



## **דיווח לציבור על הדיונים המוניטריים שנערכו בבנק ישראל**

### **כדי להחליט על גובה הריבית לחודש מאי 2015**

הדיונים התקיימו ב-26 וב-27 באפריל 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 ברבעון הראשון של 2015 מצביעים על כך שהמשק מוסיף לצמוח בקצב המתון ששרר בשנתיים האחרונות. יצוא הסחורות (ללא או"מ ויהלומים) ירד במאסר ב-4.6%, והוא הושפע בין השאר משיבושי העבודה בכ"ל ומירידה חדה ביצוא כלי טיס, לאחר שבחודשיים הקודמים חלה בו עלייה חריגה. בניכוי אלו עלה היצוא במאסר ב-3.3% וירד ב-0.9% ברבעון הראשון, אך מדובר בנתון במונחים דולריים, והוא הושפע לרעה גם מהתחזקות הדולר מול המטבעות האחרים. במאסר נעצרה ההתאוששות שנרשמה עד כה בכניסות התיירים. יצוא השירותים העסקיים (ללא חברות הזנק) עלה בינואר ב-1% בהשוואה לרבעון הרביעי של 2014. כל מרכיביו הראשיים של יבוא הסחורות עלו במאסר. נתוני סקר החברות לרבעון הראשון מצביעים על יציבות בפעילות במגזר העסקי. המדד המשולב למצב המשק עלה במאסר ב-0.4%, בהשפעת עלייה ביבוא מוצרי הצריכה ויבוא התשומות (במאסר) ובמדד הייצור התעשייתי (בפברואר). מדד האקלים ממשיך להצביע על קצב צמיחה חודשי של 0.23%. מדד מנהלי הרכש ממשיך לנוע סביב רמת 50 הנקודות, והחודש הוא עלה ל-50.2. מדד אמון הצרכנים של הלמ"ס עלה החודש לרמה הגבוהה ביותר מאז 2011, והמדד של בנק הפועלים ירד החודש קלות אך רמתו עדיין גבוהה יחסית לרמה ב-2014.

## שוק העבודה

נתוני שוק העבודה ממשיכים להציג תמונה חיובית: נתוני סקר כוח האדם לפברואר בקרב בני 25—64 (גילי העבודה העיקריים) דומים לנתונים לינואר, והם מצביעים על כך שהאבטלה התייצבה ברמה נמוכה ושיעורי ההשתתפות והתעסוקה – ברמה גבוהה. לאורך זמן מצביעים נתוני הסקר על גידול מתמשך בתעסוקה במסחר ובשירותים ועל יציבות בתעסוקה בתעשייה. השכר הנומינלי והשכר הריאלי עלו בנובמבר-ינואר ב-0.2% וב-0.1%, בהתאמה, יחסית לאוגוסט-אוקטובר (נתונים מנוכי עונתיות). בתקבולי מס הבריאות נמשך גידול יציב: בינואר-מארס הם היו גבוהים (נומינלית) בכ-5.5% לעומת החודשים המקבילים אשתקד. בינואר ירד מספר משרות השכיר ב-0.8%.

## נתוני תקציב הממשלה

העודף המקומי (ללא אשראי נטו) הסתכם בינואר-מארס ב-2.5 מיליארדי ש"ח, לעומת 0.5 מיליארד בתקופה המקבילה אשתקד. על פי נתוני המגמה, גביית המסים במארס גבוהה מהגבייה בחודשים הקודמים ובתקופה המקבילה אשתקד, ומתחילת השנה גביית המסים עלתה ריאלית בכ-5.3% לעומת התקופה המקבילה אשתקד. תקבולי המע"מ המקומי ברוטו עלו ריאלית ב-10% לעומת מארס אשתקד (7% בניכוי מסי נדל"ן). סך ההוצאה המקומית של המשרדים בינואר-מארס הייתה גבוהה נומינלית ב-4% לעומת החודשים המקבילים אשתקד.

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

### האינפלציה

מדד המחירים לצרכן עלה במארס ב-0.3%, בשעה שהחזאים צפו עלייה מעט גבוהה יותר – 0.4% בממוצע. עליית מחירי הדלק הביאה לעלייה של 1.3% בסעיף התחבורה והתקשורת ותרמה את עיקר העלייה במדד, ואחריה תרמה לעלייתו עלייה של 0.7% בסעיף הדיור. בסעיפי ההלבשה וההנעלה והפירות והירקות נרשמו ירידות על רקע עונתי. ב-12 החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 1%, בדומה לאינפלציה ב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר. מחירי האנרגיה תרמו 0.9% לירידת המדד בשנה האחרונה, ומחירי התקשורת, המזון והפירות והירקות תרמו לירידה 0.2% כל אחד. הרכיבים המייצגים את המוצרים הסחירים במדד ירדו ב-2.4% ב-12 החודשים האחרונים, ואלו המייצגים את המוצרים הבלתי סחירים ירדו ב-0.1%.

### הציפיות והתחזיות לאינפלציה ולריבית

ממוצע תחזיות החזאים ל-12 המדדים הבאים עומד על 1.1%, לעומת 1.2% בחודש הקודם, בשעה שהציפיות הנגזרות מהריביות הפנימיות של הבנקים עומדות על 0.6%, לעומת 0.4% בחודש הקודם. הציפיות משוק ההון לאינפלציה ב-12 החודשים הבאים מוסיפות להציג תנודתיות ועומדות על 0.8%, והציפיות לשנתיים – על 1.1%. הציפיות לטווחים הבינוניים נעות סביב 1.5%, ואילו הציפיות לטווחים הארוכים נותרו יציבות סביב מרכז יעד האינפלציה. 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 במארס עלה המצרף המוניטרי M1 (המזומן שבידי הציבור + פיקדונות העו"ש) ב-48.5%, והמצרף M2 (M1 + הפיקדונות הלא-צמודים עד שנה) עלה ב-12.3%. במהלך אפריל התמתן קצב יציאת הכספים מהקרנות הכספיות.

## שוק האשראי

בחודש ינואר עלתה יתרת החוב של המגזר העסקי בכ-13.3 מיליארדי ש"ח (1.6%), לרמה של כ-826 מיליארדים. העלייה ביתרה נבעה ברובה מנטילת אשראי בנקאי בסכום של כ-9.1 מיליארדי ש"ח, גיוס משמעותי בהשוואה לפירעונות נטו בשנתיים האחרונות. במאסר הנפיק המגזר העסקי הלא-פיננסי אג"ח בהיקף של 2.9 מיליארדי ש"ח, מעט גבוה מהמוצע ב-12 החודשים האחרונים (2.6 מיליארדים). הצבירה בקרנות המתמחות באג"ח חברות הייתה שלילית במאסר ובמחצית הראשונה של אפריל, והמשיכות נטו הסתכמו בכ-300 מיליוני ש"ח. המרווחים בשוק אג"ח החברות ירדו מעט בחודש מארס, לאחר שגם בפברואר הם ירדו.

יתרת החוב של משקי הבית עלתה בינואר ב-1.8 מיליארד ש"ח (0.4%), ומתוך זה יתרת החוב לדיוור עלתה ב-1.3 מיליארד (0.4%). היקף נטילת המשכנתאות החדשות עלה במאסר ל-5.6 מיליארדי ש"ח, תוך ירידה בשיעור המשכנתאות הניתנות לרוכשי דירה להשקעה והמשך העלייה בשיעור המשכנתאות הניטלות בריבית קבועה. הריביות על המשכנתאות החדשות שניטלו ירדו בחודש מארס בכל מסלולי ההצמדה: במסלול הלא-צמוד ובמסלול הצמוד בריבית קבועה הן ירדו ב-0.1 נק' האחוז, ובמסלול הצמוד בריבית משתנה – ב-0.3 נק' האחוז.

## שוק הדיוור

סעיף הדיוור במדד המחירים לצרכן עלה במאסר ב-0.7%, וב-12 החודשים האחרונים הוא עלה ב-2.3%. בינואר-פברואר עלו מחירי הדירות ב-0.4%, וב-12 החודשים שהסתיימו בפברואר הם עלו ב-3.7%. מספר העסקאות ירד בפברואר בקרב כל סוגי הרוכשים, כולל המשקיעים, אך הוא עדיין גבוה יחסית, ככל הנראה עקב השלמת המכירה של דירות שלא נמכרו בתקופת ההמתנה לחוק "מע"מ אפס". מספר הדירות החדשות העומדות למכירה עלה קלות, לאחר שבחודשים האחרונים הוא ירד. מספר התחלות הבנייה גבוה בשנתיים האחרונות, והוא צפוי לתמוך בהמשך היצע הדיוור בתקופה הקרובה.

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

### שוק המט"ח

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/3/15, ועד ל-24/4/15, התחזק השקל מול הדולר בכ-3%, ומול האירו – ב-1.3%. במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי התחזק השקל ב-1.7%.

### שוק ההון

מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/3/15, ועד ל-24/4/15, עלה מדד ת"א 25 בכ-4%. בשוק האג"ח הממשלתיות ירדו התשואות בעקום הנומינלי, בדומה למגמה העולמית. התשואה על אג"ח שקלית ל-9 שנים ירדה לשפל של כ-1.4%. גם בעקום הצמוד ירדו התשואות בשיעור מתון. 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 75 נ.ב.

## **4. ההתפתחויות בכלכלה העולמית**

בתחזית הצמיחה העולמית של קרן המטבע הבין-לאומית שהתעדכנה החודש, נרשם שיפור בתחזית הצמיחה של גוש האירו ויפן ועדכון כלפי מטה של התחזית לגבי ארה"ב. הקרן עדכנה כלפי מטה את תחזית הסחר העולמי והדגישה כי ההתמתנות שחלה בצמיחתו בשנים האחרונות

נובעת בחלקה גם מגורמים מבניים ארוכי טווח. כלכלני הקרן רואים ירידה בסיכון לדפלציה או למיתון במרבית המשקים העיקריים. בארה"ב נרשמו החודש נתונים מאכזבים; חלקם משקפים אירועים בעלי השפעות חולפות – כגון מזג האוויר הקשה ושבתת עובדי הנמלים בחוף המערבי – וחלקם על רקע השפעת הדולר החזק, והשפעת מחירי הדלק הנמוכים על מגזר האנרגיה. מספר המשורות החדשות היה במאסר נמוך משמעותית מהצפוי; הצריכה הפרטית בינואר-פברואר הייתה מתונה מאוד, אך במאסר נרשמה התאוששות מסוימת; מדד מנהלי הרכש בחברות היצרניות ירד לרמה הנמוכה ביותר זה שנתיים. הסביבה האינפלציונית נותרה נמוכה. לנוכח אלו נמשך חוסר הוודאות לגבי המועד שבו יחלו להעלות את הריבית בארה"ב, ותוואי הריבית הנגזר מהציפיות בשווקים הוסיף לרדת. באירופה הפעילות עדיין מאוד מתונה ונמשך חוסר הוודאות לגבי התפתחות המשבר ביוון. עם זאת ישנם גורמים שתורמים להתאוששות – היחלשות האירו, הקלה בתנאים הפיננסיים, ומחירי האנרגיה הנמוכים. מדד אמון הצרכנים התחזק והגיע לרמה הגבוהה ביותר מאז תחילת המשבר, הייצור התעשייתי בפברואר הפתיע כלפי מעלה, ומדדי מנהלי הרכש מצביעים על שיפור בהזמנות החדשות. האינפלציה נותרה שלילית, ה-ECB החל ליישם את תכנית ההרחבה הכמותית, ולהערכת כלכלניו ישנן עדויות ברורות לכך שהתכנית אפקטיבית. ביפן נרשמו נתונים מאכזבים הן מצד הייצור והן מצד הצריכה הפרטית. גם בסין הנתונים השוטפים היו מאכזבים, ועל רקע זה נקט הבנק המרכזי צעדים מקלים בתחום המוניטרי. החודש לא נערכו שינויים בריביות של הבנקים המרכזיים השונים, לאחר שבחודשים הקודמים נערכו הפחתות רבות. בשוקי המניות בעולם ניכרה מגמה מעורבת. מחירי הסחורות הציגו ברובם יציבות בשעה שבמחיר חבית נפט נרשם תיקון כלפי מעלה, לרמה של \$65, לעומת \$53 ערב הדיון המוניטרי הקודם.

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

### עיקרי הדיון:

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

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

חברי הוועדה סברו כי המשק הישראלי ממשיך לצמוח בקצב מתון הדומה לזה של השנתיים האחרונות, כ-3% לשנה. הערכתם לרמת פעילות זו של המשק התבססה על ממצאי סקר החברות והמדד המשולב למצב המשק, כמו גם על הנתונים העולים מהכנסות הממשלה ממסים ומסקר אמון הצרכנים של הלמ"ס. עם זאת, היו חברי ועדה שהעריכו כי ייתכן והמשק יתקשה להאיץ את שיעורי הצמיחה לנוכח הצפי להאטה בקצב הגידול בסחר העולמי, ובפרט נוכח הערכות קרן המטבע הבינ"ל על פיה התמתנות הסחר העולמי נובעת בחלקה מסיבות מבניות אשר עשויות להשפיע על קצב הגידול שלו לאורך זמן.

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה, בדומה לחודשים האחרונים. חברי הוועדה ציינו כי במהלך שלושת השנים האחרונות היו הפתעות חוזרות כלפי מטה של האינפלציה בפועל ביחס לתחזיות השונות. צוין כי חלק ניכר מירידת המחירים בשנה האחרונה נבע מירידת מחירי הנפט בעולם. הציפיות לאינפלציה משוק ההון לשנה הקרובה נותרו נמוכות, ואילו תחזיות החזאים הן לחזרת

האינפלציה לטווח היעד בתוך שנה. הציפיות לאינפלציה לטווחים שמעל שנה נמצאות בתוך טווח היעד.

הוועדה דנה בהתפתחויות בכלכלה העולמית, בראשן עדכון כלפי מעלה של תחזיות הקרן לצמיחה באירופה ובין, וכלפי מטה של התחזיות לצמיחה בארה"ב כמו גם בירידה בתחזיות של קרן המטבע הבין-לאומית לסחר הבין-לאומי לשנת 2016.

הוועדה דנה בהתחזקות השקל הן ביחס לדולר והן ביחס לשער החליפין הנומינאלי אפקטיבי. חברי הוועדה סברו כי הסיבות לשינויים אלו בשער החליפין נעוצות בהמשך המדיניות המוניטרית המרחיבה במדינות רבות בעולם והצפיות בשווקים לדחיית תחילת עליית הריבית בארה"ב, והביעו חשש מכך שהמשך הייסוף עשוי לפגוע ביצוא, בפרט לאור הירידה בתחזיות לצמיחת הסחר העולמי.

חברי הוועדה סברו כי הגידול הנוסף בפעילות בשוק הדיור בחודשים האחרונים מבטא תיקון לתקופה בה רבים נמנעו מלבצע רכישות של דירות חדשות בשל המתנה לתוכנית מע"מ אפס. גישתם זו נתמכת בהתמתנות מסויימת בקצב עליית המחירים, במונחים שנתיים, ובכך שבממוצע כמות העסקאות כמו גם היקף המשכנתאות שניטלו בשנה האחרונה אינם שונים מהותית מגדלים אלו בשנה שלפני כן. עם זאת, הודגש כי קצב הרכישות והיקף המשכנתאות נמצאים ברמות גבוהות.

לסיכום, כל חברי הוועדה תמכו בהותרת הריבית על כנה. הטיעון המרכזי לכך הוא שסביבת הריבית הנוכחית תומכת בהמשך הצמיחה בקצב של כ-3% ובחזרת האינפלציה לתוך תחום היעד בתוך כשנה. זאת תוך שהמדיניות לוקחת בחשבון את ההתפתחויות בשוקי הנכסים.

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

### **הגורמים העיקריים להחלטה**

ההחלטה להותיר את הריבית לחודש מאי 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.

❖ מדד המחירים לצרכן עלה במאָרס ב-0.3%, בהובלת מחירי הדלק וסעיף הדיור. בשנים עשר החודשים האחרונים נרשמה אינפלציה שלילית של 1%. הציפיות לאינפלציה לטווחים הקצרים מהמקורות השונים מצויות סביב הגבול התחתון של יעד האינפלציה, או מעט מתחתיו. הציפיות לטווחים הארוכים נותרו יציבות סביב מרכז היעד.

❖ האינדיקטורים לפעילות ברבעון הראשון מצביעים על כך שהמשק ממשיך לצמוח בקצב המתון ששרר בשנתיים האחרונות. נתוני סקר החברות תומכים בהערכה זו. המדד המשולב עלה

במאָרס ב-0.4%, ונרשם גידול בהכנסות ממיסים. בניכוי השפעות חריגות, נרשמה במאָרס עלייה של 3.3% וברבעון הראשון ירידה של 0.9% ביצוא הסחורות במונחים דולריים.

❖ קרן המטבע הבינלאומית עדכנה כלפי מעלה את התחזיות לצמיחה באירופה וביפן, וכלפי מטה את התחזיות לצמיחה בארה"ב ולהתפתחות הסחר העולמי. בנתונים השוטפים מגוש האירו ישנם סימנים להתאוששות, וחלק מהנתונים המאכזבים בארה"ב משקפים גורמים חד פעמיים. על פי הציפיות העולות מהשווקים, נדחה מועד התחלת העלאת הריבית בארה"ב.

❖ מאז הדיון המוניטרי שהתקיים ב-22/3/15, ועד ל-24/4/15, התחזק השקל מול הדולר ב-3%, ונרשם ייסוף של 1.7% במונחי שער החליפין הנומינלי האפקטיבי. מתחילת השנה נרשם ייסוף אפקטיבי של 3.7%, בין היתר על רקע מדיניות מוניטרית מרחיבה במספר משקים עיקריים. ירידה בקצב החזוי של צמיחת הסחר העולמי והמשך הייסוף עלולים להקשות על צמיחת היצוא והמגזר הסחיר.

❖ נמשכת עליית מחירי הדירות, והיקף נטילת המשכנתאות ממשיך להיות גבוה. מספר העסקאות התמתן מעט בפברואר, גם בקרב המשקיעים.

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 הדור.

ההחלטה התקבלה ופורסמה לציבור ב-27 באפריל 2015.

## **השתתפו**

### **חברי הוועדה המוניטרית:**

ד"ר קרנית פלוג – נגידת הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית  
ד"ר נדן בודו-טרכטנברג – משנה לנגידת הבנק  
פרופ' ראובן גרונאו  
פרופ' נתן זוסמן – מנהל חטיבת המחקר  
פרופ' אלכס צוקרמן

### **משתתפים נוספים:**

מר טל ביבר – מנהל אגף השווקים בחטיבת השווקים  
מר דני אחיאשילי – ראש מטה נגידת הבנק  
ד"ר זיו נאור – כלכלנית בחטיבת המחקר  
מר יואב סופר – דובר הבנק  
גברת אסתי שורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית