



דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים שנערכו בבנק ישראל כדי להחליט על גובה הריבית לחודש אוגוסט 2015

הדיונים התקיימו ב-23 וב-27 ביולי 2015.

דברים כלליים

הוועדה המוניטרית 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 המוניטרית, 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 המוניטרית 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

האינדיקטורים לפעילות מצביעים על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב המתון המאפיין את השנים האחרונות, תוך ירידה ביצוא. האומדן השלישי לצמיחת התוצר ברבעון הראשון עודכן מעט כלפי מטה (מ-2.1% ל-2.0%, מנוכה עונתיות במונחים שנתיים), לאחר שהיצוא עודכן כלפי מטה (להתכווצות של 2.1%, מהתכווצות של 1.9% באומדן הקודם) והצריכה הפרטית עודכנה כלפי מעלה (ל-7.9%, מ-7.5%). בסקר החברות לרבעון השני מאזן הנטו המשוקלל נותר אפסי, בדומה למצבו ברבעון הראשון. יצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים, במונחים דולריים שוטפים) ירד ביוני ב-5% לאחר שבמאי הוא עלה ב-2%, בעיקר מפני שיצוא התרופות ירד בחדות לאחר עלייה חדה במאי. יבוא הסחורות (ללא או"מ, יהלומים וחומרי אנרגיה) עלה ביוני ב-6%. יצוא השירותים העסקיים (ללא חברות הזנק) עלה במאי ב-5.9% לעומת אפריל – לאחר ירידה מתמשכת בחודשים האחרונים – בשעה שהתיירות ממשיכה להתאושש בקצב אטי מאוד: מספר כניסות התיירים ברבעון השני (מנוכה עונתיות) גבוה ב-2% בלבד ממספרן ברבעון הראשון. המדד המשולב עלה ביוני ב-0.4% והושפע לטובה מהגידול ביבוא ובשיעור המשורות הפנויות, אך בין מרכיביו בלטו לרעה הירידה (המתמשכת) ביצוא הסחורות ובייצור התעשייתי. מדד אמון הצרכנים של הלמ"ס עלה החודש לאחר שבחודש הקודם הוא ירד, והמדד של בנק הפועלים יציב זה חמישה חודשים. מדד מנהלי הרכש עלה ביוני ל-51.0 נק'.

שוק העבודה

הנתונים משוק העבודה ממשיכים להצביע על רמה גבוהה של תעסוקה ופעילות. מספר משרות השכיר ירד באפריל ב-0.4% לאחר שבחודש הקודם הוא עלה. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בפברואר-אפריל ב-1.5% וב-2.3%, בהתאמה, יחסית לנובמבר-ינואר (נתונים מנוכי עונתיות). תקבולי מס הבריאות באפריל-יוני היו גבוהים (נומינלית) בכ-7.8% לעומת החודשים המקבילים אשתקד. שיעור המשרות הפנויות עלה ביוני ל-3.3% (מנוכה עונתיות), בהמשך לעלייה במאי.

נתוני תקציב הממשלה

העודף המקומי (ללא אשראי נטו) בפעילות הממשלה הסתכם בינואר-יוני בכ-0.6 מיליארד ש"ח, והוא נמוך בכ-1.7 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון של 2.5 אחוזי תוצר. סך גביית המסים מתחילת השנה גבוה בכ-2.7 מיליארדי ש"ח מהתוואי, וההכנסות שאינן ממסים נמוכות ממנו בכ-2.5 מיליארדי ש"ח. גביית המע"מ המקומי מתחילת השנה עלתה ריאלית בכ-9.2% בהשוואה לתקופה המקבילה אשתקד, על רקע הצמיחה בצריכה הפרטית. ההוצאות המקומיות של הממשלה מתחילת השנה גבוהות נומינלית בכ-4% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד.

2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה ביוני ב-0.3%, בשעה שהחזאים צפו בממוצע עלייה של 0.2%. עלייה עונתית נרשמה בסעיף ההלבשה וההנעלה, וירידה עונתית – בסעיף הפירות והירקות. ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית בשיעור של 0.4%, בדומה לשיעור ב-12 החודשים שהסתיימו במאי. מחירי הרכיבים המייצגים את המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-1.8% ב-12 החודשים האחרונים, והם עדיין מושפעים מהירידה שחלה במחירי האנרגיה עד תחילת 2015. קצב העלייה של מחירי הרכיבים המייצגים את המוצרים הבלתי סחירים ממשך לעלות, והם עלו ב-12 החודשים האחרונים ב-0.5%. בחודשים מארס-יוני קצב עליית המדד עקבי עם יעד האינפלציה, אך האינפלציה ב-12 החודשים האחרונים צפויה להיות בתחום השלילי למשך כמה חודשים נוספים. כמו כן, ירידת מחירי האנרגיה שהתחדשה בחודש האחרון, והייסוף בשער החליפין, עלולים לעכב את חזרת האינפלציה לתוך היעד.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים מהמקורות השונים נותרו החודש בסביבת הגבול התחתון של יעד האינפלציה. בדומה לחודש הקודם, תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים עומדות על 1.0% והציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים – על 0.7%. הציפיות משוק ההון לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים עומדות על 1.0%, והציפיות לשנתיים – על 1.3%. ציפיות הפורוורד לטווחים הבינוניים (3 עד 5 שנים) נותרו החודש בסביבות 1.5%, וציפיות הפורוורד לטווחים הארוכים (5 עד 10 שנים) המשיכו לנוע סביב מרכז יעד האינפלציה. מעקום התלבור עולה הסתברות מסוימת להפחתת ריבית בחודשים הקרובים, אך מרבית החזאים אינם צופים הפחתה כזו. תחזיות החזאים לריבית בעוד שנה עומדות על 0.29% בממוצע.

המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו ביוני עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-55.7%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-14.3%.

שוק האשראי

יתרת החוב של המגזר העסקי נותרה במאי יציבה, ברמה של 821 מיליארד ש"ח; פירעונות בהיקף של 2.7 מיליארדים קוזזו כתוצאה מגיוס חוב נטו של הלוואות חוץ-בנקאיות וכתוצאה מפיחות השקל מול הדולר. ביוני הנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 3.6 מיליארדי ש"ח – גבוה מהממוצע ב-12 החודשים האחרונים (כ-2.8 מיליארדים) – וחברות זרות הוסיפו להנפיק בקצב גבוה יחסית. ביוני נרשמה צבירה שלילית של כ-3.2 מיליארדי ש"ח בקרנות המתמחות באג"ח חברות ובאג"ח כללי. המרווחים בשוק אג"ח החברות ירדו ביוני במידה קלה. יתרת החוב של משקי הבית גדלה במאי בכ-5.8 מיליארדי ש"ח (1.3%), לרמה של כ-442 מיליארדים, ומתוך זה עלתה יתרת החוב לדויר בכ-2.5 מיליארדי ש"ח (0.8%), ל-309 מיליארד.

היקף נטילת המשכנתאות החדשות ממשיך לעלות, וביוני הוא עמד על 7 מיליארדי ש"ח. במקביל גדל היקף מחזור המשכנתאות – פעולה שבמסגרתה לווים משפרים את תנאי הלוואתם על רקע הריביות והתשואות הנמוכות – והגיע ל-2.7 מיליארדי ש"ח (רובם אינם נכללים בהיקף נטילת המשכנתאות החדשות). ביוני עלו הריביות על המשכנתאות בכל מסלולי ההצמדה, ובמיוחד הריבית הצמודה המשתנה והריבית הלא-צמודה הקבועה (הן עלו ב-0.2 וב-0.18 נקודות האחוז, בהתאמה).

שוק הדויר

סעיף הדויר במדד המחירים לצרכן עלה ביוני ב-0.4%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2.2%. באפריל-מאי ירדו מחירי הדירות ב-0.4%, וב-12 החודשים שהסתיימו במאי הם עלו ב-3.2%, לעומת 4.0% בחודש הקודם. נתונים ראשוניים מצביעים על כך שמספר העסקאות במאי גדל בקרב כל סוגי הרוכשים, לאחר ירידה עונתית באפריל, אך הקצב השנתי של העסקאות אינו חריג בהשוואה לשנים האחרונות. מספר הדירות החדשות שנמכרו במאי עומד על רמה גבוהה – כ-2400, בדומה למספרן באפריל – ומלאי הדירות למכירה עדיין גבוה יחסית.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק ההון

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-21/6/15, ועד ל-24/7/15, התחזק השקל מול הדולר בכ-0.25%, ומול האירו בשיעור של 3.5%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי השקל התחזק בכ-2.5%.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-21/6/15, ועד ל-24/7/15, מדד ת"א 25 נותר כמעט ללא שינוי (ירד בכ-0.1%). בשוק האג"ח הממשלתיות עלו התשואות באפיק הנומינלי עד 12 נ.ב. ובאפיק הצמוד עד 20 נ.ב. התשואה על אג"ח שקלית ל-10 שנים עלתה מכ-2.33% לכ-2.41%. לאורכו של עקום המק"ם נרשמו שינויים קלים, ומרבית העקום נסחר בתשואה דומה לריבית בנק ישראל. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, נותרה כמעט ללא שינוי, סביב 70 נ.ב.

ההתפתחויות בכלכלה העולמית

שתי התפתחויות בכלכלה העולמית ניצבו החודש במרכז תשומת הלב – המשבר ביוון וצניחת מחירי המניות בסין – אך בשני המקרים חלה התייצבות מסוימת לקראת סוף התקופה, והתנודתיות בשווקים הפיננסיים נותרה מוגבלת בעיקר למשקים אלו. קרן המטבע הבין-לאומית עדכנה מעט כלפי מטה את תחזית הצמיחה העולמית לשנת 2015, והתחזית ל-2016 נותרה ללא שינוי. הסחר העולמי מתכווץ באופן חריג זה כמה חודשים. בארה"ב הסתמנה ברבעון השני התאוששות מתונה, ולפי

ההערכות היא לא פיצתה על הצמיחה הנמוכה ברבעון הראשון. הגידול במספר המשרות היה גבוה מהממוצע מתחילת השנה והאבטלה ירדה ל-5.3%, אולם שיעור ההשתתפות ירד והשכר עלה במידה מתונה בלבד. המדדים לפעילות בשוק הדיור מצביעים על פעילות ערה, בשעה שהצריכה הפרטית צמחה באופן מתון, היצוא נחלש על רקע התחזקות הדולר, והייצור התעשייתי התרחב במידה מתונה. יו"ר ה-Fed חזרה על ההערכות שהבנק עשוי להעלות את הריבית עוד השנה. אשר לגוש האירו, החרפת המשבר ביוון לא פגעה באופן משמעותי בפעילות הכלכלית ובשוקים הפיננסיים. היחלשות האירו והמדיניות המוניטרית המרחיבה תומכות ביצוא ובביקוש לאשראי, מדדי מנהלי הרכש היו חיוביים יחסית, ומדדי אמון הצרכנים נותרו ברמות גבוהות ביחס לשנים האחרונות. הייצור התעשייתי בחודש מאי התכווץ, והאבטלה נותרה ברמה גבוהה – 11.1%. ההסדר עם יוון הביא לעת עתה לרגיעה, אולם עדיין אין זה ברור באיזו מידה הוא בר קיימא. כלכלת יפן מראה סימני האטה: הייצור התעשייתי התכווץ במאי והמכירות הקמעונאיות צמחו במתינות. הבנק המרכזי הפחית את תחזית הצמיחה והאינפלציה, וגוברות ההערכות שהוא יאיץ את תכנית ההרחבה. אשר לסין, לאחר ששוק המניות עלה בשנה האחרונה בכ-150%, נרשמו החודש ירידות חדות, ורק לאחר פעולות ממשלתיות שונות התייצב השוק ברמת מחירים נמוכה בכ-20% מהשיא. מנגד, האינדיקטורים לפעילות הריאלית היו חיוביים יחסית לחודשים קודמים. במשקים המתעוררים, ככלל, נמשכת האטה. במשקים העיקריים האינפלציה ממשיכה להיות נמוכה, וכמה בנקים מרכזיים הפחיתו את הריבית, בהם הבנקים בשוודיה, קנדה, וסין. מחיר חבית נפט ירד החודש ל-\$56, מ-\$63 בחודש שעבר, ומחירי המתכות התעשייתיות ירדו לשפל של כמה שנים.

הדיון בפורום המצומצם – ההחלטה על הריבית לחודש אוגוסט 2015

עיקרי הדיון:

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

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה, (2) הפעילות הריאלית, (3) התפתחות שער החליפין, (4) התמונה העולמית, (5) שוק הדיור ו-(6) המדיניות הפיסקלית.

חברי הוועדה ציינו כי קצב האינפלציה הנגזר מעליות המחירים בארבעת החודשים האחרונים עקבי עם תחום יעד יציבות המחירים. הוועדה דנה בגורמים אשר עלולים להביא להאטה חוזרת בקצב האינפלציה – התחדשות הירידות במחירי הנפט וייסוף שער החליפין של השקל, וכן דנה בגורמים אשר עשויים לתמוך בהמשך עליות המחירים – בעיקר ההאצה בשכר הנומינלי. חברי הוועדה הסכימו כי הסיכונים להאטה מחודשת בקצב האינפלציה גדולים מאשר הסיכון להאצה בעליות המחירים, וסיכונים אלה עלולים לעכב את חזרת האינפלציה לתוך יעד יציבות המחירים.

חברי הוועדה דנו בגורמים להמשך הצמיחה המתונה במשק, העולה בין היתר מנתוני החשבונאות הלאומית וסקר החברות. חברים בוועדה ציינו כי כמה מהגורמים אשר מיתנו עוד את הצמיחה בתחילת השנה עשויים להיות זמניים: ראשית, ההאטה בצריכה הציבורית עשויה להיות זמנית אם הממשלה אכן תאשר תקציב חדש ומרחיב עד סוף השנה. ושנית, הירידה ביצוא הסחורות מישראל הושפעה משיבושי עבודה זמניים בענף הכימיה. מעבר לגורם זמני זה, חברי הוועדה הסכימו כי הירידה ביצוא הסחורות נובעת בעיקר מהתכווצות הסחר העולמי בחודשים האחרונים. לבסוף, הוועדה דנה בהרכב הצמיחה וכמה מחבריה הביעו דאגה כי הרכב זה מסתמך פחות ופחות על גידול

בהיקף הייצוא, אשר במשק קטן ופתוח מהווה קטר לצמיחה. שינוי כזה בהרכב עלול לפגוע בגידול בפריון במשק – התפתחות שתאט את צמיחת התוצר, במיוחד ככל שהמשק מתקרב למיצוי הגידול בתעסוקה.

הוועדה דנה בהמשך הייסוף בשער החליפין של השקל בחודש האחרון ובהשפעות הייסוף על הפעילות והתעסוקה בענפי הייצוא, ובמגזר הסחיר בכלל.

הוועדה קיבלה עדכון על ההתפתחויות במשק הסיני וסביב משבר החוב ביוון, והסכימה כי על אף ההתייצבות שנרשמה לאחרונה בכלכלות אלה, ההתפתחויות בהן עדיין מהוות סיכון להתאוששות המשק העולמי. הוועדה דנה בהערכות בנוגע למועד העלאת הריבית בארה"ב וכן דנה בהמשך ההרחבה המוניטרית באירופה. חברי הוועדה הדגישו כי מדיניות בנק ישראל בהמשך תלויה בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובעולם ובשער החליפין. הריביות בחו"ל, לצד נתונים אחרים, משפיעות על המדיניות ככל שהן תשפעה על התפתחויות אלה ועל המשק המקומי.

חברי הוועדה דנו בפעילות הערה בשוק הדיור ובהיקף הגבוה של משכנתאות חדשות שניתנו לרוכשי הדירות. הוועדה דנה גם בהשפעה החיובית של פעילות המחזור בשוק המשכנתאות על פרופיל הסיכון של המשכנתאות הקיימות.

הוועדה התעדכנה בצעדי הממשלה לגיבוש תקציב חדש ובחששות כי יעד הגירעון בתקציב זה יהיה גבוה, ויביא לעליית משקל החוב בתוצר.

לסיכום, כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה והסכימו כי סביבת הריבית הנוכחית ממשיכה לתמוך בהמשך הצמיחה ובחזרת האינפלציה לתוך תחום היעד בשנה הקרובה. בה בעת, החלטות הוועדה מתחשבות גם בהתפתחויות בשוקי הנכסים.

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

הגורמים העיקריים להחלטה

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש אוגוסט ללא שינוי ברמה של 0.1%, עקבית עם מדיניות מוניטרית שנועדה להחזיר את האינפלציה אל תוך יעד יציבות המחירים של 1% עד 3% ב-12 החודשים הקרובים ולתמוך בצמיחה תוך שמירה על היציבות הפיננסית. תוואי הריבית בהמשך תלוי בהתפתחויות בסביבת האינפלציה, בצמיחה בישראל ובכלכלה העולמית, בשער החליפין, וכן במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים.

❖ קצב עליית המדד בארבעת החודשים האחרונים עקבי עם יעד האינפלציה. הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים מהמקורות השונים מצויות סביב הגבול התחתון של היעד. הציפיות לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו מעוגנות בקרבת מרכז תחום היעד. עם זאת, ירידת מחירי האנרגיה שהתחדשה בחודש האחרון והייסוף בשער החליפין עלולים לעכב את חזרת האינפלציה לתוך היעד.

❖ האינדיקטורים לפעילות מצביעים על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב המתון המאפיין את השנים האחרונות, בהובלת הצריכה הפרטית ותוך ירידה ביצוא. סקר החברות לרבעון השני תומך בהערכה זו. המדד המשולב עלה ביוני ב-0.4%, והושפע לטובה מהגידול ביבוא ובשיעור

המשרות הפנויות, אך בין מרכיביו בלטו לרעה הירידה ביצוא הסחורות ובייצור התעשייתי. הנתונים משוק העבודה ממשיכים להצביע על רמה גבוהה של תעסוקה ופעילות.

❖ ההתפתחויות במשק הסיני ומשבר החוב ביוון ממשיכים להוות סיכון להתאוששות המשק העולמי, על אף ההתייצבות בתקופה האחרונה. בארה"ב ובאירופה נמשכת התאוששות מתונה, ובעוד בארה"ב גברו הסיכויים שעליית הריבית תחל עוד השנה, באירופה נמשכת ההרחבה המוניטרית, ובמספר משקים הופחתה החודש הריבית.

❖ החודש התחזק השקל מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי ב-2.5%, ומתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 7.1%, בעיקר כתוצאה מהיחלשות האירו. הייסוף וההתמתנות בצמיחת הסחר העולמי מקשים על צמיחת היצוא והמגזר הסחיר.

❖ הפעילות הערה בשוק הדיור, הן מצד ההיצע והן מצד הביקוש, נמשכה גם החודש, ובאה לידי ביטוי ברמת שיא של נטילת משכנתאות חדשות, והיקף גבוה במיוחד של מכירת דירות חדשות. ב-12 החודשים האחרונים עלו מחירי הדירות ב-3.2%.

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-27 ביולי 2015.

השתתפו

חברי הוועדה המוניתרית:

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

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – המשנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

פרופ' אלכס צוקרמן

משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

מר דני חחיאשוילי – ראש מטה נגידת הבנק

מר יואב סופר – דובר הבנק

מר ערן פוליצר – כלכלן בחטיבת המחקר

גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניתרית