



דיווח על הדיונים המוניטריים שנערכו בבנק ישראל

כדי להחליט על המדיניות המוניטרית

הדיונים התקיימו ב-21 וב-22 באוקטובר 2020

דברים כלליים

הוועדה המוניטרית קובעת את הריבית בהליך 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 והכלכלנים מהחטיבות הכלכליות (המחקר והשווקים), שמכינים ומציגים את החומר לדיון.

בפורום המצומצם משתתפים חברי הוועדה המוניטרית ונציג חטיבת השווקים ובמסגרתו מציגות חטיבות המחקר והשווקים את השיקולים העיקריים שצריכים להנחות את קביעת המדיניות ואת האופן שבו הן רואות אותם. לאחר מכן מתנהל דיון על המדיניות המוניטרית, שבסופו מתקיימת הצבעה על שיעור הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה שמשתתפים בהצבעה.

תמצית תמונת המצב הכלכלית שעמדה לעיני הוועדה בעת הדיון, מוצגת [בהודעת הריבית](#) שפורסמה ב-22 באוקטובר [ובקובץ הנתונים](#) שליווה אותה.

הדיון בפורום המצומצם

חברי הוועדה המוניטרית משתתפים בדיון מחליטים על שיעורה הרצוי של ריבית בנק ישראל.

בדיון התקבלה החלטה להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. ההחלטה התקבלה ברוב של חמישה חברים, בעוד שחבר אחד תמך בהורדת שיעור הריבית ל-0.0%. כמו כן, חברי הוועדה קיבלו פה אחד את ההחלטות על הרחבת התוכנית לרכישת אג"ח ממשלתי והנדבך החדש בתוכנית הקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים.

הדיון התמקד בתוואי התאוששות הפעילות הכלכלית והאינפלציה לאחר הסגר השני והמדיניות הממוקדת הנדרשת לטיפול בנזקי המשבר, במדיניות הנחוצה לשמירה על יציבות השווקים הפיננסיים ועל המשך התפקוד היעיל של שוק האשראי, בהתפתחויות בשער החליפין, וכן באי הוודאות הפיסקלית.

עיקרי הדיון

הנתונים והאינדיקטורים שהוצגו בפני הוועדה תיארו את ההתאוששות שחוה המשק הישראלי במהלך חודשי הקיץ, אך גם את הפגיעה החדה בפעילות כתוצאה מהטלת הסגר השני. טרם הטלת הסגר השני שיעור האבטלה הרחב התייצב בסביבות 11%-12%, אך הוא זינק ל-19% במחצית השנייה של ספטמבר. מספר המובטלים במחצית הראשונה של ספטמבר הסתכם בכ-470 אלף, והוא עלה בכ-300 אלף איש בעקבות הטלת הסגר. עוד עלה מהנתונים שניכרת ירידה חדה בפעילות בסגר השני אך עוצמתה מתונה מזו שהייתה בסגר הראשון. ההתאוששות לאחר הסגר הראשון, שהייתה מהירה מהצפוי מעידה על תהליך הסתגלות מוצלח של הכלכלה. מנגד עלה החשש שהתאוששות בתהליך היציאה מהסגר השני תהיה איטית יותר וזאת בשל ההרעה שחלה במצבם הפיננסי של בעלי העסקים הקטנים בהשוואה למצבם ביציאה מהסגר הראשון. ציון, שאופיו של המשבר מביא לכך שההשפעות שלו לא אחידות, והפגיעה מتركזת בענפים שמושפעים באופן ישיר מהמגבלות על הפעילות ומדרישות הריחוק החברתי. הסיכון עבור ענפים אלה ועבור משקי בית שפרנסתם תלויה בהם גדול במיוחד, ופערי הסיכון בין המגזרים השונים עלולים לגדול ככל שהמשבר יתמשך. חברי הוועדה ציינו שמאפיין זה של המשבר מדגיש את תפקידה החשוב של המדיניות הפיסקלית.

על רקע השיפור בכלכלה העולמית ברבעון השלישי עדכנה קרן המטבע כלפי מעלה את התחזית שלה לכלכלה העולמית. על פי התחזית המעודכנת, הקרן צופה כי הכלכלה העולמית תתכווץ בשיעור של 4.4% ב-2020 ותצמח בשיעור של 5.2% ב-2021. כמו כן, צוינה גם ההתכווצות החדה בסחר העולמי. האינפלציה בעולם נותרה נמוכה למעט בארה"ב שבה היא עלתה לשיעור של כ-1.5%. נמשכת ההתאוששות במחירי הסחורות, שייטכן ונראה את אותותיה בעלייה מסוימת באינפלציה בישראל בחודשים הקרובים. עם זאת, מחיר הנפט – כוח המקשה על חזרת האינפלציה ליעדה גם בישראל – ממשיך להיות נמוך ביחס ל-2019. המדיניות המוניטרית במדינות השונות נותרה מרחיבה מאוד והבנקים המרכזיים המשיכו לאותת על נכונותם לנקוט בצעדים לא קונבנציונליים להקלה בתנאים הפיננסיים מעבר לאלו שהם נוקטים בהם כיום. מדדי המניות בשווקי ההון העולמיים התאוששו בחודשים האחרונים אך תנודתיותם עודנה גבוהה.

הוועדה דנה בתחזית חטיבת המחקר המתארת שני תרחישים אפשריים. בתרחיש שבו קיימת שליטה על המגיפה, התוצר צפוי להתכווץ בשיעור של 5% בשנת 2020 ולצמוח ב-6.5% ב-2021. בתרחיש חמור יותר, צפויה צמיחה שלילית של 6.5% ב-2020 וצמיחה של 1% בלבד ב-2021. יחס החוב לתוצר בשנת 2021 צפוי לעמוד על 76% בתרחיש האופטימי, ועל 83% בתרחיש הפסימי. בנוסף נידונו הסיכונים כלפי מטה לתחזית שתלויים ברובם בהתפתחות האפידמיולוגית – האפקטיביות של הסגר הנוכחי ומועד היציאה המלא ממנו, רמת התחלואה בחורף הקרוב, ומועד ההשלמה של פיתוח והפצת חיסון לקורונה – אך גם סיכונים כלכליים אחרים, כגון היחלשות נוספת בפעילות בחו"ל, צעדי הממשלה וכן אי הוודאות הפוליטית והתקציבית.

בדיון על המדיניות הפיסקלית, חברי הוועדה הביעו דאגה מכך שנמשכת אי הוודאות לנוכח העובדה שהמשק פועל ללא תקציב 2020 וטרם הוגש לאישור הממשלה תקציב 2021. בספטמבר הגירעון הגיע ל-9.1 אחוזי תוצר ובסוף השנה הגירעון צפוי לעמוד על כ-13-14 אחוזי תוצר. כשלושת רבעי מהגירעון מיוחסים להשלכות

מגפת הקורונה – כחצי בעקבות הגידול בהוצאות, וכרבע בעקבות ירידה בהכנסות ממיסים עקב תגובת התוצר למשבר.

סביבת האינפלציה נותרה נמוכה, כאשר האינפלציה השנתית עומדת על -0.7% , והציפיות לשנה הקרובה מכל המקורות נותרו מתחת לגבול התחתון של היעד; הציפיות פורורד לטווחים הקצרים והבינוניים ירדו קלות מאז החלטת הריבית הקודמת, בעוד שהציפיות לטווחים הארוכים נותרו מעוגנות בתוך היעד. הוועדה העריכה שצעדי המדיניות הלא קונבנציונאלית שהיא נוקטת בהם כעת, כמו גם רמת הריבית הנמוכה השוררת במשק – העומדת ברמתה הנמוכה אי פעם – יסייעו להעלאת האינפלציה, הן ישירות והן באופן עקיף דרך השיפור בפעילות הכלכלית.

הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק המט"ח. מאז החלטת הריבית הקודמת, התחזק השקל במונחי השער האפקטיבי בכ- 0.4% . במהלך אותה התקופה התחזק השקל מול הדולר והאירו בכ- 0.5% . ההתפתחות לאורך התקופה לא הייתה אחידה – בספטמבר השקל נחלש ובאוקטובר שב והתחזק. לאורך מספר חודשים נע שער החליפין האפקטיבי בתחום צר יחסית, ובנק ישראל ממשיך לעקוב אחר שוק המט"ח ולהתערב בו בהתאם לצורך כפי שנהג עד היום.

הנתונים מהחודשים האחרונים מצביעים על יציבותם היחסית ותפקודם התקין של השווקים הפיננסיים וזאת על רקע צעדי המדיניות שננקטו. הוועדה דנה בכך שעדיף להקדים וליזום צעדי מדיניות שעשויים למנוע קשיים עתידיים אפשריים בשווקים – והחליטה מתוך מחויבותה ליציבות ולתפקוד התקין של השווקים להגדיל את תוכנית רכישות האג"ח הממשלתי. בהקשר זה דנה הוועדה בריבית הריאלית הגבוהה בישראל ביחס לעולם, ובכלל זה בפער ההולך וגדל לאחרונה גם אל מול ארה"ב, והסכימה שגידול בהיקף הרכישות כפי שהוחלט עליו, עשוי למתן כוחות לעלייה בתשואה הריאלית והנומינלית וכן לתמוך בהעלאת האינפלציה הצפויה. צוין, שלתוכנית רכישות האג"ח הממשלתי הייתה השפעה משמעותית על מחירי האשראי במשק ועל יכולת חברות לגייס חוב בשוק ההון, ושצרכי האשראי צפויים להיות משמעותיים לאור הימשכות המשבר.

הוועדה דנה בעליית פרמיית הסיכון הגלומה במתן הלוואות לעסקים קטנים, הנובעת מאי הוודאות לגבי פעילותם והישרדותם לנוכח המגבלות שהממשלה מטילה במטרה למנוע את התפשטות המגיפה. עלייה זו בסיכון עלולה לפגוע בתפקוד התקין של שוק האשראי ובתמסורת מהמדיניות המוניטרית אל הריבית בסגמנט זה של השוק. על כן עלה בוועדה הצורך בהפעלת כלי לא קונבנציונאלי ממוקד במטרה להקל ככל שניתן על העסקים הקטנים מתוך הכרה בחשיבותם להתאוששות התעסוקה והפעילות במשק. במסגרת התכנית, בנק ישראל יספק למערכת הבנקאית הלוואות לטווח של ארבע שנים בריבית קבועה של מינוס 0.1% , כנגד הלוואות שהבנקים יעניקו לעסקים קטנים וזעירים, ובתנאי שהריבית על הלוואות לעסקים קטנים וזעירים לא תעלה על פריים $+1.3\%$.

חברי הוועדה הצביעו פה אחד בעד הגדלת תוכנית רכישות האג"ח הממשלתי ובעד הנדבך החדש בתוכנית הקלת תנאי האשראי לעסקים קטנים – זאת מתוך תפיסה שיש להגביר את התמיכה שהמדיניות המוניטרית יכולה לתת בעת משבר שכזה – בין אם בכדי להבטיח את פעילותם התקינה של השווקים הפיננסיים ובין אם בכדי להקל על תנאי האשראי, לתמוך בהתאוששות הביקושים במשק, ולמתן את הכוחות הפועלים לייסוף.

חמישה מחברי הוועדה סברו שיש להותיר את הריבית ללא שינוי בשיעור של 0.1%. הם סברו שרמה נמוכה זו של הריבית תומכת בהתאוששות הפעילות הכלכלית ובהחזרה מדורגת של האינפלציה אל טווח היעד, ובפרט לאור העובדה שבנק ישראל מפעיל כלים נוספים בשוק האשראי. חבר ועדה אחד הצביע בעד הורדת הריבית לשיעור של 0%. הוא סבר ששיעור ריבית נמוך מ-0.1% מתאים יותר עקב עוצמת המשבר והפגיעה החריגה בעוצמתה ברמת התעסוקה.

השתתפו

חברי הוועדה המוניטרית:

פרופ' אמיר ירון – נגיד הבנק, יו"ר הוועדה המוניטרית

מר אנדרו אביר – המשנה לנגיד הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי

משתתפים נוספים:

מר טל ביבר – מנהל אגף שווקים, חטיבת השווקים

ד"ר גולן בניטה – ראש מטה הנגיד

מר אורי ברזני – דובר הבנק

מר ערד מאי – מזכירות הוועדה המוניטרית

מר יואב סופר – יועץ לנגיד

מר יאיר אבידן – המפקח על הבנקים

גב' טידה שמיר – היועצת המשפטית

גב' דנה אורפייג – חטיבת המחקר