

פרק רביעי

מוסדות המדינה

בנק ישראל

פעולות ביקורת

נערכה ביקורת על המאזן ליום 31.12.79 ועל חשבון הכנסות והוצאות לשנת 1979. במינהל מלוות המדינה נערכה בדיקה של פעולות בנק ישראל בשוק הפתוח בתקופה שבין אוקטובר 1977 ודצמבר 1979.

דינים וחשבונות כספיים — המאזן ליום 31.12.1979*

סיכום המאזן

סיכום המאזן ליום 31.12.79 מגיע לסך של 254.2 מיליארד ל"י לעומת 126.9 מיליארד ל"י ב־31.12.78. העלייה בסכום המאזן בסך של 127.3 מיליארד ל"י מהווה גידול של 100.2% לעומת המאזן הקודם.

להלן סיכומי המאזן של בנק ישראל לסוף השנים 1975—1979 ושיעורי גידולם ** :

ממד (הבסיס 100 1975)	הגידול לעומת השנה הקודמת	סכום המאזן (במיליוני ל"י)	המאזן לסוף שנה
100	18.8	24,407	1975
149	49.1	36,391	1976
297	99.2	72,486	1977
520	75.1	126,935	1978
1,041	100.2	254,168	1979

ההתפתחויות העיקריות בשנת 1979

בתחילת השנה היה שער ההליפין 19.02 ל"י לדולר, וב־31.12.79 הוא הגיע ל־35.35 ל"י לדולר. במשך השנה עלה שער הדולר ב־86% לעומת עליית מדד של 111%.

החוב הכולל של הממשלה לבנק הגיע לסך של 42,088 מיליון ל"י (30,290 מיליון ל"י) *** והוא גדל ב־11,798 מיליון ל"י (7,482 מיליון ל"י). מזה החוב ארוך המועד 26,673 מיליון ל"י (26,134 מיליון ל"י) והוא גדל ב־539 מיליון ל"י (12,878 מיליון ל"י) דבר שנבע משערך מקדמה בדולרים בסך של 33 מיליון דולרים.

המקדמות הארעיות של הממשלה הגיעו לסך של 15,415 מיליון ל"י (4,156 מיליון ל"י), עליה של 11,259 מיליון ל"י (ירידה של 5,395 מיליון ל"י).

ב־1979 הסתכמו תביעות בנק ישראל כלפי חוץ לארץ במטבע חוץ (להלן — מט"ח) ב־3,158 מיליון דולרים (2,956 מיליון דולרים) וסך כל התחייבויותיו לחוץ לארץ במטבע חוץ, הסתכמו ב־742 מיליון דולרים (602 מיליון דולרים). עודף התביעות על התחייבויות במט"ח של הבנק — למעט תביעות והתחייבויות של גורמים בישראל — היה כ־2,416 מיליון דולרים (2,354 מיליון דולר), עלייה של כ־62 מיליון דולרים (942 מיליון דולרים).

* ראה בעמודים הבאים טבלאות: (1) מאזן ליום 31.12.79; (2) חשבון הכנסות והוצאות לשנה שנסתיימה ביום 31.12.79.

** המספרים נפרק זה מעוגלים למיליונים, והאחוזים לעשירית האחוז.

*** המספרים בסוגריים מתייחסים לאותם הנתונים ל־31.12.78.

מאזן ליום 31 בדצמבר 1979 בהשוואה למאזן ליום 31.12.78 (במיליוני ל"י)

1978 בדצמבר 31	1979 בדצמבר 31	התחייבויות	1978 בדצמבר 31	1979 בדצמבר 31	נכסים
9,747	13,763	סטרי כסף ומעות במחזור			תביעות כלפי חוץ לארץ
1,062	2,989	זכויות משיכה מיוחדות שהוקצו			זהב, מטבע חוץ וניירות ערך
		התחייבויות כלפי חוץ לארץ	50,934	110,291	במטבע חוץ
1,852	3,374	התחייבויות לקרן המטבע הבינלאומית	5,280	1,337	נכסים אחרים במטבע חוץ
386	886	התחייבויות אחרות	56,214	111,628	
2,238	4,260				אשראי לממשלה
		פיקדונות מטבע חוץ של הממשלה ושל המוסדות הלאומיים	26,134	26,673	חוב ארוך מועד
6,439	10,402	פיקדונות מטבע חוץ של מוסדות בנקאיים בישראל	4,156	15,415	מקדמות ארעיות
		כנגד פיקדונות חושב - פיצויים	30,290	42,088	
50,150	100,250	כנגד פיקדונות חושב - אחרים	27,354	65,888	הלוואות ושטרות
33,122	75,381	כנגד פיקדונות לא-חושב	5,731	13,998	במטבע חוץ
8,152	18,979		33,085	79,886	בל"י
91,424	194,610				
		פיקדונות של מוסדות בנקאיים וכספיים בישראל	3,900	9,495	ניירות ערך
10,716	9,036	פיקדונות אחרים	1,214	5,290	סתירים
1,298	1,999	חשבונות אחרים	5,114	14,785	בלתי סתירים
3,991	12,109	הון הבנק וקרן שמורה	2,232	5,781	חשבונות אחרים
20	5,000				
126,935	254,168		126,935	254,168	

**חשבון הכנסות והוצאות לשנה שנסתיימה ביום 31.12.1979 בהשוואה לחשבון
הכנסות והוצאות לשנה שנסתיימה ב-31.12.1978 (במיליוני ל"י)**

		הכנסות (2)				הוצאות	
(1) 1978	1979			(1) 1978	1979		
12,468	63,597	הכנסות מהשקעות במס"ח		26,304	109,602	ריבית, הפרשי שפרים והפרשי פיתוח	
8,181	24,606	ריבית מהממשלה				הדמסה והנפקה של שטרות כסף	
6,532	31,989	ריבית מהבנקים		151	382	והטבעת מטבעות	
	1,866	ריבית על הלוואות הציבור במס"ח		407	772	מיגהלה וכלליות	
	4,762	מבנקים מקומיים ומחוצ לארץ					
		הכנסות מניירות ערך					
569	1,466	בניכוי הכנסות מניירות ערך		26,862	110,756	ס"ה	
	3,296	שעליהן תל עקרון זהות העיתוי (3)					התאמה בגין שנים קודמות
		ריבית ממוסדות בנקאיים בגין		298			
325	670	תריגות מהוראות הנזילות					
		ריבית מהלוואות נזילות		27,160	110,756	ס"ה ההוצאות	
	1,040	למוסדות בנקאיים		1,008	14,664		רווח נטו
93	206	הכנסות אחרות					
28,168	125,420		ס"ה	28,168	125,420	ס"ה	
							יעוד הרווחים
					4,980		העברה לקרן השמורה
1,008	14,664	רווח נטו		1,008	9,684		העברה לממשלה
1,008	14,664		ס"ה	1,008	14,664	ס"ה	

(1) התבוננים ליום 31.12.1978 מוייבו מחדש.

(2) הכנסות והוצאות כוללות הפרשי שפרים והפרשי פיתוח הנובעים מהתאמת הנכסים והתחייבויות במס"ח או צמדדים לו, על פי שינוי השערים של מטבעות חוץ ביחס לל"י.

(3) ההכנסות מהממשלה נרשמות על בסיס הצבירות, אולם נכללות ברווח הנקי של הבנק על בסיס עקרון זהות העיתוי, והיינו הבנק כולל ברווח הנקי שלו סכומים הנובעים מחיוב הממשלה רק כאשר הם מתוקצבים ומשלמים בשנת התקציב המסתיימת ב-31 במאָרס שלאחר שנת העסקים של הבנק.

ב־1979 עלו יתרות מט"ח נטו ב־328 מיליון דולרים (883 מיליון דולרים) והן הסתכמו ב־2,570 מיליון דולרים לעומת 2,242 מיליון דולרים ב־1978. מאזן הצמדה של הבנק, המתייחס לכלל הנכסים וההתחייבויות של הבנק במטבע חוץ, והכולל נכסים והתחייבויות צמודות למטבע חוץ של גורמים בתוך המדינה, הסתכם בעודף התחייבויות בסך של 11,048 מיליון ל"י (עודף נכסים בסך של 7,222 מיליון ל"י).

פקדונות הבנקים במט"ח בבנק ישראל היו בסוף 1979 כ־5,505 מיליון דולרים (4,808 מיליון דולרים) וחלה בהם עלייה של כ־697 מיליון דולרים (1,630 מיליון דולרים).

יתרת האשראי שנתן בנק ישראל במט"ח גדלה ב־425 מיליון דולרים והסתכמה ב־1,864 מיליון דולרים (1,439 מיליון דולרים). יתרת האשראי בלירות ישראליות גדלה ב־8,267 מיליון ל"י (1,162 מיליון ל"י) והסתכמה ב־13,998 מיליון ל"י (5,731 מיליון ל"י). במסגרת הפעולות לבלית' האינפלציה, שעליהן החליטה הממשלה בחודש נובמבר, הורה בנק ישראל, באישור הממשלה, על הקפאת האשראי החופשי ב־ל"י ובמט"ח לשלושה חודשים, החל ב־22.11.79 ועד 20.2.80.

ההקפאה מתייחסת לאשראי החופשי לציבור ב־ל"י ובמט"ח, על כל סוגיו, למעט האשראי המכוון לסוגיו והאשראי במסגרת הלוואות מפקדונות שאושרו למתן הלוואות.

בסעיפי ההתחייבויות של הבנק ב־ל"י, חלה עלייה מתונה יחסית, בהשוואה לעלייה מהירה בסעיפי ההתחייבויות של הבנק במט"ח. בסעיף "שטרי כסף ומעות במחזור" חלה עלייה של 4,016 מיליון ל"י (2,887 מיליון ל"י) שהן כ־41.2% (42.1%). בירת הפקדונות של המוסדות הבנקאיים והכספיים ב־ל"י חלה ירידה של כ־1,680 מיליון ל"י (עלייה של 1,566 מיליון ל"י) והיא הסתכמה ב־9,036 מיליון ל"י (10,716 מיליון ל"י). ירידה זו משקפת את הימצאות הבנקים במצב של גרעונות ניולות החובה שלהם, ואח מגמת הציבור לעבור מהחזקת פקדונות ב־ל"י לחזקת פקדונות במט"ח.

בדצמבר 1979 הורה שר האוצר — על פי סמכות שהוקנתה לו, בתיקון מס' 11 משנת 1978 של חוק בנק ישראל — לפי המלצת נגיד בנק ישראל ובאישור ועדת הכספים של הכנסת, על הגדלת הון הבנק מסכום של 10 מיליון ל"י (שנקבע עם הקמת הבנק ב־1954) לסכום של 1,000 מיליון ל"י. באותו מועד, הורה נגיד בנק ישראל, באישור שר האוצר, על הגדלת הקרן השמורה של הבנק מסכום של 10 מיליון ל"י (שאף הוא נקבע עם הקמת הבנק) לסכום של 4,000 מיליון ל"י. הרווח נטו של הבנק הגיע לסך של 14,664 מיליון ל"י לעומת 1,008 מיליון ל"י בשנת 1978. בעקבות הגדלת הון הבנק, והקדן השמורה ב־4,980 מיליון ל"י יועברו לממשלה, רווחי הבנק בסך 9,684 מיליון ל"י.

נכסים

חשבונות הממשלה

יתרת האשראי לממשלה הסתכמה ב־31.12.79 ב־42,088 מיליון ל"י לעומת 30,290 מיליון ל"י ב־31.12.78 (עלייה של 11,798 מיליון ל"י — 39.0%).

יתרת החוב ארוך המועד הסתכמה ב־26,673 מיליון ל"י (26,134 מיליון ל"י) והיא כוללת בעיקר חוב בסך של 25,004 מיליון ל"י צמוד לסל המטבעות הנושא ריבית בלתי צמודה בשיעור של 5% לשנה, והעומד לפירעון בתשלומים בשנים 1983—2002 (ב־31.12.78 — זהה; ב־1977 — 13,004 מיליון ל"י צמוד ל־50% מהעלייה בשער הדולר של ארצות הברית), וחוב בסך של 33 מיליון דולרים (מקדמה בדולרים — קרן המדע הדו־לאומית ישראל ארה"ב) (ב־31.12.78 — זהה).

המקדמות הארעיות הסתכמו ב־15,415 מיליון ל"י לעומת 4,156 מיליון ל"י ב־1978. העלייה נובעת ממקדמה שקיבלה הממשלה, בדצמבר 1979, על מנת לשלם ריבית והפרשי הצמדה שנצטברו במשך השנה בחוב ארוך המועד.

יתרת פקדונות הממשלה והמוסדות הלאומיים בבנק ישראל במט"ח הסתכמה ב־294 מיליון דולרים (339 מיליון דולרים) ומקורה בעיקר בהפקדות מט"ח של גופים עסקיים ממשלתיים.

חשבונות מטבע חוץ

להלן טבלה המראה, על פי נתוני בנק ישראל, את ריכוז החשבונות במט"ח, למעט תביעות והתחייבויות של גורמים בישראל.

31.12.78 במליוני \$	31.12.79 במליוני \$	31.12.78 במליוני ל"י (19.01 ל"י ל-\$)	31.12.79 במליוני ל"י (35.35 ל"י ל-\$)	
נכסים				
2,679	3,120	50,934	110,291	זהב, מט"ח וניירות ערך במט"ח
277	38	5,280	1,337	נכסים אחרים במט"ח
<u>2,956</u>	<u>3,158</u>	<u>56,214</u>	<u>111,628</u>	ס"ה תביעות כלפי חוץ לארץ
				— עלייה בסך של 55,414 מיליון ל"י
				— עלייה בסך של 202 מיליון דולרים
התחייבויות				
56	85	1,062	2,989	זכויות משיכה מיוחדות שהוקצו
7	13	146	460	פקדונות מט"ח של בנקים מחוץ לארץ
97	95	1,852	3,374	התחייבויות לקרן המטבע הבינלאומי
13	12	240	426	התחייבויות אחרות
<u>429</u>	<u>537</u>	<u>8,152</u>	<u>18,979</u>	פקדונות חושבי חוץ
602	742	11,452	26,228	ס"ה התחייבויות לחוץ לארץ
				— עלייה בסך של 14,776 מיליון ל"י
				— עלייה בסך של 140 מיליון דולרים
<u>2,354</u>	<u>2,416</u>	<u>44,762</u>	<u>85,400</u>	עודף נכסי הבנק על התחייבויותיו
				— עלייה בסך של 40,638 מיליון ל"י
				— עלייה בסך של 62 מיליון דולרים

הנכסים המוגדרים כיתרות מט"ח בבנק ישראל הסתכמו ב־31.12.79 ב־2,570 מיליון דולרים (2,242 מיליון דולרים) גידול של 328 מיליון דולרים (883 מיליון דולרים). עלייה זו, שחלה ביתרות מט"ח, משקפת שתי השפעות מנוגדות שהיו למיגור הפרטי ולמיגור הציבורי על יתרות מט"ח: המיגור הפרטי תרם להורדת היתרות על ידי רכישה נטו של מט"ח בסכום שהגיע ל־910 מיליון דולרים בקירוב, זאת בעקבות ההרעה שחלה. בגרעון המיגור הפרטי במאזן התשלומים, והיא נבעה בעיקר מהגידול המהיר ביבוא ומהעלייה הניכרת שחלה במחירי הדלק המיובא (כל יבוא הדלק נזקף לחובת היבוא של המיגור הפרטי). המיגור הציבורי גרם העלאה ביתרות ב־1,230 מיליון דולרים בקירוב (ב־1978 — סכום דומה) מזה כ־970 מיליון דולרים העברות מט"ח של הממשלה והסכנות היהודית, וכ־265 מיליון דולרים הכנסות בנק ישראל מריבית ומהפרשי שערים על השקעות היתרות במט"ח.

להלן טבלה המראה את כלל הנכסים וההתחייבויות של הבנק במט"ח או בצמודים למט"ח. בצד הנכסים נוספו לאלה המובאים בטבלה הקודמת, הלוואות ושטרות שנוכו במט"ח וחוב הממשלה המבוסא ב־ל"י צמודות למט"ח; בצד ההתחייבויות הוספו פקדונות במט"ח של הבנקים בישראל, הממשלה והמוסדות הלאומיים.

כלל הנכסים והתחייבויות במט"ח (במיליוני ל"י)

31.12.78	31.12.79	
		נכסים
50,934	110,291	זהב, מט"ח וניירות ערך במט"ח
5,280	1,337	נכסים אחרים במט"ח
27,354	65,888	הלוואות ושטרות במט"ח
25,631	26,171	חוב ארוך מועד של הממשלה
346	358	חייבים שונים במט"ח
998	3,933	ריבית והכנסות לקבל במט"ח
8	24	עסקות עתידיות במט"ח (נטו)
<u>110,551</u>	<u>208,002</u>	ס"ה

— עלייה בסך של 97,451 מיליון ל"י

התחייבויות

1,062	2,989	זכויות משיכה מיוחדות שהוקצו
146	460	פקדונות במט"ח של בנקים מחוץ לישראל
1,852	3,374	התחייבויות נטו לקרן המטבע הבינלאומית
240	426	התחייבויות אחרות
6,439	10,402	פקדונות במט"ח של הממשלה ושל המוסדות הלאומיים
91,424	194,610	פקדונות במט"ח של המוסדות הבנקאיים בישראל
787	1,491	זכאים שונים במט"ח
1,379	5,299	ריבית והוצאות לשלם במט"ח
<u>103,329</u>	<u>219,051</u>	ס"ה

— עלייה בסך של 115,722 מיליון ל"י

עודף נכסי הבנק על התחייבויותיו
— ירידה בסך של 18,270 מיליון ל"י

ההרעה במאזן ההצמדה גובעת בעיקר מכך שהבנק נתן לממשלה מקדמה כדי לאפשר לה לשלם לפני תום השנה ריבית והפרשי הצמדה בסכום של כ-24 מיליארד ל"י שנצטברו בחובה ארוך המועד לבנק, סכום שנוקף לזכות חשבון הכנסות והוצאות של הבנק. כתוצאה מכך, במאזן הבנק נשאר החוב ארוך המועד של הממשלה כמעט באותו סכום כ"ל"י, כבשנה שקדמה לה, אולם במונחי דולרים ערכו של החוב ירד ב-608 מיליון דולרים בקירוב, וזאת בעקבות שינוי שער החליפין של הדולר ביחס ל"ל"י. במונחי דולרים, עודף התחייבויות הבנק על נכסיו במט"ח היה כ-313 מיליון דולרים.

הלוואות ושטרות

סעיף זה כולל אשראי הניתן על ידי בנק ישראל למיגורים שונים במשק באמצעות מוסדות בנקאיים, בדרך של נכיון משנה של שטרות וברוך של הלוואות.

הלוואות ושטרות שנוכו במטבע חוץ — 65,888 מיליון ל"י.

בסעיף זה חלה עלייה של כ-38.5 מיליארד ל"י שהן כ-140.9%. במונחים של דולר, הייתה העלייה כ-425 מיליון דולרים שהם כ-29.5%. יתרת הסעיף לסוף השנה היא 1,864 מיליון דולרים (1,439 מיליון דולרים), לפי החלוקה הבאה:

קרן מימון יהלומים	—	935 מיליון דולרים (791 מיליון דולרים)
קרן מימון משלוחי יצוא	—	593 מיליון דולרים (386 מיליון דולרים)
קרן יבוא לשם יצוא	—	315 מיליון דולרים (241 מיליון דולרים)
נכיון שטרות אחרים במט"ח	—	21 מיליון דולרים (21 מיליון דולרים)

בקרן למימון משלוחי יצוא הייתה עלייה מואצת, מעבר לקצב התרחבות הייצוא בפועל; הדבר מצביע על המשך הגברת ניצול האשראי מהקרן, כתוצאה מעליית שיעור הסובסידיה הגלום באשראי זה. גם בקרן למימון יצוא יהלומים, המהווה למעלה ממחצית האשראי במט"ח של בנק ישראל במסגרת קרנות הייצוא הייתה עלייה מהירה. בשנים 1978—1979 גדל שיעור העלייה באשראי למימון ייצוא יהלומים מעבר למתחייב מקצב הגידול בייצוא באותן שנים, וחלק עיקרי מסכום העלייה באשראי זה שימש למימון ולצבירת מלאי יהלומים.

בחודש ספטמבר 1979 החליט בנק ישראל לעבור בקרן למימון משלוחי יצוא ובקרן יבוא לשם ייצוא לשיטת ריבית משתנה לפי מטבעות, שתקבע מדי פעם בפעם על בסיס 60% מהריבית הבין בנקאית באותו מטבע. נקבע, שהמעבר יהיה הדרגתי, עם תקרת ריבית לתקופת ביניים, עד למעבר מלא לריבית משתנה. נקבעו שתי תקופות ביניים, לפי הפירוט הבא:

א. החל ב־17.9.79 ועד 31.12.79 תקרת הריבית הייתה 6%.

ב. החל ב־1.1.80 ועד 31.3.80 תקרת הריבית היא 7%.

ג. החל ב־1.4.80 תופעל שיטת הריבית המשתנה ללא תקרה.

גם בקרנות האשראי המכוון ב־ל"י הוחלט, בסוף נובמבר 1979, לעבור לשיטת ריבית משתנה, באופן שתשמר ברמה של כ־40% משיעור הריבית הבנקאית הרגילה. כתוצאה מהחלטה זו, שיעורי הריבית ללווה בקרנות האשראי המכוון ב־ל"י הועלו ב־10% בקירוב. בדצמבר 1979, במגמה להקל על ביצוע הלוואות ליצואנים בקרנות הייצוא, הקטין בנק ישראל את שיעור השתתפות הבנקים בקרנות הייצוא במט"ח מ־7.5% ל־5%. כמו כן, הוחלט להעלות את התשואה על כספי הבנקים בקרנות הייצוא ל־50%.

אשראי ב־ל"י — 13,998 מיליון ל"י

סעיף זה מורכב משטרות ב־ל"י — 10,462 מיליון ל"י (5,345 מיליון ל"י); הסכם הלוואות 3,529 מיליון ל"י (378 מיליון ל"י); הסכמי רכישה חוזרת 7 מיליון ל"י (8 מיליון ל"י). בס"ה האשראי ב־ל"י חלה עלייה של כ־8,267 מיליון ל"י (1,162 מיליון ל"י) הנובעת מעלייה בסך של 5,117 מיליון ל"י בניכיון שטרות ב־ל"י ומעלייה בסך של 3,151 מיליון ל"י בהסכמי הלוואות.

העלייה העיקרית בניכיון שטרות ב־ל"י חלה בקרן מימון ייצור לשם יצוא — 4 מיליארד ל"י. היתרה ל־31.12.79 הסתכמה ב־7,890 מיליון ל"י. גידול זה משקף את העלייה המהירה שחלה באשראי המכוון לייצוא לעומת היציבות באשראי בקרנות לייצור מקומי. עוד בשנת 1978 הוחלט להקפיא את האשראי לפעילות מקומית ולאפשר לחברות, שהיו זכאיות לאשראי זה, לבצע פידיון מוקדם של מלווה מעסיקים שבידיהן.

העלייה בסך של 3,151 מיליון ל"י בסעיף הסכמי הלוואות נובעת מהלוואה שהעמיד בנק ישראל לרשות המוסדות הבנקאים במאי 1979 נוכח גרעונות הנזילות הניכרים, שהיו להם באותה תקופה. ההלוואה ניתנה לתקופה של שלשה שבועות ובסוף כל תקופה היא חודשה וסכום ההלוואה ותנאיה עודכנו. ההלוואה הורכה באחרונה ב־26.12.79, והיא הייתה כ־3,345 מיליון ל"י. שיעור הריבית על ההלוואה היא 70% החל ב־6.12.79; הריבית היא קונטוקורנטית והיא נגבית אחת לכל ריבועון. מתן הלוואה מיוחדת זו הותנה, מצד בנק ישראל, בריסון קצב הגידול של האשראי החופשי ב־ל"י ובמט"ח על ידי הבנקים.

ניירות ערך 14,785 מיליון ל"י

ערכו המשוערך של תיק ניירות ערך שבידי בנק ישראל גדל ב־1979 ב־9,671 מיליון ל"י בקירוב (2,344 מיליון ל"י) והסתכם בסוף השנה ב־14,785 מיליון ל"י; מזה 9,495 מיליון ל"י (3,900 מיליון ל"י) ניירות ערך סחירים, שהוצגו במאזן לפי השווי המותאם (שווי נקוב, בתוספת ריבית והפרשי הצמדה שנצברו) או שווי השוק, הנמוך שבהם — לגבי כל סוג מלווה

בנפרד; ו-5,290 מיליון ל"י (1,214 מיליון ל"י) גיירות ערך בלתי סחירים, שהוצגו במאזן לפי השווי המותאם.

העלייה בסך של 9,671 מיליון ל"י כוללת הפרשי הצמדה וריבית מצטברת על אגרות חוב הממשלתיות בסך של כ-5.5 מיליארד ל"י, יתרת העלייה בסך 4.2 מיליארד ל"י גובעת מרכישת אגרות חוב ממשלתיות מידי הציבור הנסחרות בשוק המשני, בסך של כ-1.6 מיליארד ל"י ומרכישת מלוות בלתי סחירים מידי חברות בסך של כ-1.6 מיליארד ל"י, במסגרת הסדר הפידיון המוקדם (ראה לעיל); כמו כן רכש בנק ישראל בסוף השנה מהבנקים אגרות חוב מחוץ לבורסה, במסגרת הסכמי מכר חוזר בסך של כ-1 מיליארד ל"י*.

עיקר הרכישות נטו בשוק המשני נערכו בחודשים אוקטובר ונובמבר, שבהם פעל בנק ישראל למיתון ולייצוב הירידות התלולות בשערי אגרות החוב, שנבעו מעודפי היצע ניכרים שמצרו מצד הציבור, כתוצאה משמועות לפגיעה אפשרית באגרות חוב הצמדות ומחששות מפני שינוי המדיניות כלפיהן על ידי שר האוצר החדש**.

התחייבויות

שטרי כסף ומעות במחזור — 13,763 מיליון ל"י

להלן טבלה המראה את הסכומים של שטרי הכסף והמעות במחזור בסוף כל אחת מהשנים 1975—1979.

העלייה במשך השנה (ב-%)	הסכום במחזור (במיליוני ל"י)	סוף שנה
52.7	4,172	1975
21.6	5,073	1976
35.2	6,860	1977
42.1	9,747	1978
41.2	13,763	1979

העלייה במוזמנים אינה תואמת את הגידול המהיר שחל בקצב עליית המחירים ב-1979 (111%) ואף לא את הגידול האיטי בסך אמצעי התשלום במשק שעלו בכ-20% במשך השנה. חלקם של המוזמנים בסך אמצעי התשלום עלה ב-6% והגיע לכ-38% בסוף 1979.

חלקו של שטר בערך 500 ל"י (שהוכנס למחזור במאי 1977) בסך ערך שטרי הכסף שבמחזור עלה לכ-73% בסוף השנה, לעומת כ-53% ב-1978 ו-28% ב-1977. חלקם של שטרי כסף בערך 100 ל"י ירד מ-37% בסוף 1978 לכ-21% בסוף 1979. תופעה זו היא אינדיקטור להאצת קצב האינפלציה במשק.

זכויות משיכה מיוחדות שהוקצו — 2,989 מיליון ל"י

בסעיף זה חלה עלייה של כ-1,927 מיליון ל"י (261 מיליון ל"י) הנובע משינוי בשער החליפין של ה"ל"י ומקצצת 64 מיליון זכויות משיכה מיוחדות, שהוקצו למדינת ישראל ב-1979 על ידי קרן המטבע הבינלאומית. זכויות משיכה מיוחדות שהוקצאו חולקו לשלוש מגות שנתיות שוות, שהראשונה בהן נתקבלה בשנת 1979.

במונחי "זכויות משיכה מיוחדות (SDR)", שבהן מנוהל הסעיף הסתכמה היתרה ב-64 מיליון SDR לעומת 48 מיליון SDR בסוף 1978. זכויות משיכה מיוחדות מתורגמות ל"ל"י על בסיס שער ה-SDR ביחס לדולר של ארצות הברית, דהיינו 46,6012 ל"י ל-SDR ב-31.12.79 (24,8094 ל"י ל-SDR).

* בנק ישראל רוכש מהבנקים אגרות חוב בלתי סחירות וסחירות מקאואו, ששומשו בעבר לכיסוי תכניות, תסכון שמרעז פירעונן הגיע, אך אינן יכולות לשמש לכיסוי תכניות תיסכון חדשות.

** בעניין זה ראה להלן בפרק "פעולות בנק ישראל בשוק הפתוח".

התחייבויות כלפי חוץ לארץ — 4,260 מיליון ל"י

בסעיף זה חל גידול של כ-2,022 מיליון ל"י הנובע בעיקר משינויים בשער החליפין של המטבע הישראלי. במונחי דולרים הסתכם הגידול ב-3 מיליון דולרים (2 מיליון דולרים); הסעיף "התחייבויות לקרן המטבע הבינלאומית" משקף את כלל ההתחייבויות לקרן במסגרת המכסה ובמסגרת מימון מפצה מיוחד. בשנת המאזן עלתה המכסה בקרן על ההתחייבות במסגרת מכסה זו בסך של 1,470 מיליון ל"י, ולכן נכלל סכום זה בסעיף "זהב, מט"ח וניירות ערך במט"ח". יתרת הסעיף בסך של 3,374 מיליון ל"י משקפת את התחייבויות הבנק לקרן המטבע במסגרת מימון מפצה מיוחד.

פקדונות מט"ח של מוסדות בנקאיים בישראל — 194,610 מיליון ל"י

סך כל הפקדונות במט"ח של מוסדות בנקאיים בישראל גדל ב-103,186 מיליון ל"י (42,516 מיליון ל"י) המהווה עלייה של כ-112.0% לעומת השנה הקודמת. במונחי דולרים, הסתכמה העלייה ב-697 מיליון דולרים בקירוב שהם כ-14.5% בלבד (לעומת עלייה של כ-51% ב-1978).

א. פקדונות הבנקים כנגד פקדונות תושב — פיצויים — 100,250 מיליון ל"י. בסעיף זה חלה עלייה של כ-199 מיליון דולרים (508 מיליון דולרים) שהם כ-8% והוא הסתכם ב-2,836 מיליון דולרים בקירוב. קצב העלייה האיטי נובע מכך שב-16.579 אוחדו פקדונות פו"ק ותמ"מ בפיקדון אחד הנקרא פקדונות תושב (פיצויים) (פת"מ): לפי הוראות בנק ישראל, רשאים להחזיק פיקדון תושב (פיצויים) דק אלה שהריבית על פקדונם פטורה ממש הכנסה. פקדונות פו"ק ותמ"מ, שהיו קיימים לזמן קצוב, המשיכו לקבל את הריבית המקורית. עד למועד הפירעון, וזאת בין אם הריבית עליהם פטורה ממש ובין אם לא. אך במועדי הפירעון של הפקדונות לזמן קצוב בחשבונות אלה, מועברים כל הפקדונות שלא נפרעו שהריבית עליהם אינה פטורה ממש לפיקדון תושב רגיל (פת"מ).

ב. פקדונות הבנקים כנגד פקדונות תושב — אחרים — 75,381 מיליון ל"י. בפקדונות פת"מ חלה עלייה של כ-390 מיליון דולרים (895 מיליון דולרים) שהם כ-22%, והם הסתכמו ב-2,132 מיליון דולרים בקירוב. העלייה מוסברת בנטיית הציבור להחזיק חלק ניכר מנכסיו הכספיים בפקדונות במט"ח, ובהעברה בסך של כ-100 מיליון דולרים מחשבונות פו"ק ותמ"מ (ראה לעיל).

פקדונות הבנקים כנגד פקדונות תושב חוץ — 18,979 מיליון ל"י

פקדונות אלה הסתכמו בסוף השנה ב-537 מיליון דולרים בקירוב לעומת כ-429 מיליון דולרים בסוף 1978 (עלייה של כ-25%).

פקדונות בל"י של מוסדות בנקאיים וכספיים בישראל — 9,036 מיליון ל"י

בסעיף זה חלה ירידה של כ-1.7 מיליארד ל"י לעומת עלייה של 1,566 מיליון ל"י ב-1978. הירידה נובעת בעיקר מהעדפת הציבור להחזיק חלק גדול מיתרותיו הנוטיות בפקדונות במט"ח בעקבות הגברת קצב הפיהות של ה"ל"י השנה, ומרכישות מט"ח על ידי המיגור הפרטי למימון גרעון מאזן התשלומים השוטף (ראה לעיל).

גרעון הנוטיות של הבנקים הסתכם בסוף השנה ב-2,364 מיליון ל"י (871 מיליון ל"י) כאמור, בחודש מאי העמיד בנק ישראל לרשות המוסדות הבנקאיים הלוואה מיוחדת בסך של 2 מיליארד ל"י לכיסוי גרעונות הנוטיות. סכום הלוואה הוגדל באופן הדרגתי במשך השנה וב-31.12.79 היא הסתכמה ב-3.3 מיליארד ל"י (ראה לעיל — אשראי במט"ח).

פקדונות אחרים — 1,999 מיליון ל"י

בסעיף זה חלה עלייה של כ-701 מיליון ל"י (227 מיליון ל"י) הנובעת בעיקר משינויים בשער החליפין של ה"ל"י. היתרה ל-31.12.79 כוללת בעיקר: קרן דו-לאומית למחקר ולפיתוח בל"י

ובמט"ח. קרן המדע הדו־לאומית ארה"ב-ישראל. עוד כוללת היתרה של סעיף זה פקדונות של האפוסטרופוס הכללי שעד לשנת 1977 נכללו בחשבונות הממשלה.

חשבונות אחרים

בצד הנכסים — 5,781 מיליון ל"י

בסעיף זה חלה עלייה של 3,549 מיליון ל"י (848 מיליון ל"י) והיא נובעת בעיקר מעלייה שחלה בריבית והכנסות לקבל. המרכיבים העיקריים האחרים של הסעיף הם: השתתפות במוסדות כספיים בין לאומיים ונכסי הבנק במקרקעין ובציוד, לאחר גיכוי פחת שנצטבר*.

בצד ההתחייבויות — 12,109 מיליון ל"י

בסעיף זה חלה עלייה של כ-8,118 מיליון ל"י (2,312 מיליון ל"י). המרכיבים העיקריים של הסעיף הם: ריבית והוצאות לשלם; הכנסות מהממשלה שחל עליהן עקרון זהות העיתוי**.

ועתודה לפנסיה ופיצויי פרישה***.

חשבון הכנסות והוצאות לשנת 1979 ****

לפי חשבון ההכנסות וההוצאות של בנק ישראל, הסתכם הרווח הנקי של הבנק ב-14,664 מיליון ל"י, לעומת 1,008 מיליון ל"י ב-1978, והוא כולל הכנסה של 11,057 מיליון ל"י הפרשי שערים ופיהות (בשנת 1978: הוצאה של 1,263 מיליון ל"י).

בשנת 1979 הועברו לקרן השמורה 4,980 מיליון ל"י מהרווחים; מהקרן השמורה הועברו 990 מיליון ל"י להגדלת הון הבנק. לפיכך, עומד הון הבנק ליום המאזן על 1,000 מיליון ל"י והקרן השמורה על 4,000 מיליון ל"י (ב-31.12.78: 10 מיליון ל"י ו-10 מיליון ל"י, בהתאמה).

הכנסות הבנק הסתכמו ב-128,176 מיליון ל"י, לעומת 29,076 מיליון ל"י ב-1978 (עלייה בסך של 99,640 מיליון ל"י). הכנסות מהשקעות בחוץ לארץ הסתכמו ב-63,597 מיליון ל"י וחלה בהן עלייה בסך של 51,129 מיליון ל"י. בהכנסות מהלוואות ומשטרות חלה עלייה של כ-25,437 מיליון ל"י, והן הסתכמו ב-31,969 מיליון ל"י. בהכנסות מהממשלה חלה עלייה של 16,425 מיליון ל"י והן הסתכמו ב-24,606 מיליון ל"י.

הכנסות בניירות ערך עלו ב-3,285 מיליון ל"י (682 מיליון ל"י) והן הסתכמו ב-4,762 מיליון ל"י. סכום זה כולל הכנסות מהפרשי הצמדה וריבית בסך של 3,296 מיליון ל"י, שנצברו על אגרות חוב ממשלתיות, שטרם מומשו, וזמן פרעונם לאחר 31.3.80. הכנסות מריבית ממוסדות בנקאיים בגין חריגות מהוראות הנוילות הסתכמו ב-670 מיליון ל"י לעומת 325 מיליון ל"י ב-1978. העלייה המהירה בסך של 345 מיליון ל"י משקפת את הרמה הממוצעת הגבוהה של גרעונות הנוילות, ששררה במערכת הבנקאית ב-1979, וגם עלייה בשיעור הריבית על גרעונות אלה.

הכנסות מריבית על הלוואות הציבור במט"ח מבנקים מקומיים ומחוץ לארץ הסתכמו ב-1,866 מיליון ל"י (ב-31.12.78 סעיף זה לא היה קיים). הכנסות אלה נבעו מהוראות נוילות שהתייחסו לאשראי זה ושכללו גם תשלומי ריבית לבנק.

הוצאות הבנק הסתכמו ב-110,756 מיליון ל"י, לעומת 26,862 מיליון ל"י ב-1978.

ההוצאות על פקדונות מט"ח של מוסדות בנקאיים בישראל חלה עלייה של 75,868 מיליון ל"י, והן הסתכמו ב-98,947 מיליון ל"י. עלייה ניכרת זו משקפת את הגידול שחל ביתרות הממוצעות של פקדונות הבנקים במט"ח, והן את הגידול שחל השנה בשיעור הריבית על מט"ח. סיבה

* עד לשנת 1977 נזקפו השקעות בבניינים ובציוד להוצאות בעת הביצוע.

** עד שנת 1977 נזקפו הוצאות בגין פנסיה, פיצויי פרישה ותופשות לחשבון הכנסות והוצאות בעת תשלומן בפועל.

*** לפי עקרון זהות העיתוי, הבנק כולל בריוח הנקי שלו לשנת העסקים, סכומים הנובעים מחיוב הממשלה, רק כאשר הם מתקצבים ומשלמים בידי הממשלה בשנת התקציב המסתיימת ב-31 במאָרס שלאחר אותה שנת העסקים. בחשבונות אחרים (התחייבויות) נכללות הכנסות מהממשלה, שנצברו ועומדות להתקבל לאחר 31.3.80.

**** הסכומים כוללים הפרשי שער והפרשי פיהות. מספרי השוואה לשנת 1978 מייגנו מחדש.

נוספת לעלייה בהוצאות אלו היא ביטול השתתפות הממשלה בריבית פקדונות כנגד פקדונות תושב — פיצויים. עד ל-31.3.79 השתתפה הממשלה ב-2/3 מהוצאות הריבית על חשבונות, פקדון תושב — פיצויים.

בתשלומי ריבית על פקדונות מט"ח של הממשלה ושל המוסדות הלאומיים חלה עלייה של 3,969 מיליון ל"י והם הסתכמו ב-5,219 מיליון ל"י.

הוצאות הבנק על פקדונות והתחייבויות שונים הסתכמו ב-4,144 מיליון ל"י לעומת 1,060 מיליון ל"י ב-1978.

בתשלומי ריבית על פקדונות בל"י של מוסדות בנקאיים וכספיים בישראל הייתה עלייה של 377 מיליון ל"י והם הסתכמו ב-1,292 מיליון ל"י.

הוצאות מינהל וכלליות של הבנק הסתכמו ב-772 מיליון ל"י לעומת 407 מיליון ל"י ב-1978.

פעולות בנק ישראל בשוק הפתוח

לפי סעיף 46 לחוק בנק ישראל, תשי"ד-1954, רשאי בנק ישראל (להלן — הבנק) לקנות או למכור, בשוק, ניירות ערך של המדינה וכן ניירות ערך אחרים, שהם התחייבות לתשלום במטבע ישראל ונושאים ריבית קבועה; הבנק ישתמש בסמכותו זו כל אימת שהדבר נחוץ, לדעת הנגיד, להרחבתם או לצמצומם של אמצעי התשלום ועל מנת למלא את תפקידיו לפי החוק בתחום מערכת המטבע, האשראי והבנקאות, במטרה לקדם באמצעים מוניטאריים יישוב ערכו של המטבע ורמה גבוהה של ייצור, תעסוקה, הכנסה לאומית והשקעות הון בישראל. מכוח סמכות זו הבנק קונה ומוכר בבורסה לניירות ערך איגרות חוב של המדינה (להלן — פעולות בשוק הפתוח). אין הבנק נוהג לכצע בבורסה בארץ עסקאות בניירות ערך אחרים.

לצורך פעולותיו בשוק הפתוח בנק ישראל הוא חבר הבורסה התל אביבית ומיוצג בוועדות המקצועיות שלה.

הבנק התחיל לפעול בהיקף ניכר בשוק הפתוח בשנת 1966, בעקבות הסכם עם האוצר בדבר מלווה קצר המועד*. עד שנת 1973 התרכזו רובן הגדול של העסקאות במלווה זה. החל בשנת 1974, עם ההאצה בקצב האינפלציה, הצטמצם הביקוש למלווה קצר המועד, הבלתי צמוד, ובמאס 1979 הופסקה הנפקתו, וזאת לאחר שבשנת 1978 הותר לבנקים המסחריים להוציא "תעודות פיקדון סחירות", קצרות מועד, עבור לקוחות גדולים.

משנת 1974 עיקר נושא העסקאות של הבנק בבורסה הם מלוות מדינה (להלן — איגרות חוב ממשלתיות) ארוכי מועד, הצמודים למדד המחירים לצרכן. עד פברואר 1979 הלך וגדל חלקן של עסקאות הבנק ביחס למחזור הכספי של עסקאות באיגרות חוב, המוגדרות כ"מסחר במסגרת הבורסה" (ראה להלן), מ-5% לערך בשנת 1974 עד כ-13% בשנת 1978 ו-20% ומעלה בשני החודשים ינואר ופברואר 1979. בחודשים מארס-ספטמבר 1979 נקט הבנק מדיניות של אי התערבות בבורסה והעסקאות שלו הצטמצמו עד מאוד. בחודשים אוקטובר-דצמבר 1979 היה הבנק שוב לגורם פעיל במסחר באיגרות חוב בבורסה והיקף העסקאות שלו הגיע לכ-23% מהמחזור**.

הפעולות בשוק הפתוח מבוצעות על ידי מינהל מלוות המדינה שבבנק (להלן — המינהל). סגן מנהל המינהל מכהן גם כממונה על הפעולות בשוק הפתוח (להלן — הממונה) וכפוף לו מדור העסקאות, העוסק ברכישות ומכירות בבורסה לניירות ערך בתל אביב. בחודשים מאי-דצמבר 1979 לסירוגין בדק משרד מבקר המדינה במינהל מלוות המדינה את העסקאות שביצע הבנק בבורסה מאז אוקטובר 1977. נבדקו היקף העסקאות ומהותן, סדרי מינהל, דיווח ובקרה, המטרות

* ראה ד"ר שני 17 (עמ' 620).

** פרק זה מתייחס למסחר בבורסה באיגרות חוב בלבד ולא בניירות ערך אחרים — מניות וניירות ערך הניתנים להמרה במניות, וכל התייחסות למסחר בבורסה היא למסחר באיגרות חוב בלבד, אלא אם כן צויין אחרת.

הכלליות והספצימיות של הפעולות ופרטי הביצוע. הבדיקה לא התייחסה לעסקאות במלווה קצר המועד, שחשיבותן בתקופה זו הלכה וקטנה עד שהנפקתו הופסקה כאמור; עסקאות במלווה זה אינן כלולות בטבלאות בפרק זה.

היקף העסקאות

בתקופה אוקטובר 1977 עד דצמבר 1979 הסתכמו רכישות הבנק בבורסה ב־5.2 מיליארד ל"י, והמכירות שלו בבורסה — ב־3.1 מיליארד ל"י; נוסף על כך רכש הבנק בתקופה זו איגרות חוב במקור, מהאוצר, בסכום כולל של כ־1.3 מיליארד ל"י. את פרקי הזמן של המעורבות הפעילה ניתן לחלק לתקופות של רכישות נטו — אוקטובר 1977 עד יוני 1978 ואוקטובר עד דצמבר 1979 — ולתקופה של מכירות נטו — יולי 1978 עד פברואר 1979.

בטבלה 1 מובאים להלן נתונים של הבנק על היקף העסקאות שלו בבורסה, לפי רבעי שנה, וכן על חלקו במחזור העסקאות*, שבוצעו במסגרת הבורסה. כפי שיובהר להלן, הנתונים על המסחר במסגרת הבורסה אינם כוללים קיוונים ועסקאות אחרות המוגדרים על פי תקנון הבורסה כ"עסקאות מחוץ לבורסה", אשר היקפן גדול בהרבה, כך שחלקו של הבנק במחזור הכולל של העסקאות קטן מהשיעורים המשתקפים בטבלה.

טבלה 1

עסקאות בנק ישראל באיגרות חוב בבורסה, אוקטובר 1977 — דצמבר 1979 במיליוני ל"י וכאחוז מסך המחזור באיגרות חוב בבורסה

חלקו של בנק ישראל במחזור בבורסה (באחוזים)		עסקאות בנק ישראל באיגרות חוב בבורסה (במיליוני ל"י)				תקופה
איגרות חוב ממשלתיות	ס"ה איגרות חוב	מזה, אחוז איגרות החוב שזמן פרעונן רחוק	ס"ה רכישות ומכירות	מכירות	רכישות	
19	15	95	8,398	3,152	5,246	ס"ה כולל
1977						
23	13	78	561	70	491	אוקטובר-דצמבר
1978						
22	12	88	1,793	849	944	
29	14	80	444	76	368	ינואר-מארס
29	13	93	361	87	274	אפריל-יוני
23	12	89	412	281	131	יולי-ספטמבר
16	11	91	576	405	171	אוקטובר-דצמבר
1979						
19	15	98	6,044	2,233	3,811	
(2) 22	(1) 18	96	1,080	758	322	ינואר-מארס
2	1	87	71	34	37	אפריל-יוני
2	2	92	105	66	39	יולי-ספטמבר
(4) 27	(3) 23	99	4,788	1,375	3,413	אוקטובר-דצמבר

- (1) מזה: ינואר — 25%, פברואר — 20%, מארס — 5%.
 (2) מזה: ינואר — 29%, פברואר — 25%, מארס — 5%.
 (3) מזה: אוקטובר — 14%, נובמבר — 31%, דצמבר — 21%.
 (4) מזה: אוקטובר — 16%, נובמבר — 34%, דצמבר — 25%.

* מחזור העסקאות בבורסה פירושו סכום הרכישות והמכירות בפרק זמן מסוים; סכום המחזור הוא גדול פי שניים מההיקף הכספי של אותן העסקאות. בהתייחסו לחלקו במסחר בבורסה נוהג בנק ישראל לנקיב בחלקו במחזור וכך געשה בדרך כלל בפרק זה, אלא אם כן צויין אחרת.

בנק ישראל סותר בעיקר באגרות חוב ל-10 שנים, שמועד פרעונן רחוק (6-10 שנים); ואילו בבורסה, עד לרבע האחרון של שנת 1978, למעלה ממחצית העסקאות באגרות חוב היו באיגרות חוב לחמש ולשבע שנים, שמועד פרעונן קרוב (מחודש אחד עד ארבע שנים) * . בטבלה מובא איפוא גם חלקן של בנק ישראל במחזור בבורסה באותם סוגים של איגרות חוב ל-10 שנים, שבהם היה עיקר עיסוקו, דהיינו:

1. איגרות חוב הצמודות ב-100% למדד והנושאות ריבית של 4% (להלן "4% צמוד 100%"), שהונפקו מאפריל 1974 עד דצמבר 1975;
2. איגרות חוב צמודות ב-90% למדד והנושאות ריבית של 4% (להלן "4% צמוד 90%"), שהונפקו מדצמבר 1975 עד נובמבר 1976;
3. איגרות חוב צמודות ב-80% למדד והנושאות ריבית של:
 - (א) 4% (להלן "4% צמוד 80%") — איגרות אלה הונפקו מדצמבר 1976 עד ספטמבר 1977 ונסחרות בבורסה החל באפריל 1977;
 - (ב) 6% (להלן "6% צמוד 80%") — איגרות אלה הונפקו מאוקטובר 1977 עד ינואר 1978 ונסחרות בבורסה החל במארס 1978;
 - (ג) 7% (להלן "7% צמוד 80%") — איגרות אלה מונפקות מפברואר 1978 ונסחרות בבורסה מאפריל 1978;

4. איגרות חוב צמודות ב-80% למדד או ב-100% לדולר (להלן "ברירה כפולה") נושאות ריבית של 5%, המונפקות אף הן מפברואר 1978 ונסחרות בבורסה מאפריל 1978.

מהטבלה עולה, שפרט לחודשים מארס-ספטמבר 1979 ניהל הבנק פעילות רבה בהשוואה למחזור העסקאות בבורסה גם כשכוללים בו עסקאות באיגרות חוב, שזמן פרעונן קרוב, ואיגרות חוב לא ממשלתיות; בתקופה בכללותה הגיע חלקן של הבנק בכלל המחזור לכ-15%. חלקן של הבנק במחזור בבורסה באותם סוגים של אגרות חוב, שפורטו לעיל ושבהם התרכזו כמעט כל העסקאות שלו, הגיע לכ-19% בממוצע בתקופה כולה, ובחודש נובמבר 1979 — לשיא של 34%. היו אף ימים בהם היה הבנק כמעט הרוכש הבלעדי של איגרות חוב שנסחרו במסגרת הבורסה.

סדרי מינהל, דיווח ובקרה

עד נובמבר 1977 נקבעה מדיניות הבנק בתחום פעולותיו בשוק הפתוח על ידי המנהל הכללי של הבנק. החל מדצמבר 1977 מוטל תפקיד זה על ועדה — ועדת השוק הפתוח, שמונתה על ידי נגיד הבנק; היום מונה הוועדה שמונה אנשים, שהם חברים בהנהלת הבנק או עובדים בכירים של הבנק, בראשה המשנה לנגיד, ובדיוניה משתתפים דרך קבע שלושה עובדי בנק נוספים. הוועדה הוקמה בעקבות הליבראליזציה במטבע חוץ, שבמסגרתה הותר לתושבי ישראל לפתוח חשבון מטבע חוץ בבנק בארץ; "פקדונות תושבי" (פח"ם), שהם נוילים מאוד, היוו עוד חלופה להשקעה באיגרות החוב הממשלתיות צמודות המדד.

בכתב המינוי של הוועדה נאמר, שהיא תעסוק בין היתר במעקב שוטף אחרי ההתפתחויות בשוק הכספים וההון, בקביעת הנחיות מדיניות לפעולות בנק ישראל בשוק הפתוח ובבחינת הפעולות שנעשו לאחר ביצוען. עוד נקבע, שהוועדה תתכנס בקביעות ובתום כל ישיבה יוכן סיכום בכתב, שיועבר ללשכת הנגיד.

בתחילה התכנסה הוועדה בכל שלושה שבועות והחל בקיץ 1979 — בכל חודש. על סמך ההנחיות הכלליות, שהוועדה קובעת, מכין הממונה, שהוא חבר הוועדה, הנחיות מפורטות בכתב לפעולות בבורסה בכל יום שבו מתנהל מסחר באיגרות חוב. בתקופות שבהן הבנק מתערב בבורסה ההנחיות מגדירות את הנסיבות, שבהן יופעל הבנק בבורסה, ובדרך כלל גם את הסכום של

* בבורסה התל-אביבית מתנהל גם מסחר באיגרות חוב לא ממשלתיות (בעיקר איגרות חוב הנסחרות במטבע חוץ), שנהן אין בנק ישראל עוסק, אך חלקן של עסקאות אלה במחזור הוא קטן.

הרכישות (או המכירות) שיש לבצע, לפי כל מקרה ומקרה. ככלל, נקבע בהנחיות השיעור המירבי של הירידה (או העלייה) בשערים, שיש להתיר באותו יום אם ייווצרו עודפי היצע (או עודפי ביקוש) בגובה זה או אחר, הכל לפי סוגי איגרות החוב העיקריים, שבהם סוחר הבנק. אך יש גם ימים שבהם נקבע בהנחיות, שבתנאי שוק מסוימים ירכוש הבנק את כל עודפי ההיצע (או יספק את כל עודפי הביקוש) של איגרות החוב מסוגים מסוימים, ללא קביעת תקרה לגובה הכספי של הרכישות (או המכירות).

הנחיות הממונה נמסרות לעובדי מדור העסקאות המייצגים את הבנק בבורסה באותו יום; המדובר בצוות לא קבוע של שניים מתוך שלושה ארבעה עובדים העוסקים בכך. לעובדים אלה מצטרף מדי פעם בפעם, ללא הודעה מוקדמת, מנהל המדור או הממונה. הסדרים אלה נועדו בין היתר למנוע פעולות חריגות (על ההגבלות, שהטיל הבנק על עובדיו בעניין פעילותם הפרטית בניירות ערך ראה להלן).

נציגי הבנק בבורסה נוטלים אתם, מלבד ההנחיות המפורטות, שני דו"חות ממוכנים של הבנק — דו"ח התשואות המפרט את התשואה של איגרות החוב ביום המסחר הקודם ודו"ח יתרות המפרט את איגרות החוב שבתיק הבנק — וכן את גליון השערים הרשמי של הבורסה, שפורסם באותו יום. עם תחילת המסחר באיגרות החוב של המדינה הם עוקבים אחרי המתרחש ונכנסים לפעולה בהתאם להנחיות; בשעת הצורך יש באפשרותם להתקשר טלפונית עם הממונה. ככלל, כאשר הבנק מתערב בבורסה הוא פועל "נגד השוק" ולא כיווץ ("לידר"); כלומר משנצרו עודפי היצע הוא רוכש איגרות חוב כדי לבלום או למתן ירידה בלתי סבירה או בלתי רצויה בשערים, ולהיפך: כשנצרים עודפי ביקוש הוא מוכר איגרות חוב מהמלאי שלו כדי למתן עליית שערים.

בסוף היום עורכים העובדים, שנוכחו בבורסה, רשימה מפורטת של העסקאות שבוצעו דו"ח יומי על מה שהתרחש בבורסה; דו"ח זה מועבר להנהלת הבנק ולחברי ועדת השוק הפתוח. למחרת, עם קבלת נתונים סופיים ממסלקת הבורסה, עורך מדור העסקאות דו"ח יומי נוסף. בדו"חות יומיים אלה נרשמים: ההיקף הכספי של עסקאות הבנק לפי סוגי איגרות החוב העיקריים; ההנחיות, שלפיהן בוצעו הפעולות בבורסה ביום שעליו מדווח; נתונים מצטברים מהתחלת החודש על עסקאות הבנק וכן מידע נוסף לאותו יום — היקף המכירה במקור של איגרות החוב הממשלתיות לציבור, המחזור הכללי בבורסה, תנועת השערים (ורמת התשואות) של איגרות החוב מהסוגים השונים, המחזור בשוק המניות וההתפתחות בשערי החליפין במטבע הוץ; החל מאמצע ספטמבר 1979 נרשם בדו"ח היומי גם שיעור ההצמדה, מעבר למדד האחרון שפורסם, המשטף בשערים של איגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%" לאותו יום (כאשר השערים נמוכים מאד שיעור זה הוא שלילי).

הדו"ח היומי המועבר להנהלת הבנק ולחברי ועדת השוק הפתוח מכיל, נוסף על סיכום הפעולות שבוצעו באותו יום, גם את ההוראות המפורטות, מכאן, שניתן לעמוד עליהן ולבחון אם הפעולות בוצעו לפיהן. הממונה גם מביא לפני הוועדה הערכות על הפעולות שבוצעו ועל ההתפתחות בשוק.

הממונה מקיים מעקב שוטף אחרי הפעולות וההתפתחויות בשוק, מביא בפני הוועדה, בישיבותיה התדודיות, סקירות שוטפות, הערכות מצב והצעות לפעולה, ובתקופות של פעילות אינטנסיבית מקיים התייעצות יומית עם יושב ראש ועדת השוק הפתוח ועם מנהל מלוות המדינה.

הבנק מסר למשרד מבקר המדינה, שהוחל בהסבתו למחשב של פעולות הבנק בשוק הפתוח; הרישום המפורט של העסקאות היומיות של הבנק לפי כמות, מחירים וערך כספי בגין כל סדרה וסדרה, שנרכשה או נמכרה בבורסה, מנוהל כיום בדרך ידנית. הסבת הנתונים חסייע לקיים מעקב מעמיק יותר אחרי הביצוע, מזה שניתן היה לערוך עד עתה.

לדעת הביקורת, מן הראוי לשקול אם אין מקום גם לבדיקה שיטתית נוספת, על ידי גורם שלא היה מעורב בביצוע, כדי לבחון, בהתאם לקריטריונים שיש לקבוע מראש, באיזו מידה הושגו המטרות שנקבעו וללמוד לקחים מהנסיון שהצטבר.

המינהל עורך סקירה שבועית ודו"ח חודשי על ההתפתחויות בשוק ההון, המועברים להנהלת בנק ישראל ולוועדת השוק הפתוח ומופצים גם לגורמים מחוץ לבנק; הסקירה השבועית מתייחסת גם לשוק הכספים.

מדור הנהלת החשבונות של המינהל מכין ריכוזים חודשיים ודו"חות כספיים פנימיים תקופתיים (חודשיים, רבע-שנתיים ושנתיים) על פעולות המינהל, לרבות עסקאות הבנק בשוק הפתוח, הכוללים בין היתר נתונים על רכישות במקור (להגדלת המלאי) ופדיונות של איגרות חוב בידי הבנק, הכל לפי שווי נקוב ושווי כספי, וכן נתונים על רווח חשבונאי מהמכירות ומהפדיונות, הכולל הפרשי הצמדה וריבית, שזמן פרעונם הגיע בתקופה שבה הבנק החזיק באיגרות החוב*. אך לא נערך חישוב שיטתי של רווח והפסד לפי קריטריונים כלכליים קבועים מראש (ראה להלן).

מלבד כל אלה מתפרסם ברבים דיווח שנתי על פעולות הבנק בשוק הפתוח, במסגרת הדין וחשבון השנתי של הבנק, ובו נתונים כלליים על היקף העסקאות שבוצעו ועל חלקו של הבנק במסחר בבורסה ודברי הסבר על המדיניות שנקטה בתחום זה. מידע שוטף על פעולות בנק ישראל בבורסה מתפרסם מדי פעם בכלי התקשורת.

הגבלות על העובדים

בהתחשב במידע המתרכז בידי עובדי הבנק ואופיו של מידע זה וכדי למנוע מעובדי הבנק התנגשות אינטרסים או ניצול המידע לקידום הפעילות הכלכלית הפרטית שלהם נקבעו בחוק ובהוראות הבנק הגבלות מסויימות**.

במאס 1979 הוציא הבנק הוראות חדשות ומפורטות, הבאות במקום הוראות כלליות קודמות, ובהן נקבעו נורמות התנהגות לעובדי הבנק בכלל ולעובדים העוסקים במטבע חוץ ובפעולות הבנק בבורסה בפרט. לגבי עובדים אחרונים אלה נקבע, שלא יעסקו במניות ובאיגרות חוב בנות המרה למניות אלא באמצעות "נאמנות עיוורת" או השקעה משותפת בנאמנות. עוד נקבע, שעובד כאמור המתכוון לקנות או למכור מילווה מדינה בבורסה, ביום מסוים, חייב להודיע על כך לממונים עליו בתחילת היום.

נוסף על כך, במסגרת ההגבלות הכלליות אין העובדים רשאים: לקנות ולמכור איגרות חוב תוך תקופה קצרה מ-60 יום; לקבל אשראי לזמן קצר כדי לממן רכישת ניירות ערך; למסור הוראות קנייה ומכירה שלא באמצעות סניף הבנק המסחרי שאליו קשור העובד ולהחזיק בניירות ערך בחשבון שלא על שמו; לנהל תיק השקעה בניירות ערך או לתת ייעוץ בנייהול תיק כזה עבור אחרים — להוציא בני משפחה קרובים, שלגביהם רשאי העובד לפעול, מתוך שמירה על הכללים שנקבעו לגבי השקעות העובד עצמו.

השוק לאיגרות חוב והסדרי המסחר בבורסה

1. עם המשקיעים באגרות חוב ממשלתיות בשוק הראשוני (המקור) והמשני (במסגרת הבורסה ומחוצה לה) נמנים מוסדות פיננסיים — ביניהם קרנות נאמנות, בנקים מסחריים (התייבים להשקיע, מאז דצמבר 1979, חלק מהכספים, שהופקדו אצלם במסגרת תכניות חסכון מאושרות, באיגרות חוב הנסחרות בבורסה), חברות ביטוח, קופות גמל ועוד, ומשקיעים לא מוסדיים — הציבור הרחב וגופים עסקיים שלא מהסקטור הפיננסי.

המכירה במקור והמסחר בבורסה מתנהלים בעיקר באמצעות הבנקים המסחריים הממלאים גם תפקיד של יועץ בענין השקעות ללקוחותיהם. הבנקים וחברי הבורסה האחרים רוכשים במקור במחיר 99% (עד נובמבר 1978 — 98%), דהיינו מקבלים עמלת הפצה של 1%. הציבור רוכש במקור במחיר ההנפקה; כל האיגרות שהונפקו עד יולי 1979 נמכרו במחיר אחד של 100% משווי הנקוב (על הנפקות במחיר משתנה החל מיולי 1979 ראה להלן).

2. עסקאות בנק ישראל מתנהלות כמעט כולן במסגרת הבורסה, ואילו חלק גדול מסך העסקאות של חברי הבורסה באיגרות חוב מוגדר כ"עסקאות מתוך לבורסה", אף שחלק מהן מתנהלות למעשה בתוך אולם המסחר של הבורסה. עסקאות באיגרות חוב המוגדרות כ"מסחר בבורסה" מתייחסות לעודף פקודות מכירה ("היצע") או עודף פקודות קנייה ("ביקוש"), שנמסרו בכתב לפני פתיחת המסחר על ידי נציגיהם של חברי הבורסה, לאחר שכל אחד מהם קיזו אצלו אלה כנגד אלה; ההוראות שקוזזו על ידי חברי הבורסה (המכונים "קיוויים" פנימיים) מבוצעות

* במאן השנתי — גם רווח חשבונאי בגין ההצמדה שהצטברה על איגרות חוב, שטרם נמכרו או נפרעו, לפי עקרון הצבירה.

** על ההגבלות בחוק בנק ישראל ובפקודת הבנקאות ראה בדו"ח זה עמ' 196.

אמנם בשערים הנקבעים באותו יום בבורסה, אך הן מסווגות כ"פעולות מחוץ לבורסה" יחד עם פעולות אחרות, שמותר לחבר הבורסה לבצע מחוץ לכותליה*. בשעת המסחר מכריזים על עודפי הייצע או עודפי הביקוש לפי סוגי איגרות החוב ו"קבוצות" המסחר (ראה להלן); אף אחד מחברי הבורסה אינו יודע על היקף "הקיוונים הפנימיים", שביצעו חברים אחרים.

הנתונים, שהנהלת הבורסה מפרסמת על ההיקף הכספי של העסקאות באיגרות חוב — סיכומים כלליים יומיים ודיווח רבע-שנתי מפורט — מתייחסים לעסקאות המוגדרות כמסחר "במסגרת הבורסה" בלבד, שלא בדומה למסחר במניות, שבגינן מפרסמת הנהלת הבורסה נתונים יומיים. הדיווח היחיד על עסקאות באיגרות חוב מחוץ לבורסה הוא פנימי**, חודשי וכללי, ואין בו הבחנה בין "קיוונים פנימיים" לבין הפעולות המתנהלות מחוץ לכותלי הבורסה. מכאן שבנק ישראל, כשאר הגורמים הפועלים בבורסה, איננו יכול לעמוד על ההיקף הכולל של העסקאות היומיות, ואף לא על כלל העסקאות (לרבות "הקיוונים הפנימיים") המבוצעות בתוך כותלי הבורסה בשעת המסחר ולפי המחירים הנקבעים בה. מתוך הדו"חות החודשיים עולה, לדברי בנק ישראל, שכלל הפעולות חוב המוגדרות כעסקאות מחוץ לבורסה עולה פי שלושה בערך על הפעולות "במסגרת הבורסה".

בשעת המסחר בבורסה נוכחים חברי הבורסה או נציגיהם באולם המסחר, והם יכולים לעמוד על מגמותיו של בנק ישראל בשעה שהוא פועל, שלא בדומה לקוחות, שאליהם מגיעות ידיעות בעניין זה, בדיעבד ובאופן חלקי, באמצעות כלי התקשורת. במסחר בבורסה יש לחברי הבורסה בארץ, כבכל מקום אחר, גם יתרונות אחרים לעומת הציבור הרחב. בין היתר יכולים חברי הבורסה, ובעיקר הכנקים הגדולים, מתוך הוראות הלקוחות, שריכוז בידיהם לפני פתיחת המסחר, לעמוד על הלך הרוח הכללי לפני שהם מגישים את פקודות הקנייה והמכירה שלהם (על חשבון עצמם ועל חשבון המוסדות שהם מייצגים), ואילו הלקוחות, מטבע הדברים, אין להם ידיעות כאלה והם חייבים למסור את הוראותיהם בדרך כלל לא יאחר משעת הסגירה של הבנקים ביום הקודם ומכל מקום תוך הצי שעה מפתחת הבנקים בבוקר.

בבורסה התלאביבית פועלים חברי הבורסה עבור עצמם (עסקאות "נוסטרו") ועבור הלקוחות שלהם, בעת ובעונה אחת, בלא הפרדה ממוסדת בין עסקאות אלה בשעת המסחר, כפי שקיימת בחלק מהבורסות באירופה, ואף בלא דיווח שלאחר המעשה. הדו"חות שחברי הבורסה חייבים למסור להנהלת הבורסה על עסקאות "נוסטרו" שלהם הם דו"חות חודשיים וכלליים בלבד ואין בהם הבחנה בין עסקאות "במסגרת הבורסה" לבין עסקאות המוגדרות כ"עסקאות מחוץ לבורסה" לרבות. כאמור, "קיוונים פנימיים". מכאן שבנק ישראל, ככל גורם אחר הפועל בבורסה, אינו יכול לקבוע, לא בשעת המסחר ואף לא לאחר מכן, באיזו מידה עודפי הביקוש שקלט ועודפי הייצע שסיפק נבעו מפעולות המשקיעים המוסדיים (וביניהן פעולות של חברי הבורסה מתיק "נוסטרו" שלהם) ובאיזו מידה הם נבעו מהוראות של לקוחות (לרבות "המשקיע הקטן").

יוצא, שכיום אין מידע על ההיקף הכולל של הייצע והביקוש ולא פירוט לפי סוג המשקיע. לוא נדרשו חברי הבורסה לדווח באופן שוטף על מחזורי העסקאות, שבוצעו בקיוון פנימי, ועל פעולות "נוסטרו", הן במסגרת הבורסה והן במסגרת "קיוונים"***. היה זה מוסף, ולוא רק בדיעבד, מידע חיוני על ההיקף הכולל של המסחר באיגרות חוב ועל הגורמים העיקריים ליצירת עודפי הייצע והביקוש באותם הימים, שבהם פעל בנק ישראל בהיקף ניכר.

3. החל משנת 1975 עברה הבורסה, בהדרגה, ממסחר באיגרות חוב צמודות מדד לפי שערים לכל סדרה וסדרה לשיטת מסחר לפי "קבוצות תשוואה"; השיטה החדשה באה לקצר ולפשט את תהליך המסחר והיא מאפשרת להשוות השקעה אחת לאחרת. המסחר מתנהל לפי "קבוצות" המורכבות מסדרות של איגרות חוב מאותו סוג, שהונפקו תוך תקופה מסוימת (כיום — רבעון) והנסחרות כאילו כל הסדרות שבכל קבוצה הן סדרה אחת****; עם תום המסחר קובעת הבורסה,

- בעיקר: רכישה במוזמן לחשבון עצמו, רכישת "חבילות" של ניירות ערך ועסקאות המבוצעות בימים, בהם הבורסה סגורה.
- הנהלת הבורסה נערכת לפרסום נתונים חודשיים על המסחר באיגרות חוב "מחוץ למסגרת הבורסה".
- לגבי פרטים נתונים על עסקאות במניות מחוץ לבורסה המליצה ועדת התקנון של הבורסה לאחרונה, שיש להבדיל בין מחזורי העסקאות, שבוצעו בקיוון פנימי, לבין מחזורי העסקאות (ושעריהן), שבוצעו מחוץ לבורסה.
- פעמיים בשנה, בדרך כלל במחצית השנייה של חודש ינואר וחודש יולי, משתנה הרכב ה"קבוצות" (בעיקר של איגרות החוב שזמן פירעון קרוב, שכן אגרות חוב אלה אינן נסחרות ב"קבוצות" אלא לפי כל סדרה וסדרה), ובימים החלת השינוי אין מסחר באיגרות החוב הצמודות.

בעזרת לחות "תשואה/שער", את שערי איגרות החוב – שער לכל סדרה – המתחייבים משיעור התשואה, שבה נסחרה ה"קבוצה" שאליה הן משתייכות.

ה"תשואה", שלפיה נסחרות איגרות חוב צמודות מדד, מייצגת את שיעור ההכנסה השנתית הריאלית (נטו) הצפויה עד מועד הפדיון של האיגרת, והיא מחושבת בהנחה, שהריבית (וההצמדה על הריבית) שתשולם בגין האיגרת תושקע מחדש, מיד עם קבלתה, בתנאים זהים לתנאי האיגרת; לפי הנחה זו מובטחת גם למי שרוכש איגרות חוב בהצמדה חלקית ומחזיק בהן עד לפרעונן הסופי, תשואה ריאלית היובית בכל שיעור של אינפלציה. חישוב שיעור התשואה של כל "קבוצה" וכל סדרה נערך תוך התחשבות בהפרשי ההצמדה, שנצברו עד לממד האחרון הידוע במועד החישוב; לגבי איגרות חוב בהצמדה חלקית מתבססים שיעורי התשואה, שלפיהם מתנהל המסחר בבורסה מאז יולי 1979, על ההנחה, שמדד המחירים לצרכן יעלה בשיעור שנתי ממוצע של 30% עד מועד הפדיון הסופי של האיגרות*. לפי הנחות אלו שיעור התשואה הריאלית של איגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%", הנמכרות במקור בשוויץ הנקוב, הוא 2.26%. לשנה עד לפדיון. לצורך חישוב הכדאיות היחסית של הרכישה במקור לעומת רכישת איגרות חוב הנסחרות בבורסה נהוגים משקיעים מנוסים להביא בחשבון גם את אומדן ההתייקרות, שחל בחודש השוטף; איגרת חוב הנמכרת במקור צמודה למדד חודש ההנפקה (שטרם פורסם), ואילו איגרות החוב הנסחרות בבורסה יצברו הצמדה גם בגין העלייה במדד זה, שכן אין רושמים סדרה למסחר בבורסה אלא לאחר פירסום המדד הבסיסי של ההנפקה**. סדרה, שזה עתה נרשמה למסחר בבורסה והצטרפה לקבוצה קיימת, ייקבע לה שער השווה לשער הסדרה, שהונפקה חודש לפני כן, בניכוי 100% מההפרש במדד הבסיסי.

4. לקוחות רשאים להגיש הוראות קנייה או מכירה, עם הגבלת מחיר או בלעדיה. על פי תקנון הבורסה תנודות השערים של איגרות חוב המותרות ביום אחד הן בגבולות של 3%. יושב ראש מושב הבורסה יכול להחליט על המשך המסחר, מעבר לשינוי זה, בהסכמת כל הגורמים, אך אם עד גבולות אלה לא הושג "מחזור סביר" הוא יכול להודיע על שער של "קונים בלבד" או "מוכרים בלבד", ואז אין מבצעים באותו יום שום עסקה באיגרות החוב שבהן מדובר.

יעדי הפעולות בשוק הפתוח

פעולות הבנק בשוק הפתוח אינן באות לשם השגת רווחים אלא לקידום יעדים כלליים מסויימים. יעדים אלה תוארו על ידי הבנק לפני משרד מבקר המדינה כדלקמן:

בנק ישראל רואה חשיבות עליונה לעידוד החיסכון הפרטי כחלק ממערכת האמצעים הכוללת לריסון האינפלציה ולשיפור מאזן התשלומים. ככל שמגוון אמצעי החיסכון, שיעמדו לפני החוסכים, יהיה גדול יותר כן יגדל, לדעת הבנק, החיסכון הפרטי. בהקשר זה מייחס הבנק חשיבות רבה לאיגרות החוב הממשלתיות כאחד האמצעים מגוון שלם המוצע לחוסכים. הבנק סבור כי לא ניתן לבסס את איגרות החוב הממשלתיות כמכשיר חיסכון חשוב, בלי שיתקיים שוק סדיר למסחר בהן. על רקע זה יש לראות את הפעילות של הבנק בשוק הפתוח.

לדברי הבנק, מידת ההתערבות שלו בשוק המשני מאז שנות השבעים, הייתה במידה רבה פונקציה של שני גורמים:

א. התייחסות הציבור לאיגרות החוב הממשלתיות כהשקעה בטוחה ואיתנה;

ב. הנהגת פקדונות חושב מקומי (פ"ם) אחרי הליבראליזציה במטבע חוץ.

במסגרת יעדים כלליים אלה, ונוסף עליהם, נועדו הפעולות הספציפיות של הבנק בתקופה הנסקרת למלא את התפקידים המפורטים להלן:

* הבורסה מפרסמת כל יום בגיליון השערים שלה את שיעור התשואה של כל סדרה מסדרות איגרות החוב בהצמדה חלקית גם בהנחה של אינפלציה בשיעור אחר (40% ו-20%); עד יולי 1979 התבססו התשואות, שלפיהן התנהל המסחר בבורסה, בהנחה של אפס אינפלציה. והבורסה פרסמה חישובים, שהתבססו על הנחה של אינפלציה בשיעור עד 30% לשנה (עד סוף דצמבר 1978 בשיעור של עד 20%).

** סדרה חדשה נרשמת למסחר בבורסה חודש עד חודשיים לאחר יום ההנפקה (עד פברואר 1978 – ארבעה חודשים לאחר ההנפקה).

א. קידום המכירה במקור. עניינו של הבנק בשוק לאיגרות חוב הוא כאמור תוצאה ישירה של מאמציו לקידום המכירה במקור של איגרות החוב הממשלתיות. איגרות החוב ארוכות המועד הן בדרך כלל המכשיר הזול ביותר לגיוס הון למימון התקציב*, ויש גם השלכות מוניטאריות לגיוס כספים בדרך זו. במסגרת של מילוי היעד הזה פעל הבנק בשנים 1977 ו-1978 לשיקום השוק המשני לאיגרות חוב וברבע האחרון של שנת 1979, עם ההיווצרות של עודפי היצע גדולים בשוק עשה להחזרת אימון הציבור בהשקעה באיגרות חוב.

ב. ויסות שיערי שוק. את שני אלה רואה הבנק כיעדים קבועים של פעולותיו בשוק הפתוח במשך כל ימות השנה.

1. ויסות שיערי בא להגן על ציבור המשקיעים באיגרות חוב ממשלתיות נגד עליות וירידות מקריות בשיערי, בדרך כלל ביום אחד או בתקופה של ימים מעטים. הפעולה מבוצעת, כאשר יש חשש, שעודפי ביקוש או היצע מזעריים יגרמו תנודות שיערי גדולות יחסית, או כשיש פער בלתי מצדק בשיעריהן של איגרות דומות. הפעולות בסוף שנת 1979 בוצעו כדי למתן תנודות חריפות בשיערי, שלדעת הבנק לא היו מבוססות על שיקולים ראציונליים.

2. הבנק פועל לאפשר קיום שוק על ידי מניעת מצב של "מוכרים בלבד" או "קונים בלבד", עקב ההגבלה על תנודות שיערי ביום אחד, שהוזכרה לעיל, וזאת כדי לאפשר לבעלי איגרות חוב ממשלתיות למכור בבורסה בכל עת שירצו.

ג. ויסות הנזילות של הבנקים. מדי פעם בפעם החליטה ועדת השוק הפתוח, שבמסגרת פעולות אלה של הבנק יש מקום להתחשב במצב הנזילות של הבנקים. המדובר בפעולות ויסות שמטרתן להקל על הבנקים, כשנוצרו אצלם בבת אחת גרעונות נזילות גדולים לתקופה קצרה, וכדי להקטין את גרעונות הנזילות ואת הקנסות עליהם, הם נאלצו למכור בשוק איגרות חוב מתוך תיק "בוטטרו" שלהם.

ד. שיקולים מוניטאריים. פעולות בשוק הפתוח המבוצעות בדרך של מכירת איגרות חוב (תוך ספיגת אמצעים נזילים) בתקופה של לחצים אינפלציוניים, ורכישתן בתקופה של שפל כלכלי (תוך הורמת אמצעים נזילים לשוק), הינן מכשיר מרכזי של המדיניות המוניטארית בארצות הברית, באנגליה ובעוד כמה מדינות מערביות. שיקולים מוניטאריים מסוג זה כמעט שלא הדריכו את פעולות בנק ישראל בבורסה בתקופה הנסקרת, להבדיל מתקופה קודמת, שבה עיקר פעולות הבנק בשוק הפתוח התרכזו במלווה קצר המועד.

עמדת הבנק היא, שכאשר הפעולות בשוק הפתוח מתייחסות בעיקר לאיגרות חוב לטוח ארוך הן משפיעות יותר על הרכב תיק הנכסים של הציבור מאשר על נושא האשראי הבנקאי, שהוא המוקד העיקרי של מדיניות מוניטארית בארץ; במדינת ישראל, בנסיבות הכלכליות והתחוקתיות הקיימות, הכלים העיקריים למדיניות מוניטארית הם שיעורי הנזילות, הגבלות על האשראי וקנסות על גרעונות בנזילות**.

ה. "החלפת" איגרות חוב. אחד התפקידים שהבנק ממלא דרך קבע בבורסה הוא מתן שירות לחברי הבורסה המבקשים להחליף איגרות חוב מסדרה אחת באיגרות חוב מסדרות אחרות באותה "קבוצה" (ראה להלן). הבנק רואה בכך גם שירות ללקוחות.

ביצוע הפעולות בשוק הפתוח

סוג הפעולות

במסגרת פעולותיו בשוק הפתוח רוכש הבנק ומוכר איגרות חוב של המדינה בבורסה לניירות ערך בתל-אביב; אין הוא עוסק בניירות ערך אחרים, ופרט למקרים יוצאים מן הכלל, אין הוא נוהג לקשר עסקאות, המוגדרות כ"עסקאות מחוץ לבורסה". עיקר עסקאות הבנק כאמור מתייחסות לאיגרות חוב לזמן ארוך, שמועד פרעונו רחוק — איגרות חוב צמודות מדד ואיגרות חוב מסוג "ברירה כפולה", אך בתקופה הנסקרת עסק הבנק לעיתים גם באיגרות חוב לזמן בינוני, שמועד פרעונו קרוב, או החזיק אותן במלאי עד שהגיע זמן פרעונו.

* על השיעור הריאלי של עליות גיוס הון לאוצר ממקורות שונים ראה בדו"חות השנתיים 29, עמ' 147-28, עמ' 50.
** על ביצוע הוראות הנזילות ראה בדו"ח שנתי 29, עמ' 815.

כאמור, ברוב רובן של העסקאות פועל הבנק "נגד השוק", כלומר קולט עודפי היצע ומספק עודפי ביקוש, זאת, לדברי הבנק, בהתאם למדיניותו, שלא לשנות מגמות במסחר בבורסה. עם זאת במקרים לא מעטים, עם היווצרות עודפי היצע גדולים בשוק, פועל הבנק למנוע שינוי כל שהוא בשערים לעומת השערים שנקבעו ביום המסחר הקודם, תוך רכישת עודפי הביקוש. רכישות אחרות מבוצעות תוך ירידת מחירים בשיעור שנקב בהוראות — בדרך כלל שיעור קטן בהרבה מהשינוי המירבי המותר (3% ליום). מכירת הבנק מבוצעות תוך עליית מחירים בשיעור הנע, בהתאם להנחיות, משינוי מזערי של פחות מ-0.5% עד לשיעור המירבי של 3% או יותר.

בתקופות שבהם מהווה הבנק גורם חשוב בבורסה, הוא פועל בדרך כלל במשך יום אחד כרוכש בלבד או כמוכר בלבד, אך יש שבאותו יום תומך הבנק בשערים של סוגים מסויימים של איגרות חוב ומספק עודפי ביקוש של סוגים אחרים.

"החלפות". פעולה שכיתה של רכישה ומכירה באותו יום מבוצעת כשהבנק מחליף איגרות חוב מסדרה אחת באיגרות חוב מסדרה אחרת באותה "קבוצת תשואה" לפי בקשת חבר בורסה, וזאת באין גורם אחר בבורסה המוכן למלא תפקיד זה ולהחזיק לשם כך מלאי של איגרות החוב הממשלתיות מכל הסדרות. לפי הכללים שקבעה הנהלת הבורסה, אין לקוח רשאי להגיש פקודות קנייה תוך התייחסות לסדרה מסויימת, כשמדובר באיגרות חוב הנסחרות לפי קבוצת תשואה. ההחלפות נובעות אפוא משירות מיוחד, שחבר בורסה מוכן לספק ללקוח המבקש לרכוש איגרות חוב מסדרה מסויימת גם כאשר אין מוכרים בשוק באותו יום איגרות חוב מאותה סדרה, או מפעולות "בוסטרו" של עצמו. עוד קורה, שחבר בורסה פונה לבנק ישראל בבקשה לבצע את עסקת "החלפה" לאחר שביצע בטעות עסקת מכירה של איגרות חוב, שאין ביכולתו לספק, והוא חייב להשיג את איגרות החוב החסרות כדי לתקן את הטעות ביחס לקונה.

חבר הבורסה, שאנו מבצע בנק ישראל עסקה מעין זו, משלם לבורסה את עמלות הקנייה והמכירה כאחד, אך הבנק איננו דורש ממנו תשלום בגין השירות שהוא סיפק לו. שירות זה כרוך ברישומים רבים, וקיימת גם אפשרות שהוא ינוצל לטובת חבר הבורסה שיוזם את העסקה; לדוגמא, בתקופה שלפני יולי 1979, כשהבורסה עדיין חישה את שיעורי התשואה לפי הנחה של אפס אינפלציה עד לפדיון האיגרות, נסחרו באותה קבוצה סדרות, שלחלק מהן היה יתרון יחסי על האחרות.

הבנק הסביר, שהוא העדיף צמצום לעסקאות קטנות בלבד, המיועדות ככל הנראה לשרת רק את הלקוחות, על קביעת תשלום עבור השירות, שעלול לחייב אותו להיענות לכל בקשה; עוד הסביר, שלנציגי הבנק בבורסה ניתנו הנחיות ברורות לברוק כל עסקה ועסקה לפני ביצועה, לאשר עסקאות בהיקף קטן בלבד, לא לקשור עסקאות "החלפה" מיד לפני פרסום מדד או אחריו, וכשמדובר ברוכש הפטור ממס על ריבית, לא לקשור עסקאות כאלה מיד לפני יום "האקס" או אחריו.

ואמנם, מבדיקת הביקורת עולה, ברוב רובם של המקרים היה מדובר בסכומים קטנים יחסית. עם זאת עסקאות אלה הן חדירות למדי, כרוכות בפעולות רישום רבות, ולפי הסברי הבנק, — גם לבדיקות — כל אלה בלא שהעד השני נדרש לשלם לבנק תמורה כל שהיא בעד השירות. על כן, אם יש מקום בכלל לפעולות מסוג זה, מן הראוי, לדעת הביקורת, לגבות בניגון תשלום נאות ולקבוע נוהל, שיהיה בו כדי למנוע אפשרות של גישה שונה לגורמים השונים הפונים לבנק בעניין זה.

בנק ישראל מסר, שבעקבות הביקורת נדון נושא זה והוכנה הצעת נוהל.

החוקת מלאי. כדי לאפשר לו לפעול בבורסה בכל עת מחזיק הבנק מלאי של איגרות חוב ממשלתיות מהסוגים הנסחרים בבורסה. מלאי זה ניוון משני מקורות: איגרות חוב, שנרכשו בבורסה, ואיגרות חוב, שנרכשו במקור מהאוצר — חלקו בחדש ההנפקה וחלקו תוך שנה מיום הרישום בבורסה. ערך השוק של חיק איגרות החוב הסחירות, שהחזיק הבנק בסוף דצמבר 1979, הסתכם ב-10 מיליארד ל" בקירוב.

רכישות במקור. הבנק רוכש ישירות מהאוצר איגרות חוב מכל סדרה וסדרה המונפקת להפצה לציבור; הבנק רואה ברכישות אלה קניית בשוק של ניירות ערך על פי סעיף 46(א) לחוק בנק ישראל*.

הרכישות מבוצעות בשתי דרכים כמפורט להלן: (א) באופן שוטף ו-(ב) תוך שנה ממועד הרישום של אגרת החוב למסחר בבורסה.

(א) עד יולי 1979 נהג הבנק לרכוש בעת ההנפקה סכום קבוע מכל סדרה; סכום זה הוגדל בהדרגה מ-2 מיליון ל"י ל-5 מיליון ל"י. עם התחלת ההנפקה של איגרות חוב במחיר משתנה קבעה ועדת השוק הפתוח, שהרכישה במקור בסדרות החדשות תהיה בשיעור של 2% מכל סדרה, ולא יותר מ-50 מיליון ל"י לסדרה אחת. בדצמבר 1979 נוצר מצב, שלדעת הבנק הצדיק רכישת איגרות חוב מהסדרה שהונפקה באותו חודש בהיקף גדול בהרבה משהתחייב מכללים אלה (פרטים ראה להלן).

(ב) סדרת איגרות חוב חדשה נרשמת למסחר בבורסה בסכום ההפצה בפועל בחודש ההנפקה בתוספת הסכום שהבנק עצמו רוכש; נמידה שסכום זה הינו קטן מסכום ההוצאה** (ובדרך כלל אכן קטן הסכום הרשום למסחר בבורסה במועד האמור מסכום ההוצאה) רשאי הבנק, על פי החלטתה של הנהלת הבורסה, להגדיל את הסכום הרשום למסחר בבורסה עד 20% מהרישום המקורי, בגבולות סכום ההוצאה, וזאת תוך שנה ממועד הרישום המקורי. במסגרת זו נהג הבנק בשנת 1979 לרשום סכומים נוספים למסחר בבורסה במשך התקופה המותרת, ובעיקר מיד לפני תום תקופה זו.

חלק מאיגרות החוב הנוספות, שנרשמו למסחר בבורסה, נמכרו על ידי הבנק עוד לפני הרישום. ברשימת המלאי, שנציגי הבנק נוטלים עמם לבורסה, צוין הסכום הנוסף של האיגרות, שמותר יהיה לבנק להנפיק בגין כל סדרה, ובשעת הצורך מוכן הבנק לספק את הביקוש לסדרות איגרות חוב בסכום העולה על זה שהחויק בפועל. ואכן, מבדיקת הביקורת עולה, שהבנק ביצע פעולות כאלה כ-15 פעמים בתקופה הנסקרת בהסתמך על האפשרות לרשום בעתיד סכומים נוספים בגבולות, שקבעה הנהלת הבורסה.

התשלום לאוצר בגין איגרות חוב הנרכשות במקור בחודש ההנפקה, הוא בסכום שבו מוכרים איגרות חוב למפיץ (דהיינו: מחיר ההנפקה, בניכוי עמלת הפצה). בגין איגרות החוב שנרכשו לאחר חודש ההנפקה שילם הבנק בעבר לפי השווי המתואם ולאחרונה לפי שער הבורסה ביום הרכישה.

חוק מלווה המדינה, תשל"ט-1979 איננו מאפשר לאוצר מכירה במקור במחיר שונה מזה של ההנפקה. על כן הגביל הבנק את הרכישות שלו מהסדרות שהונפקו לפי חוק זה, החל ב-11.7.1979, לחודש ההנפקה בלבד. איגרות חוב מסדרות קודמות, שרכש הבנק מהאוצר לאחר יולי 1979 (ראה להלן) הונפקו לפני כניסתו לתוקף של החוק החדש.

בשנת 1978 הסתכמו הרכישות במקור (במחיר הקנייה) ב-197 מיליון ל"י (שווי נקוב של 199 מיליון ל"י, בניכוי עמלת ההפצה), ובשנת 1979 ב-1,080 מיליון ל"י (שווי נקוב של 870 מיליון ל"י, מזה רכישות בחודש ההנפקה ב-475 מיליון ל"י ורכישות, שבוצעו תוך שנה מיום הרישום בבורסה ב-395 מיליון ל"י).

עסקאות אחרות של בנק ישראל בבורסה. מלבד הפעולות בשוק הפתוח ממלא הבנק בבורסה את תפקיד הסוכן של מספר גופים ציבוריים — האפוטרופוס הכללי, קרן המדע הדו-לאומית ועוד. העסקאות של גופים אלה אינן משתקפות בטבלאות בפרק זה; בספרי הבנק הן מנוהלות בחשבונות נפרדים. הבנק פועל על פי הנחיות של בעלי התיקים, אך הוא גם מיינץ להם איך לפעול, ובמסגרת הנחיות עדיין נותר לו שיקול דעת. נציגי הבנק בבורסה מבצעים עסקאות אלה בד בבד עם הפעולות בשוק הפתוח.

* בעניין זה דנה הביקורת בדו"ח שנתי 16 (עמ' 604).

** דהיינו: סך כל שווייה הנקוב של ההוצאה כפי שפורסם בילקוט הפרסומים.

חלקו של הבנק בהיקף הכספי הכללי של העסקאות היומיות בבורסה נע מאפס בימים, שבהם אינו פועל כלל, ועד ל-40% ויותר באותם הימים, שבהם הוא קולט כמעט את כל ההיצעים. כדי להשלים את התמונה המצטיירת מהנתונים הממוצעים הרבע שנתיים, שהובאו בטבלה 1 לעיל, סיווג משרד מבקר המדינה את העסקאות היומיות של הבנק בבורסה בתקופות הפעילות העיקריות, תוך הבחנה בין שלוש רמות של פעילות: פעילות מרובה, פעילות מתונה ופעילות מועטה.

1. כימי פעילות מרובה הוגדרו אותם ימי מסחר בבורסה, שבהם הגיע חלקו של הבנק במחזור העסקאות לסדר גודל כזה, שהיה בו כדי להשפיע באופן משמעותי על רמת השערים * של איגרות החוב הממשלתיות מאותם סוגים, שבהם הוא עוסק בעיקר (איגרות חוב צמודות, שזמן פרעונן רחוק); כימי פעילות מרובה סווגו אותם ימים, שבהם הגיע חלקו של הבנק במחזור בבורסה באיגרות חוב אלה ל-20% או יותר (משמע, לפחות 40% מהסכום הכולל של העסקאות). בחלק מימים אלה היה הבנק הגורם המכריע בקביעת השערים.

2. כימי פעילות מתונה הוגדרו אותם הימים, שבהם הגיע חלקו של הבנק במחזור בבורסה לסדר גודל קטן יותר, כך שהשפעתו על השערים הייתה מוגבלת.

3. כימי פעילות מועטה הוגדרו אותם הימים, שבהם נקט הבנק מדיניות של אי התערבות, וחלקו במחזור בבורסה הצטמצם לשיעור של אפס עד 3%. בימים אלה ביצע הבנק רכישות ומכירות בהיקף קטן למטרות ויסות גרידא (מניעת תנודות חדות מקריות עקב מחזור קטן), לקיום שוק (כאשר היה מדובר בעסקאות קטנות שחברי בורסה אחרים לא היו מעוניינים בהן) או לשם ביצוע "החלפות".

מבחינת סוג הפעולות, שביצע הבנק בשוק, והיקפן, יחסית לעסקאות בבורסה, מתחלקת התקופה הנסקרת כדלקמן:

1. מאוקטובר 1977 עד פברואר 1979: פרק זמן של פעילות רבה, מזה תקופה של רכישות בעיקר — מאוקטובר 1977 עד יוני 1978 ותקופה של מכירות נטו — מיולי 1978 עד פברואר 1979;

2. ממארס עד אמצע אוקטובר 1979: תקופה של אי התערבות, שבה הצטמצמו הפעולות בעיקר לעסקאות "החלפה" קטנות;

3. מאמצע אוקטובר עד סיום הביקורת בסוף דצמבר 1979: תקופת חידוש ההתערבות בבורסה, שבה הגיעו הרכישות של הבנק להיקף ללא תקדים.

בטבלה 2 שבעמ' הבא, שערך משרד מבקר המדינה, מובאת חלוקת העסקאות היומיות של הבנק בבורסה בתקופות האמורות לפי שלוש רמות הפעילות.

מהטבלה עולה, שהיו הבדלים גדולים ברמת הפעילות של הבנק בין תקופה לתקופה ובתוך התקופה הראשונה שעד סוף פברואר 1979. בעוד שבכמחצית מכל ימי המסחר בבורסה, שמדובר בהם, נמנע הבנק מלהתערב בשוק או שעסק בעיקר בפעולות ויסות בהיקף מוגבל ובפעולות "החלפה" קטנות, הרי ברבע מימי המסחר — באותם 135 ימים, שהוגדרו כאן כימי פעילות מרובה — בוצעו רובן הגדול של פעולות הבנק מבחינת היקפן הכספי.

לעומת זה בתקופת ההתערבות, שהחלה ב-16.10.1979 ונמשכה עד למועד סיום הביקורת בסוף דצמבר 1979, בולט השיעור הגבוה של ימי פעילות מרובה — שני שלישים מימי המסחר שמדובר בהם; בימים אלה בוצעו עסקאות שהיוו 91% מההיקף הכספי של פעולות הבנק באותה תקופה, וסכומן הגיע לממוצע יומי של 117 מיליון ל"י.

מבדיקת הביקורת עולה, שהתערבות מאסיבית של הבנק (בצורת רכישה או מכירה, לפי העניין) הייתה בימים, שבהם היה היצע רב, או ביקוש רב, בעקבות מאורעות מיוחדים שהיה בהם כדי להשפיע על רמת השערים ועל היקף העסקאות המבוצעות בבורסה.

* למען הפישוט מתייחס פרק זה בדרך כלל לשערים. אם כי, כאמור המסחר באיגרות החוב, שמדובר בהן, מתנהל לפי שיעורי תשואה.

עסקאות בנק ישראל בבורסה, לפי רמת הפעילות בתקופות שונות
אוקטובר 1977 עד דצמבר 1979 (במיליוני ל"י וההתפלגות באחוזים)

עסקאות בנק ישראל %	ימי מסחר בבורסה %	עסקאות בנק ישראל בבורסה - רכישות ומכירות (במיליוני ל"י)		מספר ימי המסחר בבורסה	תקופה ורמת הפעילות
		ממוצע ליום	ס"ה		
א. אוקטובר 1977 עד פברואר 1979					
66.3	28.5	21	2,084	98	1. פעילות מרובה
23.3	32.5	7	732	112	2. פעילות מתונה
10.4	39.0	2	328	134	3. פעילות מועטה
100.0	100.0	9	3,144	344	ס"ה
ב. מארס 1979 עד 15.10.1979					
-	-	-	-	-	1. פעילות מרובה
28.5	3.3	14	70	5	2. פעילות מתונה
71.5	96.7	1	176	145	3. פעילות מועטה
100.0	100.0	2	246	150	ס"ה
ג. 16.10.1979 עד 31.12.1979					
91.0	67.3	117	4,312	37	1. פעילות מרובה
8.8	23.6	32	420	13	2. פעילות מתונה
0.2	9.1	1	8	5	3. פעילות מועטה
100.0	100.0	86	4,740	55	ס"ה
ס"ה (א + ב + ג)					
77.4	24.4	47	6,396	135	1. פעילות מרובה
16.1	23.7	9	1,222	130	2. פעילות מתונה
6.5	51.9	2	512	284	3. פעילות מועטה
100.0	100.0	15	8,130	549	ס"ה

הערה: נתונים אלה מבוססים על דיווח יומיומי של בציגי בנק ישראל בבורסה והם שונים במקצת מהסיכומים בטבלה 1, שגלגלו מדויחות של הנהלת החשבונות של מנהל מילות המדינה; השוני נובע בין היתר מהבדל טכני בהצגת הנתונים לסוף החודש.

המדובר בעיקר בימים אלה: לפני ההנפקה הראשונה של איגרות חוב מסוג חדש (בהתחלת התקופה הנסקרת) ואחריה; בימים, שבהם נפוצו שמועות על שינויים בתנאי האיגרות או על האפשרות של הטלת מס רווחי הון; הימים הראשונים לסחירה בבורסה של סדרות, שנמכרו במקורן בסכומים גדולים במיוחד; יום או יומיים לפני פרסום מדד ויום המסחר הראשון לאחר פרסומן, במיוחד כשהשינוי במדד היה גדול (או קטן) מהצפוי; היום הראשון לחידוש המסחר בבורסה לאחר שינוי הרכב ה"קבוצות"; מיד לאחר פרסום ידיעה או בעקבות שמועה, המשפיעה על הציפיות לשינוי בשיעור האינפלציה בטווח הקצר, כגון עליית מחיר הדלק, צמצום הסובסידיות, הקפאת מחירים, הכרזה על תכנית כלכלית חדשה ועוד; מיד לפני שינויים בהנהגה הכלכלית ואחריהם; בימים, שבהם הסתמן מעבר של משקיעים משוק איגרות החוב לשוק המניות או לשוק מטבע חוץ (או להיפך).

להלן תיאור מפורט של ביצוע פעולות הבנק בבורסה, לפי תקופות עיקריות, והרקע להן*:

תאור ההתרחשויות בבורסה מתבסס במידה רבה על המידע שבסקירה השבועית על התפתחויות בשוק הכספים וההון והרו"ח החדשי על התפתחויות בשוק ההון, שהמינהל מוציא.

הרקע לפעולות בתקופה מסוף 1977 עד פברואר 1979

פעולות הבנק בשוק הפתוח בתקופת אוקטובר 1977 עד פברואר 1979 נעשו על רקע המאמץ לשקם את השוק המשני לאיגרות החוב הממשלתיות על מנת לקדם את המכירה במקור.

לאחר שבתקופה פברואר 1974 עד דצמבר 1976 הורעו תנאיהן של איגרות החוב המונפקות במקור נמצא המסחר באיגרות החוב הנסחרות בבורסה במצב של שפל והמכירות במקור הצטמצמו עד מאוד*. כדי להקהות את תחושת אי הוודאות והסיכון לגבי השקעה באיגרות החוב בשנים אלה נקט הבנק מדיניות של תמיכה במחיר האיגרות בבורסה. אף על פי כן ירדה יתרת איגרות החוב, שהחזיק הציבור ב-1976 בשנים 1977.

לקראת סוף שנת 1977 שונחה מדיניות האוצר בשוק איגרות החוב ובעקבות זאת שופרו תנאיהן (ראה להלן). ההחלטה לשפר את תנאי איגרות החוב לציבור נתקבלה לנוכח הסכום הגדול של איגרות חוב, שעמדו לפירעון בשנת התקציב 1978, כולל פירעון איגרות מלווה פיתוח בירה ל-5 שנים, שהנפקתן הופסקה בינואר 1974. עם שיפור תנאי איגרות החוב החדשות ותוך התחשבות, שבתקופה הקרובה יעמדו לפירעון סכומים גדולים, המשיך הבנק במדיניות התמיכה בשערי איגרות החוב בבורסה עד שהשוק התאושש.

תקופת רכישות נטו: אוקטובר 1977 — יוני 1978

בתקופה זו שופרו תנאי איגרות החוב פעמיים (באוקטובר 1977 ובפברואר 1978), השוק המשני עבר לסירוגין מתקופה של שפל לתקופת גאות וחזר חלילה, והבנק פעל רבות לבלום או למתן את התנודות בשערים, בעיקר התנודות כלפי מטה.

בתחילת התקופה, בחודש אוקטובר 1977, חלו שני אירועים, שהשפיעו על שערי איגרות החוב והביאו להתערבות הבנק בשוק. ביום 16.10.1977 הוחל בהנפקת איגרות חוב מסוג חדש, "6% צמוד 80%", בריבית הגבוהה ב-2% מהריבית באיגרות החוב שהנפקתן הופסקה. חששות ציבור המשקיעים מהפסד הון בגין איגרות החוב שבידיהם הביאו להיצע גדול בבורסה בתקופה שלפני יום ההנפקה ואחריו, והבנק קלט חלק ניכר מהיצע זה, כמעט ללא שינוי במחירים. בשלושת השבועות הראשונים של החודש רכש בנק ישראל איגרות חוב בסך 140 מיליון ל"י.

ביום 28.10.1977 הודיע שר האוצר על הצעדים הכלכליים המכוונים "המהפך הכלכלי". תוך ימים ספורים עלו שערי איגרות החוב בבורסה בשיעור של 10% עד 14%, לפי אומדן העלייה שתחול במדד אוקטובר ובמדד נובמבר גם יחד. ב-6 נובמבר החלו להסתמן בשוק עודפי היצע תוך עלייה גדולה במחזור העסקאות, ומגמה זו נמשכה שבעה ימי מסחר רצופים. בתקופה זו קלט הבנק חלק גדול מעודפי הייצע של איגרות החוב, שמועד פרעונן רחוק, ואף מקצת מאלה שמועד פרעונן קרוב. בארבעה ימי המסחר הראשונים מנע הבנק שינוי כל שהוא בשערים תוך תקווה, שניתן יהיה לשמור על הרמה, שאליה הגיעו השערים, אך משנמשך ההיצע במימדים גדולים נקט הבנק קו של רכישה תוך התרת ירידה מודרגת בשערים — ירידה שהגיעה רק בשני הימים האחרונים לפעולות אלה לשיעור של 2% עד 3% ליום. ההיקף הכספי הכולל של איגרות החוב שהבנק רכש בשבעת ימי מסחר אלה, הסתכם ב-258 מיליון ל"י.

משקיעים רבים עברו באותם ימים משוק איגרות החוב לשוק המניות המשגשג ולפיקדונות מטבע חוץ — "פיקדונות תושב" (פת"ם) החדשים, או מימשו את השקעותיהם באיגרות חוב, כדי לכסות משיכות יתר, ששימשו למימון הצטרפותם בימים 31.10.1977 עד 4.11.1977 לתכנית

* הרעת התנאים באותן השנים התבטאה בשורה של צעדים: שיעור ההצמדה למדד הופחת מ-100% ל-90%, ואחר כך ל-80%, תוך הצהרה רשמית, שבמועד רחוק יותר תחול הפחתה נוספת ל-70%; התקופה לפדיון הוארכה; שיעור הריבית הופחת; האפשרות של "כיבוס" האיגרות בוטלה ושיעור המס המנוכה במקור הועלה; בסיס ההצמדה שונה מהמדד האחרון הידוע ל"מדד החודש השוטף" וסחירתן של האיגרות הוגבלה במחצית השנה הראשונה להנפקתן (תקפה זו קוצרה לאחר מכן לארבעה חודשים).

חיסכון בתנאים נוחים במיוחד (הצמדה למדד ספטמבר), שאושרו על ידי האוצר; בעקבות אותו "מבצע חיסכון" אף הבנקים מכרו בשוק איגרות חוב מתיק "נוסטרו" שלהם, כדי להקטין את גרעונות הנזילות הגדולים, שנוצרו אצלם בסוף אוקטובר עקב רכישת יתר של איגרות החוב המיוחדות (צמודות מדד ספטמבר), שהאוצר אישר להם במסגרת הסדר מיוחד*.

בסוף נובמבר 1977 ובתחילת דצמבר עלו שערי איגרות החוב ואילו בשוק המניות חלו ירידות גדולות מאד בשערים לאחר חצי שנה של גיאוח ללא תקדים. בנסיבות אלה החלו קרנות הנאמנות לעבור מהשקעה באיגרות חוב להשקעה במניות, ושוב הופיעו עודפי היצע של איגרות חוב בבורסה. הבנק חידש את הרכישות בשוק, תוך ירידת שערים מזערית בלבד. בסוף דצמבר, לקראת סיום שנת המאזן של הבנקים ושל משקיעים מוסדיים אחרים, שוב עלו שערי איגרות החוב, והבנק סיפק עודפי ביקוש תוך עליית שערים עד 3% ליום.

תנאי ההנפקה של איגרות החוב מסוג "6% צמוד 80%" ופעולות הבנק בשוק הפתוח עד סוף 1977 לא היה בהם כדי להביא למיפנה במכירות במקור: פרט למכירות הגדולות בסוף אוקטובר, מיד לאחר הכרות שר האוצר על השינויים במדיניות הכלכלית, כמעט שלא נמכרו איגרות חוב מהסוג החדש, והציבור העדיף תחת ואח פיקדונות מטבע חוץ (פת"ם). כדי להגדיל את כוח המשיכה של איגרות החוב הממשלתיות ולעודד את החיסכון החליטה ועדת השוק הפתוח, שזה עתה החלה בעבודתה, להמליץ בפני האוצר על שיפור נוסף בתנאי איגרות החוב.

במחצית השנייה של ינואר 1978, עם פרוסום מדד דצמבר, שעלה ב-2%, שיעור קטן מהמחצופה, ומשנפוצו ידיעות על תזכיר פנימי באוצר ובו המלצה להטיל מס רווחי הון על עסקאות לטווח קצר, נוצרו שוב עודפי היצע גדולים בשוק, שאת חלקם קלט הבנק ללא שינוי שער או תוך ירידה עד 1% ליום.

בפברואר אישרה ועדת הכספים את הצעות האוצר להוציא איגרות חוב משלושה סוגים חדשים — "T% צמוד 80%", "ברירה כפולה" וצמודות חולר — בתנאים משופרים ומגוונים**, ביניהם: עלייה באחוז אחד בשיעור הריבית בגין איגרות החוב צמודות המדד; ברירת ההצמדה למדד או לדולר בגין איגרות החוב מסוג "ברירה כפולה"; אפשרות של פידיון מוקדם בתום חמש שנים; ונזילות יותר גדולה, בשל קיצור תקופת ההמתנה עד לרישום האיגרות בבורסה, משישה חודשים לחודש-חודשיים. ב-22.2.1978, יום לפני שהוחל בהנפקת איגרות החוב החדשות, נוצרו בשוק עודפי היצע גדולים של איגרות חוב מההנפקות הקודמות והבנק קלט חלק ניכר מהם, ללא שינוי שער.

בחודש מארס הגיעו למסחר בבורסה, בזה אחר זה, כל הסדרות מסוג "6% צמוד 80%", שהונפקו החל מחודש אוקטובר 1977, והבנק פועל בשוק כדי למנוע ירידה ברמת השערים שלפיהם נסחרו. בחודש זה נמצאו הבנקים בקשיי נזילות וועדת השוק הפתוח החליטה להגדיל את היקף הפעולות לטיפול השערים בשוק.

אולם באפריל חל מפנה והשערים עלו גם ללא התערבות הבנק. בחודש זה הוחל בסחירתם של ראשוני איגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%", בשיעור תשואה נמוך מזה של האיגרות שנמכרו במקור (כלומר במחיר ריאלי גבוה יותר). מצב הנזילות של הבנקים השתפר עקב צעדים אחרים, שנקט בנק ישראל, ואף נוצרו אצלם עודפי נזילות. הבנק כמעט ולא פעל במשך שלושה שבועות עד ה-20.4.1978 — המועד שבו נחתם הסכם המסגרת בין הסדרות העובדים לבין האוצר להקפאת מחירי המוצרים המסובסדים ושירותי הממשלה לחצי שנה. ביום המסחר הראשון לאחר חתימת ההסכם נוצרו בבורסה עודפי היצע גדולים של איגרות חוב צמודות מדד תוך עלייה ניכרת במחזור העסקאות; באותו יום רכש הבנק כמעט את כל איגרות החוב לזמן ארוך, שעמדו למכירה, תוך ירידת שערים של 1%-2%, ובסך הכל איגרות חוב בסכום של 41 מיליון ל"י. למחרת היום נמסר על ביקוש רב למניות. הבנק המשיך עד סוף החודש לבלום את מגמת הירידה בשערי איגרות החוב.

בחודש מאי שוב נוצרו עודפי ביקוש והשערים עלו, במיוחד לאחר פירסום מדד אפריל, שעלה במידה יותר גדולה מהמחצופה (ב-5.5% לעומת ציפיות לעלייה של 3% עד 3.5%). על כן הוטממה פעילות הבנק בבורסה בחודש מאי ובמחצית הראשונה של חודש יוני.

* בעניין זה ראה ד"ר שנת 29. עמ' 836.

** ראה ד"ר זה עמ' 147.

בחדש יוני שוב הפתיע המדד, והפעם בכיוון הפוך: מדד מאי עלה ב-1.8% ואילו בשוק רווחה הערכה של עלייה בשיעור של 3% עד 4%. שוב קלט הבנק את רוב עודפי ההיצע, שנרשמו בגין איגרות החוב שזמן פירעונן רחוק, תוך ירידת שערים של 1.5% עד 3% בשבוע האחרון של החודש פעל הבנק לבלאימת כל ירידה נוספת בשערים.

תקופת מכירות נטו: יולי 1978 — פברואר 1979

במחצית השנייה של שנת 1978 הלכו וגברו הציפיות לגידול קצב האינפלציה; הבר זה הביא לעליית רמת השערים בבורסה ומתוך כך גם למפנה במכירות במקור. בבורסה עלו במיוחד שערי איגרות החוב מסוג "4% צמוד 100%". על כן לא היה צורך עוד לתמוך בשערים של איגרות החוב מסוג זה, והבנק אף סיפק לשוק, מתוך המלאי שהצטבר אצלו, חלק מעודפי הביקוש שנוצרו. עם זאת נמשכה מדיניות התמיכה באיגרות החוב הצמודות 80% למדד ובאיגרות חוב מסוג "ברירה כפולה" עד לסוף דצמבר, כאשר התחילו להיווצר עודפי ביקוש גם לאיגרות חוב אלה.

בסוף יולי 1978 נסחרו איגרות החוב, שהונפקו בחודש הקודם ושעליהן לא הצטברה עוד הצמדה (עד אז פורסם המדד הבסיסי בלבד של איגרות אלה), בשער, ששיקף את מרבית העליות במדד לשני החודשים יולי ואוגוסט (שפורסמו לאחר מכן באוגוסט ובספטמבר) — ועל כן חלה הרחבה ניכרת במכירות במקור. כאמור, בתקופה זו ועד יולי 1979 הונפקו כל איגרות החוב של המדינה במחיר אחיד של 100 — דהיינו, בשוויון הנקוב — ובגן ישראל, בתיאום עם האוצר, נהג לספק את כל הביקוש לאיגרות החוב במחיר זה עד ליום האחרון של החודש ועד בכלל. באוגוסט פתח הבנק במיבצע פרסום לעידוד מכירתן של איגרות חוב ממשלתיות לציבור; עד אז התיקף הכספי של המכירות החדשות של איגרות חוב לציבור עדיין היה קטן מהפדיונות בגין איגרות חוב, שהונפקו לציבור בעבר. באוקטובר, עם סיום תקופת "ההקפאה" של המחירים והמיסים, שעליה הוסכם עם ההסתדרות באפריל, וערב שלושת חודשי השיא של הפירעונות האחרונים של סידרות מלווה פיתוח ברירה, הגיעו המכירות במקור של איגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%" התיקף ללא תקדים של חודש אחד: כ-2.2 מיליארד ל"י.

מאמצע יולי עד אמצע דצמבר 1978 מכר הבנק בבורסה, מתוך המלאי שנרכש קודם, איגרות חוב בסך 540 מיליון ל"י, רובן מסוג "4% צמוד 100%", תוך עליית שערים, שנעה מפתח מ-1% ועד 3% ליום ולעיתים אף יותר. בכל אחד מחודשים אלו היו מספר ימים, שבהם נוצרו עודפי ביקוש גדולים במיוחד, שבחלקם סופקו על ידי הבנק. בין הגורמים לכך היו: פרסום מדד יוני ומדד ספטמבר, שעלו בשיעור גבוה מזה שהיה חוזי בשוק ערב פרסומם; חתימת הסכם תוספת יוקר באוקטובר; העלאת מחירי הדלק, המים והחשמל באוקטובר; מעבר משוק המניות במחצית השנייה של נובמבר ושימועות שווא, שנפוצו בתחילת דצמבר, שהאוצר עומד להוריד את שיעור ההצמדה על איגרות חוב חדשות ל-70%. היו ימים בהם סיפק הבנק את כל או חלק גדול מהביקוש לאיגרות חוב מסוג "4% צמוד 100%". ובכך מנע רישום שער של "רוכשים בלבד". המשקיעים, ובמיוחד המשקיעים הקטנים, העדיפו איגרות חוב אלה והן נסחרו ברמת תשואה שלילית. נוצר פער גדול, שלדעת הבנק היה בלתי מוצדק, בין רמת התשואה, שבה נסחרו איגרות חוב אלה לבין רמת התשואה, שבה נסחרו איגרות החוב מהסוגים שהבנק הנפיק לציבור באופן שוטף — "7% צמוד 80%" ו"ברירה כפולה" — ושכנגדן המשיך הבנק לקלוט עודפי היצע מדי פעם.

בחדש נובמבר הורגשה האטה במכירות במקור, ואילו תשלומי האוצר בגין איגרות החוב, שזמן פירעונן הגיע, גדלו. על רקע זה, ולאור הסכומים הגדולים עוד יותר, שעמדו לפני פירעון בחודשים דצמבר וינואר, החליטה ועדת השוק הפתוח בישיבתה מיום 11.11.1978 להעמיד במקום מרכזי את נושא שיקום שוק איגרות החוב. בין השיקולים, שמן הראוי היה, לדעת הוועדה, להתחשב בהם, הוצע גם על מצב הנזילות של הבנקים. בישיבתה הבאה, כ"ב 8.12.1978, תורה הוועדה על החלטתה, שלא לשנות את קו הפעולה שנקט, עד סיום מועד הפירעונות הגדולים בחודש ינואר 1979.

מדד נובמבר, שפורסם ב"15.12.1978, עלה ב-6.2% — שיעור גדול מן המצופה. אף על פי כן נוצרו בשוק עודפי היצע של איגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%", בין היתר משום שמשקיעים

העדיפו לממש רווחים ולעבור לשוק המניות ומשום שהבנקים צמצמו בחודש זה את גירעונות הנזילות שלהם (בנק ישראל החליט או להעלות את שיעור הקנס על גירעונות בנזילות). החל מ־20 בדצמבר ועד סוף החודש נרשמו למסחר בבורסה רוב רובן של איגרות החוב, שהונפקו בחודש אוקטובר בסכומים גדולים במיוחד. החל מ־19 בדצמבר, לראשונה מזה שישה חודשים, גדלו באופן משמעותי עודפי ההיצע, שהבנק קלט; במשך ארבעה ימי מסחר רצופים רכש הבנק איגרות חוב בסך 118 מיליון ל"י, מזה 46 מיליון ל"י מהסדרות, שהונפקו בחודש אוקטובר; חלק מרכישות אלה בוצעו ללא שינוי שער, והיתר תוך ירידה של 0.5% עד 1% ליום. באותם הימים המשיך הבנק לספק עודפי ביקוש לאיגרות חוב מסוג "4% צמוד 100%".

מיד לאחר פעולות רכישה אלה ועד לסוף דצמבר, שהוא סוף שנת המאזן של רבים מהמשקיעים המוסדיים, שוב חל מפנה בשוק ונתהוו עודפי ביקוש גם לאיגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%", שהבנק סיפק תוך עליית שערים של 1%—1.5 ליום. עלייה זו יצרה עדיפות לרכישה במקור על פני הרכישות בבורסה, ובימים האחרונים של השנה נמכרו איגרות חוב במקור בסכומים גדולים.

מגמת העלייה של השערים נמשכה במחצית הראשונה של ינואר 1979 והבנק המשיך לספק עודפי ביקוש ועל ידי כך למתן את שיעור העלייה. אף על פי כן, משפורסם מדד דצמבר, שעלה ב־3.4% בלבד בעוד שהיו ציפיות לעלייה של 4% לפחות, שוב נוצרו בשוק עודפי היצע גדולים של איגרות החוב מכל הסוגים הנסחרים בבורסה. ביום 17.1.1979, יום המסחר הראשון לאחר פרסום המדד, שהיה יום חידוש המסחר לאחר הפסקה של יום אחד עקב שינויים בהרכב ה"קבוצות", קלט הבנק כמעט את כל איגרות החוב ארוכות הטווח, שנמסרו למכירה באותו יום במסגרת הבורסה; הרכישות אלה, שהסתכמו ב־99 מיליון ל"י (מזה 50 מיליון ל"י איגרות חוב, שהונפקו בחודשים אוקטובר ונובמבר 1978), בוצעו תוך ירידת שערים עד 1.5% בגין איגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%" ושל 2.5% עד 3% בגין איגרות חוב מסוג "4% צמוד 100%". יום לפני כן (שבו, כאמור, לא התנהל מסחר באיגרות חוב בורסה) החליטה ועדת השוק הפתוח, כי לאחר שהשוק התאושש יש להמעיט במקצת בהתערבות של הבנק ולהתיר תגודות יותר גדולות במחירי איגרות החוב, הן כלפי מעלה והן כלפי מטה.

במחצית השנייה של ינואר ובמחצית הראשונה של פברואר 1979 המשיך הבנק למלא תפקיד פעיל בבורסה, אם בקליטת עודפי היצע ואם בסיפוק עודפי ביקוש, ובכך פעל למיתון השינויים היומיומיים בשערים ולהקטנת הפער בתשואות בין איגרות החוב הצמודות למדד ב־100% לבין אלה הצמודות בשיעור 80% ו־90%. המדד, שפורסם בחודש פברואר, עלה הפעם בשיעור יותר גדול מהמצופה (ב־4.9% לעומת ציפיות לעלייה בכ־3%); ביום המסחר הראשון לאחר פרסומו סיפק הבנק עודפי ביקוש בסך 76 מיליון ל"י, תוך עליית מחירים של 3% ואף יותר, ובכך מגע מצב של "קונים בלבד". הבנק הוסיף לפעול לסירוגין בבורסה עד הימים האחרונים של פברואר.

בשבוע האחרון של פברואר, בעקבות העלאה ניכרת במחירי הדלק בארץ והציפיות לעליית מחירים בשיעור גבוה בחודשים הבאים, חל מפנה לטובה במכירת איגרות חוב במקור, והבנק מכר לציבור באותו שבוע איגרות חוב בכ־2 מיליארד ל"י. במשך חודש פברואר עלו שערי איגרות החוב בבורסה בכ־7%, שיעור גדול במידה ניכרת משיעור עליית המדד בגין חודש זה (2.4%).

למרות ההיקף הניכר של הפעולות בבורסה בחודשים דצמבר 1978 — פברואר 1979, שנודעו בחלקן להקטין את הפער בתשואות, שלפיהן נסחרו בשוק איגרות החוב מסוג "4% צמוד 100%" ואיגרות החוב בעצמדה חלקית, הרי בסוף חודש פברואר היה פער זה גדול יותר מאשר בתחילת דצמבר, עקב עלייה נוספת ברמת השערים של איגרות החוב הצמודות ב־100%, שנסחרו עוד בתחילת התקופה בתשואה שלילית. רק בחודשים מארס ואפריל השתנה המצב, והפער הלך וקטן.

כאמור, עוד בחודש הקודם, עם סיום שלב הפדיונות האחרון של איגרות החוב מסוג מלווה פיתוח ברירה, החליטה ועדת השוק הפתוח להקטין את מעורבותה בבורסה. בין הגורמים שהשפיעו על קבלת החלטה זו, היו ציפיות ליתר מעורבות של הבנקים במסחר באיגרות חוב, לאחר שבמסגרת תכנית החיסכון "עד 120", שהונהגה בדצמבר 1978, חוייבו הבנקים להשקיע 23% מהצבירה באיגרות חוב הנסחרות בבורסה (ולא פחות מ־13% מהצבירה במילווות מדינה סחירים). היה בכך נסיון לשוב ולהפעיל את הבנקים כגורם בוויסות המסחר באיגרות חוב בבורסה, תוך

שימוש בכספי חיסכון המופקדים אצלם, לאחר שמסוף שנת 1975 לא הותר להם להשקיע באגרות חוב סחירות יותר מ-8% מהצבירה*.

תקופת אי התערבות : מארס 1979 עד אמצע אוקטובר 1979

החל מחודש מארס 1979 כמעט שלא התערב הבנק בבורסה במשך שבעה וחצי חודשים. הפעולות היו מינימויות בשוק הפתוח: התייחסו בעיקר לעסקאות "החלפה" בסכומים קטנים. כן סיפק הבנק מדי פעם עודפי ביקוש על מנת למנוע היווצרות שער של "קונים בלבד". בפרק זמן זה רק בימים בודדים הגיעו פעולות אלה לשיעור העולה על 3% מהמחזור בבורסה, כפי שניתן לראות מטבלה 2 לעיל, ובדרך כלל הן לא הגיעו ליותר מ-1% עד 2%.

עד ספטמבר הייתה זו תקופה של גשוג במסחר באגרות חוב, בעיקר מהסוג "7% צמוד 80%". עקב רמת השיעורים הגבוהה והצפיפות, ששיעור האינפלציה ילך ויגדל, גבר גם היקף ההפצה במקור הן למשקיעים מוסדיים והן למשקיעים אחרים — הציבור הרחב וגורמים עסקיים שלא בענף הפינאנסי. שראו באגרות החוב הצמודות גם השקעה לזמן קצר. כאמור, עד חודש יולי הונפקו אגרות החוב בשער אחיד של 100 במשך כל חודש ההנפקה. קרנות הנאמנות, שהשקיעו סכומים גדולים באגרות חוב צמודות מדר, נהגו להשקיע במשך החודש במטבע חוץ ולרכוש אגרות חוב במקור או בשוק בסוף החודש.

בחודש יולי 1979, לאחר שהדבר התאפשר על ידי חקיקה חדשה** שהאוצר ובנק ישראל יזמו, החל הבנק להנפיק אגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%" בשערים משתנים: ביולי — בשער של 100 עד 104, באוגוסט — בשער של 100 עד 105, ובספטמבר — בשער של 100 ו-101. בחודשים יולי ואוגוסט הייתה השפעה הדדית בין שערי אגרות החוב הנסחרות בבורסה לבין שערי המכירה של ההנפקות במקור. אלה ואלה הושפעו מההתפתחויות במשק, כגון עליית מחירי הדלק בחודש יולי וצמצום הסובסידיות בחודש אוגוסט, שיצרו ציפיות להגדלת שיעור האינפלציה בחודשים אוגוסט וספטמבר. המכירות במקור הגיעו לשיא בחודש יולי, כשאגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%" נמכרו בסכום של 4 מיליארד ל"י. בסוף יולי האמירו השערים של אגרות חוב מסוג זה לרמה גבוהה מאד: אגרת חוב, שהונפקה בחודש הקודם וטרם צברה הצמדה, נסחרה בשעה של 111.0; מדד יולי שפורסם באוגוסט עלה ב-5.5%.

בחודש ספטמבר חלה האטה בבורסה במגמת עליית השערים של אגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%". עם פרסום מדד אוגוסט, שעלה ב-8.4%, הופיעו עודפי היצע גדולים, שגרמו ירידת שערים. משקיעים רבים ביקשו לממש את השקעותיהם באגרות חוב ולעבור להשקעה במטבע חוץ; חששות הציבור משינוי אפשרי במדיניות הליברליזציה גרמו לבהלת מטבע חוץ. במשך החודש כולו, לראשונה מאז ינואר 1979, שיעור העלייה בשערי אגרות החוב הנסחרות בבורסה פיגר במידה ניכרת אחרי שיעור עליית המחירים.

התפתחות זו היה בה, בתלקה, משום איזון של רמת השערים לאחר שבחודשיים הקודמים, ובמיוחד בחודש יולי, נסחרו אגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%"*** ברמת שערים גבוהה מאוד. השערים בסוף ספטמבר, שלפיהם נסחרו רוב הסדרות של אגרות חוב אלה, היה בהם כדי לכסות 100% מההפרש בין מדד ההנפקה לבין מדד אוגוסט ועוד כ-6.5% (להלן "שיעור עדכון ההצמדה"), שיעור קטן ב-1.5% משיעור העלייה במדד ספטמבר שפורסם 15 יום לאחר מכן. שיעורי "עדכון ההצמדה", שהשתקפו בשערים בבורסה בסוף יולי ובסוף אוגוסט, היו כ-11% ו-12% בהתאמה, דהיינו יותר גבוהים מעליית המדד בפועל.

במחצית הראשונה של חודש אוקטובר חלה עלייה קטנה בלבד בשערי אגרות החוב ולמחרת פרסום מדד ספטמבר, שעלה ב-8%, נוצרו בבורסה עודפי היצע גדולים. באותו יום התחיל הבנק, שעד אז נמנע מהתערבות בבורסה, לפעול שוב כדי לעצור או למתן את ירידת השערים.

* הצעד הראשון לחייב את הבנקים לחזור ולהשקיע כספי חיסכון באגרות חוב סחירות נקט באפריל 1978, כשנפתחה תכנית החיסכון "ברירה דולרית" והבנקים חויבו להשקיע 40% מהצבירה באגרות חוב סחירות מסוג "ברירה דולרית (ולא פחות מ-20% מהצבירה במלוח המדינה).

** חוק מלווה המדינה, תשל"ט—1979 והתקנות שפורסמו ביום 8.7.1979. החוק מאפשר לאוצר גם להתקין תקנות בדבר דרכי עריכת מכרו למכירת אגרות חוב; האוצר לא אימץ שיטה זו.

*** התייחסות להלן תהיה לאגרות חוב מסוג זה, שבהן התרכזו רובן המכריע של עסקאות הבנק ברבע האחרון של 1979 אלא אם כן יציין אחרת.

תקופת חידוש הפעולות, שהחלה באמצע אוקטובר, נמשכה עד מעבר לתחילת 1980. בפרק זמן של 11 השבועות הנסקר כאן התערב הבנק במסחר בבורסה ב־50 מתוך 55 ימי המסחר; בימים שבהם פעל הבנק הגיעו עסקאותיו לכ־100 מיליון ל"י ליום בממוצע, ובאחד הימים — ל־400 מיליון ל"י. המחזור היומי הממוצע בבורסה בתקופה זו היה גדול פי שלושה מזה שבחודשים הקודמים, וחלקו של הבנק בו הגיע לכ־25%, משמע — כמעט למחצית נפח העסקאות. עיקר הפעולות לבלימת הירידה (הריאלית) בשערים ולמיתונם ביצע הבנק בדרך של קליטת עודפי היצע; היו ימים שבהם קלט הבנק כמעט את כל עודפי ההיצע שנוצרו. משהסתמנה שוב מגמת עלייה בשערים, בעיקר בדצמבר, סיפק הבנק עודפי ביקוש על מנת למתן את שיעורי העלייה. בחודשים אוקטובר ונובמבר עלו רכישות הבנק בשוק במידה רבה על מכירותיו בשוק, ואילו בחודש דצמבר עלו המכירות. במקצת על הרכישות. הרכישות (נטו) של הבנק בבורסה בתקופה 16.10.1979—31.12.1979 הסתכמו ב־2 מיליארד ל"י. בתקופה זו כמעט שלא נמכרו במקור איגרות חוב ממשלתיות מהסוגים הנסחרים בבורסה.

הרקע. הבנק הסביר, שיש לראות תקופה זו על רקע ההחרפה במגמת הירידה הריאלית של השערים בבורסה, שחלה מיד לאחר פרסום מדד ספטמבר, ב־15 לאוקטובר, אחרי שבשני החודשים אוגוסט וספטמבר איגרות החוב בהצמדה מלאה למדד — ובחודש ספטמבר גם איגרות החוב בהצמדה חלקית — עלו בשיעור יתר נמוך מהמדד, בלא שהבנק התערב. המשך פעולות ההתערבות של הבנק והרחבתן באו על רקע אוירת היאוש, ששררה בשוק עקב המגמות שהסתמנו בשערי איגרות החוב מצד אחד ואי הוודאות לגבי הצעדים, שהאוצר בהנהגתו של שר חדש, עומד לנקט מצד שני. הציבור חשש הן מהטלת מס רווחי הון או פגיעה רטרואקטיבית אחרת במחזיקי איגרות חוב והן מביטול חלקי של הליבראליזציה במטבע חוץ. אמנם חששות אלה נתבדו למעשה, אך אותה תקופה הן גרמו מכירה בהולה של איגרות חוב בשוק וביקוש בהול למטבע חוץ. הבנק העריך אז, שהייתה סכנה של הירדרדות, שיכולה הייתה להביא למעגל מוכרים הולך ומתרחב ולפגוע קשות באימון הציבור באיגרות החוב הממשלתיות, שבהן רואה הבנק מכשיר חשוב לעידוד החיסכון הפרטי.

על כן בתקופה זו נקט הבנק קו, שנועד להרגיע את מחזיקי איגרות החוב (א) על ידי קניות בשוק לשם תמיכה בשערים ו(ב) על ידי מסירת הודעות לציבור; בנובמבר, כאשר נפוצו שמועות, שבנק ישראל עומד לשנות קו זה, הצהירו הנגיד והמנחה לנגיד במפורש, שהבנק לא יחדל לתמוך באיגרות החוב, ובתקופה כולה אף נתן הבנק פומבי, באמצעות כלי התקשורת, לפעולות התמיכה היומיומיות שלו בשוק איגרות החוב.

הביצוע. בימים הראשונים של תקופה זו נקט הבנק קו, שאיפשר ירידה מבוקרת בשערים; במסגרת זו ביצע עד סוף אוקטובר רכישות בכ־565 מיליון ל"י תוך ירידת שערים שהגיעה ל־0.5% עד 1% ליום. לקראת סוף חודש אוקטובר התאושש השוק זמנית והשערים עלו בכדי 4%, לאחר שפורסמו ידיעות, שצפויה התייקרות של המוצרים המסובסדים ושל הדלק. משעלו השערים בשוק פעל בנק ישראל נמרצות למנוע ירידה חוזרת בהם, על ידי רכישת עודפי היצע בסכום כולל של כ־625 מיליון ל"י בארבעת ימי המסחר הראשונים של נובמבר, ללא שינוי בשערים; ההוראות לנציגי הבנק בבורסה באותם הימים היו לקלוט כל היצע בלי שינוי בשערים בכל השוק. היו אלה הימים, שבהם הגיעה לשיאה תחושת חוסר הוודאות של הציבור בדבר עתיד איגרות החוב הצמודות.

ביום ה־6 לנובמבר הצהיר שר האוצר המיועד, ערב כניסתו לתפקיד, שלא יפגע באיגרות החוב הצמודות. למחרת החל הבנק לפעול בבורסה כיוזם ("לידר"): משמע, לפעול לעליית שערים על ידי "הכנסת ביקושים" (מסירת פקודות קנייה לפני פתיחת המסחר); הבנק אף נתן פומבי לכך באמצעי התקשורת.

ועדת השוק הפתוח החליטה, שעל הבנק לפעול בדרך זו, בין היתר, כיוון שמצאה, שהפער בין התשואות של איגרות החוב הנסחרות בבורסה לבין התשואה של איגרות החוב הנמכרות במקור היה גדול מדי. בשלושת הימים הראשונים לפעולות אלה, מיד לאחר הצהרת שר האוצר, כמעט שלא היה צורך בהן, כיוון שממילא נוצרו עודפי ביקוש, והבנק מכר, נטו, איגרות חוב בכ־125 מיליון ל"י, תוך עליית שערים מצטברת בשיעור של 9%—10%. ביום המסחר הרביעי נמנע הבנק מפעולות אלה בתקווה שיווצרו עודפי ביקוש, אך עם זאת ניתנו הוראות, שאם ייווצרו עודפי

היצע יש לקלוט את כולם תוך שמירה על השערים הקיימים. באותו יום קלט בנק ישראל איגרות חוב בכ" 96 מיליון ל"י (נטו), כשהרכישות מתבצעות ללא שינוי שער. למחרת ובארבעת ימי המסחר שלאחריו חזר הבנק לפעול כ"לזדר" ורכש איגרות חוב בסכום כולל של 180 מיליון ל"י (נטו), תוך עלייה קלה בשערים — עד 0.5% ליום. פעולות אלה של ייזום ביקושים, שנמשכו בסך הכל שמונה ימים, הופסקו לאחר ה־19 לנובמבר, ועד לסיום תקופת הביקורת לא חזר הבנק לפעול בדרך זו.

ב־20 בנובמבר נוצרו בבורסה עודפי ביקוש גדולים לאיגרות חוב צמדות מדד, לאחר שבערב הקודם הודיע שר האוצר על ביטול חלק גדול מהסובסידיות. באותו יום מכר הבנק בבורסה איגרות חוב ב־200 מיליון ל"י, תוך עלייה של 2% עד 2.5% בשערים, אך למחרת שוב נוצרו עודפי היצע, שאת רובם — בסך 140 מיליון ל"י — קלט הבנק, ללא שינוי שער. במשך שלושה ימי מסחר נוספים נוצרו עודפי היצע גדולים מאד ובנק ישראל קלט את רובם, בסכום כולל של כ־760 מיליון ל"י, תוך ירידה מצטברת בשערים עד 5%. בין הגורמים, שהביאו להיצע הגדול היו: השמועות שבנק ישראל עומד להפסיק לתמוך בשערי איגרות החוב; הצורך של קרנות הנאמנות למכור בשוק נכסים בסכומים ניכרים כדי לפדות תעודות *; העובדה שאצל הבנקים המסחריים הצטמצם הצורך להשקיע כספי חיסכון באיגרות חוב בשל הירידה בגיוס חיסכוניות לאחר "המבצע" מחדש ספטמבר, שבמסגרתו הוצעו לציבור החוסכים תנאים משופרים ומיוחדים; התופעה החוזרת של מעבר מהשקעה באיגרות חוב להשקעה בנכסים פינאנסיים אחרים, ובעיקר בפקידונות מטבע חוץ (פת"ם) ותחושה גוברת של מצוקת האשראי במשק בגלל ייקורו ובגלל הקפאת האשראי הבנקאי, שעליו הודיע שר האוצר ביום 19.11.1979 ושנכנס לתוקפו, לתקופה של שלושה חודשים, עם החלטת בנק ישראל למחרת היום. באותם הימים נמסרו גם איגרות חוב ממקורות בנקאיים למכירה בבורסה כדי לממן חלק מרכישה חוזרת מבנק ישראל — מחוץ למסגרת הבורסה — של איגרות חוב בלתי סחירות בסך 177 מיליון ל"י (איגרות אלה, שימשו לכיסוי תכניות חיסכון בשנים קודמות ונרכשו על ידי בנק ישראל חודשיים לפני כן, לפי בקשת האוצר).

בישיבתה מיום 30.11.1979 אישרה ועדת השוק הפתוח את המשך המדיניות של מניעת התפתחויות בלתי מבוקרות בשוק המשני העוללות לפגוע בנטייה של הציבור להמשיך להחזיק איגרות חוב ואף לרכוש איגרות חוב חדשות, אך זאת מבלי לשנות את מגמת השוק. בהחלטות הוועדה נאמר, שהתערבות מכוונת להחלקת תנודות חריפות מדי, בעיקר כאשר מקורן בבהלת שווא והן אינן מבוססות על שיקולים ראציונאליים, ושפעולות הבנק בשוק הן אמצעי להגביר את איתנות הציבור באיגרות החוב של המדינה וליצור תחושה של השקעה בטוחה ואיתנה. הוועדה החליטה שאם בדצמבר יופיעו עודפי היצע גדולים, יש להרשות ירידת שערים מבוקרת, מתוך ציפייה, שהתפתחות כזו תביא לשוק את המשקיעים המוסדיים, וביניהם את קופות הגמל, שבאותה תקופה עמדו לפני קבלת היתר מהאוצר לסחור בבורסה באיגרות חוב סחירות, במסגרת ההשקעה המאושרת**.

ביום המסחר האחרון של נובמבר, לאחר הפוגה קצרה של יומיים, שבהם עלו השערים בכ־1%, שוב נוצרו עודפי היצע ומ־29 בנובמבר עד ה־9 בדצמבר רכש הבנק איגרות חוב בכ־555 מיליון ל"י (נטו), כמעט ללא שינוי בשערים, בימים שלפני פירסום המדד ב־15 לחודש סיפק הבנק עודפי ביקוש בסכום כולל של 215 מיליון ל"י (נטו), תוך הגבלת העלייה בשערים לכ־1% ליום. אך מיד לאחר פירסום מדד נובמבר, שעלה ב־9.7% לעומת ציפיות בשוק לעלייה של כ־11%, נוצרו שוב עודפי היצע. במשך שלושה ימי מסחר נוספים שב הבנק וקלט עודפים אלה כדי למנוע ירידת שערים. בשיעור גדול מ־1% ליום; ההיקף הכספי של איגרות החוב שרכש הבנק הסתכם ב־185 מיליון ל"י (נטו). שערי איגרות החוב בימים שלאחר פירסום מדד נובמבר לא עלו על הרמה (הנומינאלית) שאלה הגיעו מיד לאחר ביטול הסובסידיות חודש לפני כן, ורמתם הריאלית הייתה אף נמוכה מהמחירים המקבילים ב־16.10.1979, כאשר חידש הבנק את מעורבותו בשוק.

* נתוני בנק ישראל מצביעים על הזרמת מומגנים שלילית של 2.3 מיליארד ל"י בקרנות הנאמנות בהודשים אוקטובר ונובמבר 1979.

** עד ינואר 1980 הותר לקופות, במסגרת ההשקעה המאושרת, לרכוש אגרות חוב בבורסה, אך לא למכורן.

העלאת מחירי הדלק בארץ ב-19.12.1979 ומעורבות מגוברת של המשקיעים המוסדיים לקראת סוף שנת המאזן הביאו ליצירת עודפי ביקוש בשוק תוך עלייה הולכת וגדלה במחזור בבורסה*. הבנק סיפק חלק מביקוש זה, בסכום כולל של כ-435 מיליון ל"י (נטו), תוך עליית מחירים בשיעור של 1% עד 3% ליום.

מראשית דצמבר עד סופו עלו השערים ב-13% בקירוב. רובה הגדול של העלייה חלה בשליש האחרון של החודש, כשהמסחר בבורסה עמד בסימן רכישות "סוף השנה" של המשקיעים המוסדיים.

בסך הכל רכש בנק ישראל בבורסה במשך 11 השבועות הנסקרים איגרות חוב ב-3.4 מיליארד ל"י ומכר איגרות חוב ב-1.4 מיליארד ל"י. הייתה בכך הורמת כספים נטו, לציבור, בסכום כולל של כ-2 מיליארד ל"י; חלק מסכום זה הושקע בנכסים פינאנסיים חלופיים, אם כי נזילים יותר (פיקדונות פת"ם). הבנק פעל כאן במסגרת סמכותו ולפי שיקוליו הענייניים: מניעת פגיעה באימון הציבור באיגרות החוב הממשלתיות ובתפעולו הסדיר של השוק לניירות ערך אלה. אין זה מסמכותה של ביקורת המדינה לשים על כף המאזניים שיקולים אלה של הבנק לעומת ההשפעה המוניטארית הישירה של הפעולות האמורות.

איגרות חוב במקור. השפל בבורסה בתקופה הנדונה וצמצום הביקוש של המשקיעים המוסדיים נתנו את אותותיהם במכירות נמקור; המכירות של איגרות חוב חדשות מסוג "7% צמוד 80%", שהונפקו בשלושת החודשים אוקטובר-דצמבר 1979 הסתכמו ב-135 מיליון ל"י בלבד, מזה רק 1 מיליון ל"י לבנקים לכיסוי תכניות החיסכון. אף על פי שבכל אחד מחודשי הנפקה אלה, היו ציפיות כי בחודש הבא יועלו המחירים בכ-10%, לא היה ביקוש, והסדרות הונפקו בשיעור של 100, שלא בדומה לחודשים יולי-ספטמבר, כשרוב איגרות החוב החדשות הונפקו בשיעור גבוה מ-100, וכשהמכירות הסתכמו ב-6,530 מיליון ל"י (שווי נקוב), מזה 1,324 מיליון ל"י לבנקים לכיסוי תכניות חיסכון.

הבנק רכש מהאוצר איגרות חוב מהנפקות אוקטובר-דצמבר בסכום כולל של 135 מיליון ל"י, מזה 110 מיליון ל"י בחדש דצמבר (מתוך הנפקה כוללת של 117 מיליון ל"י); סכומים אלה חרגו משיעור ההנפקות, שהבנק נוהג לרכוש (ראה לעיל). הבנק ביצע רכישות אלה כדי שבעתיד יוכל לפעול בשוק להבטחת הסדירות והרציפות במסחר לפי "קבוצות" ולמנוע הפיכתן של איגרות החוב, שהונפקו ברבע האחרון של 1979, ל"קבוצה" יוצאת דופן; בדצמבר נסחרו איגרות החוב ב"קבוצה" זו לפי שיעורי תשואה שהיו שונים במידה משמעותית משיעורי התשואה, שלפיהם נסחרו הקבוצות האחרות של איגרות חוב מסוג זה, אך האפשרות של הבנק לפעול להסדרת תנועת המחירים הייתה מוגבלת בגלל הסכומים הקטנים של איגרות החוב מסדרות אלה שהיו בידו.

הבנק רכש מהאוצר בחודש דצמבר גם איגרות חוב מסדרות קודמות, שהונפקו לפני כניסתו לתוקף של חוק מלווה המדינה ביולי 1979 ושטרם מלאה שנה לסחירתן בבורסה (ראה לעיל) בסכום כולל של 213.5 מיליון ל"י לפי שווי בשוק (155 מיליון ל"י, שווי נקוב).

הרכב העסקאות והמחירים שלפיהם בוצעו. עד כדי 85% מהרכישות וכ-57% מהמכירות של הבנק בבורסה בתקופה 16.10.1979-31.12.1979 היו איגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%". משרד מבקר המדינה ערך בדיקה מפורטת של הרכב עסקאות הבנק באיגרות חוב אלה ובמחירים, שלפיהם בוצעו הרכישות והמכירות. להלן תוצאות הבדיקה.

א. הרכב העסקאות. יותר ממחצית העסקאות של הבנק באיגרות החוב מסוג "7% צמוד 80%" היו בסדרות, שהונפקו בחודשים אפריל-נובמבר 1979, כפי שניתן לראות בטבלה להלן, המתייחסת לשלוש "קבוצות" המסחר בבורסה, שבמסגרתן נסחרו סדרות אלה; הטבלה מראה גם את חלקן של סדרות אלה בסכום הכולל של עסקאות הבנק בשוק בתקופה הנדונה.

* במיוחד גל המחזור של איגרות חוב, שזמן פרעונן קרוב.

עסקאות בנק ישראל בבורסה
מ-16.10.1979 עד 31.12.1979
במיליוני ל"י (במתירי השוק)

מכירות	רכישות	מועד ההנפקה של האיגרות	קבוצת המסחר בבורסה
186	644	אפריל-יוני 1979	מס' 70
229	845	יולי-ספטמבר 1979 (1)	מס' 72
24	6	אוקטובר-נובמבר 1979 (2)	מס' 74
סה"כ שלוש הקבוצות:			
439	1,495		א. במיליוני ל"י
55.7	52.2		ב. כאחוז מעסקאות בנק ישראל באיגרות חוב "7% צמוד 80%"
32.1	44.3		ג. כאחוז מכלל העסקאות של בנק ישראל בבורסה

(1) הסידרה האחרונה, שהונפקה בחודש אוגוסט נרשמה למסחר בבורסה החל מ-28.10.1979 ושתי הסדרות שהונפקו בחודש ספטמבר - ב-28.10.1979 וב-21.11.1979.

(2) הנפקת אוקטובר נרשמה למסחר בבורסה החל מ-4.12.1979 והנפקת נובמבר - החל מ-18.12.1979; הנפקת דצמבר עדיין לא הגיעה למסחר בבורסה בתקופה הנסקרת.

עסקאות בנק ישראל (רכישות ומכירות) בסדרות אלה הגיעו לשיעור לא מבוטל מסך ההנפקות המקוריות, שיעור שהיה גבוה במידה ניכרת מאשר בסדרות שהונפקו לפני כן, כפי שניתן לראות בטבלה הבאה. כדי לאפשר השוואה משמעותית נרשמו העסקאות וההנפקות בטבלה זו לפי שוויון הנקוב של האיגרות.

קבוצת המסחר בבורסה	מועד ההנפקה של האיגרות	עסקאות בנק ישראל בבורסה מ-16.10.79 עד 31.12.79 במיליוני ל"י (שווי נקוב) (1)	הסכום הרשום למסחר בבורסה (1) במיליוני ל"י (שווי נקוב) (2)	(1): (2) באחוזים (3)
מס' 62	פברואר-מאי 1978	22	477	4.6
מס' 64	יוני-ספטמבר 1978	98	2,165	4.5
מס' 66	אוקטובר-דצמבר 1978	287	5,861	4.9
מס' 68	ינואר-מארס 1979	531	5,431	9.8
מס' 70	אפריל-יוני 1979	568	4,399	12.9
מס' 72	יולי-ספטמבר 1979 (2)	825	6,655	12.4
מס' 74	אוקטובר-דצמבר 1979 (2)	25	144	17.4

(1) לגבי איגרות החוב מקבוצות 62 עד 72 - הסכום שנרשם למסחר בבורסה עד סוף נובמבר 1979.

(2) ראה הערות לטבלה הקודמת.

מהטבלה עולה, שב-11 השבועות הנסקרים הגיעו העסקאות של הבנק באיגרות החוב מהסדרות, שהונפקו החל מחודש אפריל 1979, לכ-13% מכלל ההנפקה, לעומת שיעור מקביל של 10% בגין איגרות החוב, שהונפקו ברבע הראשון של שנת 1979, ופחות מ-5% בגין איגרות החוב, שהונפקו בשנת 1978; על בסיס שנתי המדובר במחזור בשיעורים של 60%, 44% ו-21% בהתאמה.

נתונים אלה על המסחר בבורסה, המתייחסים למחזור העסקאות של בנק ישראל בלבד ואינם משקפים עסקאות אחרות, שנוצעו במסגרת הבורסה ומחוצה לה בתקופה זו, יש בהם להעיד על שימוש נרחב באיגרות חוב אלה כהשקעה לזמן קצר.

לתמיכה של בנק ישראל בשיעורים בבורסה היה, בין היתר, משום עידוד לרכישת איגרות חוב צמודות מדד כהשקעה לזמן קצר, על ידי הפחתת מידת הסיכון, הכרוך בהשקעה זו בטווח הקצר, והגדלה למעשה של מידת הנזילות של איגרות החוב.

הבנק הסביר, שהיה ער להתפתחות זו, אך יש לבחון את פעולותיו על רקע השיעור הגבוה של האינפלציה ולנוכח דרכי ההשקעה החלופיות, שנפתחו בפני הציבור בתקופה הנדונה, בעיקר פיקדונות מטבע החוץ הנזילים (פח"ם עו"ש ופח"ם לזמן קצוב). הבנק העדיף לעודד השקעה באיגרות החוב, שבה הוא רואה מכשיר חיסכון חשוב.

ב. מחירי הרכישות והמכירות. משרד מבקר המדינה עמד על רמת המחירים, שלפיהם בוצעו עסקאות הבנק באיגרות חוב מסוג "7% צמוד 80%" בתקופה הנדונה, תוך התייחסות לשוויין המותאם של האיגרות בתוספת אומדן ההצמדה שנצברה עליהן עד יום ביצוע העסקה — להלן "השווי המעודכן", כמוגדר להלן.

(א) שווי מותאם (נטו) — שווי נקוב בתוספת הצמדה וריבית (נטו) שנצברו לפי תנאי האיגרות • עד למדד האחרון הידוע;

(ב) "עדכון ההצמדה" — אומדן ההצמדה שנצברה בגין פרק הזמן, שלגביו טרם פורסם מדד **;

(ג) "ערך מעודכן" — שווי מותאם (נטו) בתוספת עדכון ההצמדה, בגין הקרן והריבית.

1. מהבדיקה עולה, שרכישות בסכום כולל של 900 מיליון ל"י, המהוות 31% בקירוב מהסכום הכולל של הרכישות שבהן מדובר, בוצעו במחירים גבוהים מ"שוויין המעודכן" של האיגרות.

את המחירים הגבוהים ביותר, יחסית ל"שוויין המעודכן" של האיגרות, שילם הבנק ביום 21.11.1979, שבו רכש איגרות חוב מהסוג האמור בסך 139 מיליון ל"י, במחירים זהים לאלה, שבהם מכר ביום הקודם איגרות חוב בסך 116 מיליון ל"י.

באותם ימים נסחרו בבורסה, בשער של 115.5, איגרות חוב, שהונפקו בחודש ספטמבר ושנצברו עליהן הפרשי הצמדה וריבית כמוגדר לעיל, בשיעור של 13.7%, כמפורט להלן:

אחוזים

6.24	א. הפרשי הצמדה שנצברו בגין מדד אוקטובר, בשיעור 80%
6.2	ב. "עדכון הצמדה" בגין 21 ימים בחודש נובמבר
12.8	ג. ס"ה הפרשי הצמדה בגין הקרן
0.9	ד. ריבית צמודה (נטו) שנצברה מיום ההנפקה
13.7	ה. ס"ה הצמדה וריבית שנצברו על האיגרות לפי "שוויין המעודכן" (ג + ד)

גם ברמת מחירים זו לא היה כמעט ביקוש לאיגרות חוב במקור, שכן במשך כל התקופה לא הגיעו המחירים בשוק לרמה, שבה מובטחת הצמדה מלאה המעודכנת ליום ביצוע העסקה וכן תשואה ריאלית של 2.26% — שהיא התשואה לפדיון המחושבת בגין איגרות החוב הנמכרות במקור בשוויין הנקוב, לפי ההנחות שפורטו לעיל.

2. מהבדיקה עולה, שמכירות בסכום כולל של 420 מיליון ל"י, המהוות 53% בקירוב מהסכום הכולל של המכירות שבהן מדובר, בוצעו במחירים נמוכים מ"שוויין המעודכן" של האיגרות כמוגדר לעיל.

• הצמדה ב" 80% למדד וריבית שנתית בשיעור 7%, צמודה אף היא ב" 80% למדד, בניכוי מס בשיעור של 35%, כאשר ההצמדה מחושבת עד למדד האחרון הידוע. אמנם תנאי האיגרת מבטיחים תשואה ריאלית חיובית בכל שיעור של אנפלאציה אך זאת לגבי מי שמחזיק באיגרת חוב עד לפרעונו הסופי ומשקיע את תקבולי הריבית השנתיים בתנאי אים זהים לתנאי האיגרת, ואילו כאן מדובר באגרות חוב, שנרכשו על ידי בנק ישראל תוך תקופה קצרה ממועד הנפקתן — מחציתן תוך תקופה, שאיבה עולה על חצי שנה.

• עליית המדד בחלק מהחודש חושבה בהנחה, שהמדד עולה במשך החודש באופן ליניארי, ולכן נלקח החלק היחסי של עליית המדד, שנצטבר עד למועד ביצוע העסקה; אומדן העלייה במדד הוא לפי ההערכה שרונחה בשוק.

רובן הגדול של מכירות אלה בוצעו בשבוע השני והשלישי של חודש דצמבר. בכמה מקרים בוצעו מכירות בשערים, שאף לא כיסו את שוויין המתואם של האיגרות. כך מכר הבנק ב־ 23.12.1979 איגרות חוב מהסדרה, שהונפקה בחודש הקודם, בשער של 97.3 — שיעור הנמוך בכ־ 3% מהשווי המתואם ונמוך בכ־ 10% מ"השווי המעודכן" לאותו יום.

בדצמבר חזרה התופעה של רכישות ומכירות בימים סמוכים זה לזה במחירים כמעט זהים, אלא שבדצמבר באו המכירות לאחר הרכישות; מיד לאחר פרסום מדד נובמבר, שעלה כאמור בשיעור נמוך מהמצופה, רכש הבנק איגרות חוב בשער נמוך מאוד יחסית ל"שוויין המעודכן", וכעבור ימים אחדים חזר ומכר בשוק, תוך עלייה מזערית במחירים.

הבנק הסביר, שהיה מדובר בפעולות ויסות, שנועדו להאיט את קצב העלייה של השערים. מכירות אלה בוצעו כשבוע ימים לפני העלייה הגדולה, בשיעור של 3%–4% ליום, שהסתמנה בסוף החודש.

3. חלק מהמכירות בוצע במחירים כמעט זהים לאלה, שלפיהם בוצעו הרכישות חודש לפני כן. המדובר במכירות, בסכום כולל של 128 מיליון ל"י, שבוצעו בימים 23 ו־24 בדצמבר, וברכישות בסכום כולל של 490 מיליון ל"י, שבוצעו בימים 21 ו־22 בנובמבר; עסקאות אלה היוו כשישית מהמכירות והרכישות בתקופה הנדונה. לדוגמה: בשני הימים האמורים בדצמבר מכר הבנק איגרות חוב, שהונפקו ביולי 1979, בשער של 133.7 ו־135.6, בעוד שבשני הימים האמורים בנובמבר רכש הבנק איגרות חוב מהנפקות אלה בשער של 134.7 ו־132.3 (באותם ימים בנובמבר שילם הבנק כאמור את המחירים הגבוהים ביותר, יחסית ל"ערכן המעודכן" של האיגרות, בתקופה הנדונה); בין מועדים אלה נצברו על האיגרות הצמדה וריבית בכ־ 7.6%.

אין להסיק מדוגמא זו על התוצאות הכלכליות של עסקאות הבנק בתקופה בכללותה, מה עוד שהרוב הגדול של איגרות החוב, שרכש הבנק בפרק הזמן הנדון, לא נמכרו עד מועד סיום הביקורת.

4. הבנק איננו עורך חישוב שיטתי של התוצאות העסקיות של הפעולות בשוק הפתוח. חישוב הרווח החשבונאי, הנערך לצורך הרישום במאזן הבנק (ראה לעיל) איננו עונה על צורך זה. כאמור, הנתונים המפורטים על פעולות אלה נמצאים כעת בתהליך של הסבה למחשב.

בעקבות הביקורת ערך הבנק חישוב של התוצאות הכלכליות לפי מדגם מייצג של איגרות חוב, שבהן עסק בתקופה הנדונה. בדיקה זו של הבנק מראה רווח ריאלי קטן בגין איגרות החוב, שנרכשו בתקופה המתחילה ב־16.10.1979 ושנמכרו עד 25.1.1980; ההנחה שביסוד חישוב זה היא, שהכסף, ששימש למימון החזקת איגרות החוב, הוא צמוד, אך אינו נושא ריבית.

מן הראוי, לדעת הביקורת, שהבנק ייערך למעקב שיטתי בדבר העלות הכלכלית של הפעולות בשוק הפתוח לפי קריטריונים קבועים מראש. אמנם הבנק איננו פועל בשוק הפתוח כדי להפיק רווחים; אף תיתכן נקיטת מדיניות של מכירה בהפסד מטעמים מוניטאריים. אך פעולות ויסות, כשהן מצליחות, מעצם טיבן מבטיחות רווחים: על כן יש במעקב כזה כדי לשמש אמצעי לבדיקת הביצוע, כאשר הפעולות מוכוונות בעיקר לשם ויסות. מכל מקום, לדעת הביקורת, אין להיקלע למצב של היווצרות רווחים או צבירת הפסדים, בלא שהבנק יוכל לתת דעתו על כך.