספקולטיבי החזק של מניותיה, וכן בגלל העובדה ששתי מניות חשובות בקבוצה זו — לפידות ונפטא, אינן רשומות בבורסה.

² בשנת 1969 עלו שערי מניות קבוצת תעשייה ומסחר ובשאר הקבוצות נרשמה ירידה, דבר אשר הצביע על הסקלטיביות של ציבור המשקיעים בבחירת יעדי ההשקעה.

³ התשואה הכוללת מצביעה על הרווח של המשקיע אשר קונה מניה ב-1 בינואר, ומוכר אותה ב-31 בדצמבר. היא מוגדרת כמחיר בסוף השנה בתוספת הטבות ובניכוי המחיר בהתחלת השנה, כל זה מחולק במחיר בהתחלת השנה.

החוב, שוק שהעניק תשואות גבוהות, במיוחד במחצית הראשונה של השנה, שעה שגרשמה הנסיגה החזקה בשוק המניות (ראה להלן בדיון על שוק איגרות החוב). ברביע האחרון של השנה ירדה תשואת איגרות החוב כתוצאה מעליות חדות בשעריהן.¹ בעובדה זו יש, אולי, הסבר חלקי להתאוששות שחלה בשוק המניות במחצית השנייה של 1970. נוסף על כך, הירידות בשערי המניות, שהגדילו ישירות את כדאיות ההשקעה במניות, תרמו לנקודת המפנה במחזור ובשערים במחצית השנייה של השנה.

ג. שוק איגרות החוב

בהשוואה לשנה הקודמת, חלה האטה במחזור המסחר של איגרות החוב בשנת 1970. המחזור עלה ב-4.5 אחוזים, לעומת גידול של 15.6 אחוזים בשנת 1969, אך למרות ההאטה הכללית חלו ההתפתחויות שונות בסוגי איגרות החוב השונות. ההאטה בגידול המחזור בולטת על רקע הרישום של שני מיליון חשובים: מיליון קליטה 1965 ומיליון ביטחון 1968.²

המחזור של שני סוגי איגרות החוב צמודות המדד ב-1970 הושפע מגורמים דומים: (א) רישום של איגרות חוב בעלת מחזור רב; (ב) עליות המחירים במשק במחצית השנייה של השנה, שהגבירו את ההתעניינות בהשקעות צמודות. למרות זאת, ההתפתחויות במחזור היו שונות לגמרי.

במחזור איגרות החוב ארוכות מועד הצמודות למדד נרשמה עלייה בשיעור 46.4 אחוזים בהשוואה ל-1969. העלייה התרכזה במחצית השנייה של השנה, בייחוד לאחר הרישום של מיליון קליטה 1965 בספטמבר³ (ראה לוח י"ח-5). הרישום, שמשמעותו המעשית היא מעבר ממסחר מחוץ לבורסה⁴ למסחר בבורסה, גרם להאטה מסויימת במסחר של מיליון קליטה אחרים, אך למרות זאת לא ירד המחזור במיליון אלו ברביע האחרון של השנה לעומת הרביעים הקודמים.⁵ תופעה זו מוסברת בחלקה ע"י עלייה תלולה בשערים של מיליון קליטה 1965 לקראת הרישום, בגלל הביקוש הגדול, והיא גרמה לירידה בתשואה, כך שבזמן הרישום היו תשואות המיליון הזה דומות לרמת התשואה של מיליון אחרים; בחלקה האחר היא מוסברת בהתעניינות הכללית במיליון צמודי מדד בתקופה של עליות המחירים במשק. בשנת 1970 עלו שערי איגרות חוב צמודות מדד ב-12.2 אחוזים, לעומת 8.2 אחוזים ב-1969, כשעיקר העלייה היא ברבע האחרון של השנה: עד סוף ספטמבר עלו השערים ב-3.6 אחוזים, ומאז עד סוף השנה ב-8.3 אחוזים. רוב העלייה מוסברת בעליית מדד המחירים לצרכן, עקב העלאות המיסים העקיפים באוגוסט, אולם התשואה ירדה בהרבה⁶ ברביע האחרון (ראה לוח נ' י"ח-8), וזה סימן לביקוש הניכר בשוק, תוך נכונות לקבל

¹ בגלל הימצאותן של איגרות חוב צמודות מדד, אין ללחץ אינפלציוני השפעה מידית וישירה על שער המניות, אלא לאחר ירידה ניכרת בתשואותיהן של איגרות חוב אלו.

² המסחר במיליון הקליטה השונים מהווה כ-95 אחוזים מכלל המסחר באיגרות החוב צמודות המדד. מיליון המדינה (ביטחון 1967 ופיתוח) 1968 מהווים כ-99 אחוזים מכלל המסחר במיליון הבריירה. כיוון ששני סוגי איגרות החוב הללו מהווים כ-70 אחוזים ממחזור העסקות בשוק איגרות החוב, יש לשנייה בהם השפעה ניכרת על ההתפתחויות הכלליות בשוק. המסחר בבורסה מתרכז במידה רבה במיליון ממשלתיים, כיוון שבמיליון הלא ממשלתיים רוב המסחר הוא ע"י קיוון פנימי בין הבנקים.

³ לפני הרישום, בתקופת ינואר-אוגוסט עלה המחזור בהשוואה לתקופה המקבילה ב-1969 רק ב-2.3 אחוזים, והמחזור השנתי באיגרות חוב צמודות מדד, חוץ ממיליון קליטה 1965, לא עלה בכלל ב-1970 בהשוואה למחזור ב-1969.

⁴ עסקות הבנקים במיליון זה מחוץ לבורסה החלו ביולי, בד בבד עם הפצת התעודות בחודשים יולי-אוגוסט. מחירן הנמוך של התעודות העלה עוד יותר את תשואתן בהשוואה למיליון הרשומים בבורסה, והמסחר בבורסה ירד מאוד בחודשים אלה בגלל המסחר הער מחוץ לה (ראה לוח נ' י"ח-6).

⁵ בניגוד למה שקרה במועד הרישום של מיליון קליטה 1964 בספטמבר 1969.

⁶ התשואות ירדו לא רק במיליון קליטה 1965 אלא בכל המיליון, ובייחוד המיליון של 1963 ו-1964. יש לציין, שרובו של המסחר הוא במיליון אלה, כיון שהקרן והריבית צמודות למדד, ואילו במיליון של 1961 ו-1962 רק הקרן צמודה. לאחר הרישום של מיליון קליטה 1964 בספטמבר 1969, התשואה על המיליון האחרים עלתה עד סוף השנה, כלומר, הרישום פעל להורדת הביקוש למיליון אלה.

שערים ותשואות של סוגי איגרות החוב השונים, 1969 ו-1970

העלייה או הירידה (-) מסוף 1969 לסוף 1970	סוף רביעי 1970				סוף 1969	
	IV	III	II	I		
(אתונים)						
						א. השערים *
-3.9	217.9	216.4	219.5	226.7	226.6	צמודות מטבע חוץ
12.2	197.7	182.6	179.2	177.9	176.2	צמודות מדד
3.3	109.1	107.1	105.2	105.3	105.6	מילוות ברירה
						ב. התשואות **
	3.0	2.9	1.7	1.8		צמודות מטבע-חוץ
	5.7	5.4	7.0	5.7		צמודות מדד
	12.4	12.2	12.0	12.5		מילוות ברירה ***

* הבסיס 100 = 1960. פירוט חודשי ראה בלוח נ"י"ח-7.

** פירוט חודשי ראה בלוח נ"י"ח-8.

*** בהנחה של אי הצמדה.

ה מ ק ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

תשואה קטנה יותר. ניתן להסיק, שהביקוש לאיגרות חוב צמודות מדד ספג את ההיצע של מילווה קליטה 1965 מבלי להוריד את הביקוש למילוות הקודמים.

המחזור במילוות ברירה התייצב בשנת 1970 בהשוואה ל-1969, כשהוא מושפע מהרישום של מילווה ביטחון 1968, אולם חלה ירידה דראסטית בהנפקות, וכן ברישום של מילווה פיתוח ממשלתי¹. הירידה במחזור של מילוות הפיתוח קיזזה את העלייה במחזור של מילווה ביטחון — ובסיכום, לא עלה המחזור של מילוות ברירה בשנת 1970 לעומת 1969. כבאיגרות צמודות המדד כן גם במילוות הברירה, גדל המחזור במחצית השנייה של השנה בהרבה בהשוואה למחצית הראשונה (ראה לוח י"ח-5). ההסבר לתופעה הוא ברישום של מילווה ביטחון 1968 ביוני 1970 ובהתעניינות באיגרות חוב צמודות מדד עקב עליות מחירים במשק. לפני הרישום היה מסחר ער במילוות ביטחון 1968 ו-1969 מחוץ לבורסה, והוא התחרה במסחר בבורסה בגלל התשואות הגבוהות יותר שהעניק על מילוות אלה בהשוואה לאלה של מילוות ברירה הרשומים. כתוצאה מכך, חלה ירידה ניכרת במחזור בבורסה בחודשים פברואר-מאי (ראה לוח נ"י"ח-6). בניגוד למה שאירע לפני רישום מילווה קליטה 1965, לא עלו השערים של מילווה ביטחון 1968 בעסקות מחוץ לבורסה בתקופה שלפני הרישום, וגראה שההיצע הנוסף לא נספג ע"י ביקוש מספיק. אפילו לאחר הרישום, לא עלו השערים במידה רבה, כך שהמילווה שמר על תשואתו הגבוהה יחסית. תופעה זו מוסברת בתחרות הנמשכת של מילוות ביטחון 1969, שנסחר מחוץ לבורסה. אולם, יש לציין שלקראת סוף השנה חלו עליות חדות במחירי מילווה ביטחון 1968. עם זאת, לא גרמו התפתחויות אלו לירידה במחזור של מילווה ביטחון 1967 בבורסה וחלה בו בתקופה זו למעשה, עלייה ניכרת. לכך ישנם שלושה הסברים:

א. למרות התשואה הגבוהה יותר על מילווה ביטחון 1968, יחול זמן פדיונו בעוד שמונה שנים, ואילו של מילווה ביטחון 1967 יחול בעוד שנתיים.

¹ ב-1970 הונפקו בסך הכול שלוש סדרות, שתיים עד מאי, והשלישית — בדצמבר, כלומר, ממאי עד דצמבר לא היו בכלל הנפקות חדשות. כתוצאה מכך, היתה הירידה במחזור במידה רבה גדולה יותר במחצית השנייה של השנה.

ב. נתחזק הרצון להצמיד את ההשקעות בניירות-ערך, והדבר השפיע על כל ניירות הערך הצמודים.

ג. הירידה במחזור של מילוות הפיתוח התרכזה במחצית השנייה של השנה בגלל חוסר הנפקות. שערי מילוות ברירה היו יציבים במחצית הראשונה של השנה ועלו ב-3.3 אחוזים במחצית השנייה. העלייה משקפת את השפעת עליות המחירים במשק, אולם עליית השערים היתה מתונה יותר מעליית המחירים, ולכן עלו התשואות במקצת עד סוף השנה (ראה לוח נ' י"ח-8). נראה שהציבור העדיף להצמיד כספים באמצעות איגרות חוב ארוכות מועד צמודות למדד על פני מילוות ברירה.

גם במחזורן של איגרות החוב הקשורות למטבע חוץ היו תנודות שונות. המחזור באיגרות החוב הנקובות במטבע חוץ עלה ב-23.3 אחוזים בשנת 1970 והמחזור באיגרות חוב צמודות למטבע חוץ ירד ב-39.4 אחוזים.

העלייה במחזור איגרות החוב הנקובות במטבע חוץ היתה תוצאה של עלייה בהתעניינות באיגרות חוב אלה, שהשתקפה גם בעלייה בהנפקות החדשות. לעומת זאת, העדר הנפקות של איגרות חוב צמודות למטבע חוץ מסביר חלקית את הירידה במחזור של איגרות חוב אלה. גורם נוסף המסביר את ההתפתחויות היה הגידול בהיצע של דולרים בשוק הנת"ד — גידול שנבע מעלייה בפיצויים מגרמניה — וירידה במחיר הנת"ד. הירידה הגדולה במחזורן של איגרות החוב הצמודות למטבע חוץ, המוסברת בירידה בביקוש, לוותה בירידת שערים של 3.8 אחוזים ב-1970¹, אולם העלייה בתשואה שנבעה מירידת שערים זו, היתה בלתי מספקת למשך משקיעים לאיגרות חוב אלה.

5. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ² ושוק הנת"ד³

ההתפתחויות בשוק הנכסים הנקובים במטבע חוץ מוסברות בשלושה גורמים עיקריים: (א) היחלשות הציפיות לפיחות: האירועים בשוק הכספים הבינו לאומי במחצית השנייה של שנת 1969 יצרו בקרב המשקיעים ציפיות לפיחות קרוב. אחרי הבחירות בנובמבר 1969, וכן בתחילת השנה התקציבית 1970/71 לא בוצע הפיחות, ואחר כך נחלשו ציפיות אלה.⁴ (ב) גידול רב בהיצע הדולרים הפנויים לרכישת נכסים הנקובים במטבע חוץ. (ג) ההתפתחויות בבורסות בארצות הברית ובייחוד הירידות הניכרות בשערי המניות שם, וכן המשבר בקרן הנאמנות אי.א.אס. אשר הטיל ספק בכדאיות ההשקעה בקרנות הנאמנות בחוץ לארץ.

תיק ניירות הערך הנקובים במט"ח גדל בשנת 1970 ב-46.1 מיליון דולר, לעומת גידול של 32.3 מיליון דולר ב-1969 (ראה לוח י"ח-10). אולם, בניגוד לשנת 1969, שבה היה עיקר הגידול בניירות ערך זרים (23 מיליון דולר, כנגד 9.3 מיליון דולר בניירות ערך ישראלים), התמקדה ההתעניינות בשנת 1970 בניירות ערך ישראלים, ומכירתם נטו הסתכמה ב-32 מיליון

¹ במשך השנה לא היתה מגמה ברורה, והיו תנודות חריפות בשעריהן של איגרות חוב אלה. זאת, כנראה, תוצאה של המלאי המצומצם בסוג זה של איגרות חוב.

² ניירות ערך אלו מסווגים לשתי קטגוריות: א. ניירות ערך נקובים במטבע חוץ המונפקים ע"י חברות או גופים אחרים הקשורים בישראל ורשומים בבורסה לניירות ערך בתל-אביב. ב. ניירות ערך הרשומים בבורסות בחוץ לארץ.

³ שוק הנת"ד הוא תוצאה של הסדר המאפשר לסוגים מסוימים של בעלי מטבע חוץ — בעיקר מקבלי פיצויים מגרמניה — להציע חלק ממנו באורח חופשי לתושבי ישראל במחיר השוק, וכן לרכוש תמורתו ניירות-ערך הנסחרים במטבע חוץ.

⁴ ציפיות לפיחות בעתיד הקרוב מגבירות את נטיית המשקיעים למומנים — פיקדונות נת"ד — על פני ניירות ערך, אף כי הדולר נת"ד אינו נושא ריבית. זו הסיבה לתחלופה מסוימת בין שני נכסים של הנקובים במטבע חוץ.

ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ומוחזקים בידי תושבי ישראל, 1968 עד 1970

(מיליוני דולר)

31.12.70	31.3.70	*31.12.69	31.3.69	*31.12.68	
					ה י ת ר ה
					ניירות ערך ישראלים הנסחרים במטבע חוץ
70.2	69.8		68.4		הולים
123.9	90.1		86.3		אחרים
194.1	159.9		154.7		סך הכול
58.2	54.7		59.8		ניירות ערך זרים
252.3	214.6	239.2	214.5	188.2	סך הכול
					ה ת ו ס פ ת ה ש נ ת י ת
13.1		51.0		52.0	תוספת ברוטו
-33.0		18.7		35.0	שיערוך
46.1		32.3		17.0	תוספת נטו
32.0		9.3		8.3	ניירות ערך ישראלים
14.1		23.0		8.7	ניירות ערך זרים

* לתאריכים אלה אין פירוט לפי סוגים.
ה מקור : מנהי מטבע חוץ, משרד האוצר.

דולר, לעומת 14.1 מיליון דולר של ניירות ערך זרים. השיערוך השלילי נבע בעיקר מירידה בשערי מניות בבורסות בארצות הברית, כיון שבשערי ניירות ערך ישראלים, הנקובים במטבע חוץ, חלו עליות בשנת 1970. הרמה הממוצעת של פיקדונות נת"ד בשנת 1970 (56.6 מיליון ל"י) היתה גבוהה בהרבה מזו של 1969 (39.2 מיליון ל"י).¹ למרות העלייה ברמה הממוצעת במשך שנת 1970, חלה בה עלייה של 10 מיליון ל"י בלבד, לעומת 17 מיליון ל"י ב-1969, והאטה זו מצביעה על החלשת הציפיות לפיחות. מחיר הנת"ד היה יציב ברביע הראשון של השנה, ואחר כך החל לרדת עד לרמת שפל של 4.05 בסוף אוקטובר. בדצמבר אנו עדים לקפיצה במחירו, והוא הגיע ל-4.22 ל"י בסוף השנה² (ראה לוח י"ח-11).

נקודת המיפנה המשמעותית יותר בשאלת הציפיות לפיחות היתה בחודש אפריל 1970. עם החלת המדיניות הפיסקלית של הממשלה, התברר למשקיעים, כי אין לצפות לפיחות בעתיד הקרוב. ברביע הראשון של השנה היה מצב של חוסר ודאות, ואכן, חלה עלייה ניכרת, הן במכירות נטו של ניירות ערך ישראלים הנסחרים במטבע חוץ, בהשוואה לרביע האחרון של שנת 1969³, והן

¹ אם כי לא ניתן לרכוש ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ללא נת"ד, ניתן להחזיק דולרי נת"ד ולא לרכוש ניירות ערך אלו תמורתם.

² מחיר הנת"ד שונה מן השער הרשמי, ונקבע על ידי כוחות ההיצע והביקוש.

³ למעשה, היה זה המשך למגמה שהסתמנה בסוף 1969, בה היתה ברביע האחרון קפיצה במכירות נטו של ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, כתוצאה מביטול הציפיות לפיחות קרוב, אחרי הבחירות של נובמבר 1969. כך ירדו פקדונות נת"ד, מרמה של 55.8 מיליון ל"י בסוף אוקטובר לרמה של 49.7 מיליון ל"י בסוף 1969.

מחיר הנת"ד והיתרה בפיקדונות נת"ד, 1969 ו-1970

(מיליוני ל"י לפי השער הרשמי)

לסוף חודש	1969		1970	
	פיקדונות נת"ד	מחיר נת"ד	פיקדונות נת"ד	מחיר נת"ד
ינואר	29.8	3.99	54.0	4.36
פברואר	30.7	4.16	53.4	4.22
מארס	27.9	4.22	58.0	4.31
אפריל	30.9	4.26	64.7	4.12
מאי	31.6	4.35	59.8	4.14
יוני	35.9	4.44	53.1	4.17
יולי	38.0	4.43	52.7	4.08
אוגוסט	40.4	4.69	54.2	4.17
ספטמבר	46.0	4.65	55.0	4.15
אוקטובר	55.8	4.40	56.2	4.05
נובמבר	53.3	4.33	59.3	4.08
דצמבר	49.7	4.35	58.9	4.22

ה מקור : בנק ישראל.

בפיקדונות נת"ד (ראה לוח י"ח-11). אולם, לחצי ביקוש אלה לא גרמו לעלייה במחיר הנת"ד כיוון שהגידול הרב בהיצע של דולרים פעל על מחיר הנת"ד בתקופה זו. גידול זה נובע משני מקורות עיקריים: א. הגדלת הפיצויים מגרמניה — אלה הסתכמו ברביע האחרון של שנת 1969, וברביע הראשון של 1970, ב-44 מיליון דולר בממוצע, לעומת ממוצע של 31 מיליון דולר בשלושת הרבעים הראשונים של 1969. ב. הגברת ההמרות של פיצויים: עקב הציפיות החזקות לפיחות במחצית השנייה של 1969, עיכבו רבים ממקבלי הפיצויים את ההמרות, וכשנחלשו הציפיות גדלו ההמרות, דבר אשר הוסיף להיצע בשוק¹. כתוצאה ממגמות אלה בביקוש ובהיצע, התייצב מחיר הנת"ד ברביע הראשון של השנה.

ברביע השני של השנה, לאחר שהתברר כי לא יהיה פיחות קרוב, ירדה היתרה של פיקדונות נת"ד, ואילו המכירות של ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ לא השתנו. מחיר הנת"ד ירד, מ-4.31 ל"י בסוף מארס ל-4.12 בסוף אפריל, והמשיך לשמור על רמה נמוכה עד דצמבר. בתקופה זו חלו הירידות החריפות ביותר בשערי מניות בארצות הברית, כך שגם ממקור זה חלה ירידה בביקוש לדולרים. (ראה לוח נ' י"ח-9)².

¹ סכום הפיצויים האשיים מגרמניה בשנת 1970 היה גבוה מזה של 1969. אולם, העלייה בפיקדונות תמ"מ היתה קטנה מסכום הפיצויים שהתקבל, ומכיון שהתמ"מ הוא המקור העיקרי לנת"ד, מלמד הדבר, על המרה ניכרת של דולרים בשוק הנת"ד.

² ההשקעות בניירות ערך זרים מתרכזות במניות, לכן לירידה בשערי המניות בבורסה של ניו-יורק, היתה השפעה מכרעת על רכישת ניירות-ערך זרים בארץ.

במחצית השנייה של השנה קטנו המכירות של ניירות הערך הישראליים הנקובים במטבע חוץ. תקופה זו מושפעת מהעלייה במחירים במשק, אשר הגבירה את העניין באג"ח צמודות המדד, וכן חל גידול רב בהנפקות של איגרות חוב צמודות מדד (ראה לוח י"ח-2). נראה, שבעקבות הטלת המיסים הנוספים באוגוסט, נחלשו עוד יותר הציפיות לפיחות קרוב. אמיסיות של איגרות חוב הנקובות במטבע חוץ ירדו בהרבה בתקופה זו. בדצמבר הופיעו אמיסיות חדשות של ניירות ערך נקובים במטבע חוץ, ומכירתם התאוששה. תופעה זו גרמה ללחץ בשוק הנת"ד ומחיר הנת"ד עלה, מ-4.08 ל"י בסוף נובמבר לרמה של 4.22 ל"י בסוף שנת 1970. תופעה זו היתה זמנית, כיון שבחודשים הראשונים של 1971 ירד מחיר הנת"ד והגיע ל-4.00 ל"י בסוף אפריל.