



## דיווח לציבור על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל

### כדי להחליט על גובה הריבית לחודש דצמבר 2015

הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 בנובמבר 2015

#### דברים כלליים

הוועדה המוניתרית קובעת את הריבית החודשית בתהליך שכולל שני דיונים – בפורום רחב ובפורום מצומצם.

בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניטרי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. בדיון זה משתתפים חברי הוועדה המוניתרית, נציגים בכירים מחטיבות הבנק השונות, וכלכלנים מהחטיבות הכלכליות (המחקר והשווקים) שמכינים ומציגים את החומר לדיון. הנתונים, האומדנים וההערכות המובאים במסמך זה הם אלו שהיו קיימים במועד ההחלטה על הריבית.

בפורום המצומצם משתתפים חברי הוועדה המוניתרית ומנהל חטיבת השווקים, ובמסגרתו מציגים מנהלי חטיבות המחקר והשווקים את המלצותיהם לגבי הריבית. לאחר מכן מתנהל דיון חופשי ובסופו מקיימים הצבעה על גובה הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושבת ראש הוועדה (הנגידה) קול נוסף.

#### א. מצב המשק

##### 1. ההתפתחויות במשק – הצד הריאלי

###### הפעילות הריאלית

על פי האומדן הראשון לנתוני החשבונאות הלאומית, התוצר צמח ברבעון השלישי ב-2.5% (נתונים מנוכי עונתיות במונחים שנתיים) והתוצר העסקי צמח ב-2.7%. נתונים אלו משקפים חזרה של קצב הצמיחה לזה ששרר בשנתיים האחרונות, ללא פיצוי ברבעון השלישי על הצמיחה האפסית ברבעון השני. לאחר שני רבעונים של התכווצות, היצוא (סחורות ושירותים), ללא יהלומים (וחברות הזנק) צמח ב-9.7%. הצריכה הפרטית השוטפת המשיכה לצמוח בקצב נאה (6.4%), בשעה שצריכת בני הקיימא התכווצה ב-16.5%, והגידול בהשקעה נותר נמוך – 0.9% (בנכסים קבועים, ללא אניות ומטוסים). עד כה נראה כי לגל האלימות יש השפעה מתונה בלבד על הפעילות הכלכלית: מספרן של כניסות התיירים באוקטובר היה נמוך בכ-5% מהממוצע בתשעת החודשים הראשונים של השנה (מנוכה עונתיות); מדד אמון הצרכנים של בנק הפועלים ירד באוקטובר באופן מתון, ואילו המדד של הלמ"ס ירד באופן חד יחסית. נתוני סחר החוץ מצביעים על כך שבאוקטובר חלה ירידה קלה – של 0.2% – ביצוא הסחורות, לאחר שבספטמבר חלה ירידה חדה יחסית. ביבוא הסחורות נרשמה באוקטובר עלייה של 8.5%, אך לאורך זמן מסתמן קיפאון ביבוא חומרי גלם ומוצרי השקעה. המדד המשולב עלה באוקטובר ב-0.3%, בהובלת יבוא

מוצרי הצריכה ויבוא התשומות לייצור. מדד מנהלי הרכש עלה באוקטובר לרמה של 51.4 נקודות. מדד האקלים, המתבסס על סקר הערכת המגמות בעסקים באוקטובר, מצביע על כך שקצב הצמיחה החודשי ירד לרמה של 0.21%, לאחר שמאז הרבעון השני של 2015 הוא התייצב בסביבה של 0.23%—0.26%.

### שוק העבודה

סקר כוח האדם לרבעון השלישי ממשיך להצביע על רמה נמוכה של אבטלה (4.5% בקרב גילי העבודה העיקריים [25—64]), ועל רמה גבוהה של תעסוקה (76.4%) והשתתפות (80.0%); תמונה דומה עלתה מנתוני הסקר לאוקטובר. מספר משרות השכיר עלה באוגוסט ב-0.4% לעומת יולי וב-2.7% לעומת אוגוסט אשתקד, אולם לאורך זמן ניכר קיפאון במספר המשרות בתעשייה. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו ביוני-אוגוסט ב-0.4%, יחסית למאָרס-מאי (נתונים מנוכי עונתיות), ובשכר הנומינלי נרשמה עלייה של 3.0% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. תקבולי מס הבריאות באוגוסט-אוקטובר היו גבוהים (נומינלית) בכ-4% לעומת היקפם בחודשים המקבילים אשתקד. שיעור המשרות הפנויות ירד במקצת באוקטובר, לרמה של 3.2%.

### נתוני תקציב הממשלה

הגירעון המקומי (ללא אשראי נטו) בפעילות הממשלה הסתכם בינואר-אוקטובר ב-3.8 מיליארדי ש"ח. סך גביית המסים מתחילת השנה גבוה בכ-4.3 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי העקבי עם תחזית הגבייה, ובכ-7.5% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. גביית המע"מ המקומי מתחילת השנה עלתה ריאלית בכ-9% בהשוואה לגבייה בתקופה המקבילה אשתקד. ההוצאות המקומיות של הממשלה מתחילת השנה גבוהות נומינלית בכ-5.6% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. תקציב המדינה לשנים 2015-2016 אושר בכנסת, ותקרת הגירעון הועלתה ל-2.9% מהתוצר.

## **2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי**

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה באוקטובר ב-0.1%, בשעה שהחזאים צפו בממוצע ירידה של 0.1%. נרשמו עלייה בולטת בסעיף הפירות והירקות (5%), עלייה עונתית בסעיף ההלבשה וההנעלה (3.2%), וירידות בסעיף התחבורה והתקשורת ובסעיף אחזקת הדירה (1% ו-0.8%, בהתאמה). על פי אומדן שנערך בבנק ישראל, ללא הפחתת המע"מ והוזלת תעריף החשמל היה מדד אוקטובר עולה ב-0.4%. ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית בשיעור של 0.7%, לעומת אינפלציה שלילית בשיעור של 0.5% ב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר. מחירי הרכיבים המייצגים את המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-12 החודשים האחרונים בשיעור שיא – 3.1% – ומחירי הרכיבים המייצגים את המוצרים הבלתי סחירים עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-0.6%. בניכוי סעיפי האנרגיה והפחתות המחירים האדמיניסטרטיביות (כגון הפחתות בתעריפי המים והחשמל) עלה המדד ב-12 החודשים האחרונים ב-0.9%. הפחתת המע"מ והירידה במחירי הדלק בתחנות צפויות לתרום לירידה במדד נובמבר.

## הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים נותרו החודש נמוכות: החזאים צופים עלייה של 0.7% ב-12 המדדים הקרובים, והציפיות לשנה הנגזרות משוק ההון ומהריביות הפנימיות של הבנקים עומדות על 0.3%. הציפיות לשנתיים משוק ההון עומדות על 0.7%. ציפיות הפורוורד לטווחים הבינוניים (3 עד 5 שנים) ירדו לרמה של 1.6%, וציפיות הפורוורד לטווחים הארוכים (5 עד 10 שנים) המשיכו לנוע ביציבות סביב מרכז יעד האינפלציה. עקום התלבור אינו מצביע על הסתברות משמעותית לשינוי בריבית בנק ישראל בשנה הקרובה. על פי תחזיות החזאים, ריבית בנק ישראל תישאר ברמתה הנוכחית בחודשים הקרובים, והיא צפויה לעלות בטווח של שנה.

## המצרפים המוניטאריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באוקטובר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-45.3%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-14.7%.

## שוק האשראי

באוקטובר הנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 3.3 מיליארדי ש"ח – גבוה מהממוצע ב-12 החודשים האחרונים (כ-2.1 מיליארדים); הנפקות גבוהות נראו בענף ההשקעות ובענף המסחר והשירותים. מרווחי אג"ח החברות היו יציבים, ונמשכו הפדיונות מקרנות הנאמנות. בחודש אוקטובר עמד היקף נטילת המשכנתאות החדשות על 4.6 מיליארדי ש"ח – עלייה לעומת ספטמבר – אך בשני החודשים הייתה הפעילות בשוק נמוכה יחסית בשל החגים. באוקטובר נמשכה עליית הריביות על המשכנתאות במסלולים הצמודים למדד בריבית קבועה ומשתנה, והן עלו בשיעור של 0.13 ו-0.07 נקודת האחוז, בהתאמה. במסלולים הלא-צמודים בריבית משתנה וקבועה נותרו הריביות ללא שינוי.

## שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן ירד באוקטובר ב-0.4%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2.0% – נמוך מהממוצע בשלוש השנים האחרונות. באוגוסט-ספטמבר ירדו מחירי הדירות ב-0.1%, וב-12 החודשים שהסתיימו בספטמבר עלו המחירים ב-6.6%. הנתונים הראשוניים לספטמבר מצביעים על ירידה חדה במספר העסקאות, הן בקרב משקיעים והן בקרב רוכשי דירה ראשונה ומשפרי דיור. עם זאת, הירידה בהיקף העסקאות מיוחסת לעונתיות חזקה בספטמבר ולהמשך ההשפעה של העלאת מס הרכישה ביוני על ציבור המשקיעים. היקף הדירות החדשות שנמכרו בספטמבר (מנוכה עונתיות) נותר ללא שינוי משמעותי מהחודש הקודם. מלאי הדירות למכירה נותר יציב בספטמבר, כ-27 אלף דירות, כ-60% מהן ביוזמה פרטית, וכשני שלישי מהן באזור תל אביב, גוש דן וירושלים. הקצב הגבוה של התחלות הבנייה בשנה האחרונה צפוי להמשיך לבוא לידי ביטוי ברמה גבוהה של גמר בנייה בתקופה הקרובה.

### 3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק המניות

#### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-25/10/15, ועד ל-20/11/15, נותר שער החליפין של השקל ללא שינוי ניכר מול הדולר, ומול האירו הוא התחזק ב-3.7%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי השקל התחזק בכ-1.6%.

#### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-25/10/15, ועד ל-20/11/15, ירד מדד ת"א 25 בכ-0.4%. התשואות בשוק האג"ח הממשלתיות עלו כמעט בכל הטווחים. באפיק הנומינלי עלו התשואות בשיעור שמגיע עד 25 נ.ב. בטווחים הקצרים-בינוניים, תוך השטחות העקום, ובאפיק הצמוד הן עלו לאורך העקום בשיעור שמגיע עד 17 נ.ב. עקום המק"ם נסחר בתשואה גבוהה מעט מריבית בנק ישראל. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, עלתה – מ-72 נ.ב. ל-80 נ.ב.

### 4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית

ה-OECD הנמיך החודש שוב את תחזית הצמיחה העולמית, על רקע החולשה בסחר העולמי וההאטה בכלכלות המתפתחות. כלכלת ארה"ב צמחה ברבעון השלישי בשיעור של 1.5% (מונחים שנתיים) בלבד, אך ברבעון הבא צפויה צמיחה גבוהה יותר. דוח התעסוקה לאוקטובר הפתיע בעוצמתו, כשתוספת המשרות בו עמדה על כ-270 אלף, שיעור האבטלה ירד ל-5%, ומידע ממקורות שונים הצביע על עלייה בשכר. פרסום הדוח, כמו גם אינדיקציות שונות שסיפק ה-Fed, הביאו לעלייה חדה בהסתברות שמייחסים השווקים לאפשרות שהעלאת הריבית הראשונה תתרחש בדצמבר, אולם תוואי ההעלאות בהמשך צפוי להיות מתון. אשר לגוש האירו, אומדן הצמיחה לרבעון השלישי עומד על 0.3% (מונחים רבעוניים), והוא משקף האצה בצרפת והאטה מסוימת בגרמניה ובמרבית המדינות האחרות. האבטלה ממשיכה לרדת, והיא הגיעה לשיעור של 10.8%. אף שהאינפלציה עלתה היא עדיין רחוקה מהיעד, וה-ECB אותת כי ייתכן שהוא ינקוט צעדים מרחיבים נוספים – השווקים הפיננסיים מייחסים הסתברות גבוהה לאפשרות שהריבית בגוש האירו תופחת. ביפן נרשמה צמיחה שלילית זה שני רבעונים ברציפות, על אף המדיניות המרחיבה של הממשלה והבנק המרכזי. הבנק המרכזי דחה את המועד הצפוי להשגת יעד האינפלציה והפחית את תחזית הצמיחה, ולכן גברו הסיכויים לכך שיינקטו צעדי הרחבה נוספים. הנתונים בסין הצביעו על התייצבות, ופחתו החששות מהתדרדרות חריפה. גם במשקים המתעוררים ניכרו בדרך כלל סימני רגיעה, אך רבים מהם חשופים לסיכונים כתוצאה מירידת הביקושים בסין ומהעלאת הריבית הצפויה בארה"ב. מחירי הסחורות חזרו לרדת החודש, ומחיר חבית נפט מסוג ברנט ירד ל-\$44, לעומת \$48 בחודש הקודם.

## ב. הדיון בפורום המצומצם – החלטת הריבית לחודש דצמבר 2015

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש דצמבר 2015 התקבלה ההחלטה להותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.1%. ההחלטה התקבלה פה אחד.

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) הפעילות הריאלית במשק; (2) האינפלציה; (3) הסביבה העולמית ושער החליפין; (4) שוק הדיור.

### עיקרי הדיון:

בדיוניהם על הפעילות הכלכלית במשק הסכימו חברי הוועדה שהמשק ממשיך לצמוח בקצב מתון. חברי הוועדה התייחסו לכך שהיצוא מוסיף להיחלש: אמנם הייצוא התחזק ברביע השלישי אולם זאת לאחר שני רביעים של התכווצות ונתוני הקצה אינם מצביעים על שיפור. חברי הוועדה העריכו כי כל עוד הסחר העולמי מפגין חולשה, זו תמשיך להעיב על הייצוא. גם הגידול בהשקעות ברביע השלישי נותר נמוך. מנגד הדגישה הוועדה כי קצב הצמיחה של הצריכה הפרטית השוטפת גבוה ותומך בהמשך הצמיחה המתונה. כמו כן ניכר חוסן בשוק העבודה, והוא בא לידי ביטוי ברמתו הנמוכה של שיעור האבטלה, ברמה הגבוהה של התעסוקה, בעלייה בשכר וגם בשיעורן הגבוה של המשרות הפנויות. חברי הוועדה ציינו כי עד כה נראה כי לגל האלימות הנוכחי יש השפעה מתונה על הפעילות הכלכלית.

אשר לאינפלציה, חברי הוועדה ציינו כי האינפלציה השלילית ב-12 החודשים האחרונים נובעת ברובה מהירידה במחירי האנרגיה, מצעדים אדמיניסטרטיביים שהממשלה אישרה. הם העריכו כי העלייה בשכר צפויה להשפיע באופן חיובי על קצב האינפלציה ולתמוך בחזרתה לתוואי היעד ומנגד הירידה במחירי הסחורות שהתחדשה החודש עשויה להשפיע באופן שלילי על קצב האינפלציה בטווח הקצר.

בנוגע לסביבה העולמית אמרו חברי הוועדה כי קצב הצמיחה של הכלכלה העולמית וסביבת האינפלציה נותרו ממותנים ותחזיות הצמיחה והסחר התעדכנו גם החודש כלפי מטה. חברי הוועדה ציינו שהציפיות בשווקים הפיננסיים העולמיים הן לתהליך של היפרדות במדינות המוניטרית: לפי תחזית השוק, ישנה הסתברות גבוהה לכך שה-Fed יעלה את הריבית בדצמבר 2015, ואילו באירופה ובמשקים מובילים אחרים ההרחבה המוניטרית תעמיק. בשלב זה קשה להעריך את ההשפעה של התהליכים המנוגדים על השווקים בישראל.

לגבי שוק הדיור צוין כי הקצב השנתי של עליית המחירים נותר גבוה למרות שבחודשיים האחרונים נותרו מחירי הדירות כמעט ללא שינוי. הציבור מוסיף ליטול משכנתאות חדשות בקצב גבוה, וקצב התחלות הבנייה ממשיך להיות גבוה יחסית. הסיכונים הגלומים בשוק זה ממשיכים להיות גבוהים.

לסיכום, חברי הוועדה הסכימו כי רמת הריבית הנוכחית תואמת את סביבת האינפלציה הנמוכה, את ההאטה המתמשכת במשק העולמי ואת המיתון בהיקפי הייצוא, וכי היא תומכת בהחזרת האינפלציה ליעדה. חברי הוועדה סברו כי לנוכח ההערכות שעלו בדיון לגבי הסחר העולמי,

והסיכונים לצמיחה בישראל ולנוכח הזמן שייקח עד לחזרת האינפלציה לתחום היעד, ניתן להעריך כי המדיניות המוניטרית בישראל תיוותר מרחיבה לאורך זמן.

לאחר הדיון הצביעו ארבעת חברי הוועדה המוניטרית על גובהה של ריבית בנק ישראל לדצמבר 2015. כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה, ברמה של 0.1%.

## ג. הגורמים העיקריים להחלטה

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש דצמבר ללא שינוי ברמה של 0.1%, עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה להחזיר את האינפלציה אל תוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. לאור התפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, בשער החליפין, וכן במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים, הוועדה המוניטרית מעריכה שהמדיניות המוניטרית תיוותר מרחיבה למשך זמן רב.

- סביבת האינפלציה בטווח הקצר מושפעת מגורמים בעלי אופי חד פעמי. הציפיות האינפלציוניות לטווח הקצר נותרו נמוכות החודש, והן מושפעות מגורמים אלה, ומהתחדשות הירידה במחירי הסחורות שחלה לאחרונה. בציפיות (פורוורד) לטווחים הבינוניים נרשמה ירידה קלה לאחר עליה בחודש שעבר, והציפיות (פורוורד) לטווחים הארוכים נותרו מעוגנות בקרבת מרכז תחום היעד.

- האומדן הראשון לנתוני הצמיחה לרבעון השלישי משקף חזרה של קצב הצמיחה לזה ששרר בשנתיים האחרונות, ללא פיצוי על הצמיחה האפסית שנרשמה ברבעון השני. נשמר קצב הצמיחה בצריכה השוטפת, חלה האצה בצריכה הציבורית, ולאחר תקופה ממושכת חלה התאוששות ביצוא. עם זאת, נתוני הקצה מצביעים על כך שיתכן והשיפור ביצוא היה זמני. התמונה העולה מהנתונים בשוק העבודה ממשיכה להיות חיובית. עד כה, השפעת גל האלימות על הפעילות הכלכלית מתונה.

- ה-OECD הנמיך החודש שוב את תחזית הצמיחה העולמית, על רקע החולשה בסחר העולמי וההאטה בכלכלות המתפתחות. הציפיות בשווקים הפיננסיים העולמיים הן לכך שמצד אחד, הריבית בארה"ב תחל לעלות בקרוב, ומצד שני, באירופה ובמשקים מובילים אחרים ההרחבה המוניטרית תעמיק.

- מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-25/10/15, ועד ל-20/11/15, התחזק השקל מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי בכ-1.6%, תוך יציבות מול הדולר וייסוף חד יחסית מול האירו. מתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 7.5%. התפתחות שער החליפין מתחילת השנה מקשה על צמיחת היצוא והמגזר הסחיר, ומעכבת את חזרת האינפלציה אל תוך היעד.

- היקף נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה, כמו גם היקף מכירת הדירות החדשות, ומלאי הדירות למכירה. מחירי הדירות עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-6.6%; עם זאת, נרשמה בחודשיים האחרונים התייצבות במחירים.

הוועדה המוניטרית סבורה שהסיכונים להשגת יעד האינפלציה ולצמיחה נותרו גבוהים. בנק ישראל ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות הכלכליות בישראל ובעולם, ובשווקים הפיננסיים. בנק

ישראל ישתמש בכלים העומדים לרשותו, ויבחן את הצורך בשימוש בכלים שונים, על מנת להשיג את מטרותיו - יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדיור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 בנובמבר 2015.

### **השתתפו**

#### **חברי הוועדה המוניטרית:**

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – המשנה לנגידת הבנק (בדיונים שהתקיימו ב-22 בנובמבר 2015)

#### **משתתפים נוספים:**

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר דני אחיאשילי – ראש מטה נגידת הבנק

מר יואב סופר – דובר הבנק

מר אילן סוציאנו – סגן מזכירת הוועדה המוניטרית

ד"ר רן שהרבני – כלכלן בחטיבת המחקר