

השוק לניירות ערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים

בשנת 1971 עלו במידה ניכרת היקף ההנפקות וגיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב. האחרון הגיע ל-1,298 מיליון ל"י (ללא מילוות חובה) לעומת 682 מיליון ל"י בלבד ב-1970. עלייה זו מקורה בעיקר בעליית היקף גיוס ההון באמצעות מילוות ארוכי מועד, ובאמצעות מילוות הברירה, ואילו איגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ עלו בשיעור מועט. אם נוסיף לכך את העלייה בסך התקבולים נטו של הממשלה באמצעות מילוות החובה — יגיע סך כל גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב, באופן רצוני ובאמצעות מילוות החובה ל-2,276 מיליון ל"י. סכום זה פירושו עלייה בשיעור 84 אחוזים במונחים נומינליים ו-64 אחוזים במונחים ריאליים.

כמה סיבות להחשת קצב גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב לזמן ארוך ובאמצעות מילוות הברירה. בתחום איגרות החוב לזמן ארוך, הנרכשות בעיקר בידי קופות גמל וחברות הביטוח, מוסברת העלייה בגיוס ההון בהחשת קצב הצבירה ובהקדמת רכישות מסויימת על חשבון שנת 1972 (ראה פרק י"ז). לעומת זאת, בתחום מילוות הברירה (הנמכרים בעיקר למשקי הבית במישרין או בעקיפין) נובעת העלייה בהנפקות נטו מהירידה שחלה השנה בהפצת מילוות החובה¹ וכן כתוצאה מהעירוי החיצוני הנכיר שאירע השנה והציפיות לעליית מחירים בעקבות פיתוח הל"י בחודש אוגוסט. שתי התפתחויות האחרונות הגדילו את הביקוש לנכסים פיננסיים ובמיוחד לצמודי מדד.

השוק המשני למסחר באיגרות חוב תפס השנה כ-59 אחוזים מכלל המסחר בניירות ערך בין כותלי הבורסה, והיקף המחזור במסגרתו הגיע לכ-368 מיליון ל"י — עלייה בשיעור 66 אחוזים לעומת 1970. עם זאת, תפס שוק המניות ב-1971 את מעמד הבכורה מבחינת התעניינות המשקיעים, כפי שהיא באה לידי ביטוי בשיעור גידול היקף המסחר ועליית המחירים. העלייה בהיקף המחזור במסגרת השוק המשני גובעת מפעולות ההתאמה של תיק הנכסים הפיננסיים בעקבות הפיתוח ומעליית הביקוש לנכסים צמודים שהשתקפה בחלקה בפעילות מוגברת בשוק המשני לאיגרות חוב ובחלקה — בעליית היקף ההנפקות החדשות. השנה נמשכה הירידה בשיעור התשואה לפדיון על מילוות החובה בשוק המשני והיא הגיעה לרמת התשואה במקור על ההנפקות הוולונטריות. בכך בוטל הסיכוי, שהיה קיים בעבר לרווחי הון ברכישת מילוות החובה בשוק המשני, ועל כן הופנו רוכשיהן לרכישות במקור או לשוק המניות.

יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור עלתה בשנת 1971 ב-157 מיליון ל"י, לעומת עלייה בסך 93 מיליון ל"י ב-1970, ואילו השפעת הספיגה נטו (העלייה ביתרה שבידי הציבור בניכוי תשלום ריבית ועמלת הפצה) הגיעה השנה ל-89 מיליון ל"י. ההתפתחות הבולטת ביותר

¹ ירידה זו גרמה להקטנת ההיצע של איגרות החוב האלה בשוק המשני, שכן חלק ממשקי הבית אינם נוהגים להחזיק בנכסים פיננסיים, והם מפנים אותם לשוק המשני סמוך למועד קבלת המילוות בפועל.

השנה בתחום זה היא התחזקות המגמה של התרחקות המילווה קצר המועד משוק ההון והתקרבותו לשוק הכספים לזמן קצר, שבאה לידי ביטוי בעליית משקל הסדרות לטווח קצר על חשבון הסדרות לטווח ארוך יותר. תופעה זו צמחה על רקע עליות המחירים המהירות וקיום אלטרנטיבות של השקעות צמודות לזמן בינוני וארוך, לעומת חוסר אלטרנטיבות כאלה לטווח הקצר.

הנפקת מניות מצד חברות הרשומות בבורסה התחדשה השנה והיא הגיעה להיקף של 52.8 מיליון ל"י. מסכום זה 48.3 מיליון ל"י הן הנפקות של חברות פיננסיות המבוצעות במקביל להתרחבות העסקים שלהן (ראה סעיף 4 ב') ורק 4.5 מיליון ל"י הונפקו בידי חברה תעשייתית, שזו לה ההנפקה הראשונה באמצעות הבורסה. אף כי הנפקות בהיקף כזה מהוות שינוי במגמה ארוכת השנים של העדר כמעט מוחלט בהנפקת מניות חדשות, ובמיוחד המוצעות לציבור הרחב, יש להדגיש שהמדובר בינתיים בתופעה בעלת ממדים צנועים ועדיין לא ניתן לומר ששוק המניות עלה על הדרך לקראת היותו גורם חשוב בתחום גיוס הון חדש להשקעות. למעשה, על רקע ההתאוששות הניכרת בשוק המשני למניות (ראה להלן) אפשר היה לצפות לעלייה ניכרת יותר בהיקף ההנפקות, והעובדה שהתעוררות זו לא באה, מרמזת, שלא מצב השוק המשני למניות הוא המונע מן השוק הראשוני למניות להיות כלי חשוב לגיוס הון השקעות במשק.

בשוק המשני למסחר במניות הוכפל ב-1971 היקף המסחר, והמדד החודשי של מחירי המניות הרגילות עלה בשיעור 23 אחוזים במשך השנה, לעומת ירידה בשיעור 11 אחוזים ב-1970. התאוששות ניכרת זו בשוק המניות החלה כבר במחצית הראשונה של השנה, אבל היא קיבלה משנה תוקף בעקבות הפיחות בחודש אוגוסט, כאשר המניות המובילות בהתאוששות היו מניות 'חברות גפט', 'תעשייה והמסחר' ו'מקרקעין ופיתוח', ואילו מניות 'כספים וביטוח' ו'חברות להשקעה' החלו להתאושש מאוחר יותר, ואף שיעור העלייה השנתי במחיריהן היה נמוך יותר.

התאוששות זו בשוק המניות, לאחר מספר שנים רצופות של שפל, נעוצה בהשפעה המשותפת של מספר גורמים, שהעיקריים שבהם הם: (א) ההתרחבות המוניטרית הניכרת יצרה עודפי נזילות בבנקים, ואלה יכלו לממן פעולות ספקולנטים. השפעתה של התרחבות זו נבעה מהיותה בחלקה מכוונת לנכסים פיננסיים. (ב) שיעור התשואה על מילווה החובה שנסחרו בשוק המשני ירד לרמה המקובלת בשוק זה, ולכן נעלמו הסיכויים לרווחי הון מהירים בשוק איגרות החוב. (ג) פיחות הל"י יצר ציפיות לחזרה על תופעת הגיאות בשוק המניות, כפי שקרה בעקבות פיחות 1962. (ד) העלייה בכדאיות הרכישה של מניות, לנוכח הירידה ביחס מחיר לרווח שביטאה את עליית תוחלת הרווח מהשקעה במניות. (ה) כנראה, חל שינוי מסוים לטובה באווירה הכללית סביב נושא ההשקעה במניות.

מעניין לציין את מתכונת התפתחות הצפיפות לפיחות הל"י במשך השנה. בשבעת החודשים הראשונים של השנה הראו שלושת האינדיקטורים המקובלים לציפיות לפיחות (ראה סעיף 7) ירידה בציפיות הללו ומכאן נבעה גם התנהגות המשקיעים. במצב זה בא פיחות הל"י ב-22 באוגוסט במפתיע לגבי רוב המשקיעים בשוקי הכספים וההון. עם זאת, בעקבות הפיחות בוצעה פעולת התאמה בתיק הנכסים הפיננסיים שעיקרה מימוש רווחי פיחות ומעבר לנכסים צמודי מדד לנוכח הציפיות החזקות לעליית מחירים בעקבות הפיחות.

יתרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ שבידי תושבי ישראל הגיעה בסוף השנה לכ-325 מיליון דולר כאשר משקל ניירות הערך הרשומים בבורסות זרות נמצא בירידה והגיע בסוף שנת 1971 לכ-20 אחוזים בלבד. בשנת 1971 מכרו גופים ישראלים (כולל "הולליס") ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, בהיקף של כ-50 מיליון דולר, כאשר החלק העיקרי מסכום זה נרכש בידי ישראלים.

בעקבות פיחות הל"י ירד שיעור האגיו על דולר-נת"ד במשך רוב התקופה עד סמוך לגבול התחתון שלו (דהיינו, שער החליפין הרשמי) — דבר המורה על כך, שהיקף הביקוש לדולר-נת"ד בתקופה שאחרי הפיחות היה נמוך מהיקף ההיצע גם במחיר זה.

2. היקפו של שוק ניירות הערך

שוק ניירות הערך מורכב משני חלקים: שוק ההנפקות החדשות (השוק הראשוני) והשוק למסחר במלאי הקיים של נייר (השוק המשני). שוק ההנפקות החדשות הינו המסגרת שבה נפגשים, מצד אחד, גופים המעוניינים בגיוס הון חדש, ומצד שני — חוסכים הרוצים לרכוש נכסים פיננסיים. התכונה העיקרית, המאפיינת את שוק ההנפקות החדשות כשוק, היא היעדר קשר מוקדם, בדרך כלל, בין המנפיק ובין החוסך — קשר הנוצר רק בעת המפגש בשוק ניירות הערך ובזכות קיומו של שוק זה. לגבי הפרט המשקיע בניירות ערך, אין משמעות להבחנה זו בין שני השווקים; וההבחנה חשובה בעיקר לצרכי ניתוח והבנת התפקידים שממלא שוק ההון.

כדי שהנפקת ניירות ערך תיכלל במסגרת השוק הראשוני, צריך שתהיה זו הצעת ניירות ערך לציבור הרחב, להבדיל מהתקשרות מוקדמת בין מגייס ההון לבין מספר בעלי הון פרטיים המסכימים להשקיע בעסקיו ללא שימוש במסגרת המוסדית של השוק. אך כשבאים ליישם הגדרה זו למציאות מתעוררות לפעמים בעיות של מצבים גבוליים שאינם משתייכים באופן בולט לצד זה או אחר.¹ במסגרת פרק זה, תוגדר כחלק משוק ההנפקות החדשות כל הנפקה של ניירות ערך שבוצעה באמצעות תשקיף² וכן כל הנפקה של הסוכנות היהודית או של הממשלה שנמכרה לציבור הרחב.³

בשוק המשני לניירות ערך נערך מסחר שוטף בניירות ערך שהונפקו בעבר במסגרת השוק הראשוני או מחוצה לו. מסחר זה מאפשר למחזיקי ניירות ערך למכרם בשעת הצורך במהירות וללא הפסדים, ועל כן הוא מגביר את נכונות החוסכים לפנות לשוק ניירות הערך ומקטין את התמורה הנדרשת מצד הרוכשים בעת הרכישה. השוק המשני בארץ מתנהל בבורסה לניירות ערך בתל-אביב ובמשרדי סוכני הבורסה (או הוא ידוע בשם "קיוזו פנימי").

מספרן של החברות שמניותיהן נסחרות בבורסה הוא קטן, יחסית לכלל החברות הפועלות במשק הישראלי, והן מתרכזות בתחום הפיננסי. הדבר מחליש במידה רבה את יכולתן לייצג את המצב במשק בכללו ואת הקשר שבין ההתפתחויות במשק לבין התפתחות מחירי המניות בבורסה. במסגרת שוק המניות נסחרות מניותיהן של כ-85 חברות, ביניהן 44 חברות הפועלות בתחום הפיננסי⁴, 12 חברות מקרקעין ופיתוח, 24 חברות תעשייה ומסחר ו-4 חברות אחרות.

בשוק המשני לאיגרות חוב רשומות הרבה יותר איגרות, יחסית לשוק המניות, אבל לנוכח שליטתה המקיפה של הממשלה בנושא הנפקת איגרות החוב (במישרין ובעקיפין), אין הרבה "הפתעות" בשוק זה, היות שאין איגרות חוב של חברות פרטיות בעלות רמות סיכון וריבית שונות ומשתנות. מסיבה זו, סובל שוק זה מחדגוניות המופרת רק כשנרשמות בבורסה איגרות שנמכרו לציבור כמילווה חובה. בגלל ההיקף הגדול של איגרות אלה, ובגלל שהן נרכשו במקור גם בידי כאלה, שאינם מעוניינים להחזיק בנכסים פיננסיים או באיגרות חוב מסוג זה, הרי ברגע שאיגרות אלה נרשמות בבורסה, מתחיל בהן מסחר ער ומעניין יותר מאשר באיגרות החוב הרגילות.

את מילווה החובה (מילווה קליטה וחסכון חובה ומילווה הביטחון) שגבתה הממשלה מהציבור בתקופות שונות אין לראות כחלק מהשוק הראשוני לניירות ערך, אם כי הם מהווים

¹ אין הגדרה מדויקת למושג "הצעת ניירות ערך לציבור הרחב". המקרה הגבולי הבולט ביותר במשק הישראלי הן איגרות החוב, המונפקות ל-17–20 שנה, שרוכשות קופות הגמל בלי להיעזר הרבה במסגרת המוסדית של שוק ניירות הערך. בפרק זה נכללו ההנפקות האלה בשוק. וכן נכללו בו הנפקות לחברות הביטוח.

² חוק ניירות ערך תשכ"ח-1968 קובע בסעיף 15א' — "לא יציע אדם ניירות ערך לציבור אלא על פי תשקיף שהרשות התירה פרסומו". הממשלה והסוכנות היהודית פטורים מחובה זו.

³ את מילווה החובה שהטילה הממשלה בתקופות שונות על הציבור אין לראות כחלק מהשוק הראשוני, אם כי הן מהוות חלק מגיוס הון במשק, ובעת שהתעודות נמסרות לציבור ונרשמות בבורסה, הן מהוות חלק מהשוק המשני.

⁴ אמנם רווחיות החברות הפיננסיות קשורה בהתפתחויות במשק בכללו, אבל זו השפעה עקיפה בלבד.

חלק מגיוס ההון במשק. כאשר נמסרות התעודות לציבור ונרשמות בבורסה הן מהוות חלק מהשוק המשני, ולרוב חלק נכבד ממנו. במילווה החובה קיים, בדרך כלל, הבדל של כמה שנים בין מועד הגבייה לבין מועד מסירת התעודות בפועל לידי בעליהן. מבחינת תרומת מילווה החובה לגיוס ההון במשק (או מבחינת השפעת הספיגה של מילווה אלה, אם רואים בהם מס¹) קובע מועד הגבייה, אבל מבחינת ההשפעה הישירה על שוק ניירות הערך (בניגוד להשפעה העקיפה דרך הקטנת ההכנסה הפרטית הפנויה, הקטנת החיסכון מרצון והרכישה של ניירות ערך) המועד הקובע הוא ההפצה למעשה. מאחר שחלק ממקבלי תעודות מילווה החובה אינם נוהגים להחזיק בנכסים פיננסיים מסוג זה, הם פונים לשוק המשני, ובכך הם יוצרים היצע ניכר של מילווה חובה. כתוצאה מכך יורד מחיר האיגרות בשוק, עולה שיעור התשואה שלהן ולכן חלק ממבקשי איגרות החוב פונה מרכישה במקור לרכישה בשוק המשני של מילווה החובה. כדי לבחון את היקף ההנפקה של איגרות חוב במקור יש אפוא לעמוד גם על היקף ההפצה של מילווה החובה באותה שנה, שכן זו מצמצמת במידה מסוימת של היכולת להנפיק איגרות חוב חדשות.

במסגרת שוק ניירות הערך בארץ מונפקות איגרות חוב הנקובות ונסחרות במטבע חוץ (בדרך כלל, בדולרים, אבל לעתים גם במטבעות אירופיים שונים). איגרות חוב אלה מנפיקים גופים ישראליים שונים, בעידוד האוצר, כדי לספק את הביקוש של בעלי תמ"מ ונת"ד לניירות ערך נקובים במטבע חוץ בעלי דרגת סיכון נמוכה, ועם זאת למנוע ירידה ברורכות מטבע החוץ של המשק כתוצאה מרכישת ניירות ערך זרים.

3. שוק איגרות החוב

א. הנפקות חדשות

בשנת 1971 חלה החשה בקצב גידול ההנפקות של איגרות חוב במטבע ישראלי ובמטבע חוץ (למעט מילווה חובה). סכום ההנפקות ברוטו הגיע ל-1,564 מיליון ל"י, לעומת 936 מיליון ל"י בשנת 1970. בהיקף גיוס ההון נטו (מכירות ברוטו בניכוי פדיון קרן) חלה החשה גדולה יותר: הוא הסתכם בשנת 1971 ב-1,298 מיליון ל"י לעומת 682 מיליון ל"י בלבד בשנת 1970. גיוס ההון במטבע ישראלי באמצעות איגרות חוב (סך גיוס ההון נטו בניכוי ההנפקות נטו של איגרות חוב במטבע חוץ) הסתכם ב-1,140 מיליון ל"י, לעומת 562 מיליון ל"י ב-1970 (ראה לוח י"ח-1)².

מאחר שרוב ההנפקות החדשות של איגרות החוב מסוג ברירה, והנסחרות במטבע חוץ, נרשמו למסחר בבורסה, חלה עלייה ניכרת בסך הון איגרות החוב הרשומות בה — זאת, גם אם מנכים את העלייה בהון הרשום של אג"ח הנסחרות במטבע חוץ הנובעות מהפיחות (ראה לוח י"ח-8). העלייה הניכרת בהיקף גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב במטבע ישראלי משקפת עלייה בגיוס באמצעות איגרות חוב לזמן ארוך והנפקות לחברות הביטוח ועלייה בגיוס באמצעות איגרות החוב מסוג ברירה. הראשונה נעוצה כולה בעליית הצבירה ובהקדמת הרכישות מצד קופות הגמל וחברות הביטוח, שהן הרוכשות הבלעדיות כמעט בסוג זה של איגרות חוב (ראה פרק י"ז לעיל). הגורמים לעלייה בהיקף גיוס הון נטו של איגרות חוב מסוג ברירה (מ-77 מיליון ל"י

¹ דיון מפורט בנושא זה ראה: בנק ישראל, דיון וחו'ב, 1970, עמ' 341.

² לצורך ניתוח זרמי הכספים באמצעות שוק ניירות הערך, יש לנכות מגיוס ההון נטו את תשלומי הריבית והפרשי ההצמדה במשך השנה. בדרך זו נקבל שבשנת 1971 הגיעו תקבולי המנפיקים ל-887 מיליון ל"י לעומת 327 מיליון ל"י בלבד בשנת 1970.

4. איגרות חוב וסחרות במטבע חוץ ⁹										
37.8	86.6	71.5	158.1	38.9	197.0	63.8	56.5	120.3	32.0	152.3
616.2	887.1	411.1	1,298.2	265.4	1,563.6	327.0	355.0	682.0	253.9	935.9
סך כל איגרות חוב רגילות										
ב. מילוות קליטה וביטחון ¹⁰										
—12.7	—97.3	40.8	—56.5	63.8	7.3	—67.2	23.4	—43.8	59.0	15.2
126.5	448.3		448.3		448.3	321.8		321.8		321.8
309.7	585.8		585.8		585.8	276.1		276.1		276.1
423.5	936.8	40.8	977.6	63.8	1,041.4	530.7	23.4	554.1	59.0	613.1
14.5	101.3		101.3		101.3	86.7		86.7		86.7
		52.8			52.8		0.0		0.0	
ג. מניות										

- (1) אינו כולל מכירות של ניירות ערך זרים בישראל. הנתונים בלוח זה מתייחסים רק להנפקות עם תשקיף (פרוספקט) והנפקות ממשלתיות או ע"י הסוכנות היהודית וחברת הבת שלה.
- (2) לוח זה כולל פירוש של הפדיונות לפי קרן, ריבית והצמדה, לעומת אותו הלוח בדו"ח בנק ישראל ל-1970 שכלל רק פירוש של פדיונות פי קרן.
- (3) כולל בעיקר הנפקות של הסקטור המוסדות הכספיים.
- (4) הסכומים המופיעים בשורה זו הם סכומי הפקדות ולא סכומי הנפקת ניירות הערך הנעשית באיחור ואין לה משמעות כלכלית.
- (5) על ידי חברת החשמל.
- (6) נתונים אלה הם אומדנים שחושבו בהנחה שכל איגרות החוב שהונפקו על ידי חברת החשמל והרשומות בבורסה אינן נמצאות בידי חברת הביטוח.
- (7) כולל פדיון מוקדם. לגבי מילחת ממשלתיים, הנתונים הם למעשה, ואילו לגבי מילחת לא ממשלתיים, הנתונים כוללים אומדנים.
- (8) כולל מילחת פיתוח בנקאי בסכום של 0.4 ב-1971 ו-3.6 מיליון ל"י ב-1970.
- (9) נתונים אלו חושבו בל"י, לפי שער החליפין הרשמי: עד אוגוסט 1971 לפי 3.5 ל"י לדולר ומאוגוסט 1971 לפי 4.20 ל"י לדולר.
- (10) גביות מן הציבור ולא הפצה של איגרות חוב.

לוח י"ח - 2

הנפקות * של איגרות חוב לזמן בינוני וארוך, 1971
(מיליוני ל"י)

התקופה	איגרות חוב לזמן בינוני — איגרות חוב מסוג ברירה								איגרות חוב לזמן ארוך		
	ממשלתיות **				אחרות	סך הכול	פיתוח לציבור	אחרים	סך הכול	במטבע חוץ ***	
	פיתוח לציבור	פיתוח בנקאי	ביטחון לציבור	ביטחון בנקאי							
1970 סך הכול	10.9	3.6	75.1***	86.7	191.6	367.9	3.3	519.2	522.5	152.3	
1971 סך הכול	222.7	0.3	0.2	101.3	173.6	498.2	30.7	867.9	898.6	197.0	
יגואר	1.2	—	—	6.3	15.3	22.8	—	39.6	39.6	16.1	
סברואר	1.3	0.1	—	6.0	10.0	17.4	—	38.6	38.6	14.3	
מארס	1.7	0.1	0.1	1.2	16.6	19.7	—	84.5	84.5	8.1	
אפריל	3.5	—	—	—	8.5	12.0	—	55.2	55.2	19.4	
מאי	4.5	—	0.1	11.1	14.3	30.0	—	34.6	34.6	22.0	
יוני	4.2	—	—	11.4	10.0	25.6	—	44.9	44.9	27.7	
יולי	4.8	0.2	—	10.8	13.2	29.0	—	39.4	39.4	2.5	
אוגוסט	27.9	—	—	10.5	9.1	47.5	11.5	111.5	123.0	21.0	
ספטמבר	43.1	—	—	10.9	15.2	69.2	10.4	91.4	101.8	8.5	
אוקטובר	46.6	—	—	—	13.9	72.1	7.0	131.5	138.5	26.7	
נובמבר	50.5	—	—	11.0	28.9	90.4	1.5	91.2	92.7	18.1	
דצמבר	33.4	—	—	10.5	18.6	62.5	0.3	105.5	105.8	12.6	

* הפצה למעשה. כולל מילות ממשלתיים וכל גיירות ערך שהופצו עם תשקיף, אבל לא כולם נרשמו בבורסה ובמיוחד לא איגרות חוב לזמן ארוך. לא כולל מילות לחברות הביטוח לזמן ארוך.

** לא כולל מילות קליטה, מילות חברות הביטוח ומילות ביטחון 1970 ואילך.

*** כולל הוללים.

**** בעיקר מילות ביטחון תשכ"ט.

ח מ פ ז ר : בנק ישראל, מינהל מילות המרינה.

ל-295 מיליון ל"י ב-1971) הינם מורכבים יותר, שכן עלייה זו בהנפקות (הנמכרות בעיקר למשקי הבית) נותרה בזמן שהיסקון הפרטי הגולמי במחירים שוטפים (בניכוי מילות חובה), נשאר ב-1971 באותה רמה כמו בשנה הקודמת. הסבר אחד לתופעה זו קשור בירידה שחלה השנה בהיקף ההפצה נטו של מילות החובה, הנאמדת בכ-180 מיליון ל"י. ירידה זו גרמה להפנייתו של הביקוש לאיגרות חוב לשוק איגרות החוב הראשוני¹. הסבר שני קשור בעירוני החיצוני החיובי הנכיר שהתרחש השנה שהתבטא בין השאר, ברכישת נכסים פיננסיים ובעיקר איגרות חוב צמודות מדר, לנוכח עליית המחירים, והציפיות להמשך העלייה בעקבות הפיחות. איגרות חוב אלה נרכשו,

¹ הסבר מפורט יותר ראה בסעיף 2.

הן במישרין והן בעקיפין, באמצעות תכניות החיסכון וקרנות הנאמנות. הואיל והעירוי החיצוני מבטא השנה בחלקו פעולת התאמה של תיק נכסים פיננסיים מצד בעלי פז"ק תמ"מ וניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ הוא הופנה במידה מסוימת לנכסים פיננסיים, והדבר עוד הגביר את הרכישה של מילוות הברירה.

עיקר ההנפקה של מילוות הברירה התרכז בחודשים אוגוסט-דצמבר, שכן בחודשים אלה ירד באופן בולט שיעור התשואה לפדיון של מילוות הקליטה והביטחון בשוק המשני. הביקוש הגובר למילוות הברירה התבטא בעיקר ברכישה במקור, אם כי גם מדד השערים והיקף המסחר בשוק המשני עלה בחודשים אלה בתלילות (ראה לוחות י"ח-3 ו-5), והדבר נבע מירידת שיעור התשואה לפדיון בשוק המשני וחוסר יכולתו של שוק זה לקלוט ביקוש בהיקף ניכר בגלל היקפו המצומצם. הפיקוח והשליטה, שמקיימת הממשלה על שוק ההנפקות החדשות בישראל, הם קו האופי הבולט ביותר של השוק הזה. הדבר נובע מכך שהממשלה רואה צורך להתערב באופן נמרץ בתהליך קביעת היקף החיסכון במשק ובדרכי הקצאתו. כל הנפקה צריכה לאישור מוקדם מן הממשלה (המותנה באישור ממשלתי באשר ליעוד התמורה של ההנפקה הנידונה). הממשלה היא המעניקה מעמד של "נייר ערך מאושר" – מעמד שהוא הכרחי על מנת לזכות בהגבלת תשלום מס הכנסה. היא קובעת את שיעור הריבית, והיא עצמה מנפיקה איגרות חוב במישרין ובעקיפין (ע"י מתן אישור למוסד כספי להנפיק איגרות חוב שתמורתם תופקד באוצר). ההתערבות של הממשלה בשוק הראשוני באה לידי ביטוי גם בהבטחת ביקוש מוסדי להנפקות החדשות. בכוחה להטיל חובה על קופות הגמל, על תכניות החיסכון שבמסגרת הבנקים ועל חברות הביטוח להשקיע אחוז נתון מנכסיהם באיגרות חוב.¹ למעשה, הצורה העיקרית שלובשת התערבות הממשלה בקביעת היקף החיסכון וההשקעה מתבטאת בכך שהיא מבטיחה היצע איגרות חוב בעלות רמת בטיחות גבוהה יחסית ומממנת את הפער שבין שיעור הריבית הגבוה שמקבל החוסך לבין שיעור הריבית הנמוך, שמשלם המשתמש הסופי במקורות המגויסים. הכוונה הממשלה בתחום יעוד המקורות המגויסים מתבטאת בכך, שחלק מאיגרות החוב היא מנפיקה במישרין, ואילו מכלל איגרות החוב שמנפיקים המוסדות הכספיים השונים נועד חלק מהסכום להפקדה אצל החשב הכללי (ולכן הוא דומה להנפקה ישירה של האוצר), חלק למתן הלוואות המאושרות בידי האוצר, ואילו החלק השלישי נותר ל"שימוש חופשי" של המוסדות המנפיקים. למעשה משתמשים גם בחלק זה בעיקר למימון חלקו של המוסד המנפיק בפרויקטים שהממשלה אישרה ושהיא מממנת את חלק הארי שלהם. במצב זה נמצאת כל תמורת ההנפקה תחת שליטה ממשלתית ולשוק אין כל נגיעה ישירה בקביעת מחיר ההון או בדרכי הקצאתו. החלק היחיד מסכימי הנפקת איגרות החוב המוקצה לפי שיקולי המוסדות המנפיקים הוא זה הנובע מכך שקיים שוני בין אורך חיי האיגרת לבין תקופת ההלוואה לפרויקטים שהממשלה מחייבת את המנפיקים לממן בתמורת ההנפקה. במרווח הזמן שבין השניים רשאים המוסדות הכספיים לעשות בכסף כרצונם (אם כי גם כאן הולך ומצטמצם חופש הפעולה שלהם).

בהרכב ההנפקה ברוטו של מילוות הברירה הל שינוי: ב-1970 היו המילוות הממשלתיים כ-7 אחוזים מכלל ההנפקות, ואילו ב-1971 עלה חלקם ל-56 אחוזים (ראה לוח י"ח-1). הקטנת חלקם של המוסדות הכספיים מבטאת בחלקה ניסיון לצמצם את השימוש במוסדות אלה כמתווכים בהפצת איגרות חוב מסוג ברירה ומעבר להפצה ישירה בידי האוצר, ובחלקה היא נובעת מסיבות אחרות. מבחינת המשקיע, אין נפקא מינה בין השניים, ועל כן אין כאן שינוי בהעדפת המשקיעים, אם כי היתה, כנראה, השפעה למסע הפרסומת שנערך להפצת מילוות הברירה הממשלתיים (מילווה פיתוח), בעוד שלגבי מילוות הברירה האחרים לא נהגו כך.

¹ אין ללמוד מכך, שלולא חובה זו לא היו מוסדות אלה משקיעים אחוז גבוה מנכסיהם באיגרות אלה מרצונם החופשי. אולם הדבר אינו ודאי, ולבטח לא היה קשר כה הדוק בין היקף הצבירה להיקף ההשקעה באיגרות חוב אלה בכל תקופה ותקופה.

היקף גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב ארוכות מועד הגיע השנה ל-781 מיליון ל"י לעומת 434 מיליון ל"י בלבד ב-1970. עיקר ההפצה ארעה בחמשת החודשים האחרונים של השנה (ראה לוח י"ח-2). למתכונת זו של התפתחות ההפצה על פני השנה שתי סיבות עיקריות. האחת, במחצית הראשונה של השנה, ובמיוחד ברבעון השני, היו שמועות על העלאה קרובה של שיעור הריבית על איגרות חוב מסוג זה, ואלה גרמו לדחיית רכישות. בתחילת חודש אוגוסט הועלתה הריבית מ-5.5 אחוזים בהצמדה למדד המחירים לצרכן ל-6.0 ו-6.5 אחוזים, ואז בוצעו הרכישות שנדחו¹. הסיבה השנייה נעוצה בציפיות לעליית מחירים לאחר פחות הל"י בחודש אוגוסט. משקיעים הקדימו, כנראה, רכישות, כדי להצמידן למדד נמוך יותר (תופעה שהתאפשרה בזכות קיום עודפי נזילות בבנקים)².

גיוס ההון נטו באמצעות איגרות חוב במטבע חוץ בידי גופים ישראלים (לרבות "הולליס") הגיע בשנת 1971 ל-158 מיליון ל"י לעומת 120 מיליון ל"י בשנת 1970. ניתוח מפורט של ההתפתחויות בתחום זה, ראה בסעיף 8 להלן.

ב. השוק המשני

המסחר בשוק המשני לאיגרות חוב תפס ב-1971 כ-59 אחוזים מכלל המסחר בניירות ערך בין כותלי הבורסה, לעומת 57 אחוזים ב-1970. היקף המסחר באיגרות חוב הגיע לכ-368 מיליון ל"י, עלייה בשיעור 66 אחוזים לעומת 4.5 אחוזים ו-15.6 אחוזים ב-1970 וב-1969 בהתאמה (ראה לוח י"ח-3)³. עם זאת, מבחינת התעניינות המשקיעים, כפי שהיא באה לידי ביטוי בשיעור הגידול בהיקף המסחר ובעליית המחירים, תפס השנה שוק המניות את מעמד הבכורה. הפעילות המוגברת בשנת 1971 בשוק איגרות החוב נובעת בעיקר מהתגברות הביקוש מצד הציבור הרחב להשקעות פיננסיות צמודות למדד המחירים ומפעולות התאמה של תיק הנכסים הפיננסיים בעקבות פחות הל"י בחודש אוגוסט. פעילות זו גרמה לעליית שיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות למטבע חוץ ולירידת שיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות מדד ומסוג ברירה בתקופה שלאחר הפחות. עיקר העלייה בהיקף המסחר התרכזה במילווה מסוג ברירה (74 אחוזים מכלל העלייה בהיקף המסחר) ובאיגרות החוב הנסחרות במטבע חוץ (23 אחוזים מעלייה זו) כאשר בשאר סוגי איגרות החוב הרשומות בבורסה חלת ירידה במחזור או עלייה צנועה בלבד⁴. העלייה הבולטת בהיקף המסחר במילווה מסוג ברירה התרכזת בחמשת החודשים האחרונים של השנה, ובהם הגיע היקף המסחר בממוצע חודשי לכ-22 מיליון ל"י, לעומת 14.5 מיליון ל"י בלבד בממוצע חודשי בשבעת החודשים הראשונים של השנה. עלייה זו בביקוש לאיגרות חוב מסוג ברירה, כתוצאה מציפיות לעליית מחירים בעקבות הפחות, גרמה לירידה בשיעורי התשואה לפדיון של ניירות ערך אלה, אם כי בשלושת החודשים האחרונים של השנה עלתה התשואה במסלול הצמוד מחדש, מאחר שעליית מחירי ניירות הערך לא הדביקה את העלייה

¹ איגרות החוב הנושאות ריבית של 6.0 אחוזים מונפקות לתקופה של 17 שנה, ואילו איגרות החוב הנושאות ריבית של 6.5 אחוזים מונפקות לתקופה של 20 שנה (בשני הסוגים מתחיל הפדיון החל בשנה העשירית).

² עצמתה של תופעה זו היתה השנה חזקה במיוחד, בהשוואה לתקופות שלאחר פחותים קודמים, בגלל הפעלת הפיקוח על המחירים בחודשים הסמוכים שלאחר הפחות והתחייבות הסותרים למכור את מלאי היבוא במחירים הישנים. הדבר יצר ודאות לגבי עליית המחירים לקראת סוף 1971 ותחילת 1972, כאשר אמור היה המלאי הישן להיגמר והפיקוח על המחירים להיפסק.

³ אין בנמצא נתונים על היקף המסחר באיגרות חוב מחוץ לבורסה, במסגרת פעולות הקיזוז או במסגרת העסקות בין משקיעים מוסדיים גדולים, ולכן נאלצנו להסתפק בנתונים על היקף המסחר במסגרת הבורסה.

⁴ רוב איגרות החוב לזמן ארוך אינן רשומות בבורסה ואין לנו נתונים על היקף המסחר הנערך בהן, ולכן אין ניתוח זה נוגע לאיגרות חוב מסוג זה.

בהפרשי התצמדה על ניירות ערך אלה¹ (ראה לוח י"ח-4).

גם השנה תפס מילווה הביטחון מקום מרכזי בכלל המסחר באיגרות חוב מסוג ברירה (כשלושה רבעים). במילווה הביטחון תשכ"ז, שיפדה במשך שנת 1972, התפתח שוק ער במסגרת עסקות כיבוס השטרות, והוא תפס כ-30 אחוזים מכלל המחזור. תופעה זו מאשרת מחדש את הדעה, שהמרכיב העיקרי במסחר באיגרות חוב הם מילווה החובה למיניהם. בגלל שהם נמכרים לאנשים, שרכשו אותם שלא מרצונם החופשי, ועל כן חלקם מוכר אותם בהודמנות הראשונה שהם זקוקים לכסף, מהווים המילווה הללו נשוא מסחר ער כל אימת שהתנאים מאפשרים את הדבר.

באיגרות חוב נסחרות במטבע חוץ ורשומות בבורסה של תל-אביב לא חל שינוי בהיקף המסחר במשך שבעת החודשים הראשונים של השנה (היקף המסחר החודשי הגיע לכ-5 מיליון ל"י, לעומת 4.6 מיליון ל"י ברבעון האחרון של שנת 1970), והדבר מבטא את היעדר הציפיות לפיחות קרוב באותה תקופה. לעומת זאת, בעקבות פיחות הל"י ופעולות ההתאמה של תיק הנכסים הפיננסיים שנרחשו כתוצאה מכך, חל גידול בולט בהיקף המחזור והוא הגיע לכ-9.5 מיליון ל"י בממוצע חודשי בחמשת החודשים האחרונים של השנה. עם זאת, מצומצם, יחסית, ההיקף היחסי של המסחר בסוג זה של איגרות חוב, והדבר נובע, כנראה, מכך שחלק מהן מצויות בידי משקיעים זרים, הנוהגים לסחור בהן מחוץ לבורסה של תל-אביב. שיקוליהם של אלה שונים משיקוליהם של משקיעים ישראלים.

באיגרות חוב הצמודות לשער החליפין נמשכה גם השנה מגמת הירידה בהיקף המסחר. מגמה זו נובעת בעיקר מכך, שמזה שנים רבות אין מנפיקים עוד ניירות ערך כאלה, ואילו היתרה הקיימת במחזור הולכת וקטנה בגלל פדיונות. התפתחות שיעורי התשואה לפדיון על פני השנה מציינת שנה שבה אירע פיחות בלתי חוזי. בשמונת החודשים הראשונים של השנה היה שיעור התשואה לפדיון במגמת עלייה חלשה (המבטאת היעדר ציפיות לפיחות קרוב), ואילו בעקבות הפיחות חלה עלייה דרסטית בשיעור התשואה לפדיון, הנובעת מעליית ערך הפדיון ומתנועת המימוש של איגרות חוב אלה. היקף המסחר באיגרות חוב צמודות למדד המחירים הגיע השנה לכ-57 מיליון ל"י, לעומת כ-50 מיליון ל"י בשנת 1970. זו היא עלייה בשיעור 14 אחוזים בקירוב בלבד, והיא נתרשה למרות העלייה הניכרת בביקוש לניירות ערך המבטיחים הגנה מפני ירידת ערך הכסף. ההסבר לתופעה זו נעוץ בכך, שבמסגרת המסחר בבורסה באיגרות חוב צמודות מדד תופס המסחר במילווה קליטה (שנמכרו, כידוע, כמילווה חובה) את המקום המכריע (כ-92 אחוזים ב-1971). הואיל ובשנת 1971 גדל הפדיון של מילווה הקליטה, לרבות קרן, ריבית והפרשי התצמדה (הוא הגיע להיקף של כ-104 מיליון ל"י, לעומת 82 מיליון ל"י בלבד בשנה שעברה), ואילו היקף ההפצה של מלוות הקליטה ירד (הוא הגיע השנה ל-64 מיליון לעומת 150 מיליון ל"י ב-1970), ירד ערך המלאי של מילווה הקליטה שבידי הציבור. ירידה זו היא המסבירה את העלייה הקטנה יחסית בהיקף המסחר באיגרות חוב צמודות מדד. הסבר נוסף: בחודש אפריל השנה בוטלה האפשרות לפתוח חשבונות חדשים בתכנית החיסכון מסוג "תמורה". תכניות אלה היו בעבר אחד המקורות העיקריים לביקוש למילווה קליטה².

במבנה המוסדי של השוק המשני למסחר לא חלו השנה שינויים משמעותיים. נמשכה הימנעות הממשלה מלהתערב במישרין במתרחש במסגרת שוק זה, למעט התערבות מצומצמת של בנק ישראל לשמירת נזילותן של אותן סדרות איגרות חוב ממשלתיות, שבהן מתנהל מסחר מצומצם. ריכוזיות המסחר באגרות החוב נחלשה מעט השנה, כפי שרואים מהנתונים המופיעים

¹ שלא כבמקרה של מניות, אין משמעות רבה לעיקוב אחרי התפתחות מחירי איגרות חוב, כאינדיקטור להתפתחות הביקוש לסוג זה של נכס פיננסי, ובמקום זאת יש לבחון את התפתחות שיעורי התשואה לפדיון. כן יש לציין, שבגלל ההיקף המצומצם של איגרות חוב מסוג ברירה שבמחזור, מחוץ למילווה הביטחון, קורה לעתים שמשקיעים מופנים לרכישה במקור גם כאשר שיעור התשואה לפדיון בשוק המשני גבוה מאשר במקור, בגלל שאין אפשרות לספק את הביקוש בשוק המשני.

² תיאור מפורט של תכנית החיסכון מסוג "תמורה" ראה: ר' צנזר, "תכניות החיסכון המאושרות 1969-1955", סקר בנק ישראל מס' 35, מאי 1970.

לוה י"ח-3

מנמות כלליות בהתפתחות היקף המסחר במסגרת הבורסה, 1970 ו-1971

סך הכול ניירות ערך במסגרת הבורסה	מניות (במסגרת הבורסה בלבד)*	מילווה קצר מועד	איגרות חוב					סך הכול	
			בלתי צמודות ובעלות הצמדה מעורבת	נסחרות במטבע חוץ	מילווה ברירה	צמודות למדד המחירים	צמודות לשער החליפין		
(מיליוני ל"י)									
456.5	107.1	137.2	212.2	**1.0	39.2	103.0	69.0	סך הכול 1969	
389.7	52.3	115.7	221.7	1.1	48.9	102.3	49.8	19.6	סך הכול 1970
623.9	105.7	150.1	368.1	3.3	82.2	210.4	56.8	15.4	סך הכול 1971
41.0	6.9	10.3	23.8	0.1	4.3	13.7	4.1	1.6	ינואר
39.0	8.1	8.4	22.5	0.2	3.6	13.0	4.4	1.3	פברואר
43.4	5.6	12.4	25.4	0.3	5.8	13.9	4.0	1.4	מרס
38.7	3.3	9.2	26.2	0.5	5.3	14.6	4.9	0.9	אפריל
41.7	3.8	11.3	26.6	0.3	5.3	14.9	5.1	1.0	מאי
42.0	4.0	11.0	27.0	0.1	4.7	15.9	5.3	1.0	יוני
44.1	5.5	12.0	26.6	0.1	5.4	15.5	4.6	1.0	יולי
70.7	15.4	20.2	35.1	0.1	7.8	19.4	5.7	2.1	אוגוסט
58.4	10.5	14.0	33.9	0.1	8.6	20.6	3.2	1.4	ספטמבר
62.3	17.7	10.6	34.0	0.1	9.4	18.5	4.8	1.2	אוקטובר
70.3	12.4	15.9	42.0	0.1	11.2	23.8	5.7	1.2	נובמבר
72.3	12.5	14.8	45.0	1.3	10.8	26.6	5.0	1.3	דצמבר

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

1970	0.6	—0.7	24.7	*** (—)	4.5	—15.7	—51.2	—14.6
1971	—21.4	14.1	105.6	68.1	*** (—)	66.0	102.1	60.1

המשקל בסך כל המחזור כבורסה
(אחוזים)

1969	15.2	22.6	8.7	(—)	46.5	30.1	23.4	100.0
1970	5.0	12.8	26.3	0.3	56.9	29.7	13.4	100.0
1971	2.5	9.1	33.7	0.5	59.0	24.1	16.9	100.0

* כולל מגזיר רגילות, מגזיר בכורה ומגזיר הנסחרות בשוק החופשי וכן מגזיר הנסחרות במסבס חוץ. נתונים נפרדים לגבי סוגי המגזיר השונים על בסיס חודשי וכן נתונים על המסחר מחוץ לבורסה ראה בלוח נ"ח-5.

** אומדן.

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

ה ב ק ו ר : הכורסה לניירות ערך, תל-אביב.

לוח י"ח-4

תשואות ממוצעות לפדיון נטו¹ של איגרות חוב הנסחרות בבורסה², 1971
(אחוזים)

חודש ⁵	צמודות מט"ח				צמודות מדד ⁸				ברירה ⁴					
	מספר שנים לפדיון			סך הכול	מספר שנים לפדיון			סך הכול	בהנחה של הצמדה					
	2-0	5-2	+5		2-0	5-2	+5		2-0	5-2	סך הכול			
דצמבר 1970	0.8	1.9	3.3	3.0	5.8	6.1	4.9	5.7	4.4	6.0	4.8	12.6	11.9	12.4
ינואר	-2.3	1.5	3.7	2.7	6.2	5.2	4.6	4.8	4.6	6.0	5.0	12.3	11.3	12.0
פברואר	-0.1	1.4	3.6	2.7	6.8	5.9	4.9	5.4	6.3	6.5	6.3	13.3	11.2	12.7
מרץ	1.2	1.5	3.7	3.0	5.3	5.3	4.7	4.9	5.6	6.5	5.8	13.0	11.3	12.6
אפריל	0.9	1.8	3.7	3.0	6.7	4.8	4.7	4.9	5.3	6.3	5.5	12.0	10.7	11.7
מאי	2.7	2.3	4.0	3.6	6.1	5.3	4.7	4.9	6.1	6.7	6.2	12.6	10.9	12.2
יוני	3.4	3.1	4.5	4.1	6.0	5.6	4.6	4.9	6.2	6.9	6.3	12.6	11.0	12.3
יולי	2.6	2.5	4.3	3.9	6.7	5.2	4.6	4.8	6.1	7.0	6.3	12.9	11.1	12.5
אוגוסט	-2.6	0.5	3.3	2.2	2.8	4.4	4.5	4.3	3.6	6.0	4.2	11.1	10.4	11.0
ספטמבר	9.7	3.9	6.5	6.7	3.7	4.2	4.7	4.5	4.5	5.3	4.7	12.4	9.7	11.8
אוקטובר	10.0	4.6	6.7	6.9	7.4	5.2	5.2	5.2	6.6	6.1	6.5	11.2	9.2	10.8
נובמבר	10.5	8.3	6.9	7.5	— ⁶	5.2	5.2	5.2	6.7	5.5	6.5	8.5	7.8	8.4
דצמבר	9.6	7.7	6.4	6.9	— ⁶	5.2	4.9	5.0	8.5	6.4	8.0	8.1	8.1	8.1
תשואות הפצה ⁷	אין הפצה				4.5-4.9				4.84			10.76		

- (1) לגבי צמודות מטבע חוץ וצמודות מדד, בניכוי 25 אחוזים מס הכנסה, ואילו לגבי ברירה שיעור התשואה לפדיון הוא נטו בהתחשב בכיבוס השטרות (מחושב לפי מחיר הנכר יום לפני הפדיון). לגבי כל הסדרות נלקחה בחשבון עמלת הקנייה, כך שמדובר בשיעור תשואה לפדיון. נטו עבור הרוכש.
 - (2) הקבוצה העיקרית של אגרות חוב שאינה רשומה כמעט בבורסה, ולכן שיעורי התשואות עליהן אינם מופיעים כאן, היא של איגרות חוב ארוכות מועד מונפקות לקופת גמל וחברון ביטוח. כן לא כלולים כאן שיעורי התשואה על מילוחת הקליטה ומילוחת הביטוח שהונפקו לתקופה של 10 שנים, למרות שהם נסחרים בבורסה ומהווים את חלק הארי בהיקף המסחר. עובדה זו מונעת במשמעות שניתן לייחס לשינויים בשיעורי התשואות המופיעים בלוח זה.
 - (3) לא כולל מילוחת קליטה.
 - (4) לא כולל מילוחת ביטוח ל-10 שנים.
 - (5) לפי השערים ב-18 לכל חודש.
 - (6) הפרסום הופסק.
 - (7) לגבי מילוחת ברירה שיעור התשואה לפדיון הוא ברוטו, בגלל קיום תופעת כיבוס השטרות. לשם השוואה עם שיעור התשואה לפדיון בשוק המשני יש לנכות כמה עשיריות אחוז בגלל העובדה, שמחיר הנכר יום לפני הפדיון הוא קצת סחות מערך הפדיון שלו ברוטו. תשואות ההפצה של צמודות מדד הן לגבי סדרות ל-17 ו-20 שנה.
- ה מ כ ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בלוח י"ח-7, והדבר נובע מהעליה הכללית בהיקף המסחר ובעיקר מעלית היקף המסחר בחלק מאיגרות החוב, הנסחרות במטבע חוץ והצמודות אליו — איגרות חוב, שבשנה שעברה היה היקף המסחר בהן מצומצם יחסית.

לוח י"ח-5

מדד חודשי של ניירות הערך בבורסה בתל-אביב, 1971
(30 בדצמבר 1970 = 100)

	מניות		איגרות חוב צמודות						
	מניות	רגילות	בלתי * צמודות	הצמדה מעורבת	צמודות למדד המחירים			צמודות לשער החליפין	כל הצמודות
	מניות	רגילות	בלתי * צמודות	הצמדה מעורבת	ברירה	ארוכות מועד	סך הכול	צמודות לשער החליפין	כל הצמודות
ינואר	103.3	102.5	103.9	100.3	100.5	99.7	100.1	100.0	100.1
פברואר	106.6	104.1	101.2	100.4	100.3	100.1	100.4	100.5	100.4
מרס	106.6	102.8	103.4	100.8	100.8	101.9	101.4	98.5	101.3
אפריל	103.5	103.7	113.1	101.2	102.4	102.8	102.6	97.1	102.4
מאי	104.7	108.5	110.8	101.3	101.3	102.7	101.8	94.9	101.6
יוני	105.1	112.8	106.1	100.9	101.6	103.6	102.4	94.6	102.2
יולי	107.9	120.2	107.8	101.3	103.2	104.6	103.9	96.5	103.6
אוגוסט	118.1	120.4	107.7	108.5	105.5	105.6	105.7	105.0	105.6
ספטמבר	122.6	124.2	110.8	108.9	105.8	106.4	106.1	103.0	106.0
אוקטובר	124.2	125.4	111.7	110.5	107.5	109.0	108.2	102.2	107.9
נובמבר	119.6	127.0	111.7	111.7	108.0	110.7	109.1	102.3	108.8
דצמבר	123.0	132.7	109.3	114.8	108.7	112.9	110.3	103.4	110.0

* לא כולל מילוח קצר מועד.

הס ק ו ר : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

4. שוק המניות

שוק המניות עמד השנה בסימן תחילת התאוששות לאחר מספר שנים של שפל, הן מבחינת היקף ההנפקות החדשות והן מבחינת מחזורי המסחר והתפתחות המחירים בשוק המשני. היקף המסחר במניות הוכפל, ומדד המחירים החודשי¹ של מחירי המניות הרגילות עלה בשיעור 23 אחוזים במשך השנה (לעומת ירידה בשיעור 11 אחוזים בשנת 1970 ו-1.4 אחוזים בשנת 1969). היקף ההנפקות החדשות הגיע השנה ל-52.8 מיליון ל"י לעומת היעדר הנפקות בשנת 1970 והנפקות בהיקף של 28.5 מיליון ל"י בשנת 1969.

¹ המדד החודשי של מחירי המניות מבטא את השינוי, המשוקלל על פי ההון הרשום בבורסה, במחירי המניות ללא הצטברות הדיבידנד או כל טובת הנאה אחרת. לעומתו, המדד היומי של מחירי המניות נותן משקל שווה לכל מניה ובעת חישובו אין מנכים ממחירי המניות את הדיבידנד או כל טובת הנאה אחרת המחולקת לבעלי המניות. מכאן שהמדד היומי שונה בתכנו ובמשמעותו מהמדד החודשי.

א. השוק המשני למסחר במניות

בניתוח ההתפתחויות בשוק המניות ולצורך הבנת התפנית שחלה בשנת 1971, יש להבחין בין שבעת החודשים הראשונים של השנה, החודשים שלפני הפיחות שנערך באוגוסט, לבין חמשת החודשים האחרונים שלאחריו. בשבעת החודשים הראשונים היה המסחר החודשי הממוצע במניות (במסגרת הבורסה ומחוצה לה) כ-14.5 מיליון ל"י, ואילו בחמשת החודשים האחרונים של השנה הגיע נפח המסחר ל-23.4 מיליון ל"י. גם מתכונת התפתחות מחירי המניות תואמת את החלוקה האמורה לתת תקופות: בשבעת החודשים הראשונים חלה התאוששות קלה במחירי המניות, והמדד החדשי של המניות הרגילות עלה בתקופה זו ב-7.9 אחוזים, ואילו בחמשת החודשים הנותרים חלה החשה ניכרת בקצב עליית מחירי המניות והם עלו ב-15.1 אחוזים נוספים. נראה,

לוח י"ח - 6

היקף המסחר החודשי בבורסה ומחוצה לה¹ לפי קבוצות מניות, 1971
(אלפי ל"י)

החודש	כספים ² וביטוח	מקרקעין ופיתוח	תעשייה ³ ומסחר	דלק ונפט	חברות להשקעה	מניות בכורה ומניות בשוק החופשי	סך הכול ⁴
ינואר	3,429	907	1,240	119	871	340	6,906
פברואר	7,317	408	352	69	2,479	184	10,809
מרץ	3,705	1,006	1,749	235	830	561	8,086
אפריל	5,356	902	1,399	361	1,246	317	9,581
מאי	2,385	625	1,492	119	787	209	5,617
יוני	8,223	331	725	61	695	73	10,108
יולי	1,632	405	635	73	396	147	3,288
אוגוסט	4,476	140	277	18	1,620	66	6,597
ספטמבר	1,949	536	749	126	367	117	3,844
אוקטובר	4,693	406	293	37	1,754	112	7,295
נובמבר	2,161	353	890	145	323	125	3,997
דצמבר	4,925	108	417	28	489	64	6,031
סך הכול	2,323	750	1,513	268	424	224	5,502
ינואר	12,255	282	536	112	1,038	83	14,306
פברואר	6,249	3,052	2,565	468	1,713	1,346	15,393
מרץ	5,672	1,110	907	160	1,846	593	10,288
אפריל	3,799	2,139	2,200	278	1,495	549	10,460
מאי	5,540	521	963	93	3,682	124	10,923
יוני	8,623	2,603	3,244	639	1,648	956	17,713
יולי	5,556	860	1,114	276	1,140	160	9,106
אוגוסט	4,883	1,984	2,748	322	1,252	1,228	12,417
ספטמבר	4,092	763	800	119	977	397	7,148
אוקטובר	4,883	1,106	3,538	254	1,239	1,448	12,468
נובמבר	7,459	1,099	1,164	88	1,025	470	11,305
דצמבר	46,021	15,466	22,563	3,046	11,345	7,250	105,691
סך הכול	75,564	6,930	8,947	1,422	17,991	2,643	113,497

(1) המספר העליון בכל חודש מציין את היקף המסחר בבורסה וזה שמתחתיו את המסחר מחוץ לבורסה.

(2) כולל מניות הנסחרות בל"י ובמטבע חוץ.

(3) כולל קבוצת שירותים ציבוריים.

(4) ההפרש בין הסך הכול לבין סיכום המספרים המוצגים בלוח הוא תוצאה של עיגול מספרים.

ה מקור : הכורסה לניירות ערך, תל-אביב.

שכמה גורמים שחברו יחד הביאו להתאוששות בתקופה הראשונה: (א) ההתרחבות המוניטרית הניכרת, שגרמה להיווצרות עודפי נזילות בבנקים וליכולתם לממן פעולות של ספקולנטים; (ב) העלייה בכדאיות הרכישה של מניות לנוכח המחירים הנמוכים ששררו בשוק ושלא ביטאו את הערך האמיתי המגולם במניה (זאת, כשמתחמים את כדאיות ההשקעה על פי היחס של מחיר המניה לרווח למניה). (ג) הופעת קרן נאמנות חדשה להשקעה במניות שריכוזה תיק מניות גדול יחסית והיתה מוכנה להבטיח לרוכשי התעודות ביטוח כנגד הפסדי הון וכן רווח מינימלי. (ד) שיעור התשואה בשוק איגרות החוב (ובמיוחד מילווה החובה) ירד לשיעור המקובל בהנפקות במקור ובזאת נעלם הסיכוי לרווחי הון מהשקעה באיגרות חוב; ו- (ה) היה כנראה גם שינוי מסוים לטובה באווירה הכללית סביב נושא ההשקעה במניות. ההתאוששות התבטאה בעליית היקף המסחר במניות (בבורסה ומהוצה לה) מכ-8.3 מיליון ל"י במוצע חודשי בחצי השני של

לוח י"ח 7

התפלגות מניות רגילות ואיגרות חוב לפי מחזורי המסחר השנתיים, 1971¹

המחזור השנתי	מניות רגילות ²		איגרות חוב ³	
	מספר המניות	חלקן במחזור העיסקות הכולל	מספר איגרות החוב	חלקן במחזור העיסקות הכולל
(אלפי ל"י)	(אחוזים)			(אחוזים)
עד 100	7	0.0	453	0.2
100-250	11	1.1	11	0.5
250-500	14	2.7	9	1.0
500-1,000	9	3.3	6	1.2
1,000-2,500	21	16.0	10	4.4
2,500-5,000	12	21.2	5	4.5
5,000-10,000	10	37.2	7	13.8
10,000 ומעלה	1	18.5	6	74.4
סך הכול	85	100.0	107	100.0

(1) לגבי מניות הנתונים הם לגבי מסחר בבורסה ומחוצה לה; ולגבי איגרות החוב הנתונים מתייחסים למסחר שבמסגרת הבורסה בלבד. מוצגת התפלגות המנפיקים ולא התפלגות לפי ניירות ערך יחידניים. כלומר, כל סוגי המניות, שהנפיקה חברה מסוימת וכן כל סדרות איגרות החוב מאותו סוג, שהנפיק מנפיק מסוים, נחשבים לצורך לוח זה כיחידה אחת.

(2) פירוט לפי קבוצות ראה בלוח ג' י"ח 2.

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

(4) ב-19 מתוך 53 הקבוצות לא היה מסחר כלל.

ה מק ו ר : מעובד לפי נתונים של הבורסה לניירות ערך תל-אביב.

שנת 1970 לכ-14.5 מיליון ל"י בשבעת החודשים הראשונים של השנה¹, ובעליית מדד המחירים החודשי ב-7.9 אחוזים לאחר שבמחצית השנייה של 1970 נרשמה בו יציבות. יש להדגיש, שהשנה לא היוו הציפיות לפיחות אחת הסיבות להתאוששות שוק המניות בתחילת השנה, שכן בתקופה זו לא היו ציפיות לפיחות נפוצות בשוק ההון והכספים הישראלי (ראה סעיף 7 בהמשך). על רקע התפתחויות אלה פותחה הל"י בחודש אוגוסט. בעקבות צעד זה נתחזקה באופן ניכר

¹ לניתוח היקף המסחר במניות יש משמעות משולשת: ראשית, הדבר מהווה אינדיקטור למידת העניין שמגלים משקיעים בהשקעה במניות; שנית, הדבר מורה על היקף הביקוש וההיצע שהשוק יכול לספוג ללא זעזועים יתרים ושלישית, הדבר מורה על קיום ציפיות לא אחידות להתפתחות מחירי המניות.

מגמת ההתאוששות של שוק המניות: נפח המסחר עלה ל-23.4 מיליון ל"י בממוצע חודשי ומדד המחירים החודשי של המניות הרגילות עלה ב-15.1 אחוזים נוספים. ההתאוששות בשוק המניות הקיפה את כל קבוצות המניות, כאשר הקבוצות: 'חברות נפט', 'תעשייה ומסחר' ו'מקרקעין ופיתוח' מובילות בהתאוששות, ואילו 'חברות להשקעה' ו'כספים וביטוח' החלו להתאושש מאוחר יותר ואף שיעור העלייה בהן היה נמוך. העובדה, שההתאוששות הקיפה את כל קבוצות המניות בולטת מתוך ניתוח התפתחות מדד המחירים לפי קבוצות מניות (ראה לוחות נ"ח-3 ו"ח-7) וכן מתוך ניתוח התפלגות המניות הרגילות לפי מחזור המסחר. נראה שהסיבות העיקריות להתפתחויות בשוק המניות בעקבות הפיחות הן ציפיות ספקולטיביות¹ לעליית מחירי המניות ולחזרה של תופעת הגיאות בשוק המניות במתכונת שהיתה בעקבות פיחות 1962; אם כי סביר להניח, שמדובר גם בהעברת כספים הנובעת ממימוש רווחי פיחות, מהמשך קיומם של עודפי נזילות במערכת הבנקאות ומהצטרפותם של משקיעים קטנים הנוטים תמיד להופיע בשוק המניות לאחר תחילתה של מגמת עלייה במחירים. מכל מקום, התוצאה היתה התעוררות בולטת בשוק המניות, שהגיעה לשיאים נוספים בתחילת 1972, שמקורה בנימוקים כלכליים ובשינויים של אוריה כאחד.

מתוך עיון בלוח י"ח-5 בולטת העובדה שבחודש נובמבר חלה נסיגה מסוימת במדד מחירי המניות הרגילות: המדד ירד מ-124.2 נקודות בסוף אוקטובר ל-119.6 נקודות בסוף נובמבר. ירידה זו נובעת מתנועת מימוש (שהיא תופעה רגילה בכל בורסה שבה מחירי המניות נמצאים במגמת עלייה) שהתחזקה כתוצאה מהודעה על הקפאת היקף האשראי הבנקאי ומשמועות על כוונה להקפיא את הדיבידנדים שחברות יהיו רשאיות לחלק ב-1972 (שמועות שהוכחו לאחר מכן).

מחוץ לבורסה מתבצעות עסקות משני סוגים. הראשון הינו קיוזו של פקודות קנייה ומכירה של הציבור הרחב לפני שסוכן הבורסה מביא את היתרה לבורסה לקראת פתיחת המסחר היומי. הסוג השני כולל עסקות של משקיעים מוסדיים (חברות להשקעה, קרנות נאמנות וכד'), המעדיפים, מתוך שיקולים שונים (בין השאר, הרצון לחסוך את עמלת הבורסה ומהחשש מהשפעת הביקוש, או ההיצע, הגדולים של מחירי הנייר בבורסה) לבצע את עיקר עסקיהם מחוץ לבורסה. לעומת זאת, המסחר בבורסה מייצג בעיקר את העסקות של הציבור הרחב שלא קווזו אצל סוכן הבורסה.

מלוח י"ח-6 מתברר, שבמשך המחצית הראשונה של השנה חלה עלייה מסוימת ביחס שבין המסחר במניות הנערך מחוץ לבורסה, לבין זה הנערך במסגרת הבורסה. ברבעון השני של השנה הגיע היחס בין השניים ל-1.79. לגבי כלל המניות. בקבוצות 'כספים וביטוח' ו'חברות להשקעה' היה היחס גבוה במיוחד: 2.45 ו-3.55 בהתאמה. ברבעון השלישי של השנה החלה מגמת ירידה ביחס הזה שהתחזקה מאוד ברבעון הרביעי — או ירד היחס לגבי כלל המניות ל-0.65 ולגבי קבוצת ה'כספים וביטוח' וקבוצת 'חברות להשקעה' ל-1.193 ו-0.76 בהתאמה. עובדה זו מרמזת על כך, שעיקר העלייה בהיקף המסחר במניות נבע מהציבור הרחב (משקיעים וספקולנטים למיניהם) ולא ממשקיעים מוסדיים.

בתחילת השנה נוסדה קרן נאמנות חדשה להשקעה במניות, שהבטיחה לרוכשי תעודותיה ביטוח כנגד הפסדי הון ורווח מינימלי לתקופה של 5 שנים. בחצי הראשון של השנה גייסה קרן זו כ-8.7 מיליון ל"י להשקעה במניות, אבל במחצית השנייה של השנה נפסק גידולה ואף היה פדיון נטו של תעודות בערך של 1.3 מיליון ל"י. פדיון זה, שנרחש דווקא בתקופת הגאות בשוק המניות, יכול לרמוז, שבתקופה זו קטן חלקם של המשקיעים-החוסכים בשוק המניות וגדל חלקם של הספקולנטים, עם כל ההשלכות שיש לכך לגבי הסבר ההתרחשויות ועתיד הגאות בשוק זה.

¹ יש להבחין בין המניעים של משקיעים לבין המניעים של ספקולנטים. הראשונים מבוססים בעיקר על סיכויי ההתפתחות של החברות והמניות בטווח הבינוני והארוך, ואילו האחרונים מבוססים בעיקר על ציפיות להתפתחות מחירי המניות בטווח הקצר ביותר.

ב. הנפקות חדשות של מניות (השוק הראשוני)

על רקע ההתפתחויות במשך שנת 1971 בשוק המשני למניות, אפשר היה לצפות לחידוש ההנפקות של מניות חדשות בהיקף ניכר. לנוכח עליית המחירים ועליית היקף המסחר, נדמה היה, שהשוק יוכל לקלוט יפה הנפקות חדשות. וגם המנפיקים יוכלו להשיג מחירים גבוהים יחסית עבור הנפקות אלה. למעשה, הונפקו ב- 1971 מניות בערך של 52.8 מיליון ל"י (לעומת העדר הנפקות ב-1970). סכום זה הינו נמוך מן המצופה וניתוח הרכבו מלמד, שרק חלק קטן ממנו הוא בבחינת מפנה במגמת השוק.

סכום ההנפקות מורכב משלוש סדרות של מניות-זכויות שהנפיקו שלושה מוסדות כספיים¹ בסכום כולל של 12.8 מיליון ל"י, סדרת מניות של מוסד בנקאי לציבור הרחב בסכום של 10.5 מיליון ל"י, סדרה של שטרי הון ניתנים להמרה במניות של אותו מוסד בסכום של 25 מיליון ל"י, וכן, וזאת לראשונה מזה מספר שנים, יצא מפעל תעשייתי שעד כה טרם הנפיק מניות לציבור, בסדרת מניות בערך של 2.5 מיליון ל"י ובסדרת איגרות חוב, הניתנות להמרה במניות בסכום של 2 מיליון ל"י.

בתחום הנפקת מניות יש להבחין בין סוגי ההנפקות השונות מבחינת המשמעות הנובעת להן לגבי מגמת השוק. יש להבחין בין מוסדות כספיים לבין שאר המפעלים, ובמיוחד מפעלי תעשייה. המוסדות הכספיים בישראל נוהגים להנפיק סדרות רבות של איגרות חוב, וכתוצאה מכך מתעורר מדי כמה שנים הצורך להגדיל גם את ההון העצמי, כדי לשמור על יחס מסוים בין שני סוגי המימון. בדרך כלל, אין להנפקות אלה קשר חזק עם הציפיות להתפתחות הכלכלית במשק או עם שינויים בדרכי המימון של המפעלים. במסגרת זו יש לראות את הנפקת המניות של שלושת המוסדות הכספיים. כאמור, הונפקו אלה כזכויות; כלומר, לא הוצעו לציבור הרחב, אלא למי שכבר מחזיק במניות המוסדות הללו (תכונה נוספת המאפיינת הנפקות מסוג זה). בצורה דומה יש להעריך גם את ההנפקות של המוסד הבנקאי. גם עליו מוטלת החובה לשמור על יחס מסוים בין ההון העצמי וסך הנכסים שלו. עם זאת, יש משמעות רבה לכך, שהבנק העריך שהשוק מסוגל לקלוט הנפקה חדשה של מניות ושטרי הון ופנה לציבור הרחב ולא לבעלי המניות שלו בלבד.

שונה המצב לגבי המפעל התעשייתי. פנייתו לשוק מהווה סטייה מסוימת ביחס למצב ששרר בשנים האחרונות, כאשר מפעלים לא פנו לשוק ההון לגיוס הון בעלות. הסיבות לאי-פנייה זו לשוק המניות נעוצות הן בצד ההיצע של מניות והן בצד הביקוש למניות. עיקרן — קיום אלטרנטיבות טובות יותר בפני הפירמות לגיוס כספים במסגרת הלוואות הפיתוח הזולות שהממשלה העמידה לרשותן, מצד אחד, ושפל במחירי המניות בבורסה שהרחיק ממנה משקיעים רבים, מצד שני. אבל, למרות הנאמר לעיל יש לזכור, שגם במצב, שבו ניתן להשיג אשראי פיתוח לזמן ארוך ובתנאים נוחים נדרש מרכיב מסוים של הון עצמי². אכן, בשנים שבהן היתה הבורסה בשפל לא נראה סיכוי להפיץ דרכה הנפקות חדשות של מניות ולכן נראה סביר, שמפעלים נאלצו לבצע הנפקות פרטיות, עם כל המגבלות הכרוכות בכך. אבל גם השנה, שבה חל שיפור מבחינת יכולת הבורסה לקלוט הנפקות חדשות של מניות לא חל שינוי ניכר בתחום זה. נראה, שהסיבה העיקרית לרתיעה מגיוס הון באמצעות הנפקת מניות לציבור הרחב נובעת משתי סיבות: ראשית, עדיין קיימות קרבות המימון הזולות; שנית, הפירמות בארץ מעדיפות להישען על מימון עצמי (משפחתי, או מימון מצד חברת האם) ולהימנע ככל האפשר מליהפך לחברה ציבורית עם כל ההשלכות שיש לדבר ביחס לחובת הדיווח והתערבות בעלי המניות החדשים בניהול החברה. עם זאת, יש לזכור שממדיהן הקטנים של רוב הפירמות הפועלות במשק הישראלי מקשים עליהן לפנות לציבור הרחב בהנפקת מניות.

¹ בנק טפחות, בנק אפופיקאי ובנק לפיתוח ולמשכנתאות.

² דבר זה נכון אפילו ביחס לשנת 1971, שבה היה שיעור הריבית הריאלי על הלוואות אלה שלילי.

יש לציין, שבתחום הנפקת המניות שליטתה ומעורבותה הישירה של הממשלה מצומצמת יותר מאשר בתחום הנפקת איגרות חוב, למרות שגם להנפקת מניות נדרש אישור ממשלתי. יחד עם זאת, הממשלה משפיעה על היקף ההנפקות באופן עקיף ע"י יצירת תנאים שאינם מעודדים ואינם דוחפים, בדרך כלל, מפעלים לנקוט דרך של הנפקת מניות לשם גיוס הון נוסף.

לסיכום, בעקבות התאוששות בשוק המשני למניות חלה התעוררות מסוימת גם בתחום הנפקת מניות חדשות לציבור הרחב — התעוררות המשתקפת בהופעתן של "סנוניות ראשונות" בלבד. אם לא יהיה המשך לתופעה זו, היינו למרות ההתאוששות הניכרת בשוק המשני לא תחול התאוששות מקבילה בשוק הראשוני למניות, ישפיע הדבר לרעה על המשך התאוששות השוק המשני, ולמעשה, שוק המניות ימשיך שלא למלא את ייעודו המרכזי.

לוח י"ח - 8

ההון הרשום כבורסה * לפי ערך רשום וערך שוק, 1970 ו-1971

סוף התקופה	1970		1971		העלייה או הירידה (—)	
	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק	ערך רשום	ערך שוק
(מיליוני ל"י)						
(אחוזים)						
איגרות חוב						
איגרות חוב צמודות למטבע חוץ	111.2	173.8	85.1	19.6	—23.5	—47.3
איגרות חוב צמודות למדד המחירים לצרכן	1,239.6	1,565.8	1,244.2	1,728.1	0.4	10.4
איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ	775.1	792.0	1,118.6	1,110.9	44.3	40.3
מילווט ברירה	1,454.5	1,806.9	2,228.1	3,058.9	53.2	69.3
איגרות חוב בהצמדה מעורבת	14.9	27.9	7.9	18.5	—47.0	—33.7
איגרות חוב לא צמודות	46.2	37.2	72.0	49.5	55.8	33.0
סך כל איגרות החוב	3,642.4	4,403.6	4,755.8	6,057.5	30.6	37.6
מניות						
מניות רגילות	828.7	876.3	886.5	1,197.0	7.0	36.6
מניות בכורה	25.7	25.8	25.7	34.5	0.0	33.7
מניות נסחרות במטבע חוץ	186.5	178.3	187.8	256.6	0.7	43.9
סך כל המניות	1,040.9	1,080.4	1,100.0	1,488.1	5.7	37.8

* אינו כולל את כל ההנפקות עם תשקיף, ובמיוחד גבוה משקל איגרות החוב, שהונפקו עם תשקיף ולא נרשמו בבורסה בין איגרות החוב לזמן ארוך הצמודות למדד. כן יש לציין, שיש להבחין בין ההון הרשום בבורסה ובין ההון הסחיר האפקטיבי לנוכח קיומן של "חבילות" גדולות בידי פרטים ומוסדות שבד"כ אינן משתתפות במסחר.

ה מקור : הבורסה לניירות ערך בתל-אביב. נתוני ערך שוק לשנת 1971 הם אומריים.

5. המילווה קצר המועד

בשנת 1971 עלתה יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור ב-157 מיליון ל"י, לאחר עלייה בסך 93 מיליון ל"י ב-1970 וירידה בסך 28 מיליון ל"י ב-1969. החשה זו בגידול יתרת המילווה התרחשה במקביל להתרחבות מוניטרית ניכרת ותרמה למיתונה של התרחבות זו, אם כי השפעת הספיגה נטו של המילווה קצר המועד¹ התבטאה ב-89 מיליון ל"י בלבד.

השנה נתחזקה מגמת ההתרחקות המילווה קצר המועד (שהינו נכס בלתי צמוד) משוק ההון והתקרבותו לשוק הכספים לזמן קצר. תופעה זו נתרחשה לנוכח התגברות קצב עליית המחירים והנטייה הגוברת בשוקי ההון לרכישת נכסים צמודים, והיא באה לידי ביטוי בהמשך עליית משקלן של סדרות המילווה שמועד פדיוןן חל תוך פחות מ-3 חודשים, על חשבון הסדרות לטווח ארוך יותר. מסוף 1969 ועד סוף 1971 עלה משקל הסדרות שפדיוןן חל תוך 3 חודשים מ-35 ל-54 אחוזים מיתרת המילווה שבמחזור, ואילו משקל הסדרות לשנה וחצי ירד מכ-12 לכ-3 אחוזים בלבד (ראה לוח י"ח-9). בתקופה של עליית מחירים וציפיות להמשך העלייה קטן הביקוש לנכסים פיננסיים בלתי צמודים לטווח בינוני וארוך (מה גם שבשנת 1971 נמצאו בשוק ניירות הערך השקעות צמודות לתקופה של שנה) ונותר הביקוש לטווח קצר במסגרת שוק הכספים שלגביו לא קיימת כל אלטרנטיבה צמודה (לגבי ההתפתחויות בשוק הכספים לטווח קצר, ראה פרק י"ד לעיל).

קצב עליית יתרת המילווה קצר המועד שבידי הציבור לא היה אחיד על פני השנה. ברבע הראשון של השנה לא חל שינוי ביתרת המילווה שבידי הציבור. ברבע השני עלתה יתרת המילווה בכ-60 מיליון ל"י, וברבע השלישי — לנוכח ההתרחבות המוניטרית המהירה, העלאת שיעורי התשואה נטו למשקיעים ב-0.75—0.5 האחוז² ושיפור התנאים למפיצי המילווה — היא עלתה בכ-85 מיליון ל"י. ברבע האחרון של השנה עלתה יתרת המילווה בכ-13 מיליון ל"י בלבד, למרות שיפור התנאים למשקיעים בסוף הרבעון השלישי, ואף זאת בסדרה ל-3 חודשים בלבד, כאשר בשאר הסדרות היתה אף ירידה ביתרה שבידי הציבור. אמנם סמוך להעלאת שיעורי התשואה חלה התאוששות מסוימת בהיקף ההפצה, אבל היא נמשכה זמן קצר, ובסך הכול היתה העלייה ברבעון הרביעי בסך 13 מיליון ל"י בלבד. ההסבר לירידת קצב הגידול של המילווה נעוץ בעיקר בהאטת קצב ההתרחבות המוניטרית ברבע האחרון של השנה, ואילו החשת העלייה במשקלן של הסדרות ל-3 חודשים נובעת מפיתוח הל"י בסוף חודש אוגוסט, שגרם להפניית השקעות שהן לזמן ארוך יותר לנכסים צמודי מדד, ומהשיפור היחסי של התשואה על סדרות המלווה לזמן קצר, שתשואתן עלתה בכ-3/4 האחוז, לעומת עלייה במחצית האחוז בלבד בסדרות לזמן ארוך.

6. מילווה החובה

בשנת 1971 גייסה הממשלה מהציבור, באמצעות מילווה החובה, סכום של 1,041 מיליון ל"י, לעומת 613 מיליון ל"י בלבד בשנת 1970. היקף הפדיון של מילווה חובה משנים קודמות (הכולל למעשה רק מילווה קליטה) היה 105 מיליון ל"י בשנת 1971, לעומת 82 מיליון ל"י בשנת 1970. סך כל התקבולים באמצעות מילווה החובה היה אפוא 937 מיליון ל"י ב-1971 לעומת 531 מיליון ל"י ב-1970 (ראה לוח י"ח-1).

¹ מהגידול ברוטו בסך 157 מיליון ל"י יש לנכות את תשלומי הריבית על סדרות המילווה שהגיעו לפדיון ועמלה למפיצים. במסגרת ניתוח המילווה קצר המועד יש לנתח את היקף הספיגה, ולא את גיוס ההון נטו, היות שכלי זה נועד לספוג אמצעי תשלום ולא לגייס הון, ובזאת הוא שונה מאגירות חוב וממניות. 4.8.71.

² המונח "מילווה חובה" כולל, לצורך סעיף זה, גם את מילווה הביטחון מהשנים 1968—1969. לגבי ההבדל בתנאי ההנפקה בין שני סוגי מילווה הביטחון, ראה בנק ישראל, דין וחשבון 1970, ע' 335.

לוח י"ח-9

יתרת מלווה קצר מעד בידי הציבור לפי מועדי פדיון, 1969 עד 1971

מספר ימים לפדיון	31.12.69	31.12.70	31.3.71	30.6.71	30.9.71	31.12.71	השינוי במשך שנת 1971
(מיליוני ל"י)	(אתחלים)	(מיליוני ל"י)	(אתחלים)	(מיליוני ל"י)	(אתחלים)	(מיליוני ל"י)	(מיליוני ל"י)
עד 91	164.6	35.3	272.3	48.7	266.2	47.5	288.9
91—182	126.1	27.0	146.9	26.3	146.3	26.1	172.5
182—364	118.7	25.4	122.1	21.7	124.6	22.3	133.2
364—546	57.4	12.3	18.9	3.3	22.7	4.1	25.5
546—371	466.8	100.0	560.2	100.0	559.8	100.0	620.1
סך הכול							

ה מקור : בנק ישראל, מינהל מלוות המדינה.

כאמור בסעיף 2, אין לראות בגביית מילוות החובה חלק מהשוק הראשוני לניירות, ערך, אבל יש לראותו כחלק מגיוס ההון במשק, שבחלקו בא על חשבון רכישת ניירות ערך רגילים.¹ הסכום של 1,041 מיליון ל"י שגייסה הממשלה מן הציבור נגבה במסגרת שלושה סוגי מילוות חובה (גביית תשלומים לשנה השוטפת וכן פיגורים והתחייבויות משנים קודמות). במסגרת מילווה החיסכון (שהיא מילווה ל-4—6 שנים) נגבה סכום של 586 מיליון ל"י, במסגרת מילווה הביטחון (שהיא מילווה ל-15 שנה) — 448 מיליון ל"י ובמסגרת פיגורים של מילווה הקליטה — 7 מיליון ל"י. לעלייה בהיקף הגבייה של מילוות החובה לעומת השנה שעברה יש שלוש סיבות עיקריות. ראשית, בשנת 1970 נגבו מילוות החובה החל מחודש אפריל בלבד, ואילו השנה הן נגבו במשך כל השנה; שנית, לנוכת העובדה שלגבי עצמאיים וחברות יש איחור בעריכת השומה למס הכנסה, החלה גביית מילוות החובה מהם בשנה שעברה, אף אחרי אפריל; ושלישית, חלה עלייה בהכנסה הנומינלית במשך 1971 שגרמה באופן אוטומטי לעלייה בהיקף הגבייה במסגרת מילוות החובה.

מן הראוי לציין, שגם כשיחולקו תעודות מילווה החיסכון ומילווה הביטחון מ-1970 ואילך הן לא יהיו סחירות ולא יירשמו בבורסה. לכן נראה, שלמילוות החובה, החל משנת 1970, אין כל גיעה ישירה לשוק ניירות הערך הראשוני והמשני כאחד. השפעתם היא עקיפה, דרך ההכנסה הפנויה של משקי הבית, מצד אחד, והיקף הנכסים הכללי של משקי הבית — להבדיל מנכסים פיננסיים סחירים — מצד שני.

בשנת 1971 הופצו איגרות מילווה קליטה לציבור בערך נקוב של 63.6 מיליון ל"י לעומת 194.9 מיליון ל"י ב-1970, סך 53.0 מיליון ל"י מסכום זה הם תעודות מילווה קליטה 1966, שבהפצתן הוחל בחודש דצמבר, 1970. 10.6 מיליון הל"י הנותרות הן מילוות קליטה משנים קודמות. הואיל ובהפצת מילווה קליטה 1966 הוחל רק בחודש האחרון של השנה, קטן סך ההפצה השנתית באופן ניכר בהשוואה לשנה שעברה (ובמיוחד לנוכח הירידה הדרסטית בהפצת מילווה הביטחון בסכום של כ-90 מיליון ל"י) ולכן נודעת השפעה על התפתחות תיק ניירות הערך של הציבור ועל הביקוש לאיגרות חוב במקור ובפרט איגרות חוב מסוג ברירה (ראה סעיף 2).

נוסף על מילוות החובה, שנגבו מכלל בעלי ההכנסה החייבת במס הכנסה (שכירים, עצמאיים וחברות), נגבה סך 101 מיליון ל"י במסגרת מילווה הביטחון הבנקאי. מילווה זו רכשו המוסדות הבנקאיים במסגרת הסכם מיוחד עם האוצר, והוא בא בחלקו במסגרת רכישת איגרות חוב לתכניות החיסכון. מכאן, שהפצת מילווה זו באה בחלקה על חשבון רכישת איגרות חוב מסוג ברירה, שללא הסדר זה היו מופיעות במסגרת הנפקת איגרות רגילות מסוג ברירה. כשמוסיפים את תמורת מילווה הביטחון הבנקאי לכלל ההון שגייסה הממשלה במסגרת מילוות החובה, מתקבל, שסך כל התקבולים בדרך זו הגיע השנה ל-1,038 מיליון ל"י, לעומת 617 מיליון ל"י בלבד ב-1970.

7. התפתחות הציפיות לשינוי שער הל"י והשפעתן על התנהגות המשקיעים

הציפיות לשינוי שער המטבע הישראלי משפיעות על התנהגות המשקיעים בשוקי ההון והכספים, שכן חלק מהנכסים הפיננסיים שניתן לרכוש בשווקים הללו הינם צמודים למטבעות זרים או נקובים בהם; הכוונה היא בעיקר לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, פיקדונות נד"ד, פז"ק ותמ"מ ואיגרות חוב הצמודות לדולר.² נכסים אלה מאופיינים לא רק בהיותם נקובים או

¹ ניתוח מפורט יותר של השאלה, כיצד להתייחס למילוות החובה במסגרת ניתוח שוק ניירות הערך, ראה ש"ס, ע' 340—341.

² לרשימה זו יש להוסיף את הדולר הנסחר בשוק השחור, אף כי אין הוא מהווה חלק חוקי משוק הכספים הישראלי.

צמודים למטבע חוץ, אלא גם באפשרות הקיימת במסגרות שהוזכרו למעלה (למעט איגרות חוב צמודות למטבע חוץ) לעבור ממטבע למטבע, ובלבד שיהיו אלה 16 המטבעות שבנק ישראל מרשה לסוחרים המוסמכים לסחור בהם.¹

בשנת 1971 השפיעו על התנהגות המשקיעים לא רק הציפיות לשינוי שער הל"י יחסית לדולר, אלא גם המאורעות בשוק הכספים הבינלאומי ושינוי יחסי המחירים בין המטבעות השונים בעולם.

לבחינת הציפיות לשינוי שער החליפין של הל"י משמשים, בדרך כלל, שלושה אינדיקטורים: שיעור האג"י² לדולר נת"ד, שיעור האג"י לדולר בשוק השחור ושיעור התשואה לפדיון של איגרות חוב צמודות למט"ח.³ התפתחות שלושת האינדיקטורים הללו במשך שנת 1971 מוצגת בלוחות י"ח-4 ו"י"ח-11. מסתבר, שפיחות הל"י, שבוצע ב-22 באוגוסט, בא במפתיע לגבי המשקיעים בשוקי הכספים וההון בארץ, שכן הציפיות לפיחות הלכו ונחלשו במשך החודשים שקדמו לפיחות. את הסיבה העיקרית לכך יש לראות על רקע ביצוע הפיחות האפקטיבי, לגבי יבוא ויצוא מוצרים, באוגוסט 1970 והתפתחויות שחלו במשך השנה ביחס למטבעות החשובים בעולם. במחצית הראשונה של שנת 1971 נמשך הלחץ על הדולר האמריקאי, תוך התחזקות המטבעות האירופיים העיקריים והיין היפני. תהליך זה הגיע לשיא לקראת אמצע השנה כאשר נוייד המרק הגרמני, ובעקבותיו נוייד או יוספו מספר מטבעות מפתח אירופיים. התפתחויות אלה היוו, למעשה, פיחות אפקטיבי של הל"י, והן המסבירות את החלשת הציפיות לפיחות הל"י ואת ירידת הביקוש לנכסים צמודים למטבע חוץ ובמיוחד לדולר.

על רקע זה בוצע ב-22 לאוגוסט פיחות הל"י, יחסית לדולר, בשיעור של 20 אחוזים. הדבר בא בעקבות הודעת ארה"ב על ניתוק הקשר בין הדולר והזהב והטלת מס יבוא בשיעור 10 אחוזים. משמעותם של צעדים אלה היתה הכנה לביצוע פיחות הדולר, ואכן פוּחַת הדולר לקראת סוף השנה בשיעור 8.3 אחוזים. צעד זה לא שינה את מצבה היחסי של הלירה לעומת הדולר והמטבעות הצמודות אליו.⁴ אך הוא גרם לפיחות אפקטיבי, ובשיעור זה, של הל"י לעומת כל המטבעות שאינם צמודות לדולר.

לסיום, פיחותים אפקטיביים המבוצעים ע"י שינוי מערכת המכסים על היבוא ומערכת הסובסידיות ליצוא, אינם משפיעים באופן ישיר על המחזיקים בנכסים פיננסיים הנקובים במטבע חוץ. מבהינה זו, חשוב להדגיש, שמלבד הטלת הוּמְנִית של מס היבוא בארה"ב בחודש אוגוסט, בוצעו כל השינויים שחלו במשך שנת 1971 ביחסי המטבעות השונים בצורה המשפיעה על הנכסים הפיננסיים הנקובים או הצמודים לאותן מטבעות, ועל כן יש להם השפעות ישירות על שוקי ההון והכספים, כפי שנראה להלן.

8. ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ ושוק הנת"ד

תושבי ישראל יכולים לרכוש במישרין, באמצעות דולר-נת"ד, או באמצעות כספי תמ"מ, ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ. במסגרת זו נרכשים ניירות ערך זרים הרשומים במספר בורסות מרכזיות בעולם וניירות ערך שמנפיקים גופים ישראליים — בעיקר מוסדות כספיים שונים וכן

¹ מטבעות אלה הם המטבעות של ארה"ב, קנדה, בריטניה, אוסטרליה, דרום-אפריקה, שוויצריה, צרפת, דנמרק, שוודיה, נורבגיה, הולנד, גרמניה המערבית, פינלנד, אוסטריה, בלגיה ואיטליה.

² השיעור שבו גבוה שער החליפין לגבי העסקה שמדובר בה יחסית לשער הרשמי של הל"י.

³ למרות השוני בין שלושת השווקים והעובדה שחלק מגורמי הביקוש וההיצע בשווקים אלה אינם יכולים לעבור משוק לשוק, קיים מיתאם גבוה בין שלושת האינדיקטורים הללו, ולכן אפשר להשתמש בהם לחילופין.

⁴ בהסתייגות אחת, שכל עוד היה בתוקף המס המיוחד על היבוא לארה"ב בשיעור 10 אחוזים, היווה הדבר פיחות אפקטיבי של הדולר לעומת הל"י בתחום יצוא המוצרים מישראל.

חברת בת של הסוכנות היהודית המנפיקה תעודות ההשתתפות בשם "הולליס". בסוף שנת 1971 הגיעה יתרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ שבידי תושבי ישראל לכ-325 מיליון דולר לעומת 252 מיליון דולר בסוף שנת 1970, דהיינו גידול של 73 מיליון דולר שהם כ-29 אחוזים. מתוך גידול זה, נובע סך של 34.5 מיליון דולר משערוך ערך הנכסים ו-38.6 מיליון דולר — מרכישות חדשות¹.

מכלל ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ שהוחזקו לזכות תושבי ישראל בסוף שנת 1971, מהים ניירות הערך שהנפיקו מוסדות ישראליים (כולל "הולליס") כ-80 אחוזים ואילו ניירות הערך הזרים — כ-20 אחוזים בלבד. נראה אפוא, שהביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ

לוח י"ח-10

רכישות נטו * של ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ מכספי תמ"מ ונת"ד, 1969 עד 1971

(מיליוני דולרים)

החודש	1969	1970	סך הכול	רשומים בארץ	הולליס	רשומים בחול
א. סך כל הרכישות נטו						
ינואר	2.5	2.7	5.1	4.4	0.4	0.3
פברואר	2.3	5.0	3.9	2.9	1.1	-0.1
מארס	2.8	0.7	0.8	0.9	-0.2	0.1
אפריל	2.3	6.0	4.6	1.4	3.6	-0.4
מאי	2.8	5.2	3.4	3.7	0.1	-0.4
יוני	3.0	5.7	5.2	5.2	0.2	-0.2
יולי	2.4	3.9	5.1	4.6	0.1	0.4
אוגוסט	2.3	2.4	1.9	1.3	—	0.6
ספטמבר	1.0	2.5	2.5	2.2	0.1	0.2
אוקטובר	2.6	3.1	2.1	1.3	0.2	0.6
נובמבר	4.5	2.7	0.9	-0.8	1.4	0.3
דצמבר	3.8	6.2	3.1	1.9	0.6	0.6
סך הכול (א)	32.3	46.1	38.6***	29.0	7.6	0.2
ב. שערוך **	18.7	-33.0	34.4			
ג. סך כל התוספת לתיק הנכסים (א) + (ב)	51.0	13.1	73.0			
יתרת התיק בסוף התקופה	239.2	252.3	325.3	168.1	88.2	69.0

* סך כל ניירות הערך שנקנו בניכוי סך כל ניירות הערך שנמכרו בתקופת הנידונה.

** כולל שערוך בחודש מארס של שינויים במחירי ניירות ערך, אבל לא שינויים ביחסי המחירים בין המטבעות הזרים השונים.

*** כולל כ-1.6 מיליון דולר הפרשים שנרשמו כתוצאה משינויי סערים בין מטבעות זרים.

ה מ ק ו ר : משרד האוצר, אגף מטבע חוץ.

¹ תיק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ משוערך לשינויים במחירי ניירות הערך אחת לשנה בחודש מארס; ומכאן ועד סוף השנה אין השינויים במחירי הניירות באים לידי ביטוי. עם זאת, השינויים החלים במשך השנה במחירי היחסי של המטבעות הזרים השונים מובאים בחשבון וכלולים בתוך סך כל הרכישות נטו (ראה לוח י"ח-2).

אינו נובע בעיקרו משיקולים של רצון לקחת חלק במסחר הנערך בבורסות של מדינות אחרות, עם כל המשתמע מכך לגבי סיכויי הרווח למשקיע, אלא בעיקר מהרצון להתגונן בפני שינויים בערך החיצוני של הל"י. תמיכה בטענה זו יש בעובדה, שמשקל ההשקעה באיגרות חוב (שהיא שמרנית מטבעה) מתוך כלל ההשקעה בניירות ערך זרים, הוא גבוה ומגיע ל-75 אחוזים. מבחינה זו, ממלא ההסדר המאפשר לתושבי ישראל לרכוש ניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ את החלל שנוצר עם הפסקת הנפקתן של איגרות חוב הצמודות לדולר.¹

בשנת 1971 הונפקו ונמכרו ניירות ערך הנקובים במטבע חוץ בידי גופים ישראליים בסכום של 197 מיליון ל"י ונפדו ניירות ערך משנים קודמות בסך 39 מיליון ל"י. היקף גיוס ההון נטו היה אפוא כ-158 מיליון ל"י.² (ראה לוח י"ח-1). כרבע מגיוס ההון ברוטו שימש את הסוכנות היהודית לפדיון סדרות קודמות ולמימון פעולותיה, קצת מעל לרבע הופקד באוצר והמחצית הנותרת שימשה את המוסדות הכספיים — אלה המירו לרוב את תקבולי מטבע החוץ לל"י, תוך ביטוח הפרשי השערים העלולים להיווצר עד מועד הפדיון. יש לציין, שרוב ההנפקות במט"ח נמכרו לתושבים ישראליים, אם כי חלק קטן (כ-20 אחוזים בשנת 1971) נמכר גם לתושבים זרים (ראה לוח נ"ח-9).

מתכונת הביקוש לדולר-נת"ד ולניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, הושפעה במישרין מהתפתחות הציפיות לפיחות במשך השנה (ראה סעיף 7). סביר להניח, שכאשר יש ציפיות לפיחות קרוב, גדל הביקוש לפיקדונות נת"ד (ודולר שחור) וקטן הביקוש לניירות ערך נסחרים במטבע חוץ. הנחה זו מתבססת על ההוצאות הגבוהות יחסית על עמלות רכישה ומכירה של ניירות ערך, שלא כדאי לשאת בהם כאשר הציפייה היא לפיחות קרוב והמשקיע מתכוון בעיקר לזכות בהפרשי השערים. לעומת זאת, כאשר נחלשות הציפיות לפיחות קרוב, ועם זאת ידוע, שבגלל בעיות מאזן התשלומים יש לצפות לפיחות בטווח הבינוני או הארוך, גדל הביקוש לניירות ערך המבטיחים, נוסף על ההצמדה למטבע חוץ, גם תשואה שוטפת. מאחר שבשבעת החודשים הראשונים של השנה נחלשו הציפיות לפיחות הל"י, חלה עלייה בביקוש לניירות ערך הנסחרים במטבע חוץ, בשיעור גדול מזה של פקדונות נת"ד, תוך ירידה במחירי הדולר-נת"ד. בתקופה זו נקנו 28.1 מכלל 38.6 מיליון דולר שנרכשו נטו במשך כל השנה (למעט שערור)³. כן עלה במידת מה בתקופה זו נפח המסחר באיגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ בבורסה של תל-אביב: מ-4.2 מיליון ל"י בממוצע חודשי בחצי השני של שנת 1970 ל-4.9 מיליון ל"י בשבעת החודשים הראשונים של שנת 1971.

בעקבות פיחות הל"י בחודש אוגוסט, חלה פעולת התאמה בתיק הנכסים הפיננסיים של משקי הבית, ובמיוחד בתחום ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ. כתוצאה מהפיחות נוצרה מגמת מימוש רווחים ומעבר לנכסים צמודי מדד, שהתבטאה בירידת שיעורי האגיו על דולר נת"ד עד קרוב מאוד לאפס⁴ ובעליית נפח העסקות בבורסה מ-4.9 מיליון ל"י בממוצע חודשי בשבעת החודשים

¹ העמלות שהבנקים גובים על רכישה ומכירה של ניירות ערך זרים גבוהות מאלה הנגבות על ניירות ערך ישראליים הנסחרים במטבע זר ואף היחידה המינימלית למסחר גבוהה יחסית ומהוות מיגבלה לגבי חלק מהנכסים בתחום זה. לגבי מס-ההכנסה על תקבולים מניירות ערך זרים, ההסדרים מגוונים ושווים מארץ לארץ, אבל כללית אפשר לומר שכיום אין המחזיקים בניירות ערך זרים נחותים מבחינה זו לעומת המחזיקים בני"ע ישראליים נסחרים במטבע חוץ.

² במונחי מטבע חוץ עמד היקף ההנפקות בשנת 1971 על כ-50 מיליון דולר, אבל היות שרוב המוסדות הישראליים המנפיקים ניירות ערך במטבע חוץ ממירים אותם לל"י לשימוש בתוך המשק הישראלי, יש משמעות להצגת היקף גיוס ההון בל"י.

³ בתקופה זו גדלו גם פיקדונות נת"ד במידת מה: מ-17.2 מיליון דולר בממוצע ברבעון האחרון של 1970 ל-20.7 מיליון דולר בממוצע בחצי הראשון של 1971 (ראה לוח י"ח-11). הדבר מבטא את השוני בציפיות לגבי מועד הפיחות.

⁴ הרצפה לירידת מחיר הנת"ד איננה שער החליפין הרשמי, אלא שלוש אגורות מעל לזאת, דהיינו 4.23 ל"י לדולר, שכן קיימות הוצאות רכישה ומכירה של דולר נת"ד.

**מחיר נת"ד, מחיר דולר שחור, היתרה בפיקדונות נת"ד ויתרת
ניירות הערך הנסחרים בממוצע חוץ, 1970 ו-1971**

1971							1970						
שיעור האג"ו על דולר שחור	מחיר דולר (ממוצע חודשי) ²	שיעור האג"ו על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) ²	סך כל ניירות הערך פיקדונות נת"ד והפיקדונות	יתרת ניירות ערך נסחרים במט"ח ¹	שיעור האג"ו על דולר שחור	מחיר דולר שחור (ממוצע חודשי) ²	שיעור האג"ו על דולר נת"ד	מחיר דולר נת"ד (ממוצע חודשי) ²	סך כל ניירות הערך והפיקדונות	יתרת ניירות ערך נסחרים במט"ח ¹	פיקדונות נת"ד	יתרת ניירות ערך נסחרים במט"ח ¹
(באחוזים)	(ל"י)	(באחוזים)	(ל"י)	(מיליוני דולרים)	(באחוזים)	(ל"י)	(באחוזים)	(ל"י)	(באחוזים)	(מיליוני דולרים)	(באחוזים)	(ל"י)	(באחוזים)
9.2	3.82	18.6	4.16	274.2	16.9	257.3	13.1	3.96	24.2	4.35	256.8	14.9	241.9
8.9	3.81	17.9	4.13	278.6	17.4	261.2	11.2	3.89	22.7	4.30	261.6	14.7	246.9
7.9	3.78	15.9	4.06	319.9	23.4	³ 296.5	11.8	3.91	23.9	4.34	231.3	16.7	³ 214.6
7.9	3.78	15.1	4.03	322.7	21.5	301.2	10.6	3.87	20.6	4.22	238.8	18.2	220.6
6.2	3.72	12.0	3.92	327.6	23.0	304.6	9.4	3.83	18.6	4.15	243.0	17.1	225.9
5.7	3.70	10.8	3.88	331.6	21.9	309.7	11.1	3.89	19.9	4.20	246.7	15.1	231.6
5.7	3.70	10.0	3.85	336.3	21.5	314.8	10.3	3.86	18.3	4.14	250.3	14.9	235.4
7.7	⁴ 3.77	13.8	⁴ 3.98	338.7	22.0	316.7	10.3	3.86	18.7	4.16	253.3	15.5	237.8
2.0	⁵ 4.29	2.6	⁵ 4.31										
1.8	4.27	1.0	4.24	343.5	24.3	319.2	10.9	3.88	18.7	4.15	255.6	15.3	240.3
1.9	4.28	0.7	4.23	342.9	21.6	321.3	10.6	3.87	17.9	4.13	259.6	16.2	243.4
6.4	4.47	1.1	4.25	342.4	20.2	322.2	9.1	3.82	15.9	4.05	263.7	17.6	246.1
7.6	4.52	1.9	4.28	347.6	22.3	325.3	9.1	3.82	19.0	4.17	270.2	17.9	252.3

- (1) חוץ מאשר בחודש השערות, יש ליחס לשינויים ביתרת ניירות הערך בהסמכות אינדיקטיבית בלבד, מאחר שניירות הערך אינם משוערכים, ואילו לגבי מכירות ופדיונות מנכים את מלוא הערך ולא את הערך כפי שהופיע בחודש מארס.
- (2) ממוצע אריתמטי של יום המסחר האחרון בשבוע.
- (3) כולל שערות של 33.0 מיליון דולר ב-1970 ו-34.5 מיליון דולר ב-1971.
- (4) לפני הפיחות.
- (5) אחרי הפיחות.
- ה ס ק ו ר : בנק ישראל ואגף ממוצע חוץ במשרד האוצר.

הראשונים של השנה ל-9.6 מיליון ל"י בממוצע חודשי בחודשים אוגוסט-דצמבר (אין בנמצא נתונים על שיעור התשואה לפדיון של כלל איגרות החוב הנסחרות במסגרת זו, אבל מתוך נתונים חלקיים מסתמנת עלייה בשיעור התשואה לפדיון הנובעת מתנועת מימוש זו). עם זאת, המשיכה יתרת ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ לגדול, והיא עלתה בחמשת החודשים האחרונים של השנה בכ-10.5 מיליון דולר.

למרות הלחץ על הדולר האמריקאי במשך השנה והייסופים שהיו צפויים, ושבוצעו למעשה, במטבעות אירופיים שונים, היה משקל ניירות הערך הנקובים בדולרים של ארה"ב בכלל תיק ניירות הערך הנסחרים במטבע חוץ גבוה מאוד והגיע לכ-93 אחוזים. תופעה זו נעוצה בכך שיעקר ניירות הערך הישראליים הנסחרים בשוק זה נקובים בדולרים והרוכשים מעדיפים לרכוש את ניירות הערך של הגופים הישראליים המוכרים, על פני ניירות הערך הנקובים במטבעות עדיפים, שכן רכישת ניירות ערך כאלה כרוכה בכניסה לבורסות זרות ובלתי ידועות למשקיע הישראלי. עם זאת, יש לציין, שהשנה בא האוצר לקראת רוכשי ההנפקות הישראליות ואישר מספר הנפקות הנקובות בפרנקים שווייצריים.

מקורות ההיצע העיקריים בשוק הדולר-נת"ד הם שניים: העברות מחשבון התמ"מ ע"י מקבלי פיצויים אישיים מגרמניה וחסול השקעות בניירות ערך נסחרים במטבע חוץ. לעומת זאת, המקור העיקרי לביקוש בשוק זה הם רוכשי ניירות ערך נסחרים במטבע חוץ, אם כי מפעם לפעם מטילים על הסדר הדולר-נת"ד תפקידים נוספים או שמבטלים תפקידים שאינם נחוצים, או שנמצא להם הסדר אחר (למשל, מימון פרויקטים מסוימים של ישראלים בחו"ל, הוצאת השקעות זרות בלתי מאושרות לחו"ל וכד'). המשותף לרוב התפקידים שממלא הסדר הנת"ד הוא היותם קשורים בעסקות בתחום תנועות ההון הבינלאומיות של המשק הישראלי, שלגביהן החליטו הרשויות הנוגעות בדבר שביצוען בשער הרשמי, ולא בשער קרוב יותר לשווי משקל, יפגע בהשגת המטרות הכלליות של המדיניות הכלכליות.

מחיר הדולר נת"ד היה בירידה מתמדת במשך שמונת החודשים הראשונים של השנה (ראה לוח י"ח-11), והדבר מורה בעיקר על ירידת הציפיות לפיחות, אם כי מגמה זו נעזרה במעט גם בעלייה שחלה בתקבולי הפיצויים האישיים מגרמניה. עם זאת, נשאר מחיר הדולר נת"ד במשך כל התקופה גבוה ממחיר הדולר השחור, כפי שהיה מאז הפיחות הקודם בחודש נובמבר 1967. לעומת זאת, בארבעת החודשים האחרונים של השנה ירד שיעור האג"ו על דולר נת"ד מתחת לשיעור האג"ו על דולר שחור, ובחלק מהזמן אף הגיע למחיר מינימום. היצע הדולר נת"ד היה אפוא גבוה מהביקוש גם במחיר זה, ולכן — לראשונה מזה שנים — לא נקלט כל היצע המשיכות מפקדונות התמ"מ בשוק הדולר-נת"ד, והמשיכות מחשבון זה הפכו למקור עירוני חיצוני. ישיר למשק¹. בשלב זה, עדיין קשה לומר אם החזרה למצב שבו שיעור האג"ו על דולר נת"ד נמוך מזה שעל דולר שחור נובעת אך ורק מתנועת ההמרה המוגברת מתוך תקבולי הפיצויים האישיים ופקדונות התמ"מ, או שחל שינוי יסודי יותר במקורות הביקוש למטבע חוץ (פנייה לשוק הדולר-נת"ד לעומת שוק הדולר השחור).

¹ גם בעבר, כאשר כל המשיכות מחשבון התמ"מ היו נקלטות בשוק הדולר-נת"ד נערך עירוני חיצוני באותו חלק מההנפקות החדשות שהומר למטבע ישראלי, אבל כעת העירוני החיצוני הוא ישיר ובהיקף גדול יותר.