

שוק ניירות הערד

1. קווי ההתפתחות הכלליים

ההשקעה המקומית הנקייה בניירות ערך חדשים גדלה בשנת 1962 ב-46 מיליון ל"י והסתכמה ב-224 מיליון ל"י.¹ היא היתה שווה ל-14 אחוזים מכלל מקורות המימון של ההשקעה הגולמית במשק — בדומה ל-1961 ולעומת 6 אחוזים ב-1960.

במשך השנה חלו בשוק ניירות הערך שינויי מבנה ומגמה מעמיקים, הנעוצים בראש וראשונה בנסיבות שנוצרו על-ידי הפיחות.

ערכם הנקוב של המיליונות הצמודים לדולר גדל עם הפיחות בשני שלישים — 230 מיליון ל"י בקירוב. לאחר הפיחות הופסקה ההנפקה בהצמדה לדולר, והיתרה של מיליונות אלה החלה לקטון בשל פדיונם של מיליונות קיימים. שוק המיליונות הצמודים לדולר הסתגל לנסיבות החדשות שלבים שלבים. מיד לאחר הפיחות הגיע המסחר בניירות ערך אלה לממדים גדולים כתוצאה מממוש רווחי פחות — בייחוד על-ידי אותם המחזיקים שרכשו את ניירות הערך הללו בעבר הלא-רחוק מתוך ציפיה להפרשי הצמדה. מכאן ועד סוף השנה היו השערים בקו של עלייה מתמדת. ההנפקה של מיליונות צמודים למדד המחירים לצרכן נמשכה גם לאחר הפיחות, אולם לגבי המשקיעים הפרטיים, להבדיל מהמוסדיים, לא היה כוח המשיכה שלהם דומה לזה של איגרות החוב הצמודות לדולר לפני הפיחות. היתה זו אחת הסיבות להאטה בקצב ההנפקה של המיליונות הצמודים בכללם, בייחוד במחצית הראשונה של השנה. סכום ההנפקות נטו של כלל המיליונות הצמודים לא גדל כמעט ב-1962 והסתכם ב-119 מיליון ל"י.

לעומת זאת, גדלו פי שבעה הרכישות נטו של המיליונות קצרי המועד, שאינם צמודים. יתרת המיליונות הללו גדלה ב-1962 מ-30 ל-100 מיליון ל"י. בעוד שקודם לכן היו עיקר הרוכשים מוסדות כספיים, גדל ב-1962 משקל הרוכשים הפרטיים. לגבי משקיעים לזמן קצר ובינוני נעשה

¹ זהו סיכום ההנפקות של ניירות ערך הנסחרים בשוק, המיועדות לציבור המקומי — בניכוי סכומי הקרן (והפרשי ההצמדה החלים עליהם) שהגיעו לפדיון (60 מיליון ל"י בקירוב). לא נכללו כאן: (א) ניירות ערך שהונפקו שלא על-פי פרוספקט (מניות הטבה; מניות שנוצרו כתוצאה מהמרת איגרות חוב, וכו'); (ב) ניירות ערך שאינם מיועדים למסחר בשוק (הנפקות פרטיות וכו'); (ג) ניירות ערך שנועדו למשקיעים בחוץ-לארץ. הסכום המובא כאן הוא איפוא סכום ההון החדש נטו, שגויס במשך השנה בצורת מזומנים מן הציבור בשוק המקומי כנגד ניירות ערך הנסחרים בשוק. ניירות ערך אלה הם רובם ככולם ניירות ערך הנסחרים בבורסה, אולם כלולות בהם גם סדרות מסוימות של איגרות חוב, שהונפקו בדרך של הנפקה ציבורית על-ידי מוסדות כספיים והנסחרים מחוץ לבורסה.

שלא ככדור"חות הקודמים נכלל כאן השינוי השנתי הנקי ביתרת המיליונה הממשלתי קצר המועד בשל המשקל הרב שנועד לו בשנת 1962, הן במסגרת מיליונות המדינה והן במסגרת כלל ההנפקות החדשות במשך השנה, והנתונים לגבי 1961 תוקנו בהתאם לשינוי זה. עם זאת אין לשכוח, שמיליונה זה נבדל הבדל מהותי משאר ניירות הערך הנדונים כאן: הוא בגדר התחייבות לזמן קצר, להבדיל משאר ניירות הערך, שהם מכשיר לתנועות הון לזמן ארוך.

אינדיקאטורים לשוק ניירות הערך, 1960 עד 1962

1962	1962 סוף פברואר	1961	1960	
				ההנפקות המקומיות נטו
224		**177	61	הסכום * (מיליוני ל"י)
14		14	6	באחוזים מההשקעה הגולמית במשק
24		27	25	מספר המנפיקים
				סכום ניירות הערך הרשומים בבורסה
				בסוף השנה (מיליוני ל"י)
897		627	444	הערך הנקוב
1,052		710	493	הערך במחירי השוק
				מדדי השערים (סוף השנה; ממוצע 1960=100)
162.6	141.0	107.6	100.5	מילווות צמודים למטבע חוץ
128.7	119.7	113.3	103.8	מילווות צמודים למדד המחירים לצרכן
145.3	127.8	112.3	128.9	מניות רגילות

* ראה הערה 1 בעמוד הקודם.

** מספר מתוקן.

נייר ערך זה תחליף מקובל לאיגרות חוב צמודות-ערך ואולי אף לשטרות מסחריים ופינאנסיים. שלא כבעבר, החלו גם פירמות עסקיות להשתמש במילווה קצר המועד להחזקת עודפי נזילות זמניים. תופעה זו היא ביטוי לעליית הנזילות במשק לאחר הפיחות¹ ולירידה בשערי הריבית בשוק האשראי הלא-בנקאי.

ההתפתחות בשוק המניות עמדה אף היא בסימן הפיחות. אין ספק, שמלבד הגידול בנזילות חל לאחר הפיחות גם שינוי בהרכב הנכסים של גורמים שונים, וגידול הביקוש למניות היה חלק ממנו. בלי ספק תרמה לכך הדעה, כי לאחר הפיחות צפויה עלייה בשערי המניות, הן בגלל שיערוך נכסים והן בגלל עליית הרווחים בעקבות עלייה כללית במחירים ובהכנסות. מכל מקום, עם הפיחות נסתיים הרפיון בשוק המניות, שנמשך מאז אפריל 1961, והחלה מסתמנת גיאומטריה חזקה. גיאומטריה זו נסתייעה גם על-ידי רכישות מחוץ-לארץ, שכן הפיחות הוזיל את ניירות הערך הישראליים לגבי משקיעי חוץ. קודם לכן עיכבו הציפיות לפיחות העברות של מטבע חוץ על-ידי משקיעים זרים לשם רכישת ניירות ערך ישראליים.

לאחר הדחיפה החד-פעמית בפברואר, חלה בשוק המניות ארגעה ואף ירידת שערים. הירידה חלה בעת ובעונה אחת עם המשבר בבורסות של חוץ-לארץ, אך לא היתה חריפה באותה מידה. בדרך כלל לא הגיבה הבורסה של תל-אביב בשנים האחרונות על התנודות בשוקי חוץ-לארץ, אך הפעם היתה להן השפעה מרתיעה על המשקיעים הישראליים, שחששו פן תפגע ההתפתחות זו בהשקעות מחוץ-לארץ בניירות ערך ישראליים, וכך תיבלם הגיאומטריה שאך זה החלה. מאוגוסט ועד

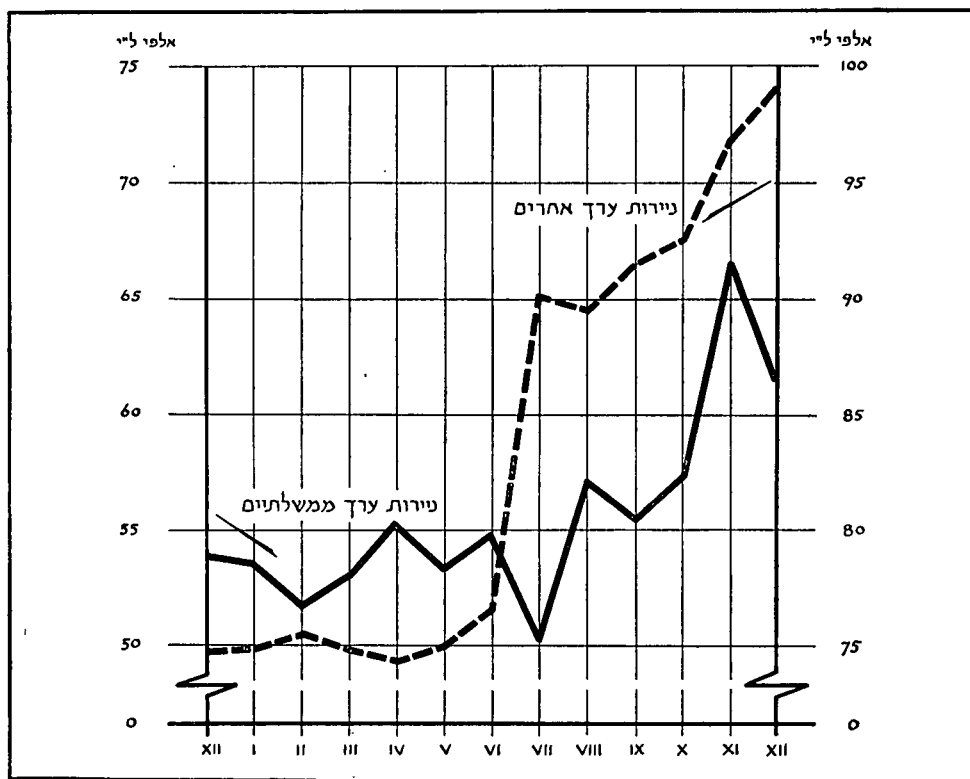
¹ ראה פרק י"ד, "אמצעי התשלום, האשראי והמוסדות הבנקאיים".

סוף השנה שוב היתה מגמת השערים כלפי מעלה ונפח העסקות גדל. אולם כלל ההנפקות הסתכמו ב־1962 ב־34 מיליון ל"י בלבד לעומת 50 מיליון ב־1961.

נוכח הגידול בהכנסות והעובדה, שחלק לא מבוטל מתוספת ההשקעה בניירות ערך מקורה במוסדות חיסכון היה, בעיקרו של דבר, הגידול בגיוס ההון ממקורות מקומיים בשוק ניירות הערך צנוע יחסית. המקורות העומדים לרשותם של מוסדות החיסכון וכן תיקי ההשקעות שלהם גדלים בד בבד עם עליית ההכנסות של החוסכים באמצעותם. מכאן מתבקשת המסקנה, שההשקעות הפרטיות גדלו אך במעט — דבר שיש בו, לכאורה, כדי להתמיה נוכח העלייה בחשיבות שוק ניירות הערך בחיי הכלכלה: נפח העסקות בבורסה, למשל, גדל ב־1962 ב־40 אחוזים ומספר המחזיקים בניירות ערך קרוב לוודאי שגדל אף הוא. נראה כי משלוש סיבות עיקריות לא הגיעה העלייה בגיוס ההון לממדים גדולים יותר: (א) ממדיו של שוק המיליות ארוכי המועד גדלו ב־1962 בבת אחת ובמידה ניכרת כתוצאה מהפרשי ההצמדה, כלומר בלא כל קשר להנפקות חדשות. יתר על כן, 1961 היתה שנה של גידול יוצא מגדר הרגיל ברכישת איגרות חוב צמודות־דולר בגלל גורמים מיוחדים: קופות הגמל הגדילו את רכישותיהן עם שינוי בתקנות הקובעות את הרכב ההשקעות ה"מאושרות" שלהן, ואילו המשקיעים הפרטיים — בגלל התגברות הציפיות לפיחות; ב־1962 נעדרו גורמים אלה. (ב) הפרעון המוקדם של משכנתאות לשיכון במסגרת ההסדר המיוחד, שנעשה לאחר הפיחות, תבע מידי הציבור מקורות נזילים בסך 65 מיליון ל"י בערך; ויש להניח

דיאגרמה כ"י

השקעות המוסדות הבנקאיים בניירות ערך ישראליים, לפי חודשים, 1962



שבחלקם באו פרעונות אלה על חשבון השקעה בניירות ערך. (ג) בשוק המניות לא הדביק קצב ההנפקות החדשות את הביקוש. על כך מלמדים מגמת שערי המניות, וכן חתימת היתר הרבה על ההנפקות הציבוריות.¹

לבסוף, יש לציין שבשנת 1962 הגבירו כנראה הבנקים את פעילותם בתורת סוחרים (להבדיל ממתווכים) בשוק המניות. השקעותיהם של המוסדות הבנקאיים בניירות ערך לא ממשלתיים גדלו בשליש, מ-75 ל-99 מיליון ל"י — מלבד הפרשי ההצמדה. אין נתונים בנידון זה, אולם ייתכן שהבנקים, או לפחות אחדים מהם, הגדילו גם את השקעותיהם במניות. הגידול הבולט ביותר חל בחודשים מאי עד יולי (ראה דיאגרמה כ"1), שבהם היה השוק במצב של רפיון — שעת כושר למוסדות הבנקאיים להגדיל את תיקי ההשקעות שלהם בשערים נוחים.

2. ניירות הערך הרשומים בבורסה

(א) בערכים נקובים

התוספת, בערכים נקובים, לניירות הערך הישראליים, הרשומים בבורסה של תל-אביב, הסתכמה ב-1962 ב-270 מיליון ל"י, לרבות הפרשי הצמדה בסך 183 מיליון ל"י² (ראה לוח כ"2). בלא הפרשי ההצמדה מגיעה התוספת למחצית מזו של 1961.

אולם השוואה זו משמעותה מוגבלת, משום שמהמילונות קצרי המועד אינם כלולים ברשימת הבורסה: הם נסחרים בה בלי להיות "רשומים", וכאמור, חלה ב-1962 עליה רבה מאד בהיקף ההנפקות נטו של מילונות אלה. התוספת לניירות הערך הנסחרים בבורסה, לרבות המילונות קצרי המועד ולמעט הפרשי ההצמדה, הסתכמה ב-1962 ב-157 מיליון ל"י לעומת 193 מיליון ל"י ב-1961.³

יתרת המילונות צמודי-הערך גדלה ב-219 מיליון ל"י והסתכמה בסוף 1962 ב-635 מיליון (ראה לוח כ"3); חלקם בתוך כלל ניירות הערך הרשומים בבורסה גדל מ-66 ל-71 אחוזים. ב-1961 הסתכם, אמנם, הגידול ב-122 מיליון ל"י בלבד, ומשקל המילונות הצמודים בתוך הרשימה ירד; אולם בעוד שאז שיקף הגידול גיוס הון חדש, הרי ב-1962 הוא נבע רובו ככולו משיערוך היתרה הקיימת. לאחר ניכוי השיערוך מסתכם הגידול ב-36 מיליון ל"י בלבד. יתרת כלל המילונות הרשומים בבורסה עלתה מ-489 ל-701 מיליון ל"י, ומשקלה ברשימת הבורסה נשאר כמעט ללא שינוי — 78 אחוזים. אולם אם נוסיף את המילונות קצרי המועד ונגרע את הפרשי השיערוך של המילונות הצמודים לשער המטבע, נקבל ירידה ניכרת במשקל המילונות הצמודים — מ-80 ל-73 אחוזים מכלל המילונות (ראה לוח כ"4). זהו אחד המפנים החשובים ביותר בהתפתחותו של שוק ניירות הערך בשנים האחרונות.

תמורה זו באה לידי ביטוי גם בתוספת החשיבות של מילונות המדינה בשוק. חלקם בתוך כלל המילונות הרשומים בבורסה הוסיף אמנם לקטון — כבשלוש השנים הקודמות — מ-50 אחוזים בסוף 1961 עד למטה מ-48 אחוזים בסוף 1962, שכן ב-1962, כבשנה שקדמה לה, הונפקו על-ידי מוסדות כספיים מילונות, שתמורתם הופקדה בידי הממשלה על-מנת להיות מוחזרת לידי

¹ להבדיל מהנפקות על פי זכויות.

² הפרשי ההצמדה בכללותם הסתכמו ב-230 מיליון ל"י, בקירוב, אולם בחלקם נבלעו בסכומי המילונות, שהגיעו לפדיון במשך השנה ונמחקו מרשימת הבורסה.

³ אין זהות בין המספרים האלה ובין סכומי ההנפקה של ניירות ערך חדשים בכל אחת מן השנים. ההבדל נובע בעיקר משלושה גורמים: (א) השינויים ברשימת הבורסה הם בערכים נקובים, בעוד שסכומי ההנפקות הם על יסוד שערי ההנפקה. (ב) אין חפיפה כרונולוגית בין ההנפקה לבין הרישום בבורסה; הרישום מפגר בדרך כלל אחרי ההנפקה, והיקף הפיגורים משתנה משנה לשנה. (ג) לא כל ניירות הערך, הנרשמים בבורסה לראשונה, הם ניירות ערך חדשים.

ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, בערכם הנקוב, 1960 עד 1962

(סוף כל שנה)

אחרונים			מיליוני ל"י			
1962	1961	1960	1962	1961	1960	
מילות ממשלתיים						
20.6	19.1	24.8	185	120	110	צמודי דולר
8.3	6.9	8.6	74	43	38	צמודי מדד
1.4	1.6	0.9	13	10	4	בהצמדה מעורבת
7.2	11.3	14.6	64	71	65	בלתי צמודים
37.5	38.9	48.9	336	244	217	סך הכל
מילות בערכות הממשלה						
6.4	8.6	10.6	57	54	47	צמודי דולר
1.4	2.4	4.2	13	15	19	צמודי מדד
7.8	11.0	14.8	70	69	66	סך הכל
ניירות ערך אחרים						
16.2	18.2	9.9	145	114	44	מניות רגילות
5.7	3.8	4.0	54	24	18	מניות בכורה
17.5	16.6		157	104		מילות צמודי דולר
6.2	1.3	21.6	56	8	96	מילות צמודי מדד
8.9	9.8		80	62		מילות בהצמדה מעורבת
0.2	0.3	0.7	2	2	3	מילות בלתי צמודים
54.7	50.0	36.2	491	314	161	סך הכל
סך כל ניירות הערך הישראליים						
100.0	100.0	100.0	897	627	444	
ניירות ערך זרים						
			111	46	...	
סך הכל כללי						
			1,023	673	...	

לוח כ"ג

המילואות צמודי הערך הרשומים בבורסה, 1961 ו-1962

(סוף התקופה)

הסוג	מיליוני ל"י		אחוזים מכלל ניירות-הערך הרשומים בבורסה	
	1961	1962	1961	1962
צמודים לדולר *	314	457	50.0	50.9
צמודים למדד *	102	178	16.3	19.9
	416	635	66.3	70.8

* לרכות החלק המתאים של המילואות שבהצמדה פעורבת.

מוסדות אלה לשימוש בהתאם להנחיות הממשלה¹. מבחינה פורמלית אין אלה בגדר מילואות המדינה, אך מבחינות אחרות כמוהם כמילואות המדינה. אולם כשאנו מוסיפים למילואות הרשומים בבורסה את המילואות קצרי המועד, מסתבר שהחוב הממשלתי גדל הן בהיקפו והן במשקלו בתוך כלל המילואות הנסחרים בבורסה (ראה לוח כ"ד).

נוכח הגידול הרב בנוילות, שאפיין את 1962, יכול היה המילואה קצר המועד לשמש בידי הממשלה מכשיר לספיגת אמצעי תשלום מהציבור. במידה שהסכומים הנספגים מוקפאים ואינם

לוח כ"ד

המילואות צמודי-הערך והמילואות קצרי-המועד, הנסחרים בבורסה, * 1961 ו-1962

(סוף התקופה)

אחוזים	מיליוני ל"י (ערך נקוב)			
	1961	1962	1961	1962
המילואות הרשומים בבורסה, בניכוי				
הפרשי הצמדה לשער המטבע	489	518	94.2	83.8
המילואות קצרי המועד	30	100	5.8	16.2
המילואות הנסחרים בבורסה	519	618	100.0	100.0
מזה: מילואות צמודי-ערך	416	452	80.2	73.1

* להוציא את הפרשי ההצמדה.

¹ ראה פרק י"ז, "המוסדות הכספיים".

מילדות המדינה הנפתחים בבורסה, 1961 ו-1962

(סוף התקופה)

מיליוני ל"י (ערך נקיב)		אחוז מכל המילדות הנסחרים בבורסה		
1962	1961	1962	1961	
244	336	47.0	41.9	מילדות ארוכי מועד
30	100	5.8	12.5	מילדות קצרי מועד
274	436	52.8	54.4	סך הכל

משמשים למימון הוצאות הממשלה, יכולה הנפקתם של המילדות קצרי המועד לשמש אמצעי להקטנת לחץ הביקוש.

משקל המניות בכלל ניירות הערך הרשומים נשאר ב-1962 קבוע, פחות או יותר. בערכים נקובים גדל הון המניות הרשום בבורסה מ-138 עד 196 מיליון ל"י, וחלקו בתוך רשימת הבורסה נשאר ללא שינוי — 22 אחוזים, בקירוב.

(ב) במחירי השוק

מאלפת לא פחות ההתפתחות מבחינת הערך במחירי השוק. בסוף 1962 הסתכם ערכה הכולל של רשימת הבורסה במחירי השוק ב-1.05 מיליארד ל"י (ראה לוח כ"ו). הגידול במשך השנה הסתכם ב-342 מיליון ל"י — פי 1.5 מאשר ב-1961 ופי 3 מאשר ב-1960. ביחוד ניכר היה הגידול בערך המניות: מ-209 מיליון ל"י בסוף 1961 ל-345 מיליון בסוף 1962. משקל המניות בכלל רשימת הבורסה הגיע בסוף 1962 ל-33 אחוזים. בסוף 1959 עדיין היה משקלן נמוך מ-10 אחוזים.

ערך המילדות הרשומים בבורסה גדל מ-501 ל-707 מיליון ל"י, וחלקם בכלל הרשימה ירד מ-71 ל-67 אחוזים. שוב יש לזכור, שהמילדות קצרי-המועד אינם כלולים ברשימת הבורסה. לו הוספנו אותם לחשבון, היתה הירידה קטנה יותר — מ-72 ל-70 אחוזים.

ההבדל בין השינויים ברשימת הבורסה בערכה הנקוב לבין השינויים בה לפי שערי השוק נובע לא רק מתנודות שערים, אלא גם מכך, שעל-פירוב נעשית הנפקת המניות, הנוספות לרשימת הבורסה, בתוספת פרמיה לערך הנקוב, שהיא ביטוי לכך שערך ההון העצמי של החברה המנפיקה גדול מהון המניות שלה. פרמיה זו איננה כלולה בערך הנקוב של המניות הרשומות בבורסה, אולם היא כלולה בערך ההנפקה שלהן, המהווה כאילו את נקודת המוצא למחיר השוק שלהן, מרגע שהן עוברות לסוחר. המילדות, לעומת זאת, מונפקים רובם ככולם בערכם הנקוב, ושינוי ההפרש בין ערכם הנקוב לבין ערכם במחירי השוק נובע בדרך כלל מתנודות שערים. בנידון זה

¹ לדוגמה, מניה חדשה, שהונפקה בשער של 130 אחוזים מערכה הנקוב (כלומר, בפרמיה של 30 אחוזים), נסחרת בשער של 130 אחוזים; כאן נוצר הפרש בין השינוי ברשימת הבורסה בערכים נקובים ובין השינוי בה במחירי השוק, בלי שחלה תנודה כלשהי בשערים עצמם.

ניירות הערך הרשומים בבורסה של תל-אביב, במחירי השוק, 1960 עד 1962
(סוף התקופה)

אחוזים			מיליוני ל"י							
1962	1961	1960	1962	1961	1960					
א. הערך בסוף השנה										
67	71	74	707	501	363	מילות				
33	29	26	345	209	130	מניות				
100	100	100	1.052	710	493	כל ניירות הערך				
כל ניירות הערך			מניות			מילות				
1962	1961	1960	1962	1961	1960	1962	1961	1960		
ב. השינויים השנתיים										
(מיליוני ל"י)										
מתוספת נקייה של										
342	{	183	82	58	76	41	{	107	41	ניירות ערך חדשים
		34	40	78	3	54		31	-14	מפרמיות
ומתנודות שערים										
342	217	122	136	79	95	206	138	27	סך הכל	

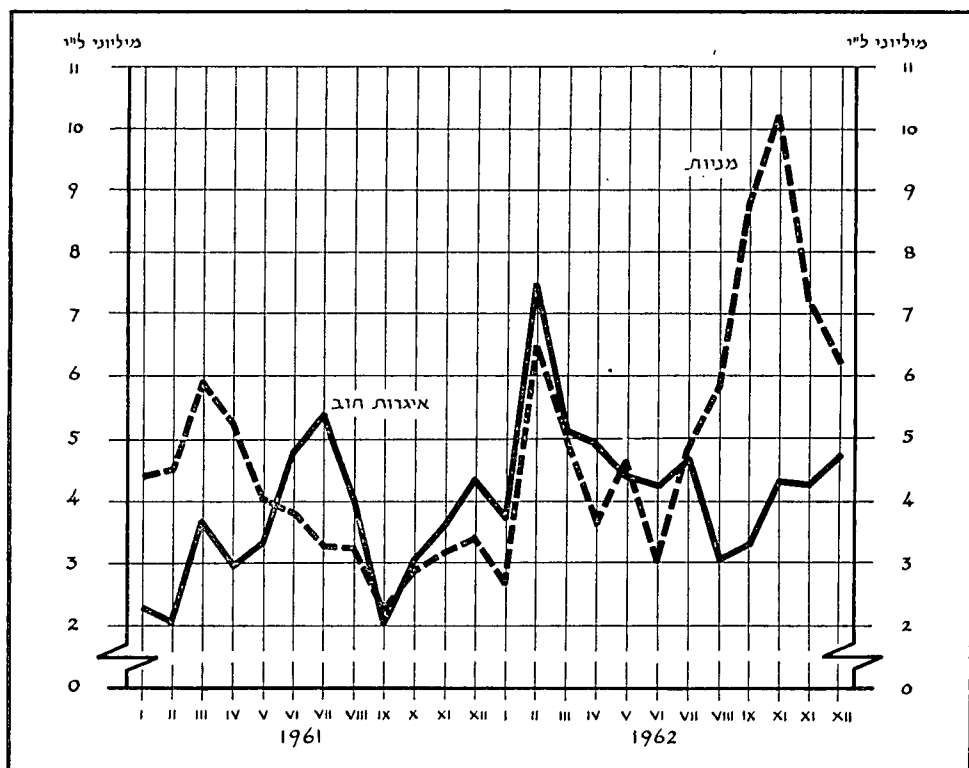
היתה שנת 1962 יוצאת דופן, שכן הפיחות הגדיל את ערכם הנקוב של המילות הצמודים לדולר בבת-אחת בשני שלישים, בעוד ששערי השוק שלהם עלו בשיעור נמוך יותר. ב-1962 עלה ערך המניות במחירי השוק ב-136 מיליון ל"י (ראה לוח כ"ו). 78 מיליון ל"י מסכום זה יש לזקוף לפרמיות ולעליית שערים. ב-1961 נבעה העלייה מתוספת ניירות ערך חדשים, שכן ירידת השערים נטלה חלק ניכר מהפרמיות אשר למילות, הרי הפרשי ההצמדה נשתקפו הן בתוספת לערך הנומינלי והן בעליית שערים, בצורה שאיננה ניתנת להפרדה. הגידול בערכם הנקוב של אותם המילות צמודי-הדולר שטרם נפדו לפני סוף 1962 הסתכם ב-183 מיליון ל"י, ואילו ערכם במחירי השוק גדל ב-150 מיליון ל"י, בקירוב. ערכם במחירי השוק גדל איפוא ב-33 מיליון ל"י פחות מאשר ערכם הנקוב. לעומת זאת חל גידול של 37 מיליון ל"י בערכם של יתר המילות כתוצאה מעליית שעריהם.

3. המסחר בבורסה

נפח העסקות בבורסה הסתכם ב-1962 ב-123 מיליון ל"י¹ — ב-35 מיליון ל"י יותר מאשר ב-1961. בראשית השנה נמשך הרפיון, שציין את המחצית השנייה של 1961, ומחזור העסקות עמד על רמה נמוכה יחסית. בפברואר גדל נפח העסקות, ומנית (ראה דיאגרמה כ"ז ולוח כ"ז). לאחר

¹ במחירי השוק; להוציא את התמורה מהנפקות חדשות, את הקיזוז של פקודות קנייה ומכירה שנתקבלו עלייה הבנקים והסוכנים לניירות ערך, ואת המסחר על השבונם הם, מחוץ לכתלי הבורסה.

נפח העסקות בבורסה של תל-אביב, במחירי השוק, לפי חודשים, 1961 ו-1962



מכך נע המסחר באיגרות חוב בגבולות של 3 עד 5 מיליון ל"י לחודש, ואילו המסחר במניות היה נתון לתנודות חריפות יותר: בין 3 ל-6 מיליון ל"י לחודש ברוב חודשי השנה. בשלושת החודשים ספטמבר עד נובמבר חלה עלייה ניכרת (עד ל-10 מיליון ל"י בנובמבר). הקבלה רבה מתגלה בין מחזור העסקות בשוק המניות לבין מדד שערי המניות הרגילות במשך השנה. עליית מחזור העסקות ועליית המדד חלו, פחות או יותר, בד בבד (ראה דיאגרמה כ"ד).

ברוב החודשים עלה המסחר במניות בהיקפו על המסחר באיגרות חוב. יוצאים מן הכלל היו החודשים ינואר עד אפריל, וחודש יוני. בראשון ובאחרון מבין חודשים אלה היתה הסיבה רפיון שוק המניות, ולא דווקא גיאוז בשוק איגרות החוב. בפברואר משתקפת השפעת הפיחות בגידול נפח העסקות בשני השווקים. הגידול בשוק המניות מספטמבר ואילך מעיד (כפי שמוכיחה ההתפתחות בראשית 1963) על התעניינות מחודשת בשוק המניות מצד ציבור רחב של משקיעים.

במחצית השנייה של השנה הונהגו כמה חידושים בסדרי המסחר. חידוש אחד נוגע למניות הנסחרות ביותר: בעוד שקודם לכן נקבע בכל יום, שבו מתנהל מסחר, שער אחד בלבד לכל מניה, לפי שיטת איזון פקודות הקנייה והמכירה שבידי כל חברי הבורסה, ברמה שתבטיח את ביצוע מירב העסקות, ניתנת עתה האפשרות לחברי הבורסה לבצע גם עסקות דו-צדדיות, כשהשערים משתנים במשך היום בהתאם למצב הביקוש וההיצע.

חידוש אחר הוא ארגון מחדש של הקרנות להשקעות משותפות בנאמנות, בהתאם לחוק

לוח כ"ד

העסקות בכורסה של תל-אביב לפי חודשים, 1960 עד 1962

(אלפי ל"י)

מניות			מילואות			
1962	1961	1960	1962	1961	1960	
2,666	4,906	1,060	3,721	2,281	3,047	ינואר
6,504	4,521	983	7,420	2,080	2,628	פברואר
5,075	5,947	1,707	5,108	3,516	2,813	מארס
14,245	15,374	3,750	16,249	7,877	8,488	רביע ראשון
3,584	5,225	1,778	4,917	2,937	2,878	אפריל
4,651	4,063	2,633	4,427	3,306	2,891	מאי
2,985	3,779	3,718	4,261	4,796	3,026	יוני
11,220	13,067	8,129	13,605	11,039	8,795	רביע שני
4,766	3,227	3,074	4,675	5,413	3,162	יולי
5,811	3,261	3,894	3,016	4,049	2,466	אוגוסט
8,731	2,171	4,259	3,300	2,075	2,353	ספטמבר
19,308	8,659	11,227	10,991	11,537	7,981	רביע שלישי
10,216	2,849	6,220	4,323	3,011	2,577	אוקטובר
7,181	3,168	4,379	4,305	3,567	2,460	נובמבר
6,215	3,388	4,541	4,709	4,332	3,159	דצמבר
23,612	9,405	15,140	13,337	10,910	8,196	רביע אחרון
68,385	46,505	38,246	54,182	41,363	33,460	סך הכל

ח ס ק ר : הכורסה לניירות ערך של תל-אביב בע"מ.

מ-1961. בסוף 1962 היו ארבע קרנות מסוג זה, ונכסיהן הסתכמו ב־19 מיליון ל"י. על-ידי ההשקעה המשותפת של משקיעים רבים באמצעות קרנות אלה ניתנת למשקיע הבודד האפשרות לגוון את השקעותיו ולהקטין את מידת הסיכון שבהשקעה, יותר משניתן היה לו אילו השקיע במישרין. הקרן מפיקה תעודות השתתפות, שהיא חייבת לפדות אותן לפי דרישה ובמחיר הממוצע של כלל הנכסים שלה. שערי תעודות ההשתתפות נקבעים לא על-פי ההיצע והביקוש להן, אלא על-פי ערך השוק של כלל נכסי הקרן. זהו אחד ההבדלים בין קרן להשקעות ובין חברת השקעות. עקרון נוסף המייחד את קרנות ההשקעה הוא ההפרדה בין תפקידי ההחזקה והניהול של נכסי הקרנות על-ידי מסירתם לידי גופים שונים. מבחינת שוק ניירות הערך חשיבותן של הקרנות היא בכך שבעזרתן ניתן למשוך אליו מקורות, שאלמלא כן לא היו מושקעים, אולי, בניירות ערך. יתר על כן, הודות לכושר התימרון של הקרנות, המרכזות בידיהן סכומים גדולים, יכולות הן לשמש בנסיבות מסוימות גורם מוסת בשוק ולבלום תנודות שערים וחורגות מהמגמה הכללית. כדי

לעודד את החיסכון הפרטי ולמשוך כספי חיסכון להשקעה בשוק נירות הערך הוענקו הקלות במס לגבי הכנסות הקרנות, שאושרו לתכלית זו.

4. שוק המילואות

(א) המילואות הצמודים לדולר

בשנים האחרונות שלפני הפיחות השתנה קצב התפתחותו של שוק המילואות לסירוגין. במרכז ההתעניינות עמדו תמיד איגרות החוב הצמודות לדולר, אולם רמת השערים וקצב ההנפקות שלהן היו נתונים לתנודות חריפות בהתאם לתמורות בחקיקה ובתחזיות הכלכליות והמוניטאריות.¹ לעתים הורגשה גם השפעת גומלין חזקה בין שוק זה לשוק המניות, כשיאות באחד השווקים מלווה לא פעם בשפל במשנהו.

הפיחות חולל מיפנה בהתפתחות שוק המילואות, וחשף את הליקויים שבהצמדה לדולר. ב-1961 עלתה רמת שעריהן של איגרות אלה מעל לערך הנקוב, וערב הפיחות היתה התשואה הממוצעת לפדיון² מהן נמוכה במידה ניכרת מ"שיעורי התלוש"³ שלהן, ועוד יותר מזה — מהריבית הנהוגה לגבי מילואות בלתי-צמודים. תשואה נמוכה זו היתה המחיר שקבע השוק תמורת הסיכוי להפרשי הצמדה. אולם עם הפיחות, משבטלו למעשה הסיכויים להפרשי הצמדה נוספים בעתיד הקרוב, שוב לא היתה נכונות לשלם את המחיר הזה, וכדי שתובטח תשואה דומה לזו של המילואות הבלתי צמודים, צריכים היו שערי השוק להקבע מתחת לערך הנקוב לפי השער החדש.

רמת שערי איגרות החוב הצמודות לדולר הגיעה לאחר הפיחות לשיעור של 36 אחוזים מעל לשערי ההנפקה שלהן.⁴ עלייה זו היא שקבעה את שיעור רווחי ההון שהפיקו בעלי איגרות החוב מהפיחות. משתי סיבות לא היה שיעור הרווח שווה לגבי כל אלה שהחזיקו איגרות צמודות דולר ביום הפיחות.

(א) הערך השנתי של רווח נתון הוא קטן יותר, ככל שארוכה התקופה בין מועד ההשקעה למועד קבלת הרווח.

(ב) כנגד הרווח הנומינלי, שנוצר עם הפיחות, יש לזקוף את ירידת כוח הקנייה של הקרן כתוצאה מעליית המחירים מאז רכישת האיגרת. ירידה זו גדולה יותר, ככל שמועד הרכישה מוקדם יותר.

רווח ההון הריאלי שנובע מהפיחות הגיע ל-36 אחוזים על רכישות שבוע שקדם לפיחות, והוא יורד עד למטה משלושה אחוזים לגבי השקעות שנעשו בפברואר 1956. כשאנו מתרגמים רווח ריאלי חד-פעמי זה למונחים של ריבית שנתית מצטברת, הרי הטווח הוא בין מחצית האחוז ל-26 אחוזים — לגבי השקעות שנעשו בין פברואר 1955 לבין פברואר 1961 (ראה לוח כ'-8).

טובת ההנאה מן ההצמדה התחלקה איפוא בין המשקיעים באורח בלתי שווה לפי מועדי ההשקעה, כשכל הקודם מפסיד. מאידך, התחלק גם הנטל על ההתחייבויות הצמודות לדולר באורח בלתי שווה בין הלווים, כשכל הקודם זוכה. בכך נעוץ הליקוי שבהצמדה לדולר. הצמדה זו, שנולדה מתוך השאיפה להבטיח את פרעון המילואות בערכם הריאלי, הכניסה למעשה לעסקות בין הלווה והמלווה שני גורמים שלא ניתן לחזותם מראש: מועד פיחות ושיעור הפיחות. זהו מקור אי-האזיון

¹ סיכום התמורות הללו עד שנת 1961 הובא בדו"ח 1961, עמודים 335 ואילך.

² Redemption yield — ההכנסה השנתית, באחוזים מהקרן המושקעת, כשבחשבון מובאים הגורמים הבאים: "שיעור התלוש"; שער השוק; ערך הפדיון; והזמן עד לפדיון. בחישוב זה אין הפרשי הצמדה אפשריים מובאים בחשבון.

³ Coupon rate — הריבית השנתית שנושאת איגרת-חוב, באחוזים מהערך הנקוב.

⁴ על-סמך מדד שערי איגרות החוב הצמודות לדולר בסוף פברואר 1962. ראה לוח כ'-9, טור 2.

בהתחלקות רווחי הפיחות, שמן הסתם לא היה כלול בתכניתם של יוזמי ההצמדה מלכתחילה. מכאן גם התופעה, שבלטה קודם הפיחות, של השקעה באיגרות חוב צמודות-דולר בעיקר מתוך ציפיה לרווחי הון, ולא מתוך רצון להבטיח הכנסה קבועה.

לוח כ"8

רווחי הון ריאליים על השקעות באיגרות-חוב צמודות לדולר, לפי מוערי הרכישה, סוף פברואר 1962*

מועד הרכישה**	רווח ההון הריאלי בסוף פברואר 1962 (באחוזים מההון המושקע)	
	כרווח חד-פעמי	כריבית שנתית מצטברת
1962	36.5	—
1961	25.8	25.8
1960	19.8	9.5
1959	19.3	6.1
1958	15.5	3.7
1957	11.2	2.1
1956	2.6	0.4

* ההנחות ושיטת החישוב תוארו בסקר בנק ישראל 9 מס' 18 נובמבר 1962, עמ' 37 ואילך.

** חורש פברואר של כל שנה; ב"2 1962 — לפני ה"9 בפברואר.

הפיחות שינה מצב זה כמעט לחלוטין. הנפקתם של מילווות צמודים לדולר הופסקה; לגבי המילווות הקיימים הצמודים לדולר איבדה ההצמדה את משמעותה לפי שעה ומבחינת המשקיעים היה דינם כדין מילווות בלתי צמודים; מרכז הכובד של המסחר בניירות ערך עבר לתחומים אחרים. אולם התפתחות זו לא היתה חד-משמעית. חלק מבעלי איגרות החוב הצמודות לדולר מכרו אותן לאחר הפיחות על מנת לממש את רווחי ההון, ומכירות אלה באו לידי ביטוי בגידול מחזורי העסקות וברמת שערים נמוכה. אך מכירות מימוש אלה היו מוגבלות הן בהיקף והן בזמן. המסחר במילווות הצמודים לדולר הסתכם בשבועות הראשונים שלאחר הפיחות באחוזים ספורים בלבד מיתרת המילווות הללו. עובדה זו מעידה על היעדר לחץ של מכירות יתר-על-כן, עליית השערים המתמדת מסוף פברואר ועד סוף השנה (ראה לוח כ"7) מלמדת על ביקוש גובר והולך לאיגרות החוב הצמודות לדולר. כמה סיבות להתפתחות זו. ראשית, ברמת השערים של סוף פברואר הגיעה התשואה נטו לפדיון מאיגרות אלה ל-10 עד 13 אחוזים בערך¹, הכנסה בשיעורים אלה מגיירות ערך כה בטוחים כמו איגרות חוב של הממשלה או של מוסדות כספיים, היה בה כדי למשוך משקיעים שלגביהם היה שיעור התשואה השיקול המכריע. מסיבה זו היה מקום לצפות גם לעליית שערים ולרווחי הון מהירים ומשום כך הן משכו גם משקיעים המודרכים בעיקר על-ידי הסיכוי לרווחי-הון. אחדות מהסדרות של האיגרות

¹ כבר בסוף פברואר עמדו שעריהן למעשה קצת למעלה מהרמה של הימים שלאחר הפיחות.

הצמודות לדולר תגענה לפדיון רק כעבור תקופה ארוכה למדי¹. וייתכן מאוד, שנמצאו משקיעים לטווח ארוך שהניחו אפשרות של פייחות נוסף, בטרם יגיע מועד הפדיון, ושל רווחי הצמדה נוספים.

בין סוף פברואר לסוף דצמבר עלו שערי איגרות החוב הצמודות לדולר ב-14 אחוזים, ובמקביל לכך ירדה התשואה מהן – תוך הבדלים לפי מועדי הפדיון². על יסוד שערי השוק בסוף השנה היה טווח שיעורי התשואה נטו לפדיון מאיגרות חוב אלה בין 7 ל-4 אחוזים, בקירוב.

(ב) המילווה הצמודים למדד המחירים לצרכן

ההתפתחות בשוק איגרות החוב הצמודות למדד המחירים לצרכן היתה שונה מכפי שניתן, אולי, לצפות. היה מקום להניח שהפייחות יעורר ציפיות לעליית מחירים ויגדיל את הביקוש לאיגרות צמודות למדד. ואמנם, מיד לאחר הפייחות עלו שערי איגרות אלה ב-4 אחוזים, בקירוב, ועמדו קצת למעלה מערכן הנקוב בתוספת הפרשי ההצמדה (ראה לוח כ'9, טור 5). אולם לאחר תנודות מקבילות, פחות או יותר, לתנודות המדד, חלה באמצע השנה ירידת-מה לעומת הערך הנקוב בתוספת הפרשי הצמדה.

לוח כ'9

מודדי שערי איגרות החוב הצמודות, 1962

איגרות חוב הצמודות למדד המחירים לצרכן		איגרות חוב הצמודות לדולר		
הערך הנקוב בתוספת הפרשי הצמדה=100	ינואר 1962 * 100=	הערך הנקוב בתוספת הפרשי הצמדה=100 (לפי 3.00 ל"י לדולר)	הערך הנקוב ללא הפרשי הצמדה=100 (לפי 1.80 ל"י לדולר)	ינואר 1961 * 100=
(5)	(4)	(3)	(2)	(1)
96.7	100	—	101.8	100
100.4	104.3	81.9	136.5	134.5
101.8	106.0	83.0	138.3	137.0
101.7	108.8	85.8	143.0	141.9
101.1	109.6	86.3	143.8	142.2
101.9	109.7	88.4	147.3	145.1
103.0	109.0	90.55	150.9	150.2
101.5	108.1	91.8	153.0	151.7
99.25	107.1	91.35	152.2	152.4
97.7	107.8	91.7	152.8	153.4
98.1	110.8	92.1	153.4	153.8
98.1	112.1	92.6	154.3	155.1

* על יסוד מדר הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה שבו השער הממוצע 1980=100.

¹ מועד הפדיון של אחדות מהסדרות הוא בשנת 1975 ; יש סדרות שמועד הפדיון שלהן הוא 1980 ואפילו 2002.
² התשואה היתה נמוכה יותר, ככל שמועד הפדיון רחוק יותר, בגלל הסיכוי הגדול יותר לרווחי הצמדה נוספים.

יש כמה הסברים אפשריים לכך. ראשית, עליית שיערי האיגרות הצמודות למדד אינה חורגת, בדרך כלל, מטווח עליית המדד, ובניגוד לאיגרות הצמודות לדולר אין בהן כדי להבטיח רווחי הון חריפתיים גיכרים; זוהי תוצאה הן מעצם תכונותיו של סעיף ההצמדה למדד המחירים לצרכן — העולה בהדרגה ולא בקפיצות כמו שער המטבע; והן מהעובדה, שכמעט תמיד ניתן לרכוש בערך הנקוב איגרות חוב כאלה מהנפקות חדשות — אפשרות הקובעת ממילא "תקרה" לעליית שיעריהן של האיגרות הקיימות.¹ יתר-על-כן, בעבר פיגרה עליית שיערי האיגרות הצמודות למדד לעתים קרובות אחרי עליית המדד. עובדות אלה מוציאות את האיגרות הצמודות למדד מכלל ההשקעות הבאות בחשבון לגבי המשקיע לטווח קצר ובינוני ולגבי המשקיע השואף בעיקר לרווחי הון. ולכן לא כל מי שהחזיק קודם לכן באגרות חוב צמודות לדולר, נעשה עם הפיחות משקיע בכוח באיגרות הצמודות למדד, ומשום כך לא נתחולל המעבר בקנה מידה גדול מאיגרות צמודות לדולר לאיגרות צמודות-מדד. יתר-על-כן, התפתחות המחירים ב-1962 — ירידת המדד בחודשים מאי עד אוגוסט אל מתחת לרמה של אפריל — היה בה כדי להעמיד בספק מבחינת המלווה את כדאיות ההצמדה למדד.

כבשנים הקודמות נרכשו מרבית איגרות החוב הצמודות למדד על ידי המשקיעים המוסדיים, בעוד שחלקם של המשקיעים הפרטיים נשאר קטן. כדי לעודד את הרכישות הפרטיות נעשה נסיון לגוון את המיבחר על-ידי הנפקת סדרות שמועד פדיוןן חל לאחר תקופה קצרה יותר — חמש שנים לעומת שמונה עד עשר שנים בסדרות הקודמות. כן ניתנה הברירה בין הצמדת הקרן והריבית לבין הצמדת הקרן בלבד. האיגרות מהסוג הראשון נושאות תלוש בשיעור 5 אחוזים, ומהסוג השני — בשיעור של 6 אחוזים. שינוי השיטה היה מלווה איפוא בהקטנת שער הריבית הנומינלית על האיגרות הצמודות, שכן התלוש שהיה נהוג לגבי סדרות קודמות היה בשיעור 6 אחוזים.

(ג) המילווה קצר המועד

לאחר הפיחות גבר, כאמור, הביקוש למילווה קצר המועד. לגבי משקיעים רבים, מוסדיים ופרטיים, הוא נהפך לתחליף לאיגרות החוב הצמודות לדולר, ואולי גם לצמודות-המדד. ב-1962 הוחל לראשונה גם בהנפקת איגרות ל-9 ול-12 חודש.

לפני ה-9 בפברואר, כשגברו הציפיות לפיחות קרוב, גילמו איגרות החוב הצמודות לדולר את הסיכוי לרווחי הצמדה בשיעור העולה על התשואה של המילווה קצר-המועד, ושימשו כלי-קיבול להשקעות לטווח קצר ובינוני. לאחר הפיחות, משבטלו, למעשה, הסיכויים לרווחי הצמדה, גדלה עדיפותו היחסית של המלווה קצר-המועד, שיתרונו מבחינת המשקיע הוא הצירוף של תשואה גבוהה ונזילות רבה. התשואה הנקייה ממילווה זה, הנובעת מריבית נומינלית, ששיעור המס עליה מוגבל בתקרה של 25 אחוזים, ומהפרש שבין מחיר ההנפקה לערך הפדיון, עומדת על 8.5 אחוזים לשנה, בקירוב. אולם כשהיא מתורגמת למונחים של הכנסה ברוטו², היא מגיעה לכפליים ויותר משיעור זה — בהתאם לשיעור המס השולי החל על בעל ההכנסה. נזילותו הרבה של המילווה קצר המועד נובעת מכך, שמועד הפדיון שלו הוא בין 180 ל-360 יום ממועד ההנפקה, ומהעובדה שהבנקים מוכנים, למעשה, לרכוש כל איגרת המוצעת להם בשער המשקף את ההכנסה שנצטברה לזכות האיגרת מאז הנפקתה. בניגוד לכל יתר המילווות מובטחת איפוא ההשקעה במילווה זה מפני הפסדי הון.

¹ בשער "תקרה" יהיה כדאי לרכוש איגרת חוב חדשה, במחיר ההנפקה, לא פחות מאשר איגרת ישנה במחיר השוק.

² Grossed-up net income — ההכנסה ברוטו שהיתה מקבילה להכנסה נטו נתונה, אילו היתה ההכנסה ברוטו חייבת במלוא המס; ההכנסה ברוטו במובן זה עולה כאן על ההכנסה ברוטו במשמעות המקובלת בגלל שני גורמים: (א) רווח ההון הפטור ממס; (ב) תקרת המס החל על הריבית היא 25 אחוזים.

(ד) ההנפקות החדשות

1. מילות הממשלה

התמורות, שחלו במשך השנה בדפוסי ההשקעה בניירות ערך, משתקפות בבהירות בסיכומי ההנפקה של מילות הממשלה בשוק המקומי. בעוד שההנפקה ברוטו של מילות ארוכי-מועד היתה שווה ב-1961 ו-1962, ירדה ההנפקה נטו מ-15 ל-5 מיליון ל"י (ראה לוח כ"י 11). בשישה מחודשי השנה היו ממדי הפדיון של מילות אלה גדולים מממדי ההנפקה ברוטו. לעומת זאת גדלה ההנפקה נטו של מילות קצרי-מועד פי שבעה, מ-10 ל-70 מיליון ל"י.

לוח כ"י 10

ההנפקות המקומיות של ניירות ערך חדשים, 1961 ו-1962

(מיליוני ל"י)

נטו		ברוטו		
1962	• 1961	1962	• 1961	
5.3	14.8	34.4	35.0	מילות ארוכי מועד
114.0	101.8	145.6	131.6	מילות ממשלתיים
				מילות אחרים
119.3	116.6	180.0	166.6	סך הכל
70.1	10.0	70.1	10.0	מילות ממשלתיים קצרי מועד (נטו)
189.4	126.6	250.1	176.6	סך כל המילות
34.2	51.0	34.2	51.0	מניות הרשומות בבורסה
223.6	177.6	284.3	227.6	סך כל ההנפקות המקומיות

• מספרים מתוקנים.

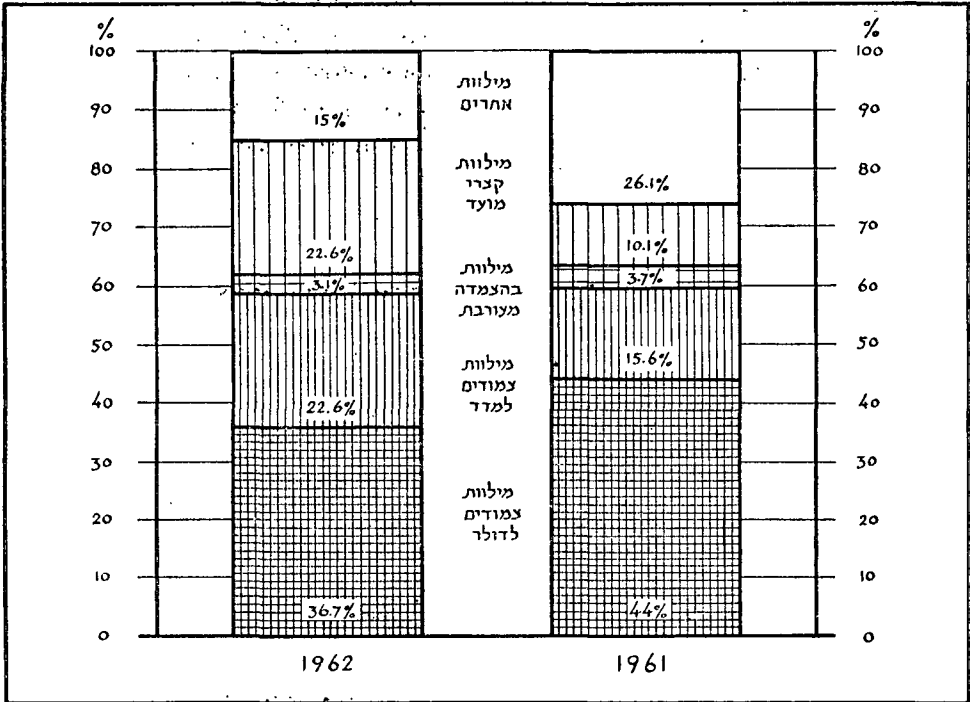
לוח כ"י 11

ההנפקה של מילות ממשלתיים, 1961 ו-1962

(מיליוני ל"י)

1962		1961		
נטו	ברוטו	נטו	ברוטו	
5.3	34.4	14.8	35.0	מילות ארוכי מועד
70.1	177.4	10.0	74.1	מילות קצרי מועד
75.4	211.8	24.8	109.1	סך הכל

מילוות הפנים הסחירים של הממשלה, לפי הסוג, 1961 ו-1962*
(אחוזים)



* סוף השנה.

כתוצאה מהנפקות חדשות בסך 75 מיליון ל"י ומהפרשי ההצמדה בסך 85 מיליון ל"י, שנוקפו אחרי הפיחות ליתרת המילוות הצמודים לדולר, גדל החוב הפנימי של הממשלה¹ ב-1962 ב-160 מיליון ל"י, שהן 57 אחוזים (ראה לוח כ"12 ודיאגרמה כ"3). בהרכב החוב חל שינוי בולט: המילווה קצר המועד היווה 23 אחוזים מיתרת החוב בסוף 1962 לעומת 11 אחוזים בסוף 1961. יתרת המילוות הממשלתיים הצמודים גדלה מ-178 מיליון ל"י בסוף 1961 ל-276 מיליון בסוף 1962. עיקר הגידול נבע מהפרשי ההצמדה². משקל המילוות הצמודים בתוך החוב הממשלתי נשאר כמעט ללא שינוי — קצת למטה משני שלישים. יתרת מילוות המדינה הבלתי-צמודים, פרט למילווה קצר המועד, קטנה ב-7 מיליון ל"י והסתכמה בסוף 1962 ב-66 מיליון ל"י.

2. מילוות אחרים

ההנפקה ברוטו של מילוות לא ממשלתיים הסתכמה ב-1962 ב-146 מיליון ל"י לעומת 132 מיליון ל"י ב-1961. ההנפקה נטו, לאחר ניכוי הפדיונות, הסתכמה ב-114 מיליון ל"י. כבעבר היו רוב המנפיקים מוסדות כספיים: חברות להשקעות ובנקים להשקעות ולמשכנתאות. חלק מהסכומים שגויסו על ידיהם היו מיועדים, למעשה, לממשלה, והופקדו בידיה על מנת להיות

¹ הכוונה לאותו החלק מהחוב הפנימי, הלוכש צורה של גירות ערך הנסחרים בשוק.
² הפרשי ההצמדה בפרוואר 1962 הסתכמו ב-85.5 מיליון ל"י.

מילואות פנים-חברים של הממשלה, 1961 ו-1962

היתרה בסוף השנה				סוג המילואה
1962		1961		
מיליוני ל"י	אחוזים	מיליוני ל"י	אחוזים	
				מילואות צמודים
36.7	162.1	38.5	108.1	צמודים לדולר, נושאי ריבית
5.8	25.5	5.5	15.3	צמודים לדולר, נושאי פרסים
16.8	74.3	15.6	43.9	צמודים למדד, נושאי ריבית
3.1	13.8	3.7	10.3	בהצמדה מעופפת, נושאי ריבית
62.4	275.7	63.3	177.7	סך הכל
				מילואות בלתי צמודים
				מילואות של מוסדות כספיים
3.3	14.6	7.0	19.6	נושאי ריבית
3.5	15.5	6.2	17.5	מילואות אחרים, נושאי ריבית
8.2	36.2	12.9	36.3	מילואות נושאי פרסים
22.6	99.9	10.6	29.8	מילואות קצרי מועד, נושאי ריבית
37.6	166.2	36.7	103.2	סך הכל
100.0	442.0	100.0	280.8	סך הכל כללי

אי התאמות בסיכום נובעות כעיגול מספרים.

מוחזרים לשימוש באמצעות אותם המוסדות. חלק אחר נועד על פי הסדר בין ההסתדרות והממשלה בעיקר למימון השקעותיהן של חברות השייכות לחברת העובדים. דברים אלה אמורים בניירות ערך שהונפקו לקופות גמל בתור "השקעה מוכרת".

5. שוק המניות

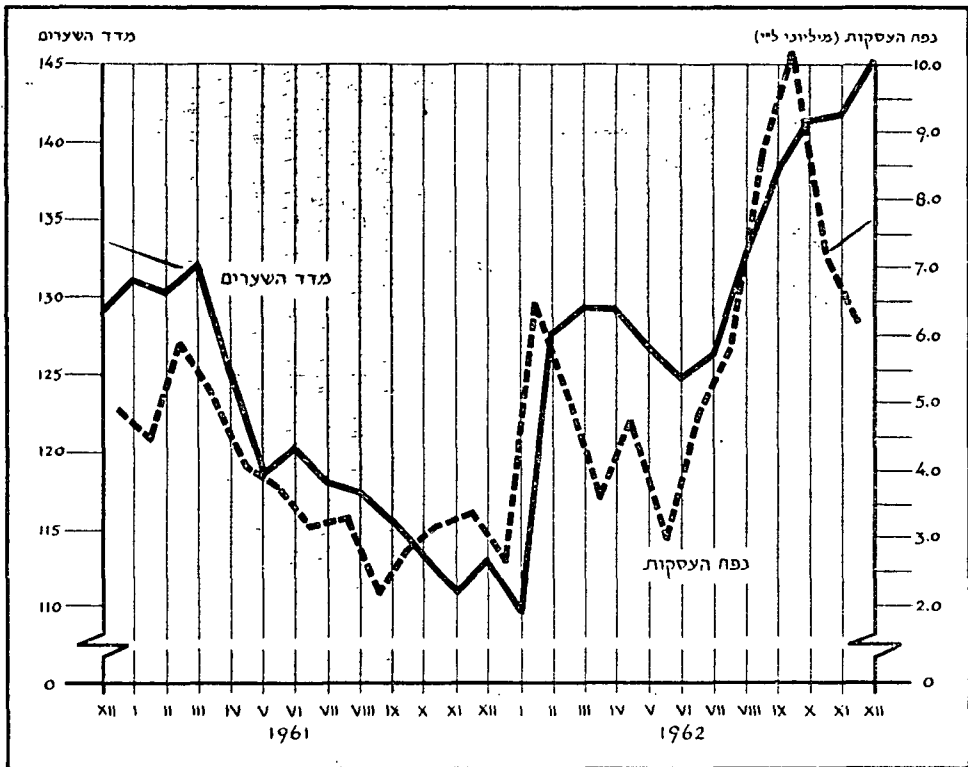
(א) הפעילות הכללית

מבחינת ההתפתחויות בשוק המניות התחלקה שנת 1962 לארבע תקופות. (א) בששת השבועות הראשונים של השנה נמשך הרפיון, שפקד את שוק המניות במחצית השנייה של 1961. על רקע הציפיה הכללית לפיחות גדל הביקוש לאיגרות החוב הצמודות לדולר על חשבון הביקוש למניות.

(ב) מיד לאחר הפיחות חלה עלייה תלולה ברמת שערי המניות (ראה דיאגרמה כ' 4 ולוח כ' 13). במסגרת שינויים בהרכב נכסיהם של משקיעים רבים זרמו לשוק המניות מקורות חדשים. תנועה זו היתה כרוכה הן במימוש רווחים בשוק המילואות והן בעליית הנזילות במשק

¹ ראה פרק י"ז, "המוסדות הכספיים".

מדד שערי המניות הרגילות ונפח העסקות בהן, לפי חודשים, 1961 ו-1962



לאחר הפיחות. כמו כן גדל הביקוש למניות מצד משקיעים מחוץ לארץ. רמת שערי המניות הרגילות עלתה בפברואר ב-16 אחוזים, ונפח העסקות במניות רגילות בבורסה היה גדול פי 2.4 מאשר בינואר.

(ג) בחדשים מארס ואפריל נשארה רמת השערים ללא שינוי, ונפח העסקות נצטמצם (ראה דיאגרמה כ"ד); במאי וביוני ירדו השערים במקצת — בין היתר, כנראה, נוכח מדיניות הקפאת המחירים. במאי היתה הירידה מלווה בעלייה בנפח העסקות, דבר המלמד על עליית ההיצע. הירידה החריפה שחלה בחדשים אלה בבורסות של חוץ לארץ השפיעה, כנראה, גם היא, אף כי, כאמור, אין להשוות לה את הירידה בארץ במידת החריפות.

המחצית הראשונה של השנה נטלה חלק קטן מכלל הנפקת המניות. במשך השנה. ההון, שגויס בתקופה זו בשוק המניות, לא הגיע ל-6 מיליון ל"י לעומת 24 מיליון ל"י במחצית הראשונה של 1961 ו-34 מיליון בשנת 1962 כולה.

(ד) במחצית השנייה של השנה החלה גאות חדשה. מדד שערי המניות הרגילות עלה ב-16 אחוזים, ונפח העסקות הגיע לממדי שיא. פרט לתנודות קלות, נסוגה הגאות במשך יומיים בלבד, באוקטובר, בצל המשבר הבינלאומי בפרשת קובה, והמגמה הכללית לא הושפעה על-ידי כך. מרבית ההנפקות החדשות נעשו, כאמור, במחצית זו של השנה (קרוב ל-30 מיליון ל"י).

¹ ראה עמ' 366 לעיל.

לוח כ"י 13

מדד שערי המניות הרגילות, 1961 ו-1962

1962		1961		
ינואר 1962 = 100	ממוצע 1960 = 100	ינואר 1961 = 100	ממוצע 1960 = 100	
100.0	109.8	100.0	131.0	ינואר
116.4	127.8	99.5	130.3	פברואר
117.9	129.5	100.9	132.2	מארס
117.8	129.4	95.5	125.1	אפריל
115.5	126.8	90.7	118.8	מאי
113.7	124.9	91.9	120.4	יוני
115.2	126.5	90.2	118.2	יולי
121.2	133.1	89.8	117.6	אוגוסט
125.9	138.2	88.4	115.8	ספטמבר
128.9	141.5	86.6	113.4	אוקטובר
129.1	141.8	84.7	111.0	נובמבר
132.3	145.3	85.7	112.3	דצמבר

המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

בסוף 1962 החלה הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה בפרסום מדד יומי של שערי המניות הנסחרות בבורסה. מדד זה פשוט יותר מהמדד החדשי (לוח כ"י 13), שכן אינו משוקלל ואינו כולל את כל סוגי המניות של כל חברה וחברה. לעומת זאת, הוא מגוון יותר וכולל, מלבד המניות הרשומות בבורסה רישום פורמלי, גם את אלה הנסחרות בה בלי להיות רשומות. המדד החדש מחולק לקבוצות מניות לפי ענפי המשק (ראה לוח כ"י 14).

לוח כ"י 14

מדד המניות היומי, לפי הענף, 1962

(סוף 1961 = 100)

המדד בסוף 1962	הענף
127.0	כל המניות
164.7	מקרקעין ופיתוח
154.0	כספים וביטוח
143.9	חברות להשקעה
111.1	תעשייה ומסחר
96.8	נפט

(ב) ההנפקות החדשות

קצב ההנפקות המקומיות של מניות חדשות הואט בשנת 1962. סך כל ההנפקות (כולל הנפקות על-פי זכויות, והצעות מכר) בשוק המקומי במחירי ההנפקה הסתכמו ב־41 מיליון ל"י לעומת 60 מיליון ל"י ב־1961. 34 מיליון ל"י מסכום זה הן מניות הרשומות בבורסה ו־7 מיליון ל"י אינן רשומות. משקיעים בחוץ לארץ רכשו מניות ישראליות חדשות בסך 21 מיליון ל"י בקירוב — ב־7 מיליון פחות מאשר בשנה הקודמת.

בין ההנפקות לא היו ב־1962 מניות תעשייתיות. 58 אחוזים מסכום ההנפקות במחירי ההנפקה (19.8 מיליון ל"י) היו מניות של 11 מוסדות כספיים ו־36 אחוזים (12.4 מיליון ל"י) — מניות של שלוש חברות מרקעין. השאר — 2 מיליון ל"י — היו מניות של חברה אחת בענף השירותים. משקלו הוציר של המימון באמצעות הנפקת מניות לציבור בתוך כלל המימון של ההשקעות במשק והרכב ההנפקות החדשות מלמדים, שעל אף התנופה של התפתחות שוק המניות בארבע השנים האחרונות טרם נשתרש אצל מרבית החברות הנוהג להיזקק אליו לשם גיוס הון. האשראי מוסיף למלא בדרך כלל את התפקיד הצריך להתייחד להון המניות.

6. ניירות הערך הזרים

ניירות הערך הזרים שנמצאו בסוף 1962 בבעלותם של תושבי הארץ הסתכמו ב־25.7 מיליון דולר לעומת 20.3 מיליון דולר בסוף 1961. התוספת בסך 5.4 מיליון דולר היתה קטנה יותר מהגידול השנתי ב־1961 שהגיע ל־7.7 מיליון דולר. בדומה לשאר הנכסים שבמטבע חוץ, השתקפה גם כאן הגברת ההמרה ב־1962.

המסחר בניירות ערך זרים בין תושבי הארץ לבין עצמם, שעד לפיחות היתה נהוגה בו פרמיה מעל לשער החליפין הרשמי, התנהל לאחר הפיחות בשער הרשמי בתוספת אחוז אחד בתורת עמלת חליפין.

כבשנים קודמות כלולים בין ניירות הערך הזרים גם ב־1962 ניירות ערך של חברות זרות המסונפות למוסדות או לחברות ישראלים.