

השינוי בתשואות היחסיות של נכסים פיננסיים בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969*

1. מבוא

מטרת סקירה זו להציג על השינויים בתשואות היחסיות בשוקי הכספים וההון שמהן נהגו מחזיקי נכסים פיננסיים ולנסות להסביר שינויים אלה.

התקופה הנסקרת כאן היא — ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969 — שנים עשר החודשים הראשונים שעברו מאז הורגשה המתיחות בשוק הכספים הישראלי, לאחר שבמשך תקופה ארוכה, יחסית, קודם לכן שררה רווחה בשוק ולא הורגש מחסור בנוזלות.

התשואות שנבדקו הן של שתי קבוצות נכסים פיננסיים. הראשונה, נכסים לזמן קצר שאינם צמודים (מכשירי שוק הכספים). הבולטים בקבוצה זו הם השטרות בתיווך והמילווה קצר המועד. הקבוצה השנייה איגרות חוב צמודות למדד המחירים הנסחרות בבורסה של תל-אביב.

כפי שנראה להלן, היתה למדיניות המוניטרית שיצרה מחנק בשוק הכספים השפעה שונה על התפתחות התשואות של נכסים לזמן קצר ועל איגרות חוב צמודות. התשואות הנומינליות לאחר מס, על נכסים לזמן קצר עלו במשך התקופה הנסקרת בכ-2 עד 2.5 אחוזים, ואילו מחירי איגרות החוב התפתחו באופן שהשאיר את התשואה לפדיון עליהן יציבה או שהיא עלתה בשיעור נמוך, בכחצי אחוז. מגיתוח הכוחות שפעלו בשבשוקי הכספים וההון בתקופה הנסקרת מתברר, כי ניתן להסביר את השינוי בתשואות היחסיות על ידי שלושה גורמים עיקריים, כדלהלן.

הראשון, הוא מדיניות האוצר ביחס לגיוס כספים בשוק ההון, שביטוייה החשובים היו הימנעות מהעלאת התשואה לרוכשי איגרות חוב במקור, הגברת ההפצה של מילווה הביטחון ושיפור התנאים למפקידים בתכניות חיסכון. הגורם השני, הוא התעוררות ציפיות לעליית מחירים מוגברת, והשלישי — הוא ירידה בתשואה של איגרות מילווה הקליטה, שמשקלן במסחר בשוק המשני גדול. ירידה זו נבעה בחלקה משינוי התקנות של תכניות החיסכון מטיפוס "תמורה", ובחלקה — "מפעולות תיקון של השוק" באשר התשואות על איגרות אלה בתחילת התקופה הנסקרת היו גבוהות מהמוצדק.

2. הממצאים

הנתונים על התפתחות התשואה של שטרות בתיווך והמילווה קצר המועד מצביעים באופן ברור על עלייה רצופה מאז ספטמבר 1968. שער הריבית לרוכשי השטרות בתיווך ששילמו הבנקים הגדולים עלה בהדרגה מ-5.7 אחוזים, לאחר ניכוי מס במקור, באוגוסט 1968 ל-7.4 אחוזים באוגוסט 1969 ובחצי אחוז נוסף בתחילת נובמבר. התשואה למחזיקי המילווה קצר המועד ל-3 חודשים עמדה על 5.75 אחוזים, לאחר מס, באוגוסט 1968, באפריל 1969 הועלה השער והגיע ל-6.50 אחוזים ובנובמבר 1969 חלה בו עלייה נוספת שהביאה אותו לרמה של 7.75 אחוזים.

* סקירה זו נכתבה בידי שאול ברונפלד ממחלקת המחקר.

הנתונים על התפתחות שער הריבית לרוכשי השטרות בתיווך הם אומנם לגבי שלושת הבנקים הגדולים בלבד, אך בגלל חלקם הגדול של אלה בשוק, שהגיע ל-60 אחוזים בסוף 1968, ניתן לומר שהם מייצגים את ההתפתחות שחלה בתקופה הנסקרת.¹

התפתחות התשואה על המילווה קצר המועד הנדונה כאן היא בתאריכים שבהם שונו התשואות על הרכישות במקור של המילווה. אף על פי כן, ניתן לקבוע, כי בשוק הכספים חלה עלייה בשערי הריבית כבר קודם לשינוי תשואת המילווה קצר המועד. על כך אפשר ללמוד מכושר הספיגה של הפעולות בשוק הפתוח של בנק ישראל בשיעורי התשואה של המילווה קצר המועד בתקופות השונות. ההעלאה הראשונה בתשואת המילווה התרחשה אמנם רק במחצית אפריל 1969, אך כבר מאז מחצית חודש נובמבר 1968 החלה ירידה ביתרת המילווה במחזור, שנמשכה ברציפות עד העלאת התשואה באפריל, והסתכמה ב-42 מיליון ל"י. כלומר, בארבעת החודשים הללו היו המכירות החדשות של המילווה נמוכות ב-42 מיליון ל"י מהפידיונות ומרכישות בנק ישראל בשוק, שנועדו למנוע התדרדרות מחירי האיגרות בשוק המשני. העלאת השער באפריל שיפרה את כושר התחרות של המילווה רק עד מחצית חודש יולי, תקופה שבה עלתה יתרת המילווה במחזור ב-50 מיליון ל"י. בין אמצע יולי לאמצע נובמבר (מועד ההעלאה הנוספת בתשואת המילווה) שוב נחלש כושר התחרות של המילווה ויתרתו ירדה ב-90 מיליון ל"י.

לסיכום, הנתונים על ההתפתחות שיעורי התשואה למחזיקי המילווה קצר המועד ושטרות בתיווך לאחר ניכוי מס במקור מצביעה על עלייה בשיעור 2 עד 2.5 אחוזים בתקופה הנסקרת. הישוב ההתפתחות בשיעורי התשואה בשוק איגרות החוב הוא מורכב יותר וכרוך בפתרון מספר בעיות סטטיסטיות. מבחינה מושגית, יש לבדוק את התפתחות התשואות על ידי בדיקת השינוי בשיעור התשואה לפדיון של איגרת בעלת מספר שנים קבוע עד לפדיון במשך התקופה הנסקרת. (מספר שנים זה יסומן להלן ב-n). שכן בדיקה שאיננה מחזיקה כקבוע את מספר השנים שנותרו עד לפדיון האיגרת יכולה להביא לתוצאות המבטאות את המבנה העיתי של התשואה ולא שינויים ברמת שיעורי התשואה.²

נציג את אופן חישוב התשואה של איגרת בעלת מספר שנים קבוע עד הפדיון. במקרה זה $n = 4.1$ שנים, במשך 12 החודשים המתחילים בספטמבר 1968.

נחשב את התשואה לפדיון של איגרת מילווה פיתוח תש"ך, סדרה ע"ד, לפי מחירה בבורסה ביום 1.9.1968. מאחר שאיגרת זו תיפדה ביום 8.10.1972, הרי עד מועד פירעונה, נותרו 4.1 שנים. סדרה ע"ו עומדת לפדיון 22 ימים מאוחר יותר (ביום 30.10.1972). לכן אם נחשב את התשואה לפדיון על איגרות מסדרה ע"ו ביום 23.9.1968 נקבל תשואה לפדיון של איגרת שעד מועד פרעונה נותרו 4.1 שנים.

סדרה פ"א עומדת לפרעון ביום 8.12.1972, כלומר, 60 ימים לאחר מועד פרעונה של סדרה ע"ד. לכן אם נחשב את תשואת סדרה פ"א בתאריך 30.10.1968 (60 יום לאחר הראשון בספטמבר 1968) נקבל, שוב, את תשואה של איגרת שעד מועד פדיונה נותרו 4.1 שנים.

באופן זה ממשיכים עד שמקבלים את כל הנקודות האפשריות לתקופה הנסקרת (ראה לוח 1). מבחינה מושגית, ניתן לעשות חישוב דומה לגבי איגרות אחרות כך שנקבל סדרות דומות

¹ על הקושי בקבלת נתונים מהימנים על שערי הריבית בשוק השטרות בתיווך, ראה א' שטיינברג, "תיווך בשטרות במשק הישראלי, 1963 עד 1967", סקר בנק ישראל 30, ירושלים, מארס 1968, סעיף 5. סביר לחשוב, שהמספרים שהובאו לעיל על התפתחות התשואה מוטים במידה מה כלפי מטה, באשר הם מייצגים את העריף שהנהיגו המוסדות הבנקאיים. לפי הידיעות שבידינו היה עודף ביקוש ניכר לאשראי באמצעות שטרות בתיווך בתעריף זה במשך חלק ניכר מהתקופה הנסקרת.

² ראה הגדרות מקיפות של המושגים "שיעור תשואה לפדיון" ו"מבנה עתי של שיעורי התשואה" (term structure of interest rates) אצל ח' בן-שחר וא' צוקרמן, "התשואה לפדיון באיגרות חוב והצפיפות לפיחות ולשינויי מחירים 1958 עד 1967", סקר בנק ישראל 32, ירושלים, יולי 1969, סעיפים 2 ו-3.

המתייחסות למועדים שונים עד תקופת הפרעון. למשל $n = 3$ שנים, 5 שנים 10 שנים וכו'. אולם לשם ביצוע חישוב כזה יש צורך באיגרות חוב סדרות חדשות שלהן מונפקות בתדירות גבוהה. למשל, על מנת לקבל סדרה של 6 תצפיות המתייחסות ל-12 החודשים של התקופה הנסקרת יש צורך שבממוצע תונפק סדרה חדשה של אותה איגרת כל חודשיים.

בגלל המגבלות של היקף שוק ההון הישראלי ממלאות תנאי זה רק איגרות מילווה הפיתוח הממשלתי. תדירות ההנפקה של איגרות שהנפיקו מוסדות כספיים, שהם הסקטור המנפיק השני בגודלו של איגרות חוב, נמוכה ולכן לא ניתן לבנות סדרות של שיעורי תשואה לפדיון כמודגם לעיל, על פי מחירי איגרות המוסדות.³

בלוח 1 הוצגו התשואות לפדיון של שלוש סדרות שנבנו באופן שהשאיר את התקופה עד לפדיון קבועה ברמות שונות: תקופה של 4.5 שנים — בעזרת מילווה פיתוח תש"ך סדרות צ"א עד קל"ז. תקופה של 4.1 שנים — בעזרת מילווה פיתוח תש"ך סדרת ע"ד עד קכ"ו. תקופה של 3.75 שנים — בעזרת מילווה ביטחון תשכ"ו, סדרות א' עד י"ט. מאחר שתשע עשרה הסדרות של מילווה הביטחון הונפקו תוך 7 חודשים ניתן לעמוד בעזרת מילווה זה על התפתחות שיעורי התשואה רק בתקופה ספטמבר 1968 עד מחצית מאי 1969.

הואיל וכל שלוש הסדרות מורכבות מאיגרות מטיפוס "ברירה", הישבנו את התפתחות שיעורי התשואה הן לפי הברירה הצמודה והן לפי הברירה הלא צמודה.

ראוי להעיר, כי בחירת הסדרות והתקופות שנותרו עד לפירעון הוגבלה במידה רבה על ידי מספר הסדרות של איגרות החוב השונות. כך, למשל, אין הנתונים מאפשרים לנו לבנות איגרת מילווה קליטה עם מועד קבוע עד לפירעון, למרות שלאיגרות אלה היה משקל נכבד במסחר בבורסה. כמו כן לא ניתן היה לבנות איגרת מילווה ביטחון עם מועד קבוע עד לפירעון, שיהיו לה שיעורי תשואה במשך כל התקופה הנסקרת. גם איגרות מילווה הביטחון היו מרכיב חשוב במסחר בבורסה, ולכן האינפורמציה החלקית בלבד על התפתחות התשואה עליהן מקשה על זיהוי ההתרחשויות בשוק.

עם זאת, יש לזכור, כי העובדה שהתשואות חושבו ביחס לאיגרות שמועד פירעונן הקבוע הוא בין 3.75 ל-4.5 שנים איננה פוגעת במידה רצינית בכלליות הממצאים, שכן רוב רובו של המסחר בשוק איגרות החוב בבורסה של תל אביב נעשה באיגרות לזמן בינוני, כלומר 5 שנים ופחות.⁴

התמונה המתקבלת משלוש הסדרות בלוח 1 איננה אחידה (ראה גם דיאגרמה 1). הסדרה המחושבת בעזרת איגרות מילווה הפיתוח ל-4.5 $n =$ מצביעה על יציבות בשיעור התשואה לפי שתי האלטרנטיבות (הלא צמודה והצמודה) בתקופה ספטמבר 1968 עד אפריל 1969 ועל עלייה קלה בתשואה המסתכמת ככחצי אחוז, בתקופה מאי עד אוגוסט. תמונה דומה מתקבלת גם לסדרה מחושבת לפי איגרות מילווה פיתוח ל-4.1 $n =$. העלייה בתשואה במשך 12 החודשים הנסקרים היתה כחצי אחוז אך התנודות בתקופות ביניים היו חריפות יותר.

התמונה המתקבלת מהסדרה שחושבה בעזרת איגרות מילווה ביטחון תשכ"ו ל-3.75 $n =$ היא קצת שונה. כאמור לעיל, מונע המספר המוגבל של התצפיות לבדוק את ההתפתחות לאחר חודש מאי 1969. בתקופה ספטמבר 1968 עד מאי 1969 מצביעים הנתונים שחושבו על פי הברירה

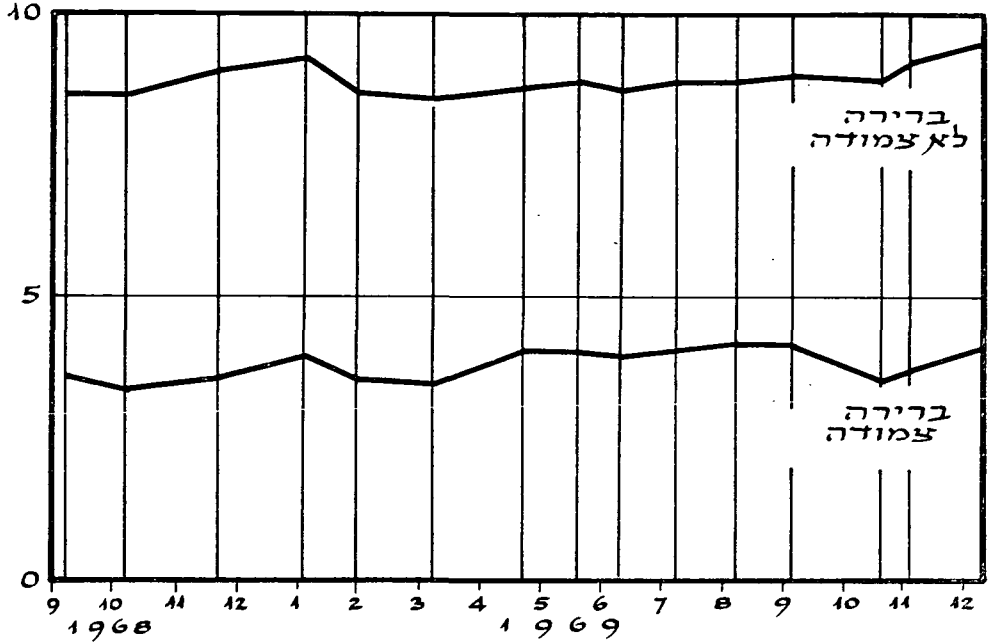
³ מידת הסחירות השונה של איגרות החוב הנסחרות בבורסה מונעת שילוב של נתונים על התשואות של מוסדות כספיים שונים בתשואות של מילווה ממשלתיים.

⁴ קיים קושי רב לבניית התשואה לאיגרת מילווה פיתוח תש"ך, שמועד פירעונה הקבוע הוא פחות מ-3 שנים, שכן עד ספטמבר 1967 הונפקו איגרות מילווה הפיתוח עם אפשרות לפדיון מוקדם, הנעשה אחת לחצי שנה.

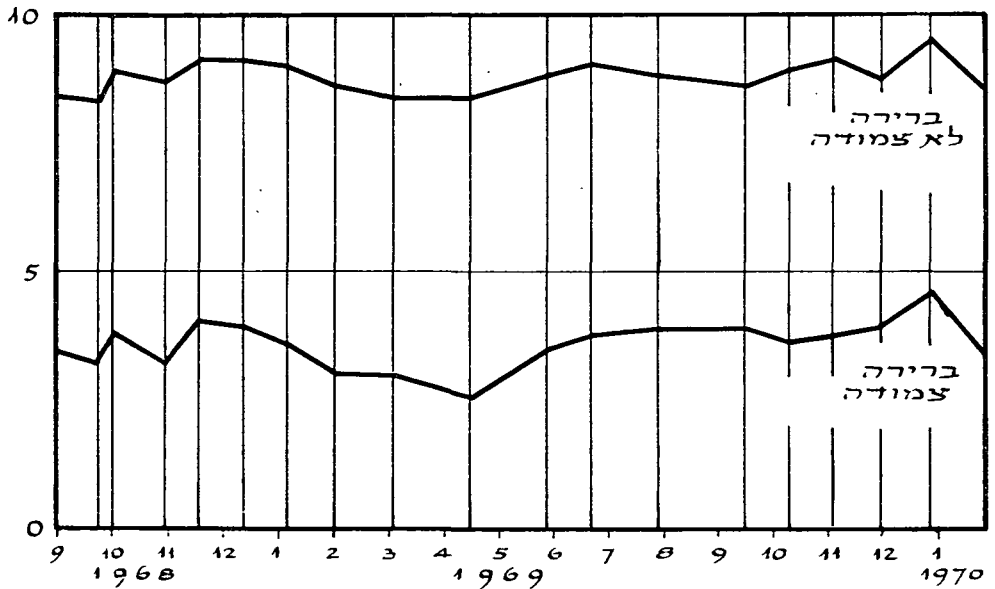
דיאגרמה 1

שיעורי תשואה לפדיון של איגרות חוב שהתקופה עד למועד פירענתן קבועה
(אחוזים)

איגרות מילווה פיתוח תשי"ד, סדרות צ"א-קל"ו, $n = 4.5$



איגרות מילווה פיתוח תשי"ד סדרות ע"ד-קכ"ו, $n = 4.1$



דיאגרמה 1 (המשך)

איגרות מילווה ביטחון תשכ"ז פדרות א—י"מ, n= 3.75



הפקוד: לוח 1.

הלא צמודה על ירידה בתשואה בכחצי אחוז, ואילו התשואה לפי הברירה הצמודה עלתה בחצי אחוז.

מנתוני שלוש הסדרות מתקבל הרושם, כי בשיעורי התשואה בשוק איגרות החוב חלה בתקופה הנסקרת עלייה קלה שאיננה גדולה מחצי אחוז. עלייה זו היא נמוכה במידה ניכרת מעליות התשואות בשוק הכספים, כך שניתן לאמר, כי השינוי בתשואות היחסיות בתקופה ספטמבר 1968 עד 1969 היה לטובת מכשירי הזמן הקצר, הנכסים הלא צמודים.

לוח 2 משלים את התמונה שהתקבלה על השינויים בשיעורי התשואות בשוק הכספים ובשוק

לוח 1

שיעורי תשואה לפדיון באיגרות הוב שהתקופה עד למועד פרעונן קבועה

(אחוזים)

מילווה פיתוח תש"ך						מילווה ביטחון תשכ"ז					
n=4.50			n=4.10			n=3.75					
תשואה לאחר ניכוי מס במקור		סדרה	תאריך חישוב התשואה	תשואה לאחר ניכוי מס במקור		סדרה	תאריך חישוב התשואה	תשואה לאחר ניכוי מס במקור		סדרה	תאריך חישוב התשואה
ברירה לא-צמודה	ברירה צמודה			ברירה לא-צמודה	ברירה צמודה			ברירה לא-צמודה	ברירה צמודה		
8.69	3.56	צ"א	8.9.68	8.44	3.29	ע"ד	1.9.68	8.70	2.33	א'	19.9.68
8.65	3.35	צ"ד	8.10.68	8.15	3.04	ע"ו	23.9.68				
				8.91	3.79	ע"ח	1.10.68				
				8.74	3.25	פ"א	30.10.68	8.70	2.76	ה'	23.10.68
9.03	3.57	צ"ט	22.11.68	9.09	4.93	פ"ה	18.11.68				
				9.16	3.80	פ"ח	11.12.68				
9.28	4.05	ק"ט	4.1.69	9.04	3.66	צ'	5.1.68	9.14	3.15	ט'	11.12.68
8.74	3.61	ק"י	29.1.69	8.57	3.09	צ"א	1.2.69	8.75	3.34	י"א	2.1.69
8.55	3.49	קט"ז	6.3.69	8.44	3.09	צ"ד	2.3.69	8.60	3.10	י"ג	6.2.69
8.76	4.07	קי"ט	20.4.69	8.38	2.59	צ"ט	15.4.69	8.31	3.05	ט"ז	12.3.69
8.83	4.13	קכ"א	18.5.69	8.86	3.57	ק"ט	27.5.69	8.33	2.85	י"ח	10.4.69
8.73	4.04	קכ"ב	10.6.69	8.99	3.82	ק"י	22.6.69	8.40	2.80	י"ט	18.5.69
8.85	4.08	קכ"ד	6.7.69	8.84	3.84	קט"ז	29.7.69				
8.85	4.21	קכ"ה	5.8.69	8.68	3.84	קי"ט	14.9.69				
8.90	4.21	קכ"ו	2.9.69	8.94	3.58	קכ"א	10.10.69				
8.78	3.46	ק"ל	17.10.69	9.06	3.70	קכ"ב	4.11.69				
9.19	3.71	קל"ד	1.11.69	8.76	3.79	קכ"ד	30.11.69				
9.48	4.18	קל"ז	10.12.69	9.47	4.57	קכ"ה	28.12.69				
				8.49	3.57	קכ"ז	25.1.70				

איגרות החוב. הלוח מצביע על השינויים בהרכב תיק הנכסים הפיננסיים בתקופה הנסקרת, בהשוואה ל-12 החודשים שקדמו לה, שהשינוי בתשואות היחסיות ליווה שינויים אלה. השינוי הבולט הוא ירידה תלולה במשקל הנכסים שאינם צמודים בסך כל הנכסים הפיננסיים בתקופה הנחקרת. בולטת במיוחד העלייה במספרים מוחלטים ובמשקל של הנכסים הצמודים למדד המחירים והירידה במספרים מוחלטים ובמשקל של הנכסים שאינם צמודים⁵.

לוח 2

הגידול בהחזקת נכסים פיננסיים בירי הציבור, ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1969

ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969		ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1968		
(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	(מיליוני ל"י)	(אחוזים)	
נכסים הצמודים למטבע חוץ				
19.6	340	24.0	505	פז"ק תמ"מ *
9.9	171	8.7	183	חשבונות ניירות ערך מכספי בת"ד
6.3	110	0.4	89	חשבונות אחרים במטבע חוץ
35.8	621	37.1	777	סך הכול
נכסים שאינם צמודים				
7.4	128	19.6	413	אמצעי תשלום
7.2	125	18.7	393	פיקדונות לזמן קצוב במטבע ישראלי
5.7	99	-8.6	-181	שטרות בתיווך
0.3	6	7.8	161	מילווה קצר מועד
20.6	358	37.5	786	סך הכול
נכסים צמודים למדד המחירים				
17.2	299	25.4	263	תכניות חיסכון
12.4	215	6.9	144	מילווה ביטחון (גבייה)
14.0	242	6.1	127	איגרות חוב **
43.6	756	25.4	534	סך הכול
100.0	1,735	100.0	2,097	סך כל הגידול

* הנתונים לתקופה ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1968 כוללים הפרשי הצמדה בגין שינוי שער החליפין של הל"י בנובמבר 1967 בסך 194 מיליון ל"י.
** נתון זה התקבל על ידי החסרת אומדן רכישת איגרות חוב מצד קופות גמל ומוסדות בנקאיים מתוך סך כל ההנפקות לציבור של איגרות חוב.

⁵ את התפתחות הנכסים הצמודים לשער החליפין קשה להסביר, באשר קיימת מגבלה חוקית על ההיצע שלהם המגבילה את הגידול בנכסים אלה למספר מצומצם של מכשירים. לפיכך לא נכנס לדיון בהתפתחות נכסים אלה.

הרכישה של נכסים הצמודים למדד המחירים עלתה ב-42 אחוזים בתקופה הנחקרת בהשוואה לשנה הקודמת לה, ואילו הרכישה של נכסים שאינם צמודים ירדה בתקופה הנחקרת והגיעה לפחות ממחציתה בתקופה הקודמת לה.

בסעיפים הבאים של סקירה זו ננסה לעמוד על הכוחות שפעלו בשוק הכספים ובשוק איגרות החוב והביאו לשינוי בתשואות היחסיות בשני שווקים אלה.

2. ההתפתחויות בשוק הכספים⁶

בחדש אוגוסט 1968 נסתיימה תקופה, שנמשכה בערך שנתיים, של רווחה בשוק הכספים. התנאים הנוחים בשוק הכספים נסתמנו בסוף 1966, כשהחל בנק ישראל לנהל מדיניות מוניטרית מרחיבה, שנועדה לסתור את ההשפעות הדפלציוניות שהחלו להסתמן במשק. במסגרת מדיניות זו, הוזרמה עד המחצית הראשונה של שנת 1968, כמות מספקת של נכסים נזילים והורדו שיעורי הנזילות והדבר התבטא בהגדלה ניכרת של כושר מתן אשראי של המוסדות הבנקאיים. העלייה בנכסים הנזילים אפשרה לבנקים להרחיב את האשראי לציבור ממקורותיהם העצמיים ובו בזמן להקטין את היקף האשראי באמצעות תיווך בשטרות⁷. תהליך זה היה מלווה בירידה בריבית שקיבלו החוסכים על פיקדונות לזמן קצוב ועל תיווך שטרות וכן בירידה בהוצאות הריבית של הלווים. פעולות בנק ישראל תרמו לתהליך באופן נוסף על ידי בחירת כלי המדיניות — שהיו, בין השאר, הורדת הריבית על המלווה קצר המועד ועל פיקדונות פז"ק ותמ"מ. מדיניות זו נפסקה במאי 1968, ולאחר תקופת התאמה שנמשכה כ-4 עד 5 חודשים הורגש, החל מחודש ספטמבר, מחסור בשוק הכספים.

הסיבה לתפנית במדיניות ברורה: בנק ישראל החליט לרתום את כלי המדיניות המוניטרית למאמץ השמירה על היציבות במשק ולהאטת קצב הירידה של יתרות מטבע החוץ. על ידי הקטנת זמינות האשראי ועליית שיערי הריבית, שמקבלים החוסכים ושמשלמים הלווים, קיווה הבנק לצמצם את הביקוש המצרפי ולמנוע "התחממות יתר" של המשק.

ראוי לציין, כי מדיניות בנק ישראל לא היתה הגורם הבלעדי להיווצרות המתיחות בשוק הכספים. התפנית במדיניות התרחשה בתקופה בה החלה ירידה מהירה ביתרות מטבע החוץ שגרמה לעירוי היצוני שלילי (סופג נזילות) ניכר. עירוי זה החיש את היווצרות המתיחות וגרם לקיצור תקופת ההתאמה לאחר שבנק ישראל החל לנקוט במדיניות מצמצמת.

הפעולות שנועדו ליצור מתיחות בשוק הכספים הצליחו, והן מוצאות ביטוי בעליית שיערי הריבית ועליית משקל האשראי באמצעות תיווך שטרות בסך כל האשראי שהעמידו המוסדות הבנקאיים לרשות הציבור. המכניזם של היווצרות המתיחות בשוק הכספים פעל כך: המשך הביקוש הגואה לאשראי מצד הציבור, שאפיין את הקצב המוגבר של הפעילות בשנים 1968 ו-1969, שוב לא בא סיפוק מאמצעי המוסדות הבנקאיים. העירוים החיצוניים השליליים, שנגרמו על ידי איבוד יתרות מטבע חוץ ועל ידי פעולות הספיגה של בנק ישראל, לא הגדילו את הנכסים הנזילים של הבנקים במידה מספקת; ולכן לא יכלו המוסדות להרחיב את האשראי מאמצעיהם העצמיים בשיעור שבו גדל הביקוש לו.

כתחליף לקבלת אשראי מהאמצעים העצמיים של המוסדות נאלצו הלוקחות ללוות באמצעות שוק השטרות בתיווך. העלייה מחדש ביתרת השטרות בתיווך התרחשה תוך עלייה רצופה של שיערי הריבית, שמשכה יותר ויותר כספים לשוק זה. יתרת השטרות בתיווך עלתה ב-12 החודשים

⁶ ראה בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1968, פרק ט"ו, סעיף 3.
⁷ גורם נוסף שסייע לשינוי בהרכב האשראי שצויין לעיל היה התמוטטות שלושת הבנקים בראשית 1967.

שמצא ספטמבר 1968 בלמעלה מ-100 מיליון ל"י, ואתה עלו שערי הריבית לחוסכים ב-1.7 אחוז ושערי הריבית ללווים ב-2.0 אחוזים.⁸

תהליך העלייה של שערי הריבית על תיווך השטרות ועל הפיקדונות לזמן קצוב הסתייע בהעלאות שערי התשואה על המלווה קצר המועד שהיוו חלק אינטגרלי של המדיניות לצמצום הנזילות בשוק הכספים.

לסיכום, כל האינדיקטורים של שוק הכספים מצביעים על קיום עודף ביקוש לאשראי בנקאי ומתיחות בתקופה שמאז חודש אוגוסט 1968. התוצאה של הכוחות שנמנו לעיל — ביקוש רב לאשראי, מחד גיסא, ומדיניות מוניטרית מרסנת, מאידך גיסא — היתה, כפי שניתן לצפות, עליית שערי ריבית לחוסכים וללווים.

3. מבנה שוק ההון ופעולתו בתנאי ביקוש רב לאשראי

לאחר שתארגנו את הכוחות שפעלו בשוק הכספים בתקופה הנחקרת נסקור את הכוחות שפעלו בשוק איגרות החוב. בסעיף זה נדון במאפיינים המיוחדים לשוק ההון הישראלי ולדרך בה הם מתרגמים את התנאים הכלליים ששררו במשק — גאות בפעילות הכלכלית שלווה בביקוש רב לאשראי מסוגים שונים — לשינויים בשערי התשואה בשוק איגרות החוב.

במצב של גאות, מהסוג שאותה ידע המשק הישראלי בשנים 1968 ו-1969, ניתן היה לצפות בשוק חופשי, כי שיעורי התשואה לרוכשי איגרות חוב במקור יעלו במידה משמעותית וכן יעלו שיעורי התשואה על איגרות החוב הנרכשות בשוק המשני. הסיבות לכך ידועות: התחרות בין מגייסי הכספים הרוצים להנפיק איגרות חוב (או לגייס את הסכונות הציבור בעזרת מכשירים אחרים) היתה גורמת לעליית התשואה על ההנפקות החדשות של איגרות חוב. בגלל התחליפיות הרבה, מנקודת ראות החוסכים, שבין ההנפקות החדשות למלאי הקיים, הנסחר בבורסה, של איגרות החוב היתה מתרחשת גם עליית שיעורי תשואה בשוק המשני.

כפי כבר צויין, עלו התשואות בשוק הכספים בשיעור רב יותר מעליית התשואות בשוק איגרות החוב. מה הן אפוא התכונות של שוק ההון הישראלי, המאפשרות קיום ביקוש חזק לאשראי מסוגים שונים מבלי שתחול עלייה ניכרת בשיעורי התשואה בשוק איגרות החוב? כידוע, גרם אופן ההתערבות הממשלתית בשוק איגרות החוב בישראל למצב, שבו מגייסי הכספים בשוק זה — המוסדות הכספיים והממשלה — משלמים עבורם שיעורים הגבוהים מאלה הנגבים מהלווים הסופיים — פירמות ומשקי בית.⁹ ברור, שמצב כזה יתכן רק כאשר הממשלה מכסה את הפער שנוצר בין השער הגבוה יחסית לחוסכים לבין השער הנמוך יחסית למשקיעים. צידה השני של ההתערבות הממשלתית מתבטא בקביעת התנאים של איגרות החוב המונפקות בבורסה של תל-אביב: שער הריבית, תנאי ההצמדה מועדי הפרעון וכו'. הדברים אמורים גם בהשפעה הניכרת שיש להחלטות הממשלה על התנאים למפקידים בתכניות חיסכון מאושרות.

4. מדיניות הממשלה ביחס לשוק ההון בתקופה הנחקרת

איך השפיעה מדיניות הממשלה על תנאי ההנפקות החדשות בשוק איגרות החוב בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969? כאמור לעיל, היתה זו תקופה של ביקוש מצרפי גואה שהורכב, בין השאר, מעלייה בביקוש להשקעות בענפי המשק ובדירור. עלייה זו היתה מלווה, כנראה, בעלייה

⁸ ראה הערה 1 לעיל.

⁹ ראה דיון מפורט בטכניקת ההתערבות של הממשלה בשוק ההון ובאימפליקציות שלה לגבי יעילות הקצאת המקורות במשק ב" H. Ben Shahr, S. Bronfeld and A. Cukiermann, "The Israeli Capital Market", in P. Uri, ed., *Studies on the Israel Economy*, Paris, forthcoming.

בביקוש לאשראי לזמן ארוך באשר תנאי המימון בתקופה הנחקרת היו נוחים. כזכור, נקבעו ללווים תנאי מימון נוחים בתקופה המיתון, בעת שכוונת המדיניות היתה לעודד את הפעילות הכלכלית במשק¹⁰. תנאים אלה לא שוננו עם היציאה מהמיתון והיה בהם כדי לייצור ביקוש רב לאשראי לזמן ארוך.

הממשלה לא שינתה את תנאי המימון של ההלוואות הניתנות על-ידי המוסדות הכספיים ועל אלה הניתנות במישרין מתקציב הפיתוח. כן לא שוננו התנאים שבהם הנפיקה הממשלה איגרות חוב, ובהם התירה הממשלה למוסדות הכספיים להנפיק איגרות חוב. בגלל גורמים אלה, לא הביא הביקוש המוגבר לאשראי לזמן ארוך לעליית השער שנדרשים הלווים לשלם, אלא להיווצרות עודף ביקוש לאשראי הניתן "בתנאי תקציב הפיתוח"¹¹.

כלומר, הקו המאפיין את פעולת שוק ההון בתנאי ביקוש חזק לאשראי לזמן ארוך הוא שבהעדף פעולה אדמיניסטרטיבית של העלאת השער ללווים אין קיים כמעט "מכניזם של שוק". שיאפשר לעודף הביקוש לאשראי "בתנאי תקציב הפיתוח" להתבטא בעליית שער שתסלק את עודפי הביקוש. בשוק אשראי משוחרר מהתערבות היה מצב של עודף ביקוש לאשראי מתרגם עצמו מיד לעליית שער הריבית באמצעות המתווכים הפיננסיים שהיו מנסים לגייס סכומים גדולים יותר על ידי העלאת שיעור התשואה של איגרות החוב שהם מנפיקים. במערכת הישראלית, לעומת זאת, אין קיימת יוזמה חופשית מצד המתווכים הפיננסיים, שתאפשר להם לגייס סכומים יותר גדולים באמצעות העלאת שער הריבית. באשר ההחלטה על קביעת מחיר הכספים שמגייסים בשוק איגרות החוב אינה נמסרת לשיקול דעתם.

כאמור, לא העלתה הממשלה את שערי הריבית לרוכשי ההנפקות החדשות של איגרות חוב בתקופה הנחקרת. הצורך לספוג כספים מהציבור התמלא על ידי שימוש בצעדים אחרים, שמן הראוי לדון בהן בפירוט. מסתבר, כי המכשירים העיקריים שבעזרתם הוגברה הספיגה מהציבור היו הגידול מכירות מילווה הביטחון והעלייה בפיקדונות בתכניות החיסכון המאושרות. לפי נתוני מינהל מילווה המדינה, הסתכמו הגביות בגין רכישת איגרות מילווה הביטחון מהציבור בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969 ב-215 מיליון ל"י, לעומת 144 מיליון ל"י ב-12 החודשים הקודמים.

יתרת הפיקדונות במסגרת תכניות החיסכון המאושרות גדלה ב-299 מיליון ל"י בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969, לעומת עלייה ב-263 מיליון ל"י ב-12 החודשים שקדמו לתקופה זו.

הגידול הרב במכירת מילווה הביטחון התאפשר מבלי ששיעורי הריבית על איגרות אלה שופרו. לעומת זאת, הועלו שיעורי התשואה למפקדים בתכניות חיסכון עם הרחבת התחולה של האפשרות להפקיד בתכניות מטיפוס "תמורה" על כל המפקדים.

מסתבר איפוא, ששלוש החלטות מכריעות של האוצר קבעו במידה רבה את התפתחות שערי התשואה והרחב הגידול בנכסים הפיננסיים בשוק ההון:

(1) להמריץ ככל האפשר את מכירת איגרות מילווה הביטחון, שתנאיהן גרועים מתנאי איגרות החוב שמנפיקים הממשלה והמוסדות הכספיים. הגידול הרב במכירות המילווה התאפשר, במידה רבה, בגלל מסע שכנוע שקשר את התקבולים מהפצת המילווה עם מימון תקציב הביטחון (ביחוד מימון רכישת מטוסי "פנטום").

¹⁰ ראה בנק ישראל, דין וחשבון לשנת 1967, עמ' 94-96.
¹¹ בעת כתיבת סקירה זו לא היו בנמצא נתונים על היקף האשראי לזמן ארוך שניתן בפועל לענפי המשק השונים בתקופה הנחקרת. עם זאת, מצביעים נתוני מרכז ההשקעות על עלייה ניכרת בהיקף ההלוואות והמענקים שאושרו למפעלים מאושרים. בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969 הסתכמו ההלוואות והמענקים שאושרו למפעלים מאושרים. בתקופה ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1968. (הנתונים לשנת 1967 אינם כוללים את ההלוואות והמענקים שאושרו למפעלי ים המלח ולתשלובת הכימית בערד).

(2) לא לשפר את התנאים לרוכשי איגרות החוב האחרות שהונפקו לציבור בתקופה הנחקרת.
(3) להעלות את שיעור התשואה למפקידים בתכניות החיסכון המאושרות, המהוות, בדרך כלל, נכס פחות נזיל, מנקודת ראות החוסך, מאשר איגרות חוב¹².
יש לשים לב, כי החלטות אלה משפיעות באופן שונה על שתי קבוצות עיקריות של רוכשי איגרות החוב. אי-ההעלאה של תנאי האיגרות שהנפיקו הממשלה והמוסדות הכספיים מנעה עלייה בתשואה על רכישת איגרות חוב מצד קופות הגמל, שהן הרוכש הגדול של איגרות במשק. יציבות התשואה משפיעה במידה נמוכה בלבד על היקף רכישת האיגרות על ידי הקופות, באשר זה נקבע על ידי תקנות רשות החיסכון שבמשרד האוצר. משיפור התנאים של תכניות החיסכון לא נהנו, כמובן, הקופות, באשר אין הן רשאיות להשקיע במכשיר פיננסי זה. ההחלטה להגביר את הלחץ על הציבור לרכוש איגרות מילווה ביטחון גרמה אמנם להפצה גדולה יותר, אך לא היה בה כדי לספוג במידה מספקת את הגידול בהכנסה הפנויה של משקי הבית. שיפור התנאים על תכניות החיסכון נועד איפוא לעודד את משקי הבית להגביר את הפקודותיהם ולרכוש מכשיר פיננסי שנוזלותו נמוכה.

5. התפתחות שיעורי התשואה בשוק המשני לאיגרות חוב

בסעיף הקודם עמדנו על העובדה, שמבנה שוק ההון הישראלי מאפשר קיום עודף ביקוש ניכר לאשראי, מבלי שיעלו שערי הריבית ללווים ולמלווים באמצעות ההנפקות החדשות של איגרות חוב.

התנאים המוצעים לרוכשי הנפקות החדשות קובעים את הגבול התחתון של שיעורי התשואה בשוק המשני, ולכן אילו היתה הממשלה משפרת תנאים אלה, אין ספק שבעקבותיה היו עולים גם שיעורי התשואה בשוק המשני. עם זאת, יש לזכור, כי שיפור תנאי ההנפקות החדשות מהווה דרישה מספיקה לעליית שיעורי התשואה בשוק המשני, אך אין היא דרישה הכרחית. שכן תנאים של ביקוש חלש לאיגרות יכולים להוריד את מחיריהן ולהעלות את שיעורי התשואה, מבלי שהתנאים על הנפקות במקור ישתנו¹³.

בסעיף זה של הסקירה ננסה לעמוד על תנאי הביקוש וההיצע ששררו בשוק המשני לאיגרות חוב ועל הקשר בינם לבין היקף ההנפקות החדשות.
את הגורמים שפעלו על שיעורי התשואה בשוק המשני אפשר לחלק לשתי קבוצות עיקריות: הערכת הסר של מחירי איגרות חוב בתחילת התקופה הנסקרת ושינוי בציפיות הציבור ביחס לעליות במדד המחירים.

א. הערכת הסר של מחירי איגרות חוב בתחילת התקופה הנסקרת

ההתפתחויות בשוק המשני בשנים האחרונות מושפעת במידה רבה מקיום מסחר בשני סוגים של איגרות לא רגילות. הכוונה למסחר באיגרות מילווה הקליטה וחסכון חובה שהפצתן החלה בנובמבר 1963 ואיגרות מילווה הביטחון שהפצתן החלה ביוני 1967. מייחדים את שני המכשירים האלה שתי תכונות:

(1) רכישתם לא היתה וולונטרית: מילווה הקליטה וחסכון חובה הם מילווות חובה, ואף שרכישת מילווה הביטחון לא נכפתה על הציבור באמצעות חוק, הופעל לרכישתו לחץ מוסרי כבד.

¹² מבנה שערי התשואה על תכניות החיסכון — שיעורים הגדלים ככל שעולה משך ההפקדה — מייקר מאוד את שבירת הפיקדון. לעומת זאת, מכירת איגרות חוב לפני מועד פרעונה אינה חייבת בהכרח לגרום להפסד ניכר למוכר, ולפעמים היא אף עשויה להביא לו רווח הון.

¹³ במקרה כזה סביר להניח שהרכישה הוולונטרית של הנפקות חדשות תצטמצם מאוד.

(2) המסחר בהם לא הוסדר מיד לאחר גביית הכספים מהציבור. הפיגור בהסדרת המסחר הוא כפול. ראשית, קיים פיגור ניכר בין מועד גביית הכסף והתאריך שבו מחלקים את האיגרות לציבור. פיגור זה בולט במיוחד לגבי החלוקה של איגרות מילווה הקליטה ובמידה פחותה לגבי איגרות מלווה הביטחון. שנית, יש פיגור בין תאריך חלוקת האיגרות לציבור לבין רישומן בבורסה של תל-אביב על מנת שהמסחר בהן יתנהל בין כותליה.

לוח 3

מחזור העסקות באיגרות חוב בבורסה של תל-אביב, ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1969

ספטמבר 1967 עד אוגוסט 1968	ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969	
		אגרות הצמודות למדד המחירים
2.1	2.5	איגרות חוב ארוכות מועד (אחוזים)
37.4	32.1	איגרות חוב מטיפוס ברירה (אחוזים)
21.1	37.3	איגרות מילווה ביטחון (אחוזים) *
39.4	28.1	איגרות מילווה קליטה (אחוזים) **
100.0	100.0	סך כל האיגרות הצמודות למדד (אחוזים)
142	108	סך כל האיגרות הצמודות למדד (מיליוני ל"י)
79	56	סך כל האיגרות הצמודות לשער החליפין (מיליוני ל"י)
4	3	סך כל האיגרות שאינן צמודות (מיליוני ל"י)
225	167	סך כל המחזור באיגרות חוב (מיליוני ל"י)

* הנתונים הינם לגבי מסחר באיגרות מילווה הביטחון תשכ"ז בלבד. המסחר באיגרות אלה בבורסה של תל-אביב החל בינואר 1968.

** הנתונים הינם לגבי מסחר באיגרות מילווה הקליטה 1961, 1962 ו-1963 בלבד.

ה מ כ ו ר : הבורסה לניירות ע"ד.

נדגים את עניין הפיגורים. רוב גביית איגרות מילווה הקליטה 1964 הסתיימה בסוף מארס 1965 (אם כי הגביות מעצמאים ומחברות נמשכו גם לאחר מכן), הפצתן החלה בפברואר 1969 והיא לא הסתיימה עד סוף שנת 1969. בתקופה שעד אוגוסט 1969 חולקו איגרות מילווה קליטה 1964 בסך 62 מיליון ל"י. אף שהפצתן החלה בראשית 1969, הן נרשמו בבורסה של תל-אביב רק ב-1 בספטמבר 1969.

גביית מילווה ביטחון תשכ"ח החלה במאי 1968 אך בעת כתיבת הסקירה, סוף ינואר 1970, טרם נרשם המילווה בבורסה.

לעובדות הללו היתה השפעה ברורה על התפתחות שיעורי התשואה של איגרות מילווה הקליטה והביטחון. אי-הוולנטריות שברכישה והעדר מסחר בין כותלי הבורסה מיד עם הפצתן גרמו שבמשך תקופה ארוכה יחסית היו מחירי איגרות אלה נמוכים וביטאו שיעור תשואה גבוה מעבר למקובל. התפתחות שיעורי התשואה על איגרות מילווה הקליטה 1962 ו-1963 יכולה להדגים את הטענה, כי איגרות חוב אלה היו מוערכות בחסר במשך תקופה ארוכה, אך כוחות השוק שגילו בהדרגה עובדה זו העלו את המחירים ובכך הורידו את התשואות (ראה לוח נספח).

שיעורי התשואה נטו על איגרות 1962 ו-1963 (מדד 132.6) היו בראשית מאי 1967 10.00

אחוזים ו-9.20 אחוזים בהתאמה, כאשר הקרן והריבית צמודות למדד המחירים¹⁴. שיעורים אלה היו גבוהים במידה רבה מה"מוצדק" על פי הרמה הכללית של התשואות על איגרות דומות מטיפוס ברירה או צמודות. בהדרגה גילה השוק את מכשיר החיסכון הזה והחלה עליית מחירי איגרות אלה וירידת תשואותיהן. בסוף אוגוסט 1967 היו התשואות 7.75 אחוזים ו-8.65 אחוזים בהתאמה בסוף אוגוסט 1968 היו התשואות 7.44 אחוזים ו-7.18 אחוזים בהתאמה.

תשואות אלה היו עדיין גבוהות יחסית ולחץ הביקוש הביא להמשך הירידה בהן. בסוף אפריל 1969 היו התשואות 7.22 אחוזים ו-6.80 אחוזים. ירידת שיעורי התשואה נמשכה לאחר אפריל, ובחודש ספטמבר הם הגיעו ל-5.20 אחוזים על שני סוגי האיגרות.

הלחץ המוגבר מחודש אפריל ואילך נבע בחלקו מהביקוש לאיגרות אלה מצד המפקידים בתכניות חיסכון מטיפוס "תמורה". ברמת השערים של איגרות מילווה הקליטה שהתקיימה באפריל 1969 היתה התשואה על תכניות תמורה כ-11 אחוזים לעומת 9 אחוזים בתכניות החיסכון הרגילות מטיפוס ברירה. מאחר שרכישת תכניות תמורה שוב לא היתה מוגבלת, רכשו מפקידים את איגרות מילווה הקליטה לשם הפקדתן בתכניות התמורה. ובאמת בתקופה ספטמבר 1968 עד מארס 1969 היו ההפקדות בתכניות תמורה כ-4 אחוזים מהגידול בתכניות חיסכון, ואילו בתקופה אפריל עד ספטמבר 1969 עלה חלקן ל-33 אחוזים. עלייה זו במשקל תכניות התמורה חייבה, כי בתקופה ספטמבר 1968 עד מארס 1969 הופקדו איגרות מילווה קליטה בסך 3 מיליון ל"י בתכניות החיסכון, ואילו בחודשים אפריל 1969 עד ספטמבר 1969 הסתכמו הפקדות אלה ב-28 מיליון ל"י.

נתונים אלה הצביעו על תהליך ההתאמה של מחירי איגרות החוב, שהיו מוערכות בחסר במשך תקופה ארוכה. ביתר פירוט, התשואה ההתחלתית הגבוהה על איגרות מילווה הקליטה — שבגלל זרות האיגרת והעדר מסחר מוסדר בה היתה גבוהה מהשער המוצדק על ידי הרמה הכללית של שערי התשואה בשוק אגרות החוב — הביאה ללחץ שהעלה את מחירי האיגרות. לחץ זה חוזק במיוחד על ידי העלייה בביקוש והירידה בהיצע¹⁵ עקב הגידול המהיר של תוכניות "תמורה". יש לשים לב, כי התופעה המעניינת שהתרחשה: שיפור התנאים לקבוצה רחבה של חוסכים על ידי שינוי חלק מהתקנות של תכניות התמורה הביאה, בגלל מחיר התחלתי נמוך מדי של איגרות מילווה הקליטה, לירידת תשואותיהן.

נתונים אלה הינם לגבי התפתחות שיעורי התשואה על מילווה הקליטה לאורך זמן ואין הם מתארים את התפתחות התשואה על איגרת מילווה קליטה בעלת תקופת חיים קבועה עד לפדיון. כאמור, מיעוט הסדרות של מילווה זה מונע חישוב התשואות על איגרת שמספר השנים שנותר לה עד הפדיון קבוע. אף על פי כן, סביר להניח, כי הירידה המהירה בשיעורי התשואה של איגרות מילווה הקליטה בתקופה הנחקרת מבטאת ירידת שיעורי תשואה ממשית ולא רק את המבנה העתי של שערי התשואה. כפי שניתן לראות בלוח הנספח חלה ירידה בתשואה לפדיון של 3 סדרות של איגרות מילווה הקליטה (בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969) שהגיעה ללמעלה מ-3 אחוזים, בסדרה אחת חלה ירידה של 2.5 אחוזים ובשתי סדרות חלה ירידה של קרוב ל-2 אחוזים. סביר להניח, כי ירידה כזו בשיעורי התשואה מבטאת יותר מאשר את השפעת המבנה העתי של שערי התשואה.

יתר על כן, תופעת "כיבוס האיגרות" (Bond Washing)¹⁶ שהיא גורם חשוב שיכול להביא למבנה עתי שלפיו יורדים שיעורי התשואה של איגרת חוב ככל שמתקרב מועד פירעונה איננה פועלת על איגרות מילווה הקליטה 1963, באשר הריבית על סדרות אלה פטורה ממס הכנסה. גם לגבי

¹⁴ באיגרות מילווה קליטה 1962 צמודה רק הקרן.

¹⁵ הפקדת האיגרות במסגרת תכניות החיסכון מונעת את הצעתן בעתיד בשוק. זאת, בניגוד לרכישה רגילה של איגרות חוב, שאיננה משנה את גודל מלאי האיגרות בשוק, אלא רק את חלוקתו בין המחזיקים השונים.

¹⁶ מכירת איגרות החוב סמוך למועד פירעונן לקונה הפטור מתשלום מס הכנסה על תקבולי הריבית.

הסדרות הקודמות ההשפעה האפשרית של כיבוס האיגרות על התשואות היתה נמוכה, כאשר הריכית על איגרות מילווה הקליטה איננה מצטברת אלא משתלמת לשיעורין מדי שנה. את השפעת עניין המסחר המוסדר באיגרות אפשר להדגים על ידי תאור התפתחות מחירי איגרות מילווה הקליטה 1964 בשנת 1969. עד סוף חודש אפריל בוצעו הרכישות על ידי מוסדות בנקאיים וסוכנויות תיווך, שרכשו אותם מהציבור בשער של 108.0. ב-1 לספטמבר, עם רישומן של איגרות אלה בבורסה, עמד שערן על 134.1. כלומר, שיעור העלייה במחירי איגרות 1964 במשך 4 חודשים היה 24.1 אחוזים. בתקופה המקבילה עלו מחירי האיגרות הנסחרות בבורסה בשיעור נמוך יותר: איגרות 1963 ב-8.6 אחוזים ואלה של שנת 1962 ב-16.4 אחוזים. סביר להניח, כי העלייה המהירה יחסית במחירי איגרות 1964 בהשוואה לזו של האיגרות משנים קודמות מבטאת את הערכת החסר של איגרות 1964 בתקופה שלפני רישומן בבורסה. התפתחות בקווים דומים אפשר לראות גם במהלך שיעורי התשואה של איגרות מילווה הביטחון תשכ"ז. עם זאת, יש לשים לב, כי תהליך תיקון הערכת החסר של מחירי איגרות אלה הסתיים בתחילת התקופה הנחקרת בחודש אוגוסט 1968. שכן בחודש זה היתה התשואה על רוב האיגרות הנסחרות קרובה מאוד לשיעורי התשואה על רכישות במקור. עם תחילת המסחר בהן בבורסה בינואר 1968 היתה התשואה לפדיון בברירה הלא-צמודה, לאחר מס, על האיגרות מסדרה א' 9.46 אחוזים ועל האיגרות מסדרה ט"ו 9.61 אחוזים. ביוני 1968 היו שיעורי התשואה בהתאמה 8.76 אחוזים ו-8.86 אחוזים, והם המשיכו לרדת עד חודש אוגוסט והגיעו ל-8.51 אחוזים ו-8.64 אחוזים בהתאמה (ראה לוח נספח).

בסעיף זה סקרנו בפירוט ניכר את התפתחות שיעורי התשואה על איגרות מילווה הקליטה ומילווה הביטחון. כפי שניתן לראות בלוח 3, היווה המסחר בשני סוגים אלה של איגרות 60.5 אחוזים מסך כל המסחר באיגרות צמודות מדד בתקופה ספטמבר 1968 עד אוגוסט 1969 ו-65.4 אחוזים בשנה הקודמת.

מספרים אלה מצביעים על המקום המרכזי שתפשו שני מכשירים אלה בשוק איגרות החוב.¹⁷ יתר על כן, אין ספק, כי הנתונים דלעיל מטים כלפי מטה את משקלן של איגרות מילווה הקליטה ומילווה הביטחון, כאשר אין הם מתחשבים במסחר שנעשה בחלק מהאיגרות מחוץ לכתלי הבורסה. אם היינו מתחשבים בהיקף המסחר באיגרות מילווה קליטה 1964, ומילווה הביטחון תשכ"ח ותשכ"ט בתקופה הנידונה היינו מקבלים, כי לשני סוגי המכשירים האלה משקל מכריע בשוק המשני לאיגרות חוב. יתרה מזו, גם השפעת ההערכה בחסר של מחירי האיגרות היתה בולטת יותר אילו היו בידנו נתונים רבים יותר על שערי האיגרות בתקופה שלפני רישומן בבורסה, שכן בתקופה שבין חלוקת האיגרות ובין רישומן בבורסה חלה, בדרך כלל, עלייה ניכרת במחיריהן וירידה חריפה בתשואה לפדיון.

הנימוקים שמנינו כאן מצדיקים, לפי דעתנו, את הדגש החזק שיש בסקירה זו בהתפתחות שיעורי התשואה של מילווה הקליטה ומילווה הביטחון כאינדיקטור להתפתחות שיעורי התשואה בשוק המשני לאיגרות חוב.

בהקשר זה, ראוי לציין, כי תהליך תיקון הערכה בחסר של מחירי איגרות החוב בתקופה הנחקרת הסתייע בהופעת מכשיר חדש בשוק ההון הישראלי — קרנות לנאמנות להשקעה באיגרות חוב.

קרנות אלה דומות מבחינה משפטית לקרנות האחרות הפועלות זה שנים רבות, אך מיחדת אותן החלטה להרכיב את תיק נכסיהן מאיגרות חוב ומניות בכורה; כאשר איגרות החוב הצמודות

¹⁷ מספרים אלה אינם מבטאים אספקט נוסף הקשור במעמדן המרכזי של איגרות אלה בשוק המשני. אספקט זה הוא המסחר הסדיר, היום יומי, המתקיים בכל איגרות מילווה הביטחון וברוב איגרות מילווה הקליטה. זאת, לעומת חלק ניכר מהאיגרות הנסחרות בשוק המשני, שבהן אין מתקיים מסחר מדי יום, ולפעמים אין בהם מסחר במשך מספר שבועות.

למדד המחירים או מטיפוס "ברירה" מהווה כמחצית התיק והמחצית השנייה מורכבת מאיגרות חוב ומניות בכורה הצמודות לשער החליפין (קרן אחת השקיעה כרבע מהתיק במניות רגילות). הקרן הראשונה נוסדה במאי 1968 והשנייה בדצמבר שנה זו; השלישית והרביעית נוסדה במארס 1969. נתונים מתוך מאזני ארבע הקרנות מצביעים, כי בין אוקטובר 1968 עד ספטמבר 1969 עלתה יתרת איגרות החוב הצמודות למדד המחירים או מטיפוס ברירה בכ-77 מיליון ל"י. זאת, לעומת עלייה בסך 7 מיליון ל"י בלבד בתקופה מאז הוקמה הקרן הראשונה עד סוף ספטמבר 1968.

מועד הופעתן של הקרנות והפופולריות שלהן יכולים לתמוך בהשערה שהתנאים ששררו בשוק באותה תקופה היו של הערכת-חסר של מחירי חלק מאיגרות החוב. במאי 1967 היתה התשואה לפדיון, צמודה, לאחר מס, על איגרות מילווה הקליטה 1963 7.9 אחוזים והתשואה על איגרות מילווה ביטחון תשכ"ז סדרה ט"ו היתה 9.35 אחוזים.¹⁸

תשואות גבוהות אלה עודדו את מנהלי הקרנות — חברות ההשקעה של שלושת הבנקים הגדולים — להתחיל בהפעלתן, מתוך ציפיה לרווחי הון שיתרחשו לאחר שהשוק יתקן את הערכת החסר של האיגרות. גראה, שהציבור היה שותף לציפיות מנהלי הקרנות וכך התאפשר הגידול הניכר בהפצת תעודות ההשתתפות, מה גם שהופעת הקרנות איפשרה לאותו חלק מהציבור שאינו בקי בהוויות שוק איגרות החוב לקחת חלק במסחר בשוק זה.¹⁹

ב. שינוי בציפיות הציבור ביחס לעליות הצפויים במדד המחירים

בסעיף הקודם הסברנו חלק מהירידה בתשואה היחסית של איגרות החוב בהערכת-חסר של מחיריהן בתקופה שלפני ספטמבר 1968. אולם, אין ספק שגורם זה איננו יכול להסביר את התפתחות שיעורי התשואה של אותן איגרות — למשל, איגרות מילווה הביטחון 1967 — שתשואתן בתחילת התקופה הנחקרת לא סתתה מהרמה המוצדקת על ידי שיעורי התשואה האחרים בשוק איגרות החוב.

גורם נוסף שיכול להסביר את הירידה בתשואה היחסית של איגרות החוב הוא התעוררות של ציפיות לעליית מחירים מהירה. התעוררות ציפיות כאלה מביאה, בדרך כלל, לשינוי מבנה התיק של מחזיקי נכסים פיננסיים: הרצון להחזיק נכסים צמודים למדד המחירים או לשער החליפין גדל, והרצון להחזיק נכסים שאינם צמודים קטן.

שינויים אלה בהרכב הביקוש להחזקת נכסים פיננסיים מתבטא בשינוי התשואות היחסיות של שתי קבוצות הנכסים מהסוג שנצפה בשוק ההון בישראל בתקופה הנסקרת.

אף שינוי בציפיות הציבור ביחס לשיעור עליית המחירים יכול להסביר את השינוי בתשואות היחסיות. אין בידינו אינדיקטורים חיצוניים, בלתי תלויים, שיעידו כי השינוי בציפיות הציבור אכן ארע. ההשערה כי ציפיות הציבור השתנו נובעת ממספר ההתרחשויות בתחום הכלכלי במשק הישראלי ובחוף לארץ בתקופה הנסקרת.

המצב במשק הישראלי בתקופה הנסקרת אופיין על ידי התדלדלות מהירה של יתרות מטבע חוץ ואווירת בעיות כלכליות חמורות הצפויות בעתיד. כמו כן התגבשה, כנראה, בקרב הציבור

¹⁸ לפי מאזני ארבע הקרנות לספטמבר 1969 מתברר, כי יתרת איגרות הצמודות למדד המחירים שבתיקה עמדה על 84 מיליון ל"י וכי 53 אחוזים מאלה היו איגרות מילווה קליטה ומילווה ביטחון.

¹⁹ יש לזכור, כי הקרנות השקיעו רק כמחצית מסכום מקורותיהן באיגרות חוב הצמודות למדד המחירים. המחצית השנייה הושקעה באיגרות חוב ומניות בכורה הצמודות לשער החליפין. סביר להניח, כי הציפיות לפיחות ששררו במשק חלק ניכר מהתקופה הנידונה — עקב הזעזועים שפקדו מספר מטבעות באירופה ועקב ירידת יתרות מטבע החוץ של המשק הישראלי — היו גורם נוסף לרצון לרכוש תעודות השתתפות בקרנות.

הדעה, כי לאחר הבחירות לכנסת, שנערכו ב-28 באוקטובר 1969, תכריז הממשלה על מדיניות כלכלית חדשה לשיפור מצב מאזן התשלומים ושבועקבותיה יעלו המחירים של מוצרים רבים. התקופה הנסקרת גם ידעה חוסר יציבות בשוקי המטבע הבינלאומיים. הפרנק הצרפתי פוחד בנובמבר 1968. הלירה האנגלית עמדה בלחץ של ספרים שציפו לפיחותה; ולגבי המרק הגרמני, היו ציפיות במשך זמן רב לייסוף. התפתחויות אלה עוררו את החשש במשך רוב התקופה הנסקרת, כי גם בשער ה"ל" צפויים שינויים שבעקבותיהם תחול עליית מחירים כללית במשך²⁰.

²⁰ נתונים פנימיים של הלשכה המרכזית לסטטיסטיקה על שינויים בהחזקת מלאי אצל חברות יכולים לתמוך במידת מה בהשערה על התעוררות הציפיות לעליית מחירים. לפי נתונים אלה מתקבל, כי ערך מלאי הסחורות בענף המסחר הסיטונאי עלה בתשעת החודשים הראשונים של שנת 1969 בכ"8 אחוזים בעוד שבתקופה המקבילה בשנת 1968 חלה בו ירידה בשיעור אחוז אחד. ערך המלאי בענף החרושת עלה בשיעור דומה בשתי התקופות. ראוי להעיר, כי נתונים אלה לוקים בחסר ומידת מהימנותם איננה גבוהה.

לוח נספח : שיעורי התשואה לפדיון, לאחר ניכוי מס במקור, של אגרות חוב

1968							1967			
7	6	5	4	3	2	1	12	11	10	9

(אחוזים)

מילווה כפתון תשכ"ז

3.17	3.78	3.89	3.87	3.71	3.81	3.79					סדרה א' : ברירה, צמוד		
9.00	9.34	9.38	9.50	9.32	9.42	9.46					ברירה, לא-צמוד		
	4.01	4.14									סדרה ב' : ברירה, צמוד		
	9.16	9.17									ברירה, לא-צמוד		
3.96	4.52	4.73	4.85	4.51	4.54	4.55					סדרה ט' : ברירה, צמוד		
9.05	9.37	9.52	9.80	9.45	9.49	9.54					ברירה, לא-צמוד		
4.32	4.87	5.03	5.19	5.01									סדרה י"א : ברירה, צמוד
2.05	9.40	9.52	9.85	9.70									ברירה, לא-צמוד
4.29	4.82	4.98	5.12	4.68	4.71	4.93					סדרה ט"ו : ברירה, צמוד		
8.99	9.31	9.35	9.73	9.27	9.33	9.61					ברירה, לא-צמוד		
4.33	4.86	5.03									סדרה י"ח : ברירה, צמוד		
9.05	9.37	9.46									ברירה, לא צמוד		

מילווה קליטה

8.01	8.28	8.39	9.14	8.70	7.64	7.29	7.18	7.41	7.45	7.45	סדרת 1961 (מדד 126.3)
7.89	8.27	8.24	8.79	8.27	7.23	6.98	7.15	7.12	6.73	6.72	סדרת 1961 (מדד 132.6)
8.08	8.39	8.38	8.77	8.00	7.20	2.05	7.02	7.02	7.23	7.48	סדרת 1962 (מדד 132.6)
8.07	8.32										סדרת 1962 (מדד 138.5)
7.90	8.16	7.93	8.42	8.14	6.81	6.97	6.95	7.38	7.81	7.92	סדרת 1963 (מדד 132.6)
4.97	8.27										סדרת 1963 (מדד 138.5)

צמודי מדד אחרים

6.67	6.41	6.53	6.59	6.13	5.61	5.44	5.18	5.51	5.28	4.17	חברת החשמל, סדרה IV
5.75	6.08	6.00	5.60	5.42	5.28	4.88	4.76	4.97	5.08	4.72	מלווה פיתוח תש"ך, סדרה ח'
5.40	5.73	5.80	5.51	5.41	5.76	5.00					מלווה פיתוח תש"ך, סדרה כ"ו
6.18	6.35	5.81	6.00	6.48	6.34	5.90	5.85	6.02	6.30	5.93	מלווה פיתוח תש"ך, סדרה י'

* שיעורי התשואה לפדיון המוצגים בלוח זה הם ממוצע שיעורי התשואה שהתקיימו ביום חמישי בכל שבועות החודש.

נבחרות הנמחרות בכורסה של תל-אביב, ספטמבר 1967 עד דצמבר 1969 *

1969																
12	11	10	9	8	7	6	5	4	3	2	1	12	11	10	9	8
(אחוזים)																
1.52	1.01	0.83	1.22	1.61	1.89	1.91	1.76	1.63	1.58	1.84	1.94	2.32	2.36	2.20	2.39	2.48
9.20	8.84	8.72	8.65	8.49	8.76	8.69	8.37	8.31	8.34	8.50	8.56	8.85	8.80	9.61	8.57	8.51
2.36	1.74	1.49	1.78	2.17	2.44	2.58	2.45	2.28	2.17	2.43	2.52	3.05	2.86	2.79	2.96	3.00
9.34	8.87	8.70	8.57	8.46	8.71	8.81	8.52	8.43	8.40	8.58	8.64	9.11	8.82	8.74	8.69	8.58
3.14	2.41	2.05	2.24	2.68	3.07	3.35	3.05	2.86	2.54	2.95	3.01	3.40	3.40	3.14	3.31	3.41
9.54	9.02	8.76	8.55	8.53	8.93	9.17	8.64	8.63	8.38	8.70	8.77	9.11	9.02	8.75	8.72	8.69
3.62	2.79	2.49	2.61	3.03	3.54	3.76	3.46	3.24	2.95	3.29	3.39	3.73	3.76	3.53	3.62	3.74
9.54	8.86	8.69	8.46	8.42	8.95	9.14	8.71	8.59	8.39	8.67	8.76	9.06	9.02	8.78	8.66	8.67
3.68	3.03	2.47	2.69	3.18	3.51	3.64	4.02	3.31	3.00	3.27	3.45	3.86	3.80	3.52	3.66	3.77
9.50	8.96	8.56	8.44	8.52	8.86	8.95	8.75	8.61	8.38	8.60	8.77	9.14	9.01	8.71	8.65	8.64
3.88	2.92	2.49	2.66	3.11	3.59	3.79	3.60	3.30	3.08	3.23	3.42	3.90	3.83	3.55	3.68	3.71
9.69	3.65	8.54	8.36	8.35	8.91	9.07	8.78	8.57	8.43	8.52	8.70	9.15	9.01	8.73	8.67	8.52
4.52	4.15	4.15	4.27	4.20	5.32	6.76	7.02	7.27	7.83	7.71	7.73	8.11	7.87	7.50	7.38	7.76
4.63	4.47	4.24	4.34	4.26	5.31	6.54	6.81	6.51	7.33	7.31	7.43	7.60	7.40	7.06	6.82	7.29
4.63	4.26	4.10	4.19	4.11	4.98	6.53	6.75	6.96	7.36	7.53	7.71	7.98	7.88	7.53	7.32	7.65
4.52	4.41	4.09	4.27	4.20	5.03	6.72	6.87	2.18	7.74	7.87	7.80	8.19	4.95	7.37	7.35	7.72
6.82	6.20	5.45	5.36	5.59	6.63	7.06	6.98	7.79	8.25	7.80	8.05	8.37	8.20	7.45	7.25	7.43
6.82	6.45	5.40	5.38	5.62	6.62	7.34	7.13	7.49	8.07	7.86	8.04	8.49	8.45	7.49	7.33	7.46
6.88	5.86	5.74	5.87	5.75	6.52	7.03	6.77	6.65	6.13	6.46	6.38	6.06	6.13	5.88	5.67	5.97
6.15	5.88	5.27	5.26	5.68	6.35	5.73	5.57	5.63	5.45	5.47	5.39	5.61	5.56	5.39	5.27	5.45
5.20	5.08	5.21	4.96	5.68	5.61	5.38	5.39	5.15	5.13	4.98	4.83	5.26	5.14	5.25	5.21	5.17
7.10	7.13	6.95	6.10	6.41	7.75	6.94	7.89	6.63	7.16	4.03	6.20	5.71	6.50	6.70	6.43	5.88

ה מקור: בנק ישראל, מינהל מילוח המדינה, סקירות שבועיות על שוקי הכספים וההון, ספטמבר 1967 עד דצמבר 1969.