



## דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים שנערכו בבנק ישראל

### כדי להחליט על גובה הריבית לחודש יוני 2015

הדיונים התקיימו ב-21 וב-25 במאי 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, הן אלו של הרבעון הראשון והן אלו של חודש אפריל, ממשיכים להצביע על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב ששרר בשנתיים האחרונות. על פי האומדן הראשון לנתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון (נתונים מנוכי עונתיות במונחים שנתיים), התוצר צמח ב-2.5%, והתוצר העסקי – ב-3.2%. הובילו את הצמיחה גידול של 6.5% בצריכה הפרטית (ללא בני קיימא) וגידול של 9.4% ביצוא (ללא יהלומים וחברות הזנק). מנגד, ההשקעה בנכסים קבועים וצריכת בני הקיימא התכווצו ב-7.4% ו-11.2%, בהתאמה; חלק מהירידה נובע מירידה חדה ביבוא כלי רכב, לאחר שברבעון הרביעי חלה בו עלייה חדה. היבוא (ללא או"מ, יהלומים ויבוא ביטחוני) צמח ב-9%.

על פי נתוני סחר החוץ, יצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים) ירד באפריל (במונחים דולריים שוטפים) ב-4.3%, בהמשך לירידה של 4.7% ברבעון הראשון, ויצוא השירותים העסקיים (ללא חברות הזנק) נותר בפברואר ללא שינוי. מספר כניסות התיירים ולינותיהם נותר נמוך משמעותית בהשוואה למחצית הראשונה של 2014. לאחר כמה חודשים של צמיחה גבוהה יחסית, המדד המשולב עלה באפריל ב-0.2%, בהובלת הגידול בייצור התעשייתי ובפדיון המסחר (נתונים ממארס). מדד האקלים ממשיך להצביע על כך שקצב הצמיחה החודשי התייצב ברמה של 0.22%—0.24%. מדד אומון

הצרכנים של הלמ"ס עולה בחודשים האחרונים בחדות, והמדד של בנק הפועלים יציב ברמה גבוהה יחסית. מדד מנהלי הרכש ממשיך לנוע סביב 50 נקודות, והחודש הוא ירד ל-49.2 נקודות.

### שוק העבודה

לפי נתוני סקר כוח האדם לרבעון הראשון בקרב בני 25—64 (גילי העבודה העיקריים), שיעור האבטלה הוסיף לרדת מעט (4.8% לעומת 4.9% ברבעון הרביעי של 2014), אך ירידה זו חלה על רקע ירידה בשיעור ההשתתפות (79.5% לעומת 79.7%) ובשיעור התעסוקה (75.7% לעומת 75.8%). בנתונים לאפריל ניכר שיפור הן בשיעור האבטלה והן בשיעורי ההשתתפות והתעסוקה. נתוני הסקר, כמו גם נתוני משרות השכיר, מצביעים על גידול בתעסוקה בשירותים הציבוריים, לעומת יציבות או ירידה במגזר העסקי. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בדצמבר-פברואר ב-1.0% וב-1.1%, בהתאמה, יחסית לספטמבר-נובמבר (נתונים מנוכי עונתיות). באפריל חלה הפעימה הראשונה של העלאת שכר המינימום, מ-4,300 ש"ח ל-4,650 ש"ח לחודש, והיא משתקפת בעלייה בגביית מס הבריאות באפריל; התקבולים בפברואר-אפריל היו גבוהים (נומינלית) בכ-5.9% לעומת החודשים המקבילים אשתקד.

### נתוני תקציב הממשלה

העודף המקומי (ללא אשראי נטו) בפעילות הממשלה הסתכם בינואר-אפריל בכ-3.1 מיליארדי ש"ח, והוא גבוה בכ-1.7 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי התואם את יעד הגירעון של 2.5 אחוזי תוצר, בעיקר כתוצאה מהעובדה שההוצאות מתבצעות על בסיס התקציב ההמשכי. מתחילת השנה גביית המסים עלתה ריאלית בכ-7.8% יחסית לינואר-אפריל אשתקד, והיא גבוהה בכ-1.7 מיליארד ש"ח מהתוואי העונתי; עם זאת, ההכנסות שלא ממסים נמוכות מהתוואי בכ-1.9 מיליארד ש"ח. תקבולי המע"מ המקומי ברוטו עלו ריאלית בכ-10% יחסית לתקופה המקבילה אשתקד. סך ההוצאה המקומית (ללא אשראי) נמוכה בינואר-אפריל בכ-2 מיליארדי ש"ח מהתוואי העונתי העקבי עם כלל ההוצאה.

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

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה באפריל ב-0.6%, בשעה שהחזאים צפו עלייה מעט נמוכה יותר – 0.5% בממוצע. עליות משמעותיות נרשמו בסעיפי הפירות והירקות, וההלבשה וההנעלה (עלייה עונתית). ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 0.5%, לעומת אינפלציה שלילית של 1% ב-12 החודשים שהסתיימו במארס. לאחר ירידה מצטברת של 1.8% במדדי נובמבר-פברואר, עלה המדד בחודשיים האחרונים ב-0.9% במצטבר, למרות ירידה קלה באפריל בסעיף הדיור. התפתחות זו מתרחשת בין השאר על רקע שינוי המגמה במחירי האנרגיה, אשר תרמו 0.8% לירידת המדד בשנה האחרונה. המדד ללא דיור ירד בשנה האחרונה ב-1.3%. הרכיבים המייצגים את המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-1.6% ב-12 החודשים האחרונים, ואלו המייצגים את המוצרים הבלתי סחירים עלו ב-0.2%; רכיבים אלה ירדו ב-2.4% וב-0.1%, בהתאמה, ב-12 החודשים שהסתיימו במארס.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נעות סביב הגבול התחתון של יעד האינפלציה. תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים עומדות על 1%, לעומת 1.1% בחודש הקודם, והציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים עומדות על 0.8%, לעומת 0.6% בחודש הקודם. הציפיות משוק ההון לאינפלציה ב-12 החודשים הקרובים עומדות על 1.1%, והציפיות לשנתיים – על 1.35%. ציפיות הפורוורד לטווחים הבינוניים (3 עד 5 שנים) עלו החודש ל-1.65%, וציפיות הפורוורד לטווחים הארוכים (5 עד 10 שנים) ממשיכות לנוע סביב מרכז יעד האינפלציה. בדומה לחודש הקודם, מרבית

החזאים אינם צופים הפחתה בריבית בנק ישראל בחודשים הקרובים, אך עקום התלבור ממשיך להצביע על הסתברות מסוימת להפחתה כזו.

### המצרפים המוניטריים

ב-12 החודשים שהסתיימו באפריל עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-50.3%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-12.0%. במהלך מאי נמשכה ההתמתנות בקצב פדיון כספים מהקרנות הכספיות.

### שוק האשראי

בחודש מארס ירדה יתרת החוב של המגזר העסקי בכ-4 מיליארדי ש"ח (-0.5%), לרמה של כ-821 מיליארדים. עם זאת, ברבעון הראשון של 2015 נרשם ביתרת האשראי גידול גבוה לעומת סוף 2014, בעיקר כתוצאה מגידול בהלוואות הישירות מהמוסדיים, ובמידה פחותה גם כתוצאה מעלייה באשראי מהבנקים ובאשראי מחו"ל. באפריל הנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 1.1 מיליארד ש"ח, סכום נמוך לעומת הממוצע ב-12 החודשים האחרונים (2.9 מיליארדים). הצבירה בקרנות המתמחות באג"ח חברות הייתה באפריל שלילית (-0.2 מיליארד ש"ח), בשעה שהצבירה בקרנות המתמחות באג"ח כללי הייתה חיובית (2.6 מיליארדי ש"ח). לאחר שהמרווחים בשוק אג"ח החברות ירדו בחודשיים הקודמים, באפריל הם עלו קלות.

יתרת החוב של משקי הבית עלתה במארס ב-3.3 מיליארדי ש"ח (0.8%), מזה 0.4 מיליארד ש"ח (0.1%) באשראי לדיוור. למרות החגים, היקף נטילת המשכנתאות החדשות עמד באפריל על 4.7 מיליארדי ש"ח; החודש נבלמה הירידה בשיעור המשכנתאות הניתנות לרוכשי דירה להשקעה, ושיעור המשכנתאות הניטלות בריבית קבועה המשיך לעלות. בריביות המשכנתאות נרשמה החודש ירידה ברוב מסלולי ההצמדה - 0.05 נק' אחוז במסלול הצמוד בריבית קבועה, ו-0.07 נק' אחוז ו-0.03 נק' אחוז במסלול הלא-צמוד בריבית קבועה ומשתנה, בהתאמה. הריבית על משכנתאות צמודות בריבית משתנה נותרה ללא שינוי.

### שוק הדיור

סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן ירד באפריל ב-0.1%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2.1%. בפברואר-מארס עלו מחירי הדירות ב-0.4%, וב-12 החודשים שהסתיימו במארס הם עלו ב-3.8%, בדומה לקצב שנרשם בחודש הקודם. עם זאת, בחצי השנה האחרונה שב קצב עלייתם לזה ששרר לפני תקופת ההמתנה לתכנית "מע"מ אפס". גם בחודש מארס נמכרו דירות חדשות בקצב גבוה, אולם על פי נתונים ראשוניים, מספרן הכולל של העסקאות הוסיף לרדת בקרב כל סוגי הרוכשים, ומספר העסקאות בקרב משקיעים דומה לממוצע בשנים האחרונות. מספר הדירות החדשות העומדות למכירה יציב בארבעת החודשים האחרונים, לאחר שבחודשים שקדמו להם הוא ירד. ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר נרשמו 43.2 אלף התחלות בנייה ו-44.8 אלף סיומי בנייה.

## **3. ההתפתחויות בשוק המט"ח ושוק ההון**

### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-26/4/15, ועד ל-22/5/15, התחזק השקל מול הדולר בכ-1.3%, ונחלש מול האירו – בכ-1.3%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי השקל נותר יציב.

## שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-26/4/15, ועד ל-21/5/15, עלה מדד ת"א 25 בכ-1.2%. בשוק האג"ח הממשלתיות נרשם תיקון חד, והתשואות בשני האפיקים (הנומינלי והצמוד) עלו בשיעורים שהגיעו עד כ-60 נ.ב. תוך היתללות העקומים, בדומה למגמה העולמית. התשואה על אג"ח שקלית ל-9 שנים עלתה מכ-1.4% לכ-1.8%. לאורכו של עקום המק"מ נרשמו שינויים קלים, ומרבית העקום נסחר בתשואה נמוכה מריבית בנק ישראל. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת על ידי מרווח ה-CDS ל-5 שנים, נותרה כמעט ללא שינוי, סביב 71 נ.ב.

## ההתפתחויות בכלכלה העולמית

האינדיקטורים לפעילות הכלכלית העולמית ממשיכים להצביע על פעילות מתונה. נתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון בארה"ב, על פיהם צמח התוצר ב-0.2% בלבד (במונחים שנתיים), אכזבו, וישנן הערכות כי הנתון עלול להתעדכן כלפי מטה בקריאה השנייה. עם זאת ה-Fed מציין בהודעתו כי הצמיחה ברבעון הראשון הושפעה מגורמים זמניים, ולכן הוא מצפה להמשך צמיחה מתונה ברבעונים הקרובים. הערכה זו מקבלת חיזוק מנתוני שוק העבודה, המורים כי באפריל נוספו כ-220 אלף משרות חדשות. מנגד, מדד הייצור התעשייתי ירד זה החודש החמישי ברציפות. ככלל לא חל החודש שינוי בהערכות לגבי המועד שבו יחלו להעלות את הריבית בארה"ב, ואי-הוודאות בקשר לכך נמשכת. באירופה נוספו החודש אינדיקציות לכך שההתאוששות המתונה נמשכת, והתוצר ברבעון הראשון צמח, כצפוי, בשיעור רבעוני של 0.4%. האומדנים מסקרי החברות נחלשו החודש, לאחר עלייה נאה בחודשים האחרונים, אך הם ממשיכים להצביע על מגמה חיובית; חולשה ניכרה גם בנתוני הפעילות האחרונים על האבטלה, הייצור התעשייתי והמכירות הקמעונאיות, ואלה חידדו את ההערכה שההתאוששות עדיין לא התבססה. לאחר כמה מדדים שליליים, מדד המחירים לצרכן בגוש האירו נותר באפריל ללא שינוי, ובציפיות לאינפלציה נרשמה עלייה, על רקע עליית מחירי האנרגיה והשיפור בביקושים המקומיים. המשבר ביוון נמשך והוא מוסיף להוות סיכון משמעותי לכלכלה האירופית. ביפן נותרה האינפלציה, בניכוי העלאת המע"מ, בשיעור אפסי, בעוד שנתון התוצר לרבעון הראשון הפתיע לטובה, אם כי בעיקר בשל גידול ברכיב המלאים. בסין נמשכת חולשה שבאה לידי ביטוי בכמה אינדיקטורים לגבי הפעילות הריאלית, והבנק המרכזי הודיע על הפחתת ריבית. צעדים מוניטריים מרחיבים ננקטו החודש גם בכמה מדינות נוספות. במרבית שוקי המניות והאג"ח בעולם נרשמו החודש ירידות שערים. מחיר הנפט נותר בסיומה של התקופה כמעט ללא שינוי, ברמה של 65 דולרים לחבית; גם מחירי הסחורות ללא אנרגיה נותרו ללא שינוי.

## הדיון בפורום המצומצם – ההחלטה על הריבית לחודש יוני 2015

### עיקרי הדיון:

חברי הוועדה המוניתרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון על הריבית לחודש יוני 2015 התקבלה ההחלטה להותיר את הריבית ללא 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 ו- (5) שוק הדיור.

האינפלציה בשנים עשר החודשים האחרונים נותרה שלילית, אך חברי הוועדה ציינו כי עליית המחירים בשני החודשים האחרונים היא בהתאם לתוואי העונתי העקבי עם יעד האינפלציה. חברי הוועדה סברו שהתייצבות מחירי האנרגיה בעולם יחד עם המשך העלייה המתונה של השכר במשק, והמשך השיפור בשיעורי התעסוקה והאבטלה, יתמכו בהמשך התכנסות סביבת האינפלציה אל תחום היעד. ההערכה כי האינפלציה נמצאת במגמה של חזרה לתחום היעד משתקפת גם בעלייה בציפיות לאינפלציה משוק ההון לטווחים הבינוניים.

חברי הוועדה דנו בנתוני החשבונאות הלאומית שהצביעו על קצב צמיחת תוצר של 2.5% ברבעון הראשון של השנה ושל 3.2% בתוצר העסקי. חברי הוועדה ציינו לחיוב את הרכב הביקושים של התוצר הכולל התרחבות בצריכה הפרטית וביצוא. באינדיקטורים החודשיים, נמשכה העלייה במדד אמון הצרכנים ונרשמה יציבות במדד מנהלי הרכש, ובמקביל מצביעים נתוני התעסוקה על המשך השיפור בשוק העבודה. עם זאת, נתוני סחר חוץ הראו ירידה ביצוא סחורות באפריקה, בהמשך לירידה ברביע הראשון, בעיקר של התעשייה המעורבת-עילית, וקיפאון ביצוא השירותים.

חברי הוועדה ציינו את היציבות בשער החליפין הנומינלי אפקטיבי בחודש האחרון, ואת העובדה שמאז הפחתת הריבית בפברואר 2015 לא נכרה מגמה בשער החליפין הנומינלי אפקטיבי. עם זאת, צוין שמתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 3.7%.

הוועדה דנה בהתפתחויות בכלכלה העולמית: התאוששות הצמיחה באירופה בצל משבר החוב היווני, ההאטה בצמיחה בארה"ב (המוסברת בחלקה על ידי תנאי מזג האוויר הקשים ברבעון הראשון) וההיחלשות בכלכלת סין שהביאה להפחתת ריבית נוספת במדינה זו.

לגבי שוק הדיור, חברי הוועדה התייחסו למספר העסקאות בדירות ולהיקפי המשכנתאות הגבוהים. להערכת חברי הוועדה רמת הפעילות הגבוהה מוסברת בחלקה בתיקון לתקופה בה רבים נמנעו מלבצע רכישות של דירות חדשות בשל המתנה לתוכנית מע"מ אפס. בוועדה הובע חשש כי שוק הדיור נכנס לתקופת אי-ודאות נוספת לגבי מהות הצעדים שהממשלה תנקוט בתחום הדיור. במקביל גברה התנדדותיות בשוק הנכסים הפיננסיים.

לסיכום, כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה. השיקול המכריע בעד ההחלטה הוא שסביבת הריבית הנוכחית תומכת בהמשך הצמיחה ובחזרת האינפלציה לתוך תחום היעד בתוך כשנה. השפעת הרמה הנוכחית מתבטאת בשיפור המסוים שנרשם בסביבת האינפלציה בחודשיים האחרונים ובתחזיות לאינפלציה וכן בהרכב הביקושים בצמיחת המשק ברבעון הראשון ובנתוני שוק העבודה הטובים. זאת, תוך שהמדיניות לוקחת בחשבון את ההתפתחויות בשוקי הנכסים.

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

## הגורמים העיקריים להחלטה

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש יוני ללא שינוי ברמה של 0.1%, עקבית עם מדיניות מוניתרית 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 המוניתרית של הבנקים המרכזיים העיקריים ובהתפתחות שער החליפין.

❖ לאחר מספר מדדים שליליים, עלה מדד המחירים במאָרס ואפריל ב-0.9% במצטבר. במחירי הדלק העולמיים חלה התייצבות. הציפיות לאינפלציה לשנה מהמקורות השונים נותרו סביב הגבול התחתון של יעד האינפלציה, ובציפיות לשנתיים ולטווחים הבינוניים נרשמה עלייה לכיוון מרכז היעד.

❖ תמונת הפעילות הריאלית ממשיכה להיות מעורבת, ולהצביע על המשך צמיחה בקצב ששרר בשנתיים האחרונות. התוצר העסקי צמח ברבעון הראשון ב-3.2%, ושיעור האבטלה הוסיף לרדת. נתוני גביית המיסים מצביעים על המשך הגידול בצריכה הפרטית. נתוני היצוא החודשיים במונחים דולריים מצביעים בחודשים האחרונים על התכווצות ביצוא הסחורות והיעדר גידול ביצוא השירותים.

❖ צמיחת התוצר ברבעון הראשון בארה"ב הייתה נמוכה מהצפוי, אך ההערכות הן שזו בעיקר תוצאה של גורמים זמניים; בגוש האירו נמשכת התאוששות מתונה, אך המשבר ביוון ממשיך להוות סיכון משמעותי לכלכלה. במשק הסיני נמשכים סימני חולשה. נמשכת אי הוודאות לגבי מועד התחלת העלאת הריבית בארה"ב.

❖ מאז הדיון המוניתרטי שהתקיים ב-26/4/15, ועד ל-22/5/15, התחזק השקל מול הדולר בכ-1.3%, ובמונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי השקל נותר יציב. מתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 3.7%, והמשך הייסוף עלול להקשות על צמיחת היצוא והמגזר הסחיר.

❖ נמשכת עליית מחירי הדירות, והיקף נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה.

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-25 במאי 2015.

## השתתפו

### **חברי הוועדה המוניתרית:**

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

ד"ר נדן בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר

פרופ' אלכס צוקרמן

**משתתפים נוספים:**

מר אנדרו אביר – מנהל אגף השווקים בחטיבת השווקים

מר דני חחיאשוילי – ראש מטה נגידת הבנק

מר ינון גמרסני – כלכלן בחטיבת המחקר

מר יואב סופר – דובר הבנק

גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית