



**דיווח על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל
כדי להחליט על גובה הריבית**

הדיונים התקיימו ב-5 וב-6 באפריל 2020

דברים כלליים

הוועדה המוניתרית קובעת את הריבית בתהליך שכולל שני דיונים – בפורום רחב ובפורום מצומצם. בפורום הרחב מוצגים תנאי הרקע הכלכליים הרלוונטיים להחלטה: ההתפתחויות במשק הישראלי – בצד הריאלי ובצד הפיננסי-מוניתרי – וההתפתחויות בכלכלה העולמית. בדיון זה משתתפים חברי הוועדה המוניתרית, נציגים בכירים מחטיבות הבנק השונות והכלכלנים מהחטיבות הכלכליות (המחקר והשווקים), שמכינים ומציגים את החומר לדיון.

בפורום המצומצם משתתפים חברי הוועדה המוניתרית 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 המוניתרית, שבסופו מקיימים הצבעה על גובה הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה שמשותפים בהצבעה.

תמצית תמונת המצב הכלכלית שעמדה לרשות הוועדה בעת הדיון, מוצגת [בהודעת הריבית](#) שפורסמה ב-6 באפריל [ובקובץ הנתונים](#) שליווה אותה.

הדיון בפורום המצומצם

חברי הוועדה המוניתרית שמשותפים בדיון, מחליטים על גובה הרצוי של ריבית בנק ישראל.

בדיון התקבלה החלטה להוריד את הריבית לרמה של 0.1. ההחלטה התקבלה ברוב של חמישה חברים, בעוד שחבר אחד תמך בהורדת הריבית ל-0. בנוסף, הוועדה החליטה פה אחד להפעיל כלי מוניתרי חדש – הלוואות מוניתריות לבנקים לטווח של שלוש שנים בריבית קבועה של 0.1, מותנה במתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים; ולהרחיב את התכנית במסגרתה מתבצעות עסקאות ריפו מול גופים פיננסיים כך שיכללו גם אג"ח תאגידיות כבטוחה.

הדיון התמקד בעיקר בהשלכות של משבר הקורונה על הכלכלה הישראלית, בטווח הקצר והארוך, ובמדיניות הדרושה על מנת לצמצם את היקף הפגיעה הכלכלית בעסקים ובמשקי-הבית ולתמוך בהתאוששות המשק מהר ככל האפשר.

עיקרי הדיון

דיוני הוועדה לצורך קבלת החלטת הריבית היו אמנם הדיונים הקבועים הראשונים בנושא הריבית לאחר החמרת משבר הקורונה, אך הם התקיימו בהמשך לסדרת דיונים שהוועדה קיימה בנוגע למדיניות המוניטרית הדרושה, שבמסגרתן התקבלו מספר החלטות מדיניות שיושמו [ופורסמו](#) במהלך חודש מרץ.

ההחמרה המשמעותית במשבר הקורונה במהלך חודש מרץ עמדה במוקד דיוני הוועדה המוניטרית. המשבר מתאפיין בכך שהממשלה מקבלת החלטות שוטפות על דרך הפעולה הרצויה במטרה למזער את הדבקת האוכלוסייה מהתפשטות הנגיף, ולהחלטות אלו יש השלכות רחבות היקף על כלכלת ישראל. תהליך דומה מתקיים במדינות אחרות בעולם, שהפגיעה הבריאותית בהן משתנה על פי הטרוגניות המאפיינים הייחודיים לכל מדינה, ולצמצום הפעילות הכלכלית בהן יש השלכות על הפעילות במשק הישראלי. למעט הנתונים השוטפים מהשווקים הפיננסיים וחלק מהתחזיות, הנתונים שעמדו בפני הוועדה היו מעודכנים לינואר ולפברואר של שנת 2020, ולכן לא ביטאו את ההשלכות הכלכליות הנרחבות של התפרצות נגיף הקורונה. הוועדה התייחסה לתמונת המצב הריאלית כפי שהיא עולה ממידע איכותי מסקרי העסקים של הלמ"ס ושל בנק ישראל, ומהערכה כמותית של השפעת ההגבלות הבריאותיות על צמצום הפעילות בתחומים השונים.

נכון למועד הדיון נדבקו בנגיף הקורונה כמיליון בני אדם ברחבי העולם וקרוב לעשרת אלפים בישראל. הוועדה דנה בכך שרמת הפעילות במשק ירדה בחודש מרץ באופן חד לנכח המשבר, ובצפי להמשך התכווצות הפעילות, לפחות ברביע השני של השנה. הוועדה דנה באי-הוודאות יוצאת הדופן באשר לתרחישים הבריאותיים והכלכליים שצפויים בישראל וברחבי העולם, ובאי-הוודאות באשר למדיניות הפיסקאלית הצפויה במקרה של התמשכות המשבר. חברי הוועדה דנו בהערכת חטיבת המחקר לפיה הצריכה הפרטית נמוכה ב-27% מרמתה טרום המשבר בעקבות ההנחיות הבריאותיות שנמצאות בתוקף נכון למועד הדיון. ניתוח ענפי של ההשפעה של המשבר לפי ענפי המשק שמלמד שסך הפעילות המושבתת במונחי תוצר, בהינתן הנחיות משרד הבריאות, עומד על כ-37%. מאומדנים אלו עולה שברבעון הראשון המשק התכווץ בכ-5% ביחס לרבעון הקודם (במונחים רבעוניים). הוועדה דנה בממצאים מסקר החברות של בנק ישראל, שמצביע על ירידה חדה במאזן הנטו של המגזר העסקי, ובמאזני הנטו הענפיים מסקר המגמות בעסקים של הלמ"ס, שמלמד גם הוא על ירידה של ממש בכל הענפים.

חברי הוועדה התייחסו להערכות הגופים הבינלאומיים ובתי ההשקעות, אשר צופים התכווצות של התוצר העולמי ב-2020 וירידה חדה בסחר העולמי. הוועדה דנה בכך שמדדי הסנטימנט מצביעים על התכווצות בפעילות במשקים המפותחים, ובכך שבסין הנתונים מראים על חזרה מדורגת של הפעילות הכלכלית הודות לכך שההאטה בהתפשטות המגפה אפשרה לרשויות לצמצם את המגבלות על האוכלוסייה. התפשטות המשבר הביאה לתגובת מדיניות חדה של הבנקים המרכזיים והממשלות: מרבית הבנקים המרכזיים הפחיתו את הריביות בחדות ונקטו במגוון צעדי הרחבה ואספקת נזילות לשווקים. הממשלות הכריזו על תכניות רחבות היקף להרחבת ההוצאה הציבורית, פיצוי הנפגעים מהמשבר והעמדת אשראי למגזר העסקי. ההאטה בפעילות הכלכלית הביאה לירידה חדה במחירי הסחורות, ומחיר הנפט צנח בעשרות אחוזים, גם על רקע חוסר הסכמה בין יצרניות הנפט העיקריות לגבי קיצוץ בתפוקה.

חברי הוועדה דנו בתחזית המקרו כלכלית של חטיבת המחקר, שגורסת כי בהנחה שלא תהיה החמרה נוספת במגבלות בישראל, ושעיקר המגבלות שחוסמות את הפעילות הכלכלית יוסרו בהדרגה עד לסוף

חודש יוני, המשק צפוי להתכווץ בשיעור של 5.3%. שיעור האבטלה במחצית השנייה (לאחר הסרת המגבלות) בקרב גילי העבודה העיקריים יעמוד בתרחיש זה על כ-8%. על אף ההערכה בתרחיש זה שב-2021 צפויה צמיחה מהירה, שיעור האבטלה צפוי לחזור לרמות הנמוכות ששררו ערב המשבר רק לקראת סוף 2021. חטיבת המחקר הציגה גם תרחיש פסימי יותר מזה שבתרחיש הבסיסי, לפיו דחייה של הסרת המגבלות תביא להתכווצות חדה יותר של התוצר ב-2020, ב-8.8%, ולשיעור אבטלה גבוה ב-2 נקודות אחוז.

הוועדה דנה בטלטלה בשוקי ההון בארץ ובעולם בחודש מרץ. מדדי המניות במשקים העיקריים צנחו בסביבות 30 אחוזים, ולאחר מכן מרביתם קיזזו חלק מהירידה. התשואות בשווקי האג"ח הממשלתיים והקונצרניים היו תנודתיות ביותר וחלה עלייה חדה במדדי הסיכון. בישראל הסתכמה הירידה במדד ת"א 35 בכ-25%, והעליה החדה בתשואות האג"ח הממשלתיות ובמרווחי האג"ח הקונצרניות נבלמה לאחר ההודעה על צעדי בנק ישראל בשוק האג"ח ובלמת מגמת הפדיונות בקרנות הנאמנות, שבשיאה הגיעו להיקף של 8 מיליארד ש"ח ביום.

בחודשים האחרונים חלה ירידה בסביבת האינפלציה. ירידה זו החלה עוד לפני פרוץ משבר הקורונה, ועם פרוץ המשבר חלה ירידה חדה נוספת בציפיות לאינפלציה לשנה. הציפיות המחושבות משוק ההון והציפיות מיתר המקורות ירדו, בין השאר כתוצאה מהירידה החדה במחירי הנפט בעולם, אולם בציפיות לטווחים הארוכים לא חל שינוי משמעותי. חברי הוועדה דנו בכך שהפגיעה בשרשרת הייצור של מוצרים רבים עשויה לגרום לעליות מחירים מצד ההיצע, ובכך שהשפעת הירידה בביקוש ככל הנראה משמעותית יותר, ותביא לירידה באינפלציה בחודשים הקרובים. עם זאת, בטווח הקצר צפוי קושי במדידת האינפלציה המתבטא במיוחד ברבע מתוך רכיבי המדד שהפעילות בהם הייתה כמעט אפסית במהלך מרץ.

חברי הוועדה דנו גם בתנודות החריגות בשער החליפין במהלך חודש מרץ, על רקע מצוקת נזילות בשוק מטבע חוץ לאור הירידות החדות בשוקי המניות בעולם. מאז החלטת הריבית הקודמת ועד ה-17 במרץ השקל נחלש ב-11% במונחי שער החליפין האפקטיבי, אולם לאחר שבנק ישראל הפעיל את מכרזי ההחלף דולר/שקל התנודתיות פחתה והיחלשות השקל התמתנה לכדי 3.4% מאז החלטת הריבית הקודמת. חברי הוועדה סברו שהפיחות צפוי לסייע ליצוא ובפרט ליצוא התעשייתי, ולקזז את הכוחות לירידת האינפלציה.

הנתונים וההערכות שעמדו לנגד עיני הוועדה הראו כאמור שהמשק נכנס למשבר חריף לנוכח התפשטות מגפת הקורונה, משבר שמתבטא בקשיים בשוק ההון ובמצוקה כלכלית של ממש בקרב עסקים ומשקי-בית. חברי הוועדה סברו שהמדיניות המוניטרית צריכה להתמקד בתמיכה בפעילות התקינה בשוק ההון, ובפרט בתפקודם של שוקי האג"ח הממשלתי והתאגידי, וכן בצורך להקל את מצוקתם הכלכלית של העסקים ומשקי-הבית. על רקע אי-הוודאות בקבלת החלטות עקב התלות בנתוני ההדבקה בפועל מהנגיף, התקיים דיון על המדיניות הרצויה תחת הנחות שונות על אורך המשבר. בהקשר זה צוין ששני התרחישים הכלולים בתחזית חטיבת המחקר נבנו על סמך המידע הקיים בעת הדיון, וייתכן שיתפתחו בהמשך תרחישים אחרים כפונקציה מאסטרטגית היציאה ומההתפתחויות בפועל. לפיכך, הוועדה סברה שיש לקחת בחשבון בהחלטותיה גם את האפשרות שיתממש תרחיש פסימי יותר מאשר התרחיש הבסיסי של חטיבת המחקר, ואת התמיכה שתידרש לביקושים במשק בעת הסרת המגבלות הבריאותיות.

חברי הוועדה הדגישו שלנוכח המשבר החריף, חשוב שהמדיניות המוניטרית תביא להקלה בתנאי האשראי בדמות הפחתת הריביות לכל אורך העקום. בעוד שצעדי בנק ישראל בשוק האג"ח מפחיתים את הריביות לטווחים הבינוניים והארוכים, הרי שמשקי בית ועסקים רבים חשופים גם לריבית הקצרה, בפרט כאלה שלווים בריבית משתנה. לכן, 5 חברי ועדה סברו שיש להוריד את הריבית ל-0.1. חבר ועדה אחד הצביע בעד הורדת הריבית לרמה של 0%. הוא סבר כי עוצמת המשבר והפגיעה החריגה בעוצמתה בתעסוקה מחייבת ריבית נמוכה יותר מ-0.1, רמה ששררה במשך תקופה ארוכה כשהתעסוקה במשק הייתה מלאה.

חברי הוועדה הסכימו שיש לפעול להגברת התמסורת מהריבית הנמוכה שקובעת הוועדה אל הריביות שהבנקים גובים על הלוואות של מגוון הלווים במשק. לפיכך, הוועדה החליטה פה אחד להפעיל כלי חדש, במסגרתו בנק ישראל יעניק הלוואות מוניטריות לבנקים בהיקף של 5 מיליארד ₪ לטווח של שלוש שנים בריבית קבועה של 0.1, מותנה במתן אשראי לעסקים קטנים וזעירים. כלי זה נועד להבטיח שרמתה הנמוכה של הריבית תתבטא גם במחירן של ההלוואות הניתנות לעסקים אלה. הוועדה החליטה פה אחד גם להרחיב את התכנית במסגרתה מתבצעות עסקאות ריפו מול גופים פיננסיים, כך שהעסקאות יוכלו לכלול גם אג"ח תאגידיות כבטוחה (בנוסף לעסקאות עם אג"ח ממשלתי כבטוחה על פי התכנית שפורסמה ב-16 למרץ). חברי הוועדה סברו שצעד זה יחזק את התמיכה של התכנית בנוזילות ובתפקוד התקין של שוקי האג"ח בישראל.

חברי הוועדה הדגישו שהם ירחיבו את השימוש בכלים הקיימים, כולל כלי הריבית, ויפעילו כלים נוספים, ככל שהם יעריכו שהמשבר מתארך והדבר נדרש כדי להשיג את יעדי המדיניות המוניטרית, וכדי למתן את הפגיעה הכלכלית שנוצרה כתוצאה מהמשבר.

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 בפועל

מר ערד מאי – מזכירות הוועדה המוניטרית

מר יואב סופר – יועץ לנגיד

גב' מיכל סיני לויתן - המחלקה המשפטית

מר שי צור – חטיבת המחקר

גב' אסתי שורץ - מזכירת הוועדה המוניטרית

גב' טידה שמיר – היועצת המשפטית