



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

הדיונים התקיימו ב-7 וב-8 באוקטובר 2018

דברים כלליים

הוועדה המוניטרית 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-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 ומנהל חטיבת המחקר, ובמסגרתו מציגות חטיבות המחקר והשווקים את השיקולים העיקריים שצריכים להנחות את קביעת המדיניות ואת האופן שבו הן ראוות אותם. לאחר מכן מתנהל דיון על המדיניות המוניטרית 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 המשותפים בהצבעה. במקרה שהקולות שקולים יש ליושבת ראש הוועדה (הנגידה) קול נוסף.

תמצית של תמונת המצב הכלכלית שעמדה לרשות הוועדה בעת הדיון מוצגת [בהודעת הריבית](#) שפורסמה ב-8 באוקטובר [ובקובץ הנתונים](#) שליווה אותה.

הדיון בפורום המצומצם

חברי הוועדה המוניטרית המשותפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל.

בדיון התקבלה החלטה להותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.1%. ארבעה חברים תמכו בהצעה להותיר את הריבית בעינה, ושני חברים תמכו בהצעה להעלותה ל-0.25%.

הדיון התמקד בכמה סוגיות: (1) הפעילות הריאלית במשק; (2) סביבת האינפלציה; (3) הסביבה העולמית ושער החליפין; (4) שוק הדיור.

בדיון על הפעילות הכלכלית אמרה הוועדה כי האינדיקטורים הראשוניים לפעילות ברבעון השלישי מצביעים על המשך ההתרחבות, וחבריה העריכו כי ההאטה ברבעון השני נבעה מגורמים זמניים, ובפרט התנודות ביבוא כלי הרכב. הם ציינו כי המדד המשולב ומדד מנהלי הרכש מעידים על המשך ההתרחבות, וכי ממצאי סקר המגמות בעסקים והממצאים הראשוניים מסקר החברות מחזקים את ההערכה שהמשק מוסיף לצמוח בקצב קרוב לפוטנציאל. ניתוח נתוני החשבון השוטף מראה שהירידה בעודף היא בעיקרה תוצאה של גידול ביבוא הסחורות, שתומך בהערכה שבמשק קיים עודף ביקוש המופנה ליבוא. אשר להרכב הצמיחה, חברי הוועדה אמרו כי נתוני הקצה של יצוא הסחורות והשירותים מצביעים על חולשה מסוימת; כמו כן הם ניסו להעריך אם ברבעון השלישי הרכב הצמיחה שב להיות מאוזן, אך ציינו כי בשלב זה קשה עדיין להעריך זאת. הוועדה התייחסה גם לשוק העבודה וציינה שהנתונים ממנו מעידים כי הוא מוסיף להיות "הדוק": שיעורי התעסוקה וההשתתפות גבוהים, שיעור האבטלה נמוך, והשכר מוסיף לעלות בקצב נאה.

הוועדה העריכה כי מאז החלטת הריבית האחרונה לא חל שינוי משמעותי בסביבת האינפלציה. חבריה אמרו כי בשלושת החודשים האחרונים האינפלציה השנתית מצויה בתחום היעד וכי פרט לסעיף התקשורת, כל סעיפי המדד תרמו תרומה חיובית. הם ציינו כי אמנם מדדי יולי ואוגוסט היו נמוכים מהצפוי, אך העריכו שסביר יותר להניח שמדובר בסטייה זמנית ממגמת האינפלציה ולא בירידה של המגמה. צוין, כי בחודשים הקרובים האינפלציה השנתית עשויה לרדת זמנית אל מתחת לגבול התחתון של היעד, אולם הציפיות מהמקורות השונים לשנה נותרו באותה סביבה שבה היו בהחלטת הריבית הקודמת, והציפיות פורוורד לטווחים הבינוניים והארוכים נותרו מבוססות בתחום היעד. הוועדה העריכה כי הכוחות התומכים בעליית האינפלציה ממשיכים לפעול; אלה כוללים בין היתר את עליית השכר במשק, הצריכה הפרטית הערה, האינפלציה בחו"ל והמדיניות הפיסקלית המרחיבה. הוזכר שבשנה שעברה האינפלציה עלתה אל קרוב לגבול התחתון של היעד אך הייתה זו עלייה זמנית שלאחריה האינפלציה שבה וירדה; אולם החברים העריכו כי הכוחות שהוזכרו יתמכו בהמשך העלייה, ולכן ההסתברות לירידה מתמשכת של האינפלציה נמוכה יחסית. אחד החברים העיר כי כוחות אלו פועלים כבר תקופה ארוכה בשעה שהאינפלציה השנתית בישראל מוסיפה לעלות בקצב ממותן. חברי הוועדה הסכימו כי הסיכון העיקרי להמשך ההתבססות נשקף מהאפשרות שייסוף השקל יתחדש.

הוועדה הסכימה שהכלכלה העולמית ממשיכה להציג מגמה חיובית, בהובלת המשק האמריקאי. עם זאת חבריה העריכו כי הסיכונים עלו: קצב הגידול של הסחר העולמי מתמתן על רקע "מלחמת הסחר" המתפתחת וככל הנראה גם על רקע שינוי במבנה הכלכלה הסינית; נוסף לכך קיימת תנודתיות בשווקים הפיננסיים של המשקים המתעוררים על רקע עליית התשואות בארה"ב ו"מלחמת הסחר". הוועדה ציינה כי ה-OECD הפחית קלות את תחזית הצמיחה העולמית, כתוצאה מהפחתת התחזית לגוש האירו ולשווקים נוספים. כמו כן היא ציינה שמחיר הנפט שב לעלות, על רקע השפעות מצד ההיצע. חברי הוועדה העריכו כי המדיניות המוניטרית באירופה וביפן צפויה להוות מרחיבה;

מנגד, בארה"ב צפוי להימשך הצמצום המוניטרי על רקע נתוני הפעילות והתבססות האינפלציה ביעדה.

בנוגע לשער החליפין אמרו חברי הוועדה כי השער הנומינלי האפקטיבי שומר על יציבות יחסית כבר למעלה משנה, אך זאת סביב רמה מיוספת מנקודת מבט היסטורית. חברי הוועדה העריכו כי הכוחות לייסוף נחלשו על רקע עליית מרווחי הריביות בין ישראל לעולם והצטמצמות העודף בחשבון השוּטף.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בשוק הדיור, ובנתונים שהתקבלו לגבי מחירי הדירות. הם ציינו בין היתר את הרמה הנמוכה של ההשקעה בבנייה למגורים (על אף העלייה בהתחלות הבנייה ברבעון השני). כמו כן נידונה העלייה בהיקף המשכנתאות החדשות, שנמשכה על אף העובדה שהריבית על המשכנתאות נותרה יציבה בחודשים האחרונים.

כאמור, ארבעה מתוך שישה חברי ועדה סברו כי יש להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית. הם הסבירו כי אף שבשלושת החודשים האחרונים האינפלציה השנתית נמצאת בתחום היעד, טרם ניתן לקבוע שסביבת האינפלציה מבוססת דיה, ועל כן יש להותיר את הריבית המוניטרית על כנה. הם ציינו את אי-הוודאות לגבי התפתחות האינפלציה בחודשים הקרובים, בעיקר על רקע ההערכה שבתקופה זו האינפלציה השנתית עשויה לרדת זמנית אל מתחת לגבול התחתון של היעד, והדבר עשוי להשפיע על הציפיות. הם העריכו שייטכן שבחודשים הקרובים יבשילו התנאים להתחיל להעלות את הריבית, אך שתואי העלאת הריבית יהיה מתון, כדי שלא לערער את התבססות האינפלציה ביעד. שני חברי ועדה סברו כי יש להעלות את הריבית ל-0.25%. הם אמרו כי קיימת הסכמה בוועדה על פיה האינפלציה הנמוכה בישראל לא שיקפה חולשה בביקושים. בנוסף, ציינו שלאחר שהאינפלציה נמצאת זה זמן מה במגמת עלייה, רמתה הנמוכה של הריבית המוניטרית אינה מתאימה לפרמטרים של המשק. הם ציינו כי להותרת הריבית ברמה נמוכה לאורך זמן יש השפעות שליליות בטווח הארוך וכי בהחלטה על גובה הריבית על הוועדה לתת משקל רב יותר להשפעות אלו. שני החברים טענו כי העלאת הריבית המוניטרית ב-0.15 נקודות אחוז תותיר את המדיניות המוניטרית מרחיבה ולהערכתם היא עקבית עם ההכוונה לעתיד של הוועדה.

ככלל, חברי הוועדה נבדלו ביניהם בהערכות לגבי המועד בו ניתן יהיה להתחיל להעלות את הריבית, אך הסכימו שכשהריבית תתחיל לעלות, ההעלאות יתבצעו באופן הדרגתי וזהיר. הוועדה הדגישה כי תחילת ההעלאה מותנית באינדיקטורים הכלכליים שיתווספו ובמידה בה הם יתמכו בהערכה שסביבת האינפלציה התבססה בתחום היעד. משכך, הוועדה מעריכה שבכל אחת מהחלטות הריבית הבאות ניתן יהיה להעלות את הריבית בהתאם לנתונים ולאופן שבו חברי הוועדה ינתחו אותם.

השתתפו

חברי הוועדה המוניטרית:

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

ד"ר נדין בודו-טרכטנברג – המשנה לנגידת הבנק

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

משתתפים נוספים:

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר יואב סופר – דובר הבנק

פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי – מנהל חטיבת המחקר

מר ארי קוטאי – כלכלן בחטיבת המחקר

גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית