

שוק ניירות הערך

1. קווי ההתפתחות העיקריים¹

בשנת 1979 חל צמצום ריאלי בתיק הנכסים, על רקע הירידה בחיסכון (ראה פרק ט"ו). יתרת ניירות הערך הצטמצמה עוד יותר, תוך מעבר לפת"ם. בסוף שנת 1978 היתה יתרת איגרות החוב שבידי הציבור נמוכה בכ-14 אחוזים, כמונחים ריאליים², בהשוואה לסוף 1978, ושל המניות – נמוכה בכ-18 אחוזים. ירידה זו הינה בבחינת המשך להתפתחויות ב-1979, לאחר הגידול המהיר ביתרת ניירות הערך, שאירע ב-1977. הירידה בביקוש לאיגרות חוב בסוף השנה לעומת ראשיתה מסתירה התפתחויות מוגזרות במהלך השנה: עלייה הדרגתית בחלקה הראשון של השנה, וירידה חריפה ביותר בסופה. התפתחות הביקוש למניות על פני השנה היתה הפוכה: בסוף 1979 גדל הביקוש למניות, ותופעה זו צמצמה את הירידה המצטברת הרבה שאירעה בחודשים הקודמים. את התרפת הצמצום בביקוש לאג"ח ומניות יש לראות על הרקע הרחב יותר של הירידה הנזכרת בכלל תיק הנכסים הכספיים של הציבור (המפורטים בלוח ט"ו-1); ירידה זו משקפת את השפעתם המשולבת של מספר גורמים: (א) גידול רב בביקוש הציבור לנכסים בני קיימא; (ב) גידול הגירעון הבסיסי במאזן התשלומים של הסקטור הפרטי; (ג) עלייה בשער הריבית הריאלית לאשראי, תוך הטלת מכסות על הרחבת האשראי. השפעתם של שני הגורמים האחרונים החריפה בעיקר במחצית השנייה של השנה; ואמנם, בחודשים הראשונים של השנה עדיין חלה עליית-מה בכלל תיק הנכסים הכספיים של הציבור. על-אף הגידול בהזרמת הסקטור הציבורי, נסתרה עלייה זו לחלוטין במחצית השנייה של השנה, בעטיים של הגורמים, שנמנו לעיל.

כאמור, נמשכה בחלקה הראשון של 1979 מגמת הגידול בביקוש לאיגרות חוב, שהחלה באמצע 1978. הגידול נבע מיתרונן היחסי של נכס זה בשמירת ערכו הריאלי של חיסכון נזיל, גם בתקופה של אינפלציה מהירה. בנסיבות אלה, הואטה העלייה במשקל חשבונות הפת"ם בתיק הציבור, וגם הביקוש למניות הצטמצם. בסוף 1979 נקלע שוק איגרות החוב למשבר, שמקורו בחששות, שמא תפגע הממשלה באיגרות החוב כחלק ממלחמתה הצפויה באינפלציה הגואה. חששות אלה הניעו את הציבור לפדות, בשליש האחרון של השנה, אג"ח (נטו), בהיקף רב. בחלקה האחרון של השנה מנעה התערבותו הנמרצת של בנק ישראל ירידה חדה בשערי אג"ח. הירידה הריאלית בשערים, יחד עם

¹ בפרק זה נידונים ניירות ערך, שהונפקו באמצעות תשקיף (לרבות ניירות ערך של הממשלה והסוכנות היהודית, הפטורים מחובה זו) ונרשמו למסחר בכורסה, עם דגש על פעולות הציבור (דהיינו, משקי בית ופירמות לא פיננסיות). בגלל מגבלות סטטיסטיות, כוללים הנתונים על ההנפקה לציבור גם רכישות או פדיון של גופים פיננסיים, של ניירות ערך מהסוג שהונפק לציבור. בחישוב ההנפקה נטו איננו כוללים הנפקת מילדות החובה (שאינם סחירים), אך מנכים פדיון מילדות חובה שהפכו סחירים (והוחזקו מרצון).

² בפרק זה אנו מחשבים כוח קנייה במחירים קבועים (או שיעורי גידול ריאליים) באמצעות ניכוי כמדד המחירים לצרכן (או שיעור גידולו). זרמים שנתיים (כהנפקות) מנוכים מממוצע שנתי של מדד המחירים, אלא אם מצוין אחרת.

לוח י"ח - 1

ההתפתחויות בשוק ניירות הערך, 1976 עד 1979

1979					
ממוצע חודשי ינואר - אוגוסט	ספטמבר - דצמבר	סך הכול	1978	1977	1976
א. איגרות חוב					
0.8	(-)2.1	(-)2.0	(-)12.1	(-)16.8	(-)9.2
1. היקף ההנפקה נטו במחירי 1979 (מיליארד ל"י) ¹ מזה:					
0.7	(-)1.7	(-)1.0	(-)7.7	(-)9.0	(-)7.0
0.1	(-)0.4	(-)1.0	(-)4.4	(-)7.8	(-)2.2
א. לציבור					
ב. לתכניות החיסכון					
(-)1.3	(-)4.4	(-)5.7	2.0	(-)0.8	6.8
1.0	2.8	19.6	12.7	14.2	13.9
18.6	38.7	27.7	17.0	18.8	15.6
2. שיעור תשואה ריאלי כולל לצמודי מדד (אחוזים) ²					
3. מחזורי עסקות (במחירי 1979) בבורסה (מיליארדי ל"י)					
4. מהירות המחזור השנתית של העסקות בבורסה					
ב. מניות (וניירות ערך להמרה)					
0.2	0.1	2.0	9.9	10.7	2.7
1. היקף ההנפקה במחירי 1979 (מיליארדי ל"י)					
2. העלייה או הירידה (—) בהנפקה במחירים קבועים, לעומת					
השנה הקודמת (מונחים שנתיים, אחוזים)					
(-)73	(-)93	(-)79	(-)8	300	(-)28
(-)14.0	(-)11.2	(-)23.7	3.4	34.7	8.9
3. שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)					
4. מחזורי עסקות (מיליארדי ל"י, במחירי 1979)					
1.8	2.4	24.2	29.6	33.9	5.8
4.7	8.2	70.4	61.9	62.3	10.8
97.5	131.2	103.8	87.6	111.8	30.6
5. מהירות המחזור השנתית של העסקות					
ג. סך כל שוק ניירות הערך					
1. סך כל ההנפקה במחירי 1979 (מיליארדי ל"י) (1א) + (1ב)					
2. משקל המסחר באגרות חוב בסך כל המסחר בבורסה (אחוזים)					
3. משקל ניירות הערך בתיק הנכסים הנספיים ³ (סוף תקופה)					
1.3	1.9	2.5	(-)2.3	(-)6.1	(-)6.5
39	56	45	30	30	70
23	20	20	23	25	27

(1) נתון ההנפקה נטו ל-1976 ו-1977, סך הכל והתחלקותו, הוא אומדן, ומדומעו פחותה משאר הנתונים.

(2) לפני 1979 — כולל מילוח בריה.

(3) כמוגדר בלוח ט"ו.

המקור: הלוחות במשך הפרק.

פדיון נטו גדול, מבטאים צמצום ריאלי נכבד ביתר אג"ח המבוקשת. בסוף השנה גדל הביקוש למניות, התחליפיות לאג"ח; אולם בעלייה החדה בשעריהן לא היה כדי לסתור את הירידה המצטברת בחלקה הקודם של השנה. ב-1979 לא פחתה התנודתיות בשערי המניות, חרף גידול ריאלי ניכר במעורבות בעלי עניין במסחר בהן. בראשית 1980 נמשכת הגיאור בשוק המניות, וגם הביקוש לאג"ח התאושש בהדרגה, ובאפריל 1980 רכש מהן הציבור כמות ניכרת.

2. ניירות הערך והנכסים הכספיים³

בשנת 1979 נכלם הגידול הריאלי המהיר ביתר הנכסים הכספיים, גידול שנמשך שנים מספר (ראה לוח ט"ז-1), ויתרתם אף פחתה בכ-4 אחוזים, הירידה התמקדה בנכסים נזילים, שיתרתם הצטמצמה בכ-14 אחוזים, ופסחה על הנכסים לזמן ארוך, שגדלו בכ-6 אחוזים. משקל ניירות הערך בכלל התיק פחת השנה ועמד על 20 אחוזים. משבר חמור, שפקד את שוק אג"ח בסוף 1979, סתר את עליית הביקוש לאיגרות אלה; ואילו עליית הביקוש למניות, בדצמבר, לא הספיקה כדי לקזז את הירידה המצטברת הממושכת בשעריהן. בראשית 1980 נמשכה הגיאור בשוק המניות, ובשוק איגרות החוב הסתמנה התאוששות.

העלייה המהירה ביתר הנכסים הכספיים של השנים הקודמות התרחשה על רקע של הזרמות ניכרות של נזילות. ופתיחת המשק ליבוא הון חופשי. ייתכן, שנצברו אז עודפי נזילות, מחמת התאמה חלקית בלבד של יתרת הנכסים הנזילים בפועל לגודלה המבוקש לטווח ארוך יותר. ההזרמה האקסוגנית ב-1979 (לוח ט"ז-1, שורה 4) היתה גדולה דיה כדי לאפשר את המשך הגידול הריאלי של התיק הפיננסי; אולם הציבור הפנה חלק ניכר מההזרמה למימון עודף היבוא שהתייקר, ובמידת מה גם להשקעה בשטרי כסף זרים, והקטין את ביקושו הפיננסי. צעד זה הביא לצמצום ריאלי של בסיס הנכסים הכספיים (ר' שורה 6 בלוח האמור). הירידה בביקוש הפיננסי קשורה בעליית הריבית במשק ובהתעצמות חסרת תקדים של האינפלציה, שהגבירה את אי הוודאות באשר למשתנים כלכליים צפויים: רמת המחירים, המחירים היחסיים, השכר והרווחים. התגברות החששות מפגיעה באג"ח בשלהי השנה פגעה אף היא בביקוש הפיננסי, וכיוון דומה השפיעה, ככל הנראה, גם הירידה במחיר היחסי של נכסים בני קיימא מיובאים, המהווים תחליף לחסכונות פיננסיים. יצוין, שבתקופה זו לא ניכרה ירידה בהכנסה הפרטית הפנויה, שתגרום ירידה בביקוש. ואכן, הציבור העדיף ב-1979 רכישת בני קיימא ודלא נידי על נכסים פיננסיים.

אשר להשפעת התפתחות האשראי ב-1979 על הביקוש לנכסים פיננסיים: ברור, כי כיוון האשראי, שגרמה מדיניות הריסון של בנק ישראל, הביא לצמצום הביקוש לנכסים פיננסיים. עם זאת, ירידת הביקוש הפיננסי היתה תלולה יותר מהתכווצות האשראי. הדבר משתקף בירידת החיסכון הפרטי⁴.

הכיוון הריאלי שאירע בחיק הפיננסי ב-1979 כולה, מקפל בתוכו גידול מואט בחלקה הראשון של השנה, שנסתר בירידה של ממש בחלקה השני. הכיוון התמקד בנכסים הנזילים, בעוד שיתרת הנכסים הכספיים לזמן בינוני פחתה אך כמעט, והנכסים לזמן ארוך המשיכו לגדול (ראה לוח ט"ז-1). בכך משתקף גם צמצום עודפי הנזילות שהצטברו בשנתיים הקודמות.

³ הסטטיסטיקה שבידינו אינה כוללת השקעה של הציבור בשטרות במט"ח. שהיתה גדולה ב-1979. למרות זאת, נראה שנכונה הקביעה, שהגידול המהיר בנכסים נכלם. ראוי להדגיש, שאין בידינו נתונים גם על תנועה בינלאומית של ניירות ערך. דהיינו, רכישת ניירות ערך זרים בידי ישראלים, ורכישת ניירות ערך ישראלים בידי זרים.

⁴ ככך מתבטא הגידול ברכישת בני קיימא, שצוין לעיל.

לוח י"ח-2

ערך השוק של תיק ניירות הערך, הרשומים למסחר בבורסה של תל-אביב¹, 1976 עד 1979

ערך השוק			משקל ניירות הערך במחירי השוק בסך כל ניירות הערך בידי הציבור			העלייה או הירידה (—) הריאלית בערך השוק		
1976	1978	1979	1976	1978	1979	1977	1978	1979
(מיליארד ל"י)			(אחוזים)			(אחוזים)		
א. איגרות חוב								
3.4	7.0	11.9	8.8	7.5	7.2	5.2	(—)7.3	(—)19.6
15.2	43.5	107.0	34.3	46.9	65.0	9.8	23.4	16.4
14.3	6.1	2.0	369	6.6	1.2	(—)22.0	(—)74.1	(—)84.5
—	2.8	7.0	—	3.0	4.3			18.3
1.4	3.5	0.2						
34.3	62.9	128.1	88.7	67.8	77.8	(—)7.1	(—)6.5	(—)3.7
ב. סך כל איגרות החוב								
מזה, שלא בידי הציבור :								
5.3	10.3	29.0	13.7	11.1	17.6	(—)6.0	(—)2.1	33.2
1.5	4.1	11.3	3.9	4.4	6.9	21.6	6.5	30.4
27.5	48.5	87.8	71.1	52.3	53.3	(—)8.9	(—)8.3	(—)14.4
ג. אומדן איגרות החוב בידי הציבור ⁴ (8)—(7)—(6)								

1. צמודות ונסחרות במטבע-חוץ
2. צמודות מדד מהסוג שהונפק לציבור²
3. מילווות ברירה (צמוד — לא צמוד)
4. כרירה כפולה (מדד — דולר)
5. אומדן איגרות חוב, שעדיין לא נרשמו למסחר³
6. סך כל איגרות החוב
7. בתיק הבנקים
8. בתיק בנק ישראל
9. אומדן איגרות החוב בידי הציבור⁴ (8)—(7)—(6)

ב. מניות⁵

10.	נסחרות בל"י	9.8	40.9	73.5	25.3	44.1	44.7	68.9	17.0	15.0 (—)
11.	נסחרות במטבע חוץ	1.0	1.8	2.0	2.6	1.9	1.2	40.3	39.2 (—)	47.4 (—)
12.	סך כל המניות ואופציות (10) + (11)	10.8	42.7	75.5	27.9	46.0	45.9	66.3	12.6	16.4 (—)
13.	ניירות ערך ניתנים להמרה	0.9	4.0	5.5	2.3	4.3	3.3	40.3	50.0	35.0 (—)
14.	סך כל המניות וניירות ערך ניתנים להמרה (12) + (13)	11.7	46.7	81.0	30.2	50.3	49.2	64.3	15.1	17.9 (—)
מזה :										
15.	בתיק הבנקים	0.5	2.4	4.2	1.3	2.6	2.5	96.4	15.7	17.2 (—)
16.	אמדן מניות בידי הציבור (14) — (15)	11.2	44.3	76.8	28.9	47.7	46.7	58.6	15.0	18.0 (—)
ג.	סך כל איגרות החוב ומניות בידי הציבור (9) + (16)	38.7	92.8	164.6	100.0	100.0	100.0	11.8	1.5	16.1 (—)

(1) לא כולל ניירות, שאין כוונה לרושמן למסחר בבורסה, כאגרות חוב מסוימות, שהונפקו למוסדות.
(2) לא כולל איגרות, שהונפקו למשקיעים מוסדיים.
(3) ערך השוק של איגרות החוב שהונפקו, ועדיין לא נרמו למסחר, הנאמד על פי הפרשי ההצמדה וריבית שנצבר.
(4) מאחר שבחיקי משקיעים מוסדיים מצויות איגרות חוב מהסוג שהונפק לציבור, מוטה אומדן זה כלפי מעלה: "הציבור" — כולל באמצעות קרנות נאמנות.
(5) סלל מניות בחקם של משקיעים מוסדיים.
המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

ב-1979 החריפה הירידה במשקל הנכסים הבלתי צמודים בכלל התיק הכספי. תופעה זו הינה תולדת ההאצה באינפלציה, שהגדילה את מחיר החזקתם. במקביל גדל הביקוש לתחליפיהם.⁵ משקל הנכסים במט"ח המשיך לגדול ב-1979. הסיבה לכך היתה תחלופת הכסף של פת"ם, שכן לא חלה עלייה במשקל המסחר הבינלאומי בסך כל השימושים. הליברליזציה איפשרה עריכת עסקות תוך העברה מחשבון פת"ם למשנהו, תוך סיכון נמוך של החזקת ההון: אין סיכון הון בעסקות שמחיריהן נקבו במונחי מט"ח, ותנודתיות כוח הקניה הריאלי של פת"ם היתה נמוכה יחסית, גם ב-1979 (במונחי מדד המחירים לצרכן, ראה לוח י"ח-4). אפשר שהתעצמה הציפיה לפיחות ריאלי, וגברו החששות להגבלת הליברליזציה בשוק המט"ח, עם הגידול בגירעון בחשבון השוטף, ואלה השפיעו על גידול הביקוש לפת"ם. שינוי בהוראות בנק ישראל הביא ב-1979 להגדרת חלק מפיקדונות הפיצויים כפת"ם.

משקל הנכסים הצמודים למדד גדל ב-1979, תוך ירידת משקל אג"ח שבידי הציבור, ועליית משקל תכניות החיסכון וקופות הגמל. גידול משקלן של קופות הגמל (ראה פרק י"ז) קשור בהסכמים, שהרחיבו את הכיסוי הפנסיוני לשכירים, ובהכללת רכיבים נוספים בבסיס הפנסיה. תוך כך, ירדה ריאלית הצבירה נטו בקופות התגמולים הפיננסיות, חרף הביטחון. שהן מעניקות מפני פגיעה בחיסכון, והגידול בתשואה נטו, הנובע מהשחיקה הריאלית במדרגות המס. אפשר שנוזילות גדלה, עם הצטברות ותק בחשבונות החוסכים. משקל תכניות החיסכון בכלל התיק הכספי גדל תוך ירידה ריאלית חדה בצבירה (נטו) בהן. המענקים המוגדלים שנתנו הכנקים לחוסכים לא פיצו על ירידת כוח המשיכה של נכס זה, והיה ניצול של יציאתן לפדיון של תכניות ישנות. הביקוש למניות פחת, עם הגידול בהערפה היחסית של ההשקעה באג"ח, שנמשכה במרבית 1979. המשך מגמת הירידה בשערי המניות, שהחלה באמצע השנה הקודמת, הרחיקה מן השוק משקיעים לטווח הקצר. יש לציין, כי התפתחות שני השווקים ככיוונים מנוגדים הוחרפה בגלל התחלופה ביניהם: בראשית 1979 גדל הביקוש לאג"ח, ואילו שוק המניות היה רדום; בסופה נקלע שוק האג"ח למשבר חמור, ואילו שוק המניות התאושש, ומגמת העלייה בשערים נמשכה בראשית 1980.

3. שוק המניות

בשנת 1979 שרר בשוק המניות שפל, אך ממדיו לא חרגו מאלה של תקופות שפל בעבר: במונחים ריאליים היתה התשואה למניות 24 (-) אחוזים,⁶ ההנפקה הצטמקה ב-80 אחוזים, ומחזורי המסחר החודשיים בינואר עד נובמבר היו נמוכים ב-10 אחוזים מרמתם ב-1978. בדצמבר החל הביקוש למניות להתאושש, התאוששות שנמשכה ב-1980. הירידה הריאלית בשערי המניות החלה כבר באמצע 1978, משהגדילו ההנפקות החדשות את היצע המניות במידה ניכרת. גם ההאצה באינפלציה תרמה לירידת שערים, בהסיטה ביקושים לאג"ח ולפת"ם; אלה מהווים תחליפים למניות בשל ההגנה שבהם בפני האינפלציה. הירידה הנמשכת בשערים לא היוותה רקע נוח להנפקות חדשות, ולפיכך הן הצטמצמו ב-1979.

⁵ אפשר שגדלה גם היתרה הבלתי מנוצלת של חח"ד, או שהתעצם השימוש בכרטיסי אשראי, וכך אירע גידול בלתי מודרך של תחליפי כסף בידי הציבור, נוסף על הגידול הנזכר בהחזקת שטרי כסף זרים.

⁶ 36 (-) אחוזים מיוני 1978. תשואה לניירות ערך מציינת בפרק זה שיעור תשואה כולל, שער נובמבר 1979 חושב בידי הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה ל-23 בחודש. בדצמבר 1979 — ל-31 בו.

לוח י"ח-3
הנפקות מקומיות של ניירות ערך וגיוס הון נטו, 1976 עד 1979
(מיליוני ל"י)¹

גיוס הון נטו באמצעות איגרות סחירות שנמכרו לכיסוי תכניות החיסכון					אומדן גיוס הון נטו מהציבור ² באמצעות הנפקת איגרות חוב				
גיוס הון נטו ⁶ (7) — (8) — (9) = (10)	קניות נטו של בנק ישראל (9)	פדיון ⁶ (8)	מכירה ⁵ (7)	סך כל גיוס ההון נטו מהציבור (4) + (5) = (6)	הנפקת מניות וניירות ערך להמרה ⁴ (5)	גיוס הון נטו (1) — (2) — (3) = (4)	קניות נטו של בנק ישראל בבורסה ומחוצה לה (3)	פדיון (2)	מכירות (1)
600 (—)	—	600	—	1,191 (—)	754	1,945 (—)	647	3,173	1,875
2,900 (—)	—	2,900	—	627	3,973	3,346 (—)	239	4,330	1,223
2,494 (—)	—	4,386	1,892	1,243	5,545	4,302 (—)	258 (—)	15,228	10,668
991 (—)	963	2,865	2,837	1,021	2,041	1,020 (—)	2,181	14,558	15,719
27	—	296	323	2,149 (—)	101	2,250 (—)	133 (—)	3,338	955
157	—	48	205	2,591	140	2,451	178 (—)	388	2,661
47 (—)	—	125	78	1,672	30	1,642	21 (—)	403	2,024
104	—	177	281	1,755	86	1,669	31 (—)	1,447	3,085
218	—	235	453	84 (—)	103	187 (—)	7 (—)	784	590
252 (—)	—	297	45	730 (—)	—	730 (—)	9	991	270
656	—	141	797	4,036	1289	2,747	103	582	3,432
375 (—)	388	161	174	693	61	632	13	801	1,446
426	159 (—)	197	464	171 (—)	199	370 (—)	29 (—)	1,300	901
286 (—)	52	250	16	1,306 (—)	32	1,338 (—)	639	856	157
382 (—)	170 (—)	553	1	3,184 (—)	—	3,184 (—)	1,541	1,702	59
1,237 (—)	852	385	—	2,102 (—)	—	2,102 (—)	275	1,966	139

- (1) א. נתונים מתוקנים.
ב. לא כולל הנפקה של מילווה חובה ופדיון של מילווה חובה שאינם סחירים.
ג. ייתכן שהיו רכישות בשוק לכיסוי תכניות החיסכון, ואז נתוני ההנפקה להם מוטים כלפי מעלה. לציבור — כלפי מטה.
(2) כולל גם רכישה או פדיון של גופים פיננסיים. למעט תכניות חיסכון (עד 1978). מהסוג שהונפק לציבור.
(3) בפדיונות נכללו פירעונות קרן וכן חשלומי רכיבת והצמדה.
(4) חברת האם של אחד הבנקים המסחריים התחייבה לרכוש 522 מיליוני ל"י מתוך הנפקת הבנק שלה ב-1977 (154 מיליון בשנת 1976). בעוד שהיא עצמה הנפיקה מניות בסכום גדול יותר: כדי להימנע מחישוב כפול של הנפקה זו. נוכח הסכום מערך הנפקת המניות.
(5) איגרות "ברירה כפולה", שנרכשו לכיסוי 40 אחוזים מהצבירה בתכניות "ברירה דולרית".
(6) הנתון ל-1976 הוא אומדן. ומדימתו פחותה.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח י"ח-4
תשואות וסטיית התקן של שיעור התשואה הריאלי לאיגרות החוב, מניות, מטבע החוץ
וכוח הקנייה של הכסף, 1972 עד 1979
(אחוזים)

ממוצע אריתמטי לשנים 1972 עד 1976	איגרות החוב הצמודות	כל המניות הרגילות	מניות כספים וביטוח	מניות התעשייה	מטבע חוץ	כוח הקניה של הכסף
תשואה במשך השנה	8.32	3.65	3.02	(-)3.90	(-)9.03	(-)19.46
סטיית תקן שנתית	2.51	5.28	4.41	5.37	3.02	1.61
סטיית תקן חודשית	2.56	4.74	4.03	6.79	2.77	1.73
1977 תשואה במשך השנה	(-)0.08	34.85	48.34	(-)6.70	8.63	(-)29.8
סטיית תקן שנתית	4.89	18.37	16.88	16.20	6.64	2.69
סטיית תקן חודשית	4.43	12.63	11.96	12.67	6.01	2.69
1978 תשואה במשך השנה	8.03	3.44	(-)1.35	(-)10.55	(-)4.24	(-)32.5
סטיית תקן שנתית	2.11	7.18	5.47	10.75	3.70	1.20
סטיית תקן חודשית	1.85	7.10	5.24	10.20	3.56	3.34
1979 תשואה במשך השנה	(-)5.68	(-)23.70	(-)13.10	(-)57.38	(-)0.20	(-)52.7
סטיית תקן שנתית	2.77	3.86	4.30	6.25	3.81	1.01
סטיית תקן חודשית	3.55	4.75	4.45	9.20	3.69	2.04

הערות:

השערים נטו במדד המחירים לצרכן.
תשואה שנתית: שיעור התשואה הכולל למשך השנה כולה, לפני 1977 — השינוי בשערים, ולא תשואה.
סטיית תקן חודשית: מודדת את סיכון ההון שבהחזקת נכס למשך חודש. חושבה בדרך של תוצאת שורש ריבועי של סכום ריבוע ההפרשים. שכן שיעור השינוי החודשי של מדד השערים לבין שיעור השינוי הממוצע בו, מחולק בדרגות חופש.
סטיית תקן שנתית: מודדת את סיכון ההון שבהחזקת נכס לתקופה ארוכה מחודש. חושבה בדרך של תוצאת שורש ריבועי של סכום ריבוע ההפרשים. שכן מדד השערים החודשי לבין מגמת המדד בתוך השנה (סוף השנה הקודמת = 100). מחולק בדרגות חופש. מגמת המדד בתוך השנה חושבה כאמצעות רגרסיה של השערים על המשתנה "זמן".
מטבע חוץ: עד 1977 — דולר הנייד. מ-1978 ואילך — סל המטבעות.

המקור: עיבודי בנק ישראל.

ל ו ת י י ח - 5

היקף המסחר בבורסה לניירות ערך בתל-אביב, 1976 עד 1979

סך כל המסחר במניות במסגרת הבורסה ומחוצה לה ²			מניות		ניירות ערך ניתנים להמרה במניות	איגרות חוב					סך הכול	
סך כל ניירות הערך	סך הכול	בנקים מסחריים	סך כל המניות	צמודות לשער החליפין ונסחרות במטבע חוץ		מילוות ברירה	צמודות למדד המחירים	מזה : איגרות חוב ממשלתיות				
(מיליוני ל"י)												
1,546	2,826	5,454	601	1,432	178	0	269	2,017	1,558	3,369	3,844	1976
12,001	21,851	17,933	5,421	11,345	1,291	9	351	2,299	2,647	4,771	5,297	1977
22,581	32,458	23,711	7,741	14,336	2,233	312	473	2,168	4,189	6,422	7,142	1978
53,164	68,168	43,788	13,903	21,966	2,220	871	543	455	17,733	18,928	19,602	1979
העלייה או הירידה (—) לעומת השנה הקודמת (אחוזים)												
133.9	107.5	24.0	105.1	83.5	72.7	—	—12.1	7.7	16.4	16.6	9.3	1976
676.3	673.6	229.0	302.0	692.2	625.3	—	30.5	14.0	69.9	41.6	37.8	1977
88.2	48.5	32.2	42.8	26.5	73.0	—	34.8	—5.7	58.3	34.6	34.8	1978
135.4	110.0	84.7	79.6	53.0	—0.5	179.2	14.8	—79.0	323.3	194.7	174.5	1979
המשקל מסך כל המחזור בבורסה (אחוזים)												
המסחר בבורסה												
בסך כל המסחר (אחוזים)												
38.9	50.7	100.0	11.0	26.3	3.3	—	4.9	37.0	28.6	87.6	70.5	1976
45.2	51.9	100.0	30.2	63.2	7.2	0	2.0	12.8	14.8	90.0	29.5	1977
34.3	44.2	100.0	32.6	60.4	9.4	1.3	2.0	9.1	17.7	89.9	30.1	1978
28.2	32.2	100.0	31.8	50.2	5.3	2.0	1.2	1.0	40.5	96.6	44.7	1979

(1) למעט המסחר באגרות חוב בלתי צמודות, ומילוח קצר מועד.

(2) המסחר מחוץ לבורסה — על פי דיווח הסוכנים המורשים של הבורסה. אינו כולל איגרות חוב ניתנות להמרה.
המקור: הבורסה לניירות ערך בתל-אביב.

אירועי 1979 מבליטים את אי היציבות של שוק המניות, שרכות בו התנודות ותנועות ההון של הזמן הקצר. ההשקעה במניות גדלה כשמשתמנת מגמת עלייה בשעריהן, ומשמתחילה ירידת שערים – מיד היא קטנה; כתוצאה מכך, גדולה מהירות המחזור של העסקות במניות (לוח י"ח-1), גדולה גם התנודתיות בתשואותן (לוח י"ח-4) חרף הפעילות לוויסות שעריהן. נראה שבמשך הזמן גדלה מחויבותם של הגופים המוסתים, וכתוצאה מכך הוכפלה ריאלית ב-1979 פעולתם של בעלי עניין במניות. סביר להניח, שחלק מהפעילות במניות, בעיקר במניות הבנקים, נובעת מתחלופת הכסף שלהם.

הירידה הריאלית בשערים ניזונה גם מפרסום תוצאות עסקיות מאכזבות בחלקה הראשון של השנה. בחודשים מאי-יוני התאושש שוק המניות זמנית, דבר שהתבטא בעלייה בשעריהן ובמחזורי המסחר, כמיוחד מחוץ לבורסה: אחד הבנקים הגדולים הודיע אז על כוונתו לגייס הון בבורסה, ובעקבותיו הלכו חברות נוספות; אך כיולי נתחדשה הירידה הריאלית בשערים, שנמשכה עד נובמבר. שערי המניות היו בתקופה זו נמוכים ב-26 אחוזים, במונחים ריאליים, מרמתם הממוצעת בתקופה 1970-1978. בדצמבר חזרה העלייה העונתית בשערים, החותמת סופי שנה קלנדרית. עלייה זו קשורה בייפוי מאזנים, ובציפיות – המצדיקות עצמן – לעליות שערים עונתית: שוב גדלו מחזורי המסחר בבורסה ויותר מזה – מחוצה לה. בעלי עניין במניות החלו למכור מתיקם, ובכך ניתן לראות מעין הנפקה לציבור, שאינה נתפסת כסטטיסטיקה⁷. התאוששות שוק המניות נמשכת בראשית ב-1980.

בעוד שבשנים 1977 ו-1978 איפשרה גיאית הביקוש הנפקה רבה, הרי ב-1979 הצטמצם העניין במניות, וגיוס ההון באמצעותן הגיע ל-20 אחוזים מרמתו ב-1978, במונחים ריאליים. מאחר שלבנקים כושר שיווק עדיף, היתה פגיעתו היחסית של השפל בהנפקתן פחותה, וחלקם בהנפקה עלה (ראה לוח י"ח-7). הנפקה בודדה של בנק גדול היוותה את עיקר הנפקת המניות ב-1979 (63 אחוזים). השפל בשוק גרם לירידת מספר החברות המנפיקות לכשליש ממניין ב-1978; מספר החברות, שרשמו לראשונה את מניותיהן בבורסה, הסתכם ב-2 בלבד לעומת 15 בשנה הקודמת. השפל התבטא גם בהכפלת חלקה של ההנפקה בדרך של זכויות לבעלי מניות (להבדיל מהנפקה לכלל הציבור או לעובדים). כן פחת מאד משקל ההנפקה באמצעות אג"ח להמרה, שעתירות הסיכון בהן פגעה בכושר שיווק בתקופה, שבה לא שררו ציפיות חיוביות בשוק; לכן גדל חלקן של המניות בהון המגויס: 82 אחוזים לעומת 53 אחוזים ב-1978.

כדאיות ההשקעה במניות, כבנכסים פיננסיים אחרים, גדלה עם תשואתן הצפויה, ופוחתת עם הסיכון שבה. ב-1979, בצד הירידה החדה בתשואת המניות, הצטמצמה גם התנודתיות בה, כפי שהיא נמדדת כבטיית התקן (ראה לוח י"ח-4). עם זאת, היתה תנודתיות התשואה להשקעה לזמן ארוך מחודש גבוהה יותר במניות, בשל הצטברות תנודות חודשיות רצופות בשעריהן לכיוון אחד. מעניין לציין, שבחינה זו של הסיכון, לאופק השקעה שבין חודש לשנה, מלמדת, שמניות הסקטור הפיננסי בכלל, ומניות הבנקים בפרט, היו המסוכנות מכלל המניות. העובדה, שקיימים גורמים, המווסתים את שעריהן של מניות אלה, אינה מבטלת את כדאיות פיזור ההשקעה במניות הסקטורים השונים. ויסות השערים, פעולה שאינה יקרה בהכרח, נועד להקנות נזילות למניות, ובכך להגדיל הביקוש להן, ואת גיוס ההון באמצעות הנפקתן.

⁷ למעלה מ-1.5 מיליארד ל"י בדצמבר, לעומת הנפקה נמדדת של 2 מיליארד ל"י ב-1979 כולה.

**מדד תשואה חודשית כוללת של ניירות ערך בבורסה של תל-אביב¹,
של קרנות נאמנות, של סל המטבעות ושל הדולר, 1975—1979
(דצמבר 1978 = 100)**

	צמודות מדד בלבד		מניות נסחרות בל"י		פיקדון במטבע חוץ		קרנות הנאמנות
	סך הכול	צמודות 80 ב"א אחוזים	איגרות חוב נסחרות במטבע חוץ	סך הכול רגילות ובכורה ²	מוסדות בנקאיים מסחריים	סל חמש המטבעות	דולר ³
1975	28.6	48.3	23.9	22.7	43.7		
1976	43.9	32.6	34.0	31.7	49.0	45.1	
1977	62.5	83.2	65.3	65.6	75.5	70.9	
1978	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	
1979 ינואר	106.9	99.9	109.1	109.2	99.9	101.3	102.3
פברואר	113.9	109.3	105.3	109.7	101.7	102.8	106.5
מרס	118.1	109.7	104.0	105.4	114.0	115.1	111.0
אפריל	121.6	118.8	105.1	109.0	120.1	122.8	116.1
מאי	126.4	127.0	111.3	114.3	128.9	132.7	121.8
יוני	132.1	132.0	122.4	125.8	138.7	139.0	127.6
יולי	143.6	137.8	124.9	132.7	146.8	143.6	136.9
אוגוסט	151.0	145.5	131.6	139.8	152.1	150.8	145.0
ספטמבר	154.9	144.3	131.6	146.0	167.6	163.1	148.9
אוקטובר	159.5	156.1	137.2	160.2	173.3	173.9	153.1
נובמבר	180.9	171.1	139.9	176.3	193.8	188.7	168.5
דצמבר	199.4	189.5	161.3	205.1	211.8	205.1	187.5
שיעור תשואה ריאלי כולל (אחוזים)							
ינואר-אוגוסט	-1.3	3.0	-4.9	-14.0	-8.7	-0.6	-1.5
ספטמבר-דצמבר	-4.4	-5.1	-5.7	-11.2	6.3	0.8	-1.5
ינואר-דצמבר	-5.7	-2.3	-10.3	-23.7	-3.0	0.2	-3.0

(1) מאז 1977 — נתוני ה-23 בכל חודש. לפני כן חושבו מדדים לסוף חודש. ללא תשלומי ריבית וריבית מוזמן. דצמבר 1979 — הנחון סוף החודש.

(2) אופיין של מניות בכורה שונה משל הרגילות, ומשקלן בסך הכול נמוך מאוד.

(3) לפני 1977 — מדד שערי דולר הנח"ד.
המקור: הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה. למטבע החוץ ולקרנות נאמנות — בנק ישראל.

לוח י"ח - 7

ערכי שוק של מצבת המניות, לפי הקבוצה המנפיקה, והנפקות חדשות של מניות
וניירות ערך להמרה, 1979

הנפקות חדשות תמורת מזומן, של מניות וניירות ערך הניתנים להמרה, 1978						ערך השוק של מניות וניירות ערך ניתנים להמרה, הרשומים בבורסה		
חלקה של הנפקה מערך השוק של מניותיה בסוף 1978		חלקה של הנפקת הקבוצה בסך ההנפקה				העלייה הריאלית בערך השוק של המניות בשנת 1979		חלקה של הקבוצה בסך כל ערך השוק של המצבה בסוף 1979
		1976	1977	1978	1979			
(מיליוני ל"י)	(אחוזים)					(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	
								בנקים מסחריים וחברות
4.5	1,289	63.1	59.4	70.0	80.2	(-)2.5	72.4	58,672
								לאחזקות בנקאיות
0.0	1	0.0	7.5	5.0	6.9	(-)43.6	3.9	3,160
								בנקים למשכנתאות
2.5	40	2.0	0.5	1.7	0.0	(-)33.3	2.8	2,255
								מוסדות מימון ענפיים
8.6	114	5.6	5.1	5.0	2.5	(-)54.1	1.6	1,295
								ביטוח
4.2	1,444	70.7	72.5	81.7	89.6	(-)9.2	80.7	65,382
								סך כל הסקטור הפיננסי
8.1	46	2.3	0.3	0.8	3.5	(-)40.9	0.9	712
								מסחר ושירותים
4.1	108	5.3	6.9	1.9	0.3	(-)57.8	2.9	2,362
								מקרקעין, בינוי, פיתוח והדרים ²
8.0	314	15.4	11.4	12.4	6.6	(-)45.3	5.6	4,565
								תעשייה
2.4	129	6.3	8.9	3.2	0.0	(-)30.7	9.9	7,989
								חברות להשקעה ואחזקות
4.4	2,041	100.0	100.0	100.0	100.0	(-)17.9	100.0	81,010
								סך הכול

(1) למעט חלוקת מניות הטבה, המרה, איגרות חוב ניתנת להמרה, הנפקות שלא כנגד מזומן ורישום למסחר של מניות קיימות.

(2) סולל חברה לחיפוש נפט, שטסדה ב' 1978, והנפיקה מניות תמורת 100 מיליון ל"י.
המקור: הבורסה לניירות ערך ובנק ישראל.

מדרג תשואה כוללת למניות רגילות ובכורה הרשומות למסחר בבורסה, 1974 עד 1979

(הבסיס : דצמבר 1978 = 100)

מקרקעין ביגוי ופיתוח ¹	מסחר ושירותים	תעשייה	חברות השקעה	כספים וביטוח			סך הכול	מדד כללי	
				מוסדות מימון ענפים	בנקים למשכנתאות	בנקים מסחריים			
סוף השנה									
12.4	22.6	25.7	14.4	25.2	18.8	18.0	16.4	17.4	1974
18.9	41.4	39.2	20.3	31.0	22.9	22.7	22.5	24.5	1975
31.7	54.9	56.8	29.2	44.2	39.3	31.7	32.3	34.0	1976
53.2	87.4	75.5	47.2	80.6	94.0	65.6	68.4	65.3	1977
100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	100.0	1978
סוף רביע									
103.8	105.4	106.1	114.2	96.3	92.0	105.4	103.4	104.0	מארג
125.8	124.8	111.4	145.2	103.7	108.8	125.8	121.4	122.4	יוני
112.9	129.7	110.1	144.4	107.9	98.2	146.0	136.6	131.6	ספטמבר
80.2	119.5	90.1	137.2	115.1	106.2	205.1	183.7	161.3	דצמבר
37.9	56.5	42.6	64.9	54.4	50.3	97.0	86.9	76.3	מדד ריאלי דצמבר
שיעור שינוי ריאלי									
—26.8	—34.8	—37.2	—3.5	—40.6	—49.4	—9.7	—17.3	—19.3	בממוצע השנתי של המדד ²

(1) עד 1976 — כולל הדרים.

(2) ניכוי המחירים חודשי.

המקור : הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה.

3. חברות התעשייה והמסחר

25	43	0.82	86.8	54.3	23.3	-6.3	-14.6	208.3	-32.2	24.9	18.5	35.1	1978
													1979
		1.01	106.7	40.9	20.2	3.6	-14.1	141.5	-27.5	45.0	39.3	30.4	מחצית I
		2.28	22.3	-7.8	-24.0	-43.5	-50.6	63.4	-68.8	-19.6	-18.1	-20.4	מחצית II
32	56	1.12	63.2	25.9	-3.5	-33.3	-45.3	101.2	-60.0	15.1	13.0	1.9	כל השנה
4. חברות להשקעה													
19	31	1.17	154.9	65.4	43.0	9.2	-12.2	294.9	-15.1	52.1	48.8	50.8	1978
													1979
		1.20	124.1	62.9	30.4	12.6	-32.2	194.8	-42.2	62.7	59.4	46.3	מחצית I
		1.16	29.5	16.5	-17.5	-53.6	-65.8	108.7	-68.0	-24.9	-20.7	-12.0	מחצית II
22	38	1.58	113.6	77.8	17.6	-23.8	-72.4	159.7	-76.8	12.3	16.3	24.3	כל השנה
5. סך כל המניות הרגילות													
78	138	0.87	96.1	53.5	26.8	3.0	-13.6	294.9	-32.2	38.8	38.7	37.1	1978
													1979
		1.61	77.1	46.2	23.6	3.1	-22.2	194.8	-42.2	37.2	32.3	30.3	מחצית I
		1.25	58.9	34.5	-9.3	-37.8	-54.6	108.7	-72.5	33.5	31.1	0.0	מחצית II
90	179	1.41	120.8	78.0	17.6	-25.4	-45.3	181.8	-76.8	79.1	69.9	28.8	כל השנה

(1) שקלול לפי הון רשום למסחר בערך שוק, סוף שנה קלנדרית קודמת.

(2) שקלול לפי היקף המסחר בבורסה במשך השנה הקלנדרית.

(3) מדד הפיזור חושב כך: משיעור התשואה הכולל למניה ה-90 אחוזים (במסדר העולה של התשואות למניות) דפחת שיעור התשואה למניה ה-10 אחוזים. הפרש זה חולק באחד, ועוד שיעור התשואה למניה ה-50 אחוזים (כאשר אתנו תשואה נמדד כ-0.01), כך, למשל, יהיה מדד הפיזור ב-1979 למניות חברות ובנקים, ביטוח ומוסדות כספיים: $40.2 (-) - 152.0$

$$I = \frac{\frac{100}{100} + \frac{100}{75.0}}{1 + \frac{100}{100}}$$

המקור: עיבודי בנק ישראל.

למניות הבנקים מאפיינים שונים משל שאר המניות, תשואתן הריאלית היתה 3 (—) אחוזים⁸, לעומת 47 (—) אחוזים לשאר המניות. מחזורי העסקות במניות הבנקים גדלו ריאלית כ-32 אחוזים, שעה שהמחזורים בשאר המניות ירדו ריאלית כ-15 אחוזים (על פי לוח י"ח-5), עם השפל בשוק. כ-1979 חריפה מגמת הגידול במשקל המסחר במניות הבנקים מחוץ לבורסה, שם נקשרו למעלה מ-2/3 מהעסקות בהן. בשאר המניות היתה התפתחות זו חריפה פחות ויותר ממחצית המסחר בהן נקשר בין כותלי הבורסה.

4. שוק איגרות החוב

בסוף שנת 1979 היתה היתרה הריאלית של אג"ח בידי הציבור נמוכה כ-14 אחוזים לעומת סוף 1978, מעל ומעבר לירידתן בכל אחת מהשנתיים הקודמות (לוח י"ח-2). גרמה לכך ירידה חריפה בביקוש בשלהי השנה, שסתרה את העלייה הקודמת בו. גיוס ההון נטו מהציבור באמצעות אג"ח הסתכם במיליארד ל"י, במחירי סוף 1978.⁹

עד שלהי 1979 נמשכה התאוששות הביקוש לאג"ח, שהחלה באמצע השנה הקודמת. התפתחות זו קשורה ביתרון הכולט של איגרות אלה בשמירת כוח קנייה נזיל בעיתות אינפלציה מהירה. בשמונת חודשי השנה הראשונים רכש הציבור אג"ח (נטו) תמורת 0.7 מיליארד ל"י לחודש, לאחר שפדיון (נטו) רב, שאפיין שנים קודמות, כמעט שחוסל במחצית השניה של 1978. הביקוש לאג"ח החל להצטמצם בספטמבר, משהחל מבצע נמרץ לשיווק תכניות החיסכון הבנקאיות. נראה שהתעצמות חסרת תקדים של האינפלציה בסוף השנה הביאה את אי הוודאות במשק לשיא. הציפיות לנקיטת צעדים לבלמת האינפלציה יצרו חששות מפגיעה באג"ח, ומשאלה גברו, משהתחלף שר האוצר — נקלע השוק למשבר חמור. מאז פברואר 1980 ניכרים סימני ההתאוששות בשוק זה. יתרתן הריאלית של אג"ח פחתה בשליש האחרון של השנה במידה ניכרת. התערבות מסיבית של בנק ישראל, ובמידה פחותה יותר — גם רכישות הבנקים לכיסוי תכניות החיסכון, צמצמו את הירידה כתשואה לאיגרות צמודות המדד בשליש האחרון של השנה, שהסתכמה כ-4 אחוזים, למרות הירידה החדה בביקושו של הציבור. בחודש מארס 1980 החלו התשואות לפדיון יורדות, ובאפריל רכש הציבור אג"ח בהיקף נכבד.

האמון באג"ח, שהחל גובר מאמצע 1978, התבטא בחלקה הראשון של השנה בעלייה מהירה יותר של שערי אג"ח, שמועד פירעונן רחוק, בהשוואה לאלה הקרובות לפירעון. התעצמות החששות מפגיעה באג"ח גרמה להיפוך מגמות אלו בשלהי השנה. להחרפת ההיפוך תרמה מדיניות ההשקעה של קרנות הנאמנות, שהגדילו את הביקוש לאיגרות הקרובות לפירעון, בעוד היצען הולך ופוחת עם פדיון של איגרות אלה.

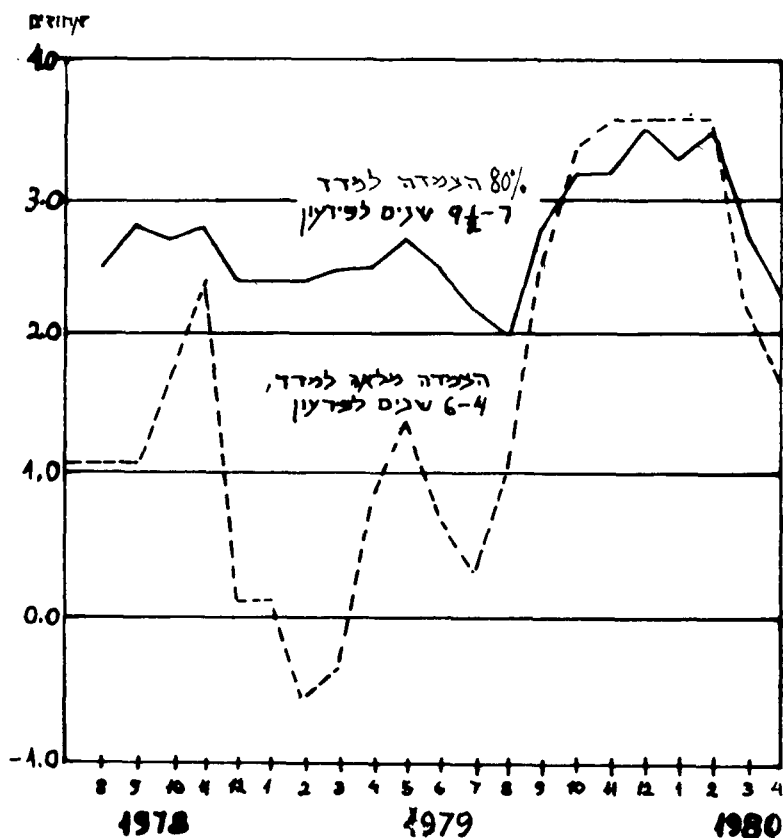
למרות שהגידול בביקוש לאג"ח נבע מהתעצמות יתרון היחסי בהחזקת נזילות בעיתות אינפלציה, הרי עד אוגוסט לא גדלה מהירות המחזור של העסקות בהן כבורסה ובמקור, מודד אשר במגבלות מסוימות עשוי לייצג את עצימות השימוש בהן לצרכי נזילות¹⁰. בשלהי השנה, משפחתה נזילותן של איגרות החוב, גדל היקף המסחר. הדבר נבע בחלקו משונות רבה בציפיות הציבור באשר לעתיד השוק, ויותר מזה — מהמכירה הרבה, שאותה קלט בנק ישראל. בשל מיעוט קונים מחוץ לבורסה, הוסטו עסקות אל הבורסה.

⁸ התשואה הריאלית, המשוקללת בערך שוק, למניות בנק לאומי, אי.די.בי. (קבוצת דיסקונט) והפועלים, היתה 2.5 (—) אחוזים.

⁹ ההנפקה החודשית נוכחה במדד החודשי של המחירים לצרכן.

¹⁰ מאחר שנעשו בהן עסקות כחשבון הון, מעבר לצורכי נזילות שוטפים; יצויין, שאין בידינו מידע על היקף המסחר מחוץ לבורסה באג"ח.

דיאגרמה י"ח-1
שיעור תשואה ריאלי לפדיון לאיגרות חוב, 1978 עד 1980*



* ממוצע לימי חמישי בכל חודש, בהנחה, שהציבור חזה נכונה את מדד המחירים לצרכן.

ב-1979 גדלה המעורבות המוסרית במסחר באג"ח. מאמצע 1978 החלו הבנקים קונים אג"ח סחירות מהסוג שהונפק לציבור, לכיסוי תכניות החיסכון, תופעה שהתעצמה ב-1979. בנק ישראל פועל בבורסה, בדרך כלל, להקטנת הסיכון שבתנודות השערים של אג"ח שהונפקו לציבור, ובכך הוא מגדיל את הביקוש להן. הצורך בפעילותו נבע ממינוס מעורבותם של משקיעים מוסדיים, שהרשויות המפקחות הגבילו את רכישותיהם מאג"ח שהונפקו לציבור. פעילות בנק ישראל, ששככה בחודשים מארס עד ספטמבר, התחדשה באוקטובר, משהחריף המשבר בשוק. התערבות מסיבית זו לא נועדה לסתור את השפעת המדיניות המוניטרית המרסנת, שהשתקפה בעליית הריבית, אלא למנוע הדרדרות בלתי מוצדקת, שמקורה בבהלה. אי לכך רכש בנק ישראל בנובמבר אג"ח (נטו) תמורת 1.5 מיליארד ל"י, ומשקלו במסחר הגיע לשיא של 31 אחוזים (ראה לוח י"ח-10). פעילות זו הביאה בנובמבר לעליית שערים ריאלית. המשבר בשוק הגדיל במידה ניכרת את סיכון ההון, שנבע מתנודות ריאליות בשערי אג"ח (ראה לוח י"ח-4). ב-1979 התהפכו מאפייני הסיכון של אג"ח צמודות ושל מילואות הברירה. ב-1978 היה סיכון קטן יותר להשקעה לחודש אחד באיגרות הצמודות, וההשקעה בהן לזמן ארוך היתה נחותה בהשוואה למילואות הכרירה (הצמודה-ריבית), בשל הצטברות תנודות חודשיות עוקבות לכיוון אחד;

לוח י"ח-10

פעולות בנק ישראל בבורסה לניירות ערך, 1976 עד 1979¹

1979						1978	1977	1976	
דצמבר	נובמבר	אוקטובר	ממוצע חודשי		סך הכול				
			מארס- ספטמבר	ינואר- פברואר					
—17	1,475	610	—7	208	689	97	415	412	ההזרמה נטו (מיליוני ל"י)
1,804	2,407	637	32	503	6,104	1,782	720	611	היקף העסקות (מיליוני ל"י) ²
21.7	30.9	14.4	1.9	22.4	22.3	13.4	7.3	9.7	חלקו במסחר (אחוזים)

(1) לא כולל מלווה קצר מועד ועסקות מחוץ לבורסה. מאחר שנכון להזרמה, המופיע בלוח י"ח 3, כולל גם פדיונות ורכישות לחיק בנק ישראל, הוא שונה מהנתון המופיע כאן.

(2) עד 1977 — באגרות חוב צמודות למדד וברירה (הצמדה-ריבית). מ-1978 — גם באגרות חברה הכפולה (הצמדה למדד — לדולר).

שיעורי תשואה ריאליים ממוצעים לפדיון נטו של איגרות חוב, לפי חודשים, 1979
(אחוזים)

שנים לפירעון	צמודות מדד			ברירה כפולה, צמודות		נסחרות במטבע חוץ 5
	1—4	4—8	8—10	למדד 10—9	דולר	
1978 מאי	4.9	2.4	3.0	1.8	2.9	3.7
יוני	1.5	1.6	2.3	1.2	2.4	3.7
יולי	1.5	1.7	2.6	1.8	2.9	3.8
אוגוסט	(-)0.4	1.1	2.5	1.8	2.9	3.8
ספטמבר	0.3	1.1	2.8	2.1	3.1	3.8
אוקטובר	0.4	1.7	2.7	2.2	3.0	4.2
נובמבר	0.6	2.4	2.8	2.4	2.8	6.2
דצמבר	(-)1.3	0.1	2.4	2.1	2.2	5.7
ינואר 1979	(-)1.2	0.2	2.4	2.2	2.3	6.2
פברואר	(-)14.1	(-)0.6	2.4	2.0	2.1	6.3
מארס	2.9	(-)0.4	2.5	2.5	2.5	6.2
אפריל	(-)3.1	0.3	2.5	2.5	3.0	6.6
מאי	3.9	1.4	2.7	2.6	3.5	7.1
יוני	0.9	0.9	2.5	1.7	3.5	7.5
יולי	2.6	0.3	2.2	1.1	2.1	7.9
אוגוסט	2.7	1.0	2.0	1.9	2.3	7.1
ספטמבר	6.6	2.5	2.8	2.6	3.0	7.7
אוקטובר	7.6	3.4	3.2	3.4	4.0	7.1
נובמבר	1.7	3.6	3.2	3.2	3.4	10.5
דצמבר	0.5	3.6	3.5	3.2	3.1	9.2

הערות:

- (א) התשואה המוצגת בלוח זה היא ממוצע לנתוני סוף ש"ע, לאגרות חוב ממשלתיות.
(ב) התשואה חושבה על פי מדד המחירים שהיה בפועל.
(ג) את איגרות החוב, הנסחרות במטבע חוץ, מייצגות איגרות של הוללים.
(ד) התשואה לנסחרות במטבע חוץ, או למימוש האופציה הדולרית של ברירה כפולה — כמנוחי דולר, אם צופים פיתוח ריאלי בן 10 אחוזים, לדוגמא, הדי התשואה הריאלית הצפויה לנסחרות במטבע חוץ היא 7 אחוזים, במקום 5 אחוזים כמנוחי דולר, אם צופים ייסוף ריאלי בן 10 אחוזים, תהיה התשואה 3 אחוזים.
(ה) התשואה לפדיון לאגרות חוב, המונפקת במקור, 80 אחוז הצמדה למדד, — היתה 2.26 אחוזים, בהנחת אינפלציה רב-שנתית בשיעור 30 אחוזים.

ואילו ב-1979 היתה עדיפה ההשקעה באיגרות הצמודות לזמן ארוך מחודש; בתוכן, היה הסיכון הנמוך יותר בקבוצת הצמודות ב-80% למדד והסיכון הגדול יותר — בצמודות ב-90%.
ב-1979 גדלה העדפת הציבור את האיגרות הצמודות למדד, על פני צמודות הדולר, או הכרירה הכפולה; אלה היו כ-95 אחוזים מהאג"ח שרכש הציבור, לעומת 78 בשנה הקודמת. זוהי תוצאה אי התאמת הריבית, שנושאות אג"ח אלה, לריבית המשולמת לפת"ם, המתואמת עם האינפלציה בחו"ל. רק בסוף 1979, משפחת הביקוש לאג"ח צמודות מדד, עלו במהירות שערי האיגרות הצמודות והנסחרות במט"ח.
בעת המשבר בשוק איגרות החוב, בסוף השנה, החלו הבנקים לשווק תכניות חיסכון לשלוש שנים, שהכיסוי להן הן אג"ח סחירות, מהסוג המונפק לציבור. בתחילת 1980 היתה הפקדה רבה בתכניות אלה.

לוח י"ח-12

נכסי קרנות הנאמנות והרכבן, הנפקות נטו התשואה של קרנות הנאמנות, 1979

מיון הקרנות לפי התמחותן ¹ וברירה	הרכב חיק נכסים ² 31.6.1979		נכסים בערך השוק (סוף השנה)		הנפקות נטו ³			שיעור תשואה ריאלי משוקלל בערך השוק של הקרנות, 1979			סטיית הקן של שיעור התשואה החודשי ⁴ הריאלי 1979
	מט"ח	מגיות במטבע ישראלי	1978	1979	ינואר- אוגוסט	ספטמבר- דצמבר	1979	ינואר- אוגוסט	ספטמבר- דצמבר	ינואר- דצמבר	
	(אחוזים)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	(—)	
1. מתמחה מדד	2.5	3.9	6,152	19,254	5,392	(—)580	4,812	(—)2.3	(—)4.9	(—)7.1	2.6
2. מתמחה מט"ח	3.7	3.9	962	1,885	(—)117	(—)123	(—)240	(—)9.0	(—)6.6	(—)15.0	3.3
3. מתמחה מגיות,											
וזוגית מגיות — מט"ח	14.1	81.8	354	233	(—)25	(—)131	(—)156	(—)12.4	(—)22.6	(—)32.2	6.5
4. זוגית מט"ח — מדד	63.3	33.4	4,627	7,117	(—)12	(—)905	(—)917	(—)5.6	(—)3.4	(—)8.8	2.5
5. זוגית מגיות — מדד	39.7	1.3	1,544	1,536	(—)433	(—)421	(—)854	(—)8.8	(—)13.9	(—)21.3	4.1
6. מעורבת מוטה מדד	63.4	14.2	7,112	10,903	69	(—)1,780	(—)1,711	(—)5.3	(—)7.4	(—)12.3	2.6
7. מעורבת מוטה מט"ח	17.4	9.3	644	505	(—)27	(—)93	(—)120	(—)6.6	(—)7.3	(—)13.4	2.6
8. מעורבת מוטה מגיות	28.7	67.9	257	138	(—)119	(—)62	(—)181	(—)10.6	(—)17.9	(—)26.6	4.6
9. מעורבת טהורה	34.1	35.2	1,818	1,508	(—)637	(—)483	(—)1,120	(—)10.0	(—)11.5	(—)20.4	2.8
10. סך כל הקרנות	67.4	12.4	23,470	43,072	4,091	(—)4,578	(—)487	(—)5.3	(—)6.4	(—)11.3	2.7

(1) קרן "מתמחה" בהשקעה בנכס. אם משקלו בנכסיה לפחות 75 אחוזים. קרן "זוגית" אם משקל זוג נכסים הוא לפחות 80 אחוז. ולפחות 30 אחוז בכל נכס. קרן "מעורבת מוטה" בהשקעה בנכס אם משקיעה בו לפחות 50 אחוזים מנכסיה. קרן שלא נכללה במיונים לעיל היא "מעורבת טהורה".

(2) אנו מסתמך ל-100 אחוזים, מאחר שמוזמנים אינם מוצגים כאן, ובשל הפרשי עיגול מספרים.

(3) הנפקות נטו — יחידות חדשות מצד הקרנות, בניכוי פדיונות, על בסיס מזומן.

(4) סטיית החקן היא מודד לסיכון ההון. הנובע מן התערבות התורשיות בתשואה הריאלית לתועלת השתתפות בקרן בשמונה עשר החודשים האחרונים. המקור: עיבודי בנק ישראל.

לוח י"ח-13

פעילות קרנות הנאמנות, 1975 עד 1979
(אחוזים)

הנפקה נטו ¹ (מיליוני ל"י)	השינוי הריאלי בהנפקה נטו	הנפקה נטו מחולקת בקרנות השנה הקודמת	חלק נכסי הקרנות בתיק ניירות ערך הנסחרים בל"י בסוף השנה	הרכב תיק נכסי הקרנות (סוף שנה) ²		
				איגרות חוב במטבע ישראלי	מניות במטבע ישראלי	נכסים הקשורים במטבע חוץ
1975	1,869	34	80	72.2	8.2	19.6
1976	1,822	(—)26	35	68.5	7.5	22.7
1977	2,182	(—)11	25	62.4	12.7	24.9
1978	2,190	(—)33	14	58.8	15.2	26.0
1979	(—)487	(—)112	—2	69.8	11.5	18.4

(1) הנפקה נטו מוגדרת כהנפקת חובות השתתפות במחירי הנפקה, בניכוי פדיון חובות השתתפות, במחירי פדיון.

(2) בהרכב זה אין מוצגים מזומנים.
המקור: עיבודי בנק ישראל.

הירידה בביקוש הפיננסי בחלקה האחרון של 1979 לא פסחה על הביקוש לתעודות השתתפות בקרנות. לאחר שבשמונת חודשי השנה הראשונים קנה הציבור תעודות (נטו) תמורת 4.1 מיליארד ל"י (כפליים מרכישותיו ב-1978) — הרי בשליש האחרון של השנה פדה הציבור תעודות (נטו) תמורת 4.6 מיליארד ל"י (ראה לוח י"ח-12). מתברר, שהציבור מעדיף להשקיע באמצעותן באיגרות חוב צמודות וזו הסיבה לתנודות: כשגואה הביקוש לאג"ח, גדלה הנפקתן, וכשהביקוש לאג"ח פוחת, היא מצטמצמת — עד כדי פדיון נטו. ראוי לציין, שלמרות שההנפקה נטו בסיכום 1979 היתה שלילית, הרי סיכום ההנפקה החודשית (נטו) במחירי דצמבר 1978 היה חיובי, 0.8 מיליארד ל"י.

בלטה ב-1979 התפתחותה של קבוצת הקרנות, המתמחה בהשקעה באג"ח צמודות, התפתחות הנוגדת את זו של שאר הקבוצות. הנפקת הקבוצה האמורה התקרבה ל-5 מיליארד ל"י, ומשקל נכסיה בכלל נכסי הסקטור עלה במשך השנה, מ-26 אחוזים בתחילתה ל-45 אחוזים בסופה. פעולות השיווק של הנהלות הקרנות התבטאו ביסוד עשר קרנות חדשות, והדבר הגדיל את מיגוון אפשרויות ההשקעה שהן פורשות בפני המשקיעים, והציג מטרות שיווק ברורות. קרנות אלה הנפיקו ב-1979 תעודות (נטו) תמורת 2.6 מיליארד ל"י, וברשותן היו בסוף השנה 11 אחוזים מנכסי הסקטור. כן הציגו לציבור יחידות חדשות ללא שיעור הוספה¹¹, במבצעי שיווק תכופים; וכך גדלה נזילות ההשקעה בקרנות, והוזלה ההשקעה כהן מעבר להשקעה הישירה בניירות ערך. בהקשר זה נציין, שתעודות ההשתתפות מוחזקות, כממוצע, קרוב לשלוש שנים, ואינן משמשות לנזילות שוטפת.

התשואה הריאלית לקרנות היתה 11 (—) אחוזים, וסטיית התקן שלה 2.7 אחוזים (ראה לוח י"ח-12). קרנות, שמשקל השקעתן בצמודי מדד גדול, הניבו תשואה גבוהה מהצפוי על פי הרכבן, בעוד שהשקעת הקרנות במניות ובמט"ח הניבו ב-1979 תשואה נמוכה מתשואת השוק לרכיבים אלה. בדרך כלל קשה לשפוט את הסיכון הנובע מתנודות ריאליות במחירי תעודות ההשתתפות, אך לקבוצת הקרנות, המתמחות בהשקעה בצמודי מדד היה יתרון, מבחינה זו, על פני השקעה ישירה בהם.

ההרכב הנכסי של סקטור הקרנות בכללותו נקבע במשולב, בידי הנהלותיהן וציבור המשקיעים בהן. במהלך 1979 גדל בהדרגה משקל צמודי המדד בכלל נכסי הקרנות, מ-59 אחוזים בתחילת השנה, ל-70 אחוזים בסופה. כנגד זה ירד משקל הנכסים הקשורים במטבע חוץ, וכן משקל המניות (ראה לוח י"ח-13).

¹¹ בדרך כלל, נקבע מחיר יחידה בקרנות כמחיר השוק ועוד שיעור הוספה (היכול להגיע ל-1.5 אחוזים).