



דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים שנערכו בבנק ישראל

כדי להחליט על גובה הריבית לחודש אפריל 2015

הדיונים התקיימו ב-22 וב-23 במרץ 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

אינדיקטורים ראשוניים לפעילות ברבעון הראשון של 2015 מצביעים על תמונה מעורבת. נתוני סחר החוץ מצביעים על ירידה של 3.7% ביצוא בדצמבר-פברואר לעומת שלושת החודשים שקדמו להם. עם זאת, מדובר בנתון במונחים דולריים, אשר הושפע לרעה גם מהתחזקות הדולר מול המטבעות האחרים. כמו כן, בפברואר הושפע היצוא באופן נקודתי משיבושי העבודה בכ"ל. בפברואר נרשמה התאוששות בתיירות, אך מספר כניסות התיירים עדיין נמוך משמעותית מהמספר בתקופה המקבילה אשתקד. נתונים חלקיים מסקר החברות לרבעון הראשון מצביעים על המשך צמיחה בקצב מתון במגזר העסקי. המדד המשולב למצב המשק עלה בפברואר ב-0.2%, והושפע לטובה מעלייה בהתחלות הבנייה, בפדיון של ענף המסחר, ובשיעור המשרות הפנויות. מדד מנהלי הרכש שב וירד החודש אל מתחת לסף 50 הנקודות. במדד האקלים של המגזר העסקי נמשכת התאוששות מתונה: הוא מצביע על קצב צמיחה חודשי של 0.23%, עדיין נמוך מהקצב בתקופה שקדמה ל"צוק איתן". מגמה דומה עולה ממדדי אמון הצרכנים של הלמ"ס ושל בנק הפועלים, שעלו גם החודש.

שוק העבודה

נתוני שוק העבודה ממשיכים להציג תמונה חיובית: נתוני סקר כוח האדם לינואר מצביעים על ירידה של 0.1 נק' אחוז בשיעור האבטלה בקרב בני 25—64 (גילי העבודה העיקריים), לרמה של 4.8%. כן הם מצביעים על עלייה בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה – ב-0.1 נק' אחוז, ל-79.7%, וב-0.2 נק' אחוז, ל-75.9%, בהתאמה – תוך עלייה בשיעור המועסקים שעבדו בהיקף מלא. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו באוקטובר-דצמבר ב-0.2% יחסית ליולי-ספטמבר (נתונים מנוכי עונתיות). בתקבולי מס הבריאות נמשך גידול יציב – בדצמבר-פברואר הם היו גבוהים (נומינלית) בכ-5.1% לעומת החודשים המקבילים אשתקד – ונתוני המשרות הפנויות לחודש פברואר מצביעים על המשך ההתרחבות בשוק העבודה. בפברואר עלה מספר משרות השכיר ב-0.3%: במגזר העסקי חלה עלייה של 0.2% ובשירותים הציבוריים – עלייה של 0.4%.

נתוני תקציב הממשלה

העודף המקומי (ללא אשראי נטו) הסתכם בינואר-פברואר ב-2.8 מיליארדי ש"ח, לעומת גירעון של כ-2.3 מיליארדים בתקופה המקבילה אשתקד. על פי נתוני המגמה, גביית המסים בפברואר נותרה ללא שינוי משמעותי ביחס לחודשים הקודמים, וביחס לפברואר אשתקד היא עלתה ריאלית בכ-2.1% (בניכוי הכנסות חד-פעמיות). תקבולי המע"מ המקומי ברוטו עלו ריאלית ב-8.1% לעומת פברואר אשתקד. סך ההוצאה המקומית של המשרדים בינואר-פברואר הייתה גבוהה נומינלית ב-2.5% לעומת התקופה המקבילה אשתקד.

2. ההתפתחויות במשק – הצד הנומינלי

האינפלציה

מדד המחירים לצרכן ירד בפברואר ב-0.7%, בשעה שהחזאים צפו בממוצע ירידה של 0.6%. הירידה במחירי החשמל, שנכנסה לתוקף בפברואר, והירידה במחירי הדלק תרמו לירידת המדד 0.3 נק' אחוז ו-0.1 נק' אחוז, בהתאמה. כן נרשמו ירידה נוספת בסעיף התקשורת וירידה עונתית במחירי ההלבשה וההנעלה. סעיף הפירות והירקות עלה ב-0.1%. ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 1%, לעומת אינפלציה שלילית של 0.5% ב-12 החודשים שהסתיימו בינואר. השפעתה הישירה של הירידה במחירי האנרגיה הפחיתה ב-1% את המדד ב-12 החודשים האחרונים, והייתה הגורם המשמעותי ביותר לכך שהרכיבים המייצגים את המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-2.7%, לעומת 2.3% בחודש הקודם. הרכיבים המייצגים את המוצרים הבלתי סחירים נותרו בתקופה זו ללא שינוי, למרות עליית סעיף הדיור.

הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

לאחר פרסום מדד פברואר, ויציאתו מטווח התחזית, עלה ממוצע תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים ב-0.4 נק' אחוז, ל-1.2%, והציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים עלו בכ-0.2 נק' אחוז, ל-0.4%. הציפיות משוק ההון לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים התאפיינו במהלך החודש בתנודתיות והן עומדות על 0.5%; הציפיות לשנתיים עומדות על 0.9%. הציפיות לטווחים הבינוניים ירדו החודש אל מתחת לרמה של 1.5%, אך הציפיות לטווחים הארוכים נותרו יציבות סביב מרכז יעד

האינפלציה. מרבית החזאים אינם צופים הפחתה בריבית בנק ישראל בחודשים הקרובים, אך מעקום התלבור עולה הסתברות מסוימת להפחתה כזו.

המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו בינואר עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-39.3%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-11.4%. בחודשים האחרונים מסתמן גידול בפיקדונות העו"ש על חשבון הפיקדונות השקליים לזמן קצר, ומאז הפחתת הריבית למאס נרשם היקף נרחב של צבירה שלילית בקרנות הכספיות.

שוק האשראי

בפברואר הנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 2.7 מיליארדי ש"ח – מעט למעלה מהממוצע החודשי לשנת 2014 (2.5 מיליארדים). בפברואר נמשכה הצבירה השלילית נטו בקרנות המתמחות באג"ח חברות, תוך ירידה קלה במרווחים. קצב נטילת המשכנתאות החדשות נותר בפברואר יציב ברמה גבוהה – 4.6 מיליארדי ש"ח, לעומת ממוצע חודשי של כ-4.3 מיליארדים בשנת 2014 – תוך המשך ירידה בחלק ממאפייני הסיכון של המשכנתאות והתייצבות באחרים. הריבית על משכנתאות חדשות בריבית משתנה (צמודה ולא-צמודה למדד) ירדה בחודש פברואר, ב-0.37 וב-0.2 נק' האחוז, בהתאמה, ואילו במסלולים של הריבית הקבועה היא נותרה כמעט ללא שינוי.

שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן נותר בפברואר ללא שינוי, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2.4%. בדצמבר-ינואר עלו מחירי הדירות ב-0.8%, וב-12 החודשים שהסתיימו בינואר הם עלו ב-4.5%. לאחר שמספר העסקאות עלה בחודשיים הקודמים, בינואר הוא ירד, תוך עלייה בהיקף העסקאות של משקיעים ולכן גם בחלקם בסך העסקאות. נתוני המלאי ממשיכים להצביע על רמה גבוהה – קצב המכירה של דירות חדשות נותר גבוה, כמו גם מספרן של הדירות החדשות למכירה, למרות המשך מגמת הירידה המתונה בו. בשנת 2014 נרשמו 43.6 אלף התחלות בנייה, ומספר היחידות שבנייתן הסתיימה עומד על רמה גבוהה של 44.8 אלף.

3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק ההון

שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/2/15, ועד ל-20/3/15, נחלש השקל מול הדולר ב-5% והתחזק ב-1% מול האירו. מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נחלש השקל ב-1.9%.

שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/2/15, ועד ל-20/3/15, עלה מדד ת"א 25 בכ-7.1%. בשוק האג"ח הממשלתיות נרשמה ירידת תשואות בעקום הנומינלי, בדומה למגמה העולמית. התשואה על אג"ח שקלית ל-9 שנים ירדה מ-1.8% ל-1.5%, והתשואה לאורך העקום השקלי הממשלתי הייתה נמוכה מהתשואה לאורך העקום המקביל בארה"ב, למעט בטווח של 30 שנה. גם בעקום הצמוד נרשמה

ירידת תשואות ניכרת. לאורכו של עקום המק"מ נרשמו ירידות שערים על רקע הפחתת הריבית בחודש שעבר, והתשואה ל-12 חודשים עומדת על כ-0.08%. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, נותרה כמעט ללא שינוי, סביב 75 נ.ב.

ההתפתחויות בכלכלה העולמית

הפעילות הכלכלית העולמית ממשיכה להתרחב באיטיות תוך אי ודאות גבוהה. באירופה החלה ההרחבה הכמותית והביאה להיחלשות נוספת של האירו, לעליות בשערי המניות, ולעדכון כלפי מעלה של תחזיות הצמיחה והאינפלציה, אם כי זו עדיין מאוד נמוכה. במדדי מנהלי הרכש, המכירות הקמעונאיות ושיעור האבטלה נרשם החודש שיפור. מנגד, למרות ההסכם שהושג בין יוון למוסדות האיחוד האירופי, עדיין קיים חוסר ודאות רב מאוד לגבי ההתפתחויות ביוון והשלכותיהן האפשריות. אשר לארה"ב, להוציא את הנתונים משוק העבודה, מרבית הנתונים שהתווספו החודש היו שליליים, על רקע מזג האוויר החורפי. מדדי מנהלי הרכש ואמון הצרכנים נחלשו, ובספר הבז' של ה-Fed צוינה ההשפעה השלילית של התחזקות הדולר על הייצור מוטה היצוא ושל הירידה במחירי הנפט על מגזר ייצור האנרגיה. הגידול במספר המשרות בפברואר היה גבוה מהצפוי, ונמשכה ירידה בשיעור האבטלה. ה-Fed השמיט את הניסוח על אודות "סבלנות" לגבי העלאת הריבית, אך תוואי הריבית – כפי שהוא מתבטא בחציון התחזיות של חברי ה-FOMC – הונמך באופן משמעותי. אינפלציית הליבה (ללא מזון ואנרגיה) ב-12 החודשים האחרונים נותרה ברמה של 1.6%, בשעה שהמדד הכללי ירד לתחום השלילי עקב הירידה במחירי הדלק. במדדי המניות נרשמו ירידות. ביפן נרשמו החודש נתונים מעורבים, והבנק המרכזי לא שינה את תכנית ההרחבה שלו. בבריטניה נמשכת ההתאוששות הכלכלית, אך התחזקות השטרלינג מול האירו מעלה חששות לגבי המשך. במשקים המתעוררים ירדו החודש מדדי המניות ונמשכת מגמה בלתי אחידה: בסין נמשכת ההאטה בפעילות הכלכלית, בהודו – ההתאוששות, ובברזיל – חולשה. בנקים מרכזיים רבים נקטו גם החודש צעדי מדיניות מרחיבים. לאחר שמחירה של חבית נפט עלה בחודש שעבר ל-60 דולר, החודש התחדשו הירידות, והמחיר הגיע ל-53 דולר. מחירי הסחורות החקלאיות ירדו ב-4.9%.

הדיון בפורום המצומצם – ההחלטה על הריבית לחודש אפריל 2015

עיקרי הדיון:

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

הדיון התמקד בכמה סוגיות עיקריות: (1) האינפלציה והציפיות לאינפלציה, (2) הפעילות הריאלית, (3) שער החליפין, ו-(4) שוק הדיור.

לאחר שני מדדי מחירים חודשיים נמוכים מאוד, שבחלקם היו תוצאה של ירידת מחירי המים החשמל והדלק, חזרו תחזיות החזאים לאינפלציה לשנה קדימה אל תוך תחום היעד, בקרבת הגבול התחתון, כמו גם הערכת חטיבת המחקר, בעוד הציפיות משוק ההון נותרו עדיין נמוכות. חברי הוועדה מעריכים כי האינפלציה הנמוכה והציפיות הנמוכות לאינפלציה אינם מעידים על חולשות בפעילות הריאלית,

אלא משקפים בעיקר גורמי היצע ולכן, ללא זעזועים נוספים מכיוון זה, צפויה האינפלציה לחזור לתחום היעד.

למרות תמונה מעורבת הנובעת מהאינדיקאטורים השונים לפעילות הריאלית, חברי הוועדה סברו כי המשק הישראלי חזר לסביבת הצמיחה של השנתיים האחרונות, כ-2.5-3% לשנה. הערכתם לרמת הפעילות הגבוהה יחסית של המשק התבססה, בין השאר, על חוזקו של שוק העבודה כפי שבא לידי ביטוי בשיעור האבטלה הנמוך ובגידול במספר המשרות הפנויות.

הוועדה דנה בהתפתחויות בשער החליפין, בשל ההשפעה האפשרית שלו על ענפי היצוא ותחליפי היבוא, ובהיות שער החליפין אחד מערוצי התמסורת העיקריים של המדיניות המוניטארית במהלך התקופה האחרונה. חברי הוועדה ציינו שמגמת התיסוף שקדמה להפחתת הריבית בחודש הקודם נבלמה, ואף חל פיחות בשער החליפין הנומינאלי האפקטיבי.

חברי הוועדה ציינו כי מסתמנת עלייה מחודשת בפעילות ובמחירים בשוק הדיור המתבטאת במספר גבוה של עסקאות ובעליה בהיקפי המשכנתאות. עם זאת, הגידול המהותי במלאי הדירות בשל העלייה בגמר הבניה, עליה שצפויה להתמיד בשנתיים הקרובות בשל התחלות הבנייה הגבוהות בשנתיים האחרונות, צפוי להוות כוח כנגד לחצים אפשריים לעליות המחירים.

לסיכום, כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה, לאחר הפחתת הריבית ב-0.15 נקודת אחוז בחודש שעבר. זאת, מאחר ולהערכתם ההשפעה של הפחתת הריבית מחודש שעבר טרם מוצתה. כמו כן, העלייה בציפיות לאינפלציה וסביבת הצמיחה אינם תומכים בשינוי סביבת הריבית. בפרט, נוכח הסיכונים הנשקפים משוקי הנכסים ובהם שוק הדיור ושוק האג"ח הקונצרניות.

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

הגורמים העיקריים להחלטה

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש אפריל 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, במדיניות המוניטרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

❖ בשנים עשר החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 1%, שהושפעה מירידת מחירי הדלק, החשמל והמים. על פי הערכת חטיבת המחקר, כמו גם על פי ממוצע תחזיות החזאים, ב-12 החודשים הבאים צפויה האינפלציה לחזור לסביבת הגבול התחתון של טווח היעד; האינפלציה הצפויה על פי הריביות הפנימיות של הבנקים עודנה מתחת ליעד. הציפיות לטווחים הבינוניים ירדו מעט החודש, והציפיות לטווחים הארוכים מצויות במרכז היעד.

❖ אינדיקטורים לפעילות הריאלית מצביעים על תמונה מעורבת ברבעון הראשון: מסתמנת חולשה מסוימת ביצוא, המדד המשולב עלה בפברואר ב-0.2%, ונתונים ראשוניים של סקר החברות מצביעים על המשך צמיחה בקצב המתון שאפיין אותה בשנה שעברה. האינדיקטורים בשוק העבודה מצביעים על המשך השיפור.

❖ מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/2/15, ועד ל-20/3/15, נחלש השקל מול הדולר ב-5% והתחזק ב-1% מול האירו. מול שער החליפין הנומינלי האפקטיבי נחלש השקל ב-1.9%. מתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 2.1%.

❖ מספר בנקים מרכזיים נוספים נקטו החודש בצעדי מדיניות מרחיבים. תחזית הצמיחה בארה"ב עודכנה מעט כלפי מטה, ונמשכת אי הוודאות לגבי מועד תחילת העלאת הריבית; באירופה מסתמן שיפור בפעילות על רקע המדיניות המוניטרית המרחיבה.

❖ נמשכת עליית מחירי הדירות, קצב נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה, ובינואר נרשם גידול בחלקם של המשקיעים בסך העסקאות. אינדיקטורים שונים מצביעים על גידול בהיצע הדירות.

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 מטרתו - יציבות מחירים, עידוד התעסוקה והצמיחה, ותמיכה ביציבות המערכת הפיננסית – ובהיבט הזה, ימשיך לעקוב אחר ההתפתחויות בשוקי הנכסים ובכלל זה שוק הדירור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-23 במרץ 2015.

השתתפו

חברי הוועדה המוניטרית:

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

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

פרופ' אלכס צוקרמן

משתתפים נוספים:

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

ד"ר זיו נאור – כלכלנית בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – דובר הבנק

גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית