



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

הדיונים התקיימו ב-8 וב-9 ביולי 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 רואות אותם. לאחר מכן מתנהל דיון על המדיניות המוניטרית ובסופו מקיימים הצבעה על גובה הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התשי"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים 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-9 ביולי [ובקובץ הנתונים](#) שליווה אותה.

### הדיון בפורום המצומצם

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

בדיון התקבלה החלטה להותיר את הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.1%. חמישה חברים תמכו בהצעה להותיר את הריבית בעינה וחבר אחד תמך בהצעה להעלותה ל-0.25%.

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

בדיון על הפעילות הכלכלית עסקה הוועדה בנייתו של מספר אומדנים המעידים כי המשק צומח בקצב נאה, בין השאר האומדן השני לנתוני החשבונאות הלאומית לרבעון הראשון, שהציג שיעור צמיחה של 4.5% במונחים שנתיים. מנגד, אינדיקטורים לפעילות ברבעון השני מלמדים על האטה מסוימת בקצב הצמיחה: למשל, נתונים ראשוניים מסקר החברות מראים כי קצב הצמיחה ברבעון השני נמצא בסביבת הקצב הפוטנציאלי. חברי הוועדה העריכו כי ההאטה המסתמנת ברבעון השני צפויה לנבוע מירידה ביבוא כלי רכב – תיקון לעלייה החריגה ברבעון הראשון. כך, הוסיפו חברי הוועדה כי בהסתכלות על המחצית האחרונה כולה, נראה כי הצמיחה תואמת את קצב הצמיחה הפוטנציאלי. בהמשך, התייחסו לירידה המתמשכת בבנייה למגורים, התמתנות בקצב העלייה של יצוא השירותים וירידה בייצוא הסחורות. הוועדה התייחסה לכך שהנתונים משוק העבודה מעידים כי הוא מוסיף להיות "הדוק": התעסוקה ושיעור ההשתתפות מצויים בשיא, האבטלה מצויה בשפל, והשכר ממשיך לעלות בקצב גבוה, בהובלת השכר במגזר העסקי.

חברי הוועדה ציינו כי סביבת האינפלציה ממשיכה לעלות בהדרגה, בתמיכת המדיניות המוניטרית המרחיבה, ומתקרבת לתחום היעד. הם ציינו כי עם פרסום מדד יוני, האינפלציה בהסתכלות על 12 החודשים האחרונים, צפויה להיכנס אל תוך תחום יעד יציבות המחירים, וכי ציפיות האינפלציה לשנה קדימה מהמקורות השונים, בפרט משוק ההון עלו בחדות מאז החלטת הריבית הקודמת. חברי הוועדה אמרו כי אומנם על פי המדדים המנוכים מהשפעות זמניות שיעור האינפלציה עלה מעט בתקופה האחרונה, אך הוא עדיין נמצא בסביבה שבה נע במשך תקופה ארוכה, והדבר מעיד כי האינפלציה המבנית עלתה בקצב מתון. החברים דנו בגורמים שתומכים בהתבססות האינפלציה בתוך תחום היעד. הם ציינו כי בשנים האחרונות ספגו החברות את עליית השכר ללא העלאת מחירים שכן זו התקדזה בירידת מחיריהם של גורמי ייצור אחרים כמו הנפט. אולם כיום, אחרי שמחירי הנפט עלו, העלייה בשכר צפויה לבוא לידי ביטוי בעליית האינפלציה. גם העובדה ששער החליפין, שבשנים האחרונות היה גורם מרכזי לאינפלציה הנמוכה, התייצב, תומכת בעליית האינפלציה. חברי הוועדה העירו כי גורמים אחדים עשויים להביא לדחייה של חזרת האינפלציה ליעד, ביניהם (1) ירידה במחירי הנפט; (2) התגברות התחרות (3) התחדשות הייסוף; לדעתם של חברי הוועדה, גורמים אלה אינם משקפים חולשה של הביקושים. חברי הוועדה דנו במשמעות של התבססות סביבת האינפלציה ביעד, בהקשר של ההכוונה לעתיד שהוועדה מוסרת לציבור. צוין, שהוועדה אינה מכוונת דווקא לכך שהאינפלציה תהיה במרכז היעד בהתייחסותה לשאלת ההתבססות. אולם, לאור העובדה שהאינפלציה נוטה להיות תנודתית, מצב בו סביבת האינפלציה הצפויה תהיה קרובה מאוד לגבול התחתון של היעד, לא מהווה התבססות של האינפלציה ביעד, אך במקביל יש להתחשב במגמת האינפלציה. כמו כן, ציינו רוב חברי הוועדה שכדי לקבוע שסביבת האינפלציה התבססה ביעד, הם ירצו להיות בטוחים, ככל שניתן, שהחזרה של האינפלציה לתחום היעד לא תימשך חודשים ספורים בלבד.

בדיון בכלכלה העולמית אמרו חברי הוועדה כי הנתונים מוסיפים להיות חיוביים, אם כי נראה שהצמיחה מאבדת מעוצמתה, בעיקר באירופה וביפן. המשק האמריקאי מצוי בקרבת תעסוקה מלאה, האינפלציה ממשיכה להתבסס ביעד, וה-Fed צפוי להמשיך להעלות את הריבית. באירופה הפעילות מראה סימני התמתנות, ה-ECB אינו צפוי להעלות את הריבית עד סתיו 2019 וכן הוא צפוי להפסיק

את רכישת האג"ח רק בסוף 2018. בנוגע לסחר העולמי אמרו חברי הוועדה כי קצב הצמיחה שלו מאט בחודשים האחרונים. חברי הוועדה התייחסו לכך שהסיכון ל"מלחמת סחר" מחריף בשבועות האחרונים, והביעו דאגה מכך כי הדבר עשוי להשפיע לרעה על הסחר העולמי ולפגוע בביקוש ליצוא הישראלי. הם הדגישו כי מדובר באיום שאיננו מיידי אלא בטווח הארוך יותר.

חברי הוועדה ציינו כי השקל אומנם נחלש אך בראייה היסטורית הוא ממשיך להיות מיוסף. הם הוסיפו כי התחזקות הדולר בעולם על רקע העלאת הריבית של ה-Fed, תמכה בהיחלשות השקל בתקופה האחרונה.

אשר לשוק הדיור, הוועדה ציינה שהנתונים מצביעים על ירידת מחירים, שהתמתנה בחודשיים האחרונים, על רקע הגידול שחל בהיצע בשנים האחרונות. חברי הוועדה אמרו שההשקעה בבנייה למגורים ירדה ככל הנראה בתגובה להתמתנות הביקוש. הם העירו כי קיים קושי להבין את התמונה הנוגעת להיצע הדירות החדשות, שכן אין נתונים עדכניים על מלאי הדירות החדשות הלא מכורות והדבר מקשה על הניתוח של הסיבות לבלימה בהתחלות הבנייה. במקביל מסתמנת האצה בקצב העלייה של שכר הדירה, שכן הירידה בהיצע היחסי של שירותי דיור יוצרת לחץ על מחירים אלו.

כאמור, חמישה חברי ועדה סברו כי יש להותיר את הריבית ברמתה הנוכחית. חברים אלה טענו כי סביבת האינפלציה מתקרבת ליעד אך יש להותיר את הריבית ברמתה הנמוכה על מנת לתמוך בהתבססותה בתחום היעד. הם הוסיפו כי אם הריבית תעלה לפני שהאינפלציה תתייצב בתחום היעד, הדבר עלול לעכב את התבססות סביבת האינפלציה ובסופו של דבר להאט את תוואי עליית הריבית. אחד מחברי הוועדה סבר כי יש להעלות את הריבית ל-0.25% לנוכח מגמת העלייה באינפלציה, והעובדה שהמדד ב-12 החודשים האחרונים עדיין מושפע מהירידה החריגה במדד ביוני 2017. זאת בפרט על רקע שיעורי הצמיחה של התוצר, עליית השכר בקצב נאות, רמת המחירים בישראל הגבוהה מזו שבמדינות בעלות תמ"ג לנפש ברמה דומה והסיכונים הפיננסיים הכרוכים בריבית נמוכה לאורך זמן.

## **השתתפו**

### **חברי הוועדה המוניטרית:**

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

ד"ר נדן בודו-טרכטנברג – המשנה לנגידת הבנק

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

### **משתתפים נוספים:**

גבי שולמית ניר – כלכלנית בחטיבת המחקר

מר ארי קוטאי – כלכלן בחטיבת המחקר

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידה

מר יואב סופר – דובר הבנק

גבי אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית

פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי – מנהל חטיבת המחקר