



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

הדיונים התקיימו ב-25 וב-26 בנובמבר 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, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה המשתתפים בהצבעה.

תמצית של תמונת המצב הכלכלית שעמדה לרשות הוועדה בעת הדיון מוצגת [בהודעת הריבית](#) שפורסמה ב-26 בנובמבר [ובקובץ הנתונים](#) שליווה אותה.

**הדיון בפורום המצומצם**

חברי הוועדה המוניטרית המשתתפים בדיון מחליטים על גובהה הרצוי של ריבית בנק ישראל. בדיון התקבלה החלטה להעלות את הריבית ב-0.15 נקודת האחוז, ל-0.25%. ארבעה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה זו ואחד תמך בהותרת הריבית ללא שינוי. הדיון התמקד בכמה סוגיות: (1) הפעילות הריאלית במשק; (2) סביבת האינפלציה; (3) הסביבה העולמית ושער החליפין; (4) היציבות פיננסית.

בדיון על הפעילות הכלכלית אמרו חברי הוועדה כי האינדיקטורים לפעילות מראים שהיא התמתנה אך שהמשק ממשיך לצמוח בקצב קרוב לקצב הפוטנציאלי. החברים העריכו כי ההאטה ברבעונים השני והשלישי ככל הנראה נובעת בחלקה מכך שקצב הצמיחה ירד מהשיעור הגבוה ששרר בשנים האחרונות לסביבה הפוטנציאלית, ובחלקה היא נובעת מגורמים זמניים – התנודתיות ביבוא כלי הרכב. אחד מחברי הוועדה העיר שאין לתת משקל רב מדי לאומדן הראשון של החשבונאות הלאומית לרבעון השלישי מאחר שהוא צפוי להתעדכן ומאחר שיתר האינדיקטורים נותרו חיוביים. חבר אחר הוסיף שיייתכן כי הדיוק של ניכוי העונתיות של נתוני הרבעון השלישי הושפע מכך שהשנה כל חגי תשרי חלו בחודש ספטמבר. כל חברי הוועדה הסכימו כי האינדיקטורים הראשוניים לפעילות ברבעון הרביעי – לרבות המדד המשולב, מדד מנהלי הרכש, וסקר המגמות בעסקים – תומכים בהערכה שהמשק ממשיך לצמוח בקצב קרוב לפוטנציאלי. אשר להרכב התוצר, חברי הוועדה בחנו את המגמות שעולות מנתוני החשבונאות הלאומית – המשך ההתכווצות בהשקעה, העלייה המתונה בצריכה הפרטית, והחולשה ביצוא הסחורות – ודנו בשאלה אם הן מעידות על מגבלות בצד ההיצע שנובעות מהקרבה לסביבת תעסוקה מלאה; הם סברו כי בשלב הנוכחי קשה לקבוע זאת. הוועדה התייחסה גם לשוק העבודה וציינה שהנתונים ממנו מעידים כי הוא מוסיף להיות "הדוק": שיעורי התעסוקה וההשתתפות גבוהים, שיעור האבטלה נמוך, עלייה של שיעור המשרות הפנויות, והשכר מוסיף לעלות בקצב נאה, בהובלת המגזר העסקי ובאופן חוצה ענפים ורמות שכר.

הוועדה ציינה כי הנתונים שהתווספו מאז החלטת הריבית האחרונה תומכים בהערכה שהאינפלציה מתייצבת בחלקו התחתון של תחום היעד. צוין כי האינפלציה השנתית מצויה בתחום היעד בחמשת החודשים האחרונים, האינפלציה החצי שנתית (בניכוי עונתיות, במונחים שנתיים) גבוהה מ-1% כבר קרוב לשנה, והמדדים המנוכים נמצאים בסביבת הגבול התחתון של היעד. החברים העירו כי מדדי יולי ואוגוסט היו נמוכים מהצפוי ובשעתו שררה אי-בהירות לגבי השאלה אם מדובר בסטייה זמנית ממגמת האינפלציה או בירידת המגמה; אולם כעת הנתונים מראים שאין מגמת ירידה באינפלציה והסטייה הייתה זמנית: כאשר בוחנים את מדדי הסחירים והבלתי סחירים, מוצאים שהאינפלציה הומוגנית יותר. עוד הם ציינו כי בהתאם לתחזיות לחודשים הקרובים, האינפלציה השנתית צפויה להיות בתוך תחום היעד. מאידך גיסא הם אמרו כי הציפיות לשנה משוק ההון התמתנו מאז החלטת הריבית האחרונה, אם כי הן עדיין נמצאות בסביבת הגבול התחתון של תחום היעד. לגבי הציפיות פורוורד לטווחים הבינוניים והארוכים, החברים אמרו כי הן נותרו מבוססות בתחום היעד. הוועדה העריכה כי הכוחות התומכים בעליית האינפלציה ממשיכים לפעול; אלה כוללים בין היתר את עליית השכר במשק, האינפלציה בחו"ל, המדיניות הפיסקלית המרחיבה, והעובדה שהמדיניות המוניטרית בעולם נעשתה ניצית יותר. יתרה מזאת, בשנים האחרונות פעלו מספר גורמים שהובילו לירידת האינפלציה; אלה כוללים בין היתר את הצעדים שהממשלה נקטה כדי להפחית את יוקר המחיה, התגברות התחרות במשק והייסוף בשקל, ולאחרונה ההשפעה של חלק מגורמים אלה נחלשה. הירידה החדה שחלה במחירי הנפט עשויה להשפיע על הציפיות, אולם את השפעתה על האינפלציה נכון יהיה לנתח בראייה של גורם חד פעמי. החברים סברו כי יש הסתברות נמוכה יחסית לירידה מתמשכת של האינפלציה אל מתחת לגבול התחתון של היעד.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בכלכלה העולמית והעריכו כי הסיכונים עלו והמומנטום ירד. החברים ציינו כי המשק האמריקאי ממשיך לצמוח בקצב נאה אך הצביעו על כמה סיכונים שעלולים להעיב על

המשך מגמת הצמיחה, בפרט (1) החרפה של מלחמת הסחר ו-(2) הירידות בשוק המניות האמריקאי ועליית המרווחים (risk off), בעיקר במגזר הטכנולוגיה העילית. אחד החברים העיר שנראה כי הירידה בשוק המניות אינה אלא תיקון, מאחר שהיא לא לוותה בירידה ברווחי החברות. בנוגע למשק האירופי סברה הוועדה שהירידה בצמיחה התרחשה על רקע שינויי האסדרה בענף הרכב, התקדמות הברקזיט, והעובדה שהמתוחות בין איטליה לרשויות האירופיות התגברה לאחרונה, מפני שהצעת התקציב של ממשלת איטליה כוללת עלייה בגירעון. מאידך גיסא העריכה הוועדה שהאירו החלש מחזק את השוק האירופי בהשוואה לעולם. לגבי סין ציינה הוועדה כי ישנה האטה מסוימת בקצב הצמיחה אך היא נותרה גבוהה. הוועדה אמרה כי המדיניות המוניטרית בעולם נותרה מרחיבה בראייה היסטורית, אך נמשכת מגמת הצמצום המוניטרי ובנקים מרכזיים נוספים העלו את הריבית המוניטרית מאז החלטת הריבית האחרונה. חברי הוועדה העריכו כי ארה"ב צפויה להמשיך בתהליך הנורמליזציה של רמת הריבית, וכי ההרחבה הכמותית בעולם צפויה להמשיך להצטמצם מפני שה-FED מצמצם את המאזן וה-ECB מתכנן להפסיק את תוכנית רכישת הנכסים בשנת 2019.

בנוגע לשער החליפין אמרו חברי הוועדה כי מאז החלטת הריבית האחרונה נחלש השקל במונחי השער הנומינלי האפקטיבי בשיעור 3.6%, ומול הדולר בשיעור דומה (3.2%). השקל נותר מיוסף מנקודת מבט היסטורית, אם כי במונחי שער החליפין הריאלי האפקטיבי הייסוף מתון מאשר בשער הנומינלי. חברי הוועדה העריכו כי הסיכון העיקרי להמשך התבססות בתוך תחום היעד הוא ייסוף של השקל.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בשוק הדיור ובנתונים על מחירי הדירות. הם ציינו כי נתוני הקצה על היקף העסקאות מצביעים על התייצבות, לאחר שבתחילת השנה הנתונים עלו. בנוגע למחירי הדירות אמרו החברים כי בחודשים האחרונים מסתמנת יציבות. כמו כן נידונה ההתייצבות בהיקף המשכנתאות החדשות, על רקע העלייה בריבית על המשכנתאות. בנוגע להתפתחויות הפיננסיות בישראל ציינה הוועדה כי האשראי העסקי הלא-פיננסי ממשיך להתרחב ויש עלייה קלה במרווחי האג"ח התאגידיות.

כאמור, בדיון התקבלה החלטה להעלות את הריבית ב-0.15 נקודת האחוז, ל-0.25%, לאחר שהריבית נותרה ללא שינוי ממרץ 2015. ארבעה מתוך חמשת חברי הוועדה תמכו בהחלטה להעלות את הריבית. הם סברו שהשיקולים הכלכליים הם הגורמים המכריעים בקבלת החלטת הריבית, ולא העובדה שהבנק נמצא בתקופה של חילופי נגידים. הם הסבירו כי בשלו התנאים להתחיל בתהליך הנסיגה מהמדיניות המרחיבה מאוד שנקטה בשנים האחרונות. בהחלטת הריבית הקודמת שררה אי-ודאות לגבי התפתחות המדדים הקרובים, והתגבשה הערכה שהאינפלציה השנתית עשויה לרדת זמנית אל מתחת לגבול התחתון של היעד. אולם מאז התווספו נתונים שתומכים בהערכה כי האינפלציה מתייצבת בחלק התחתון של תחום היעד, ולהערכתם ההסתברות לירידה מתמשכת מתחת לגבול התחתון של היעד נמוכה יחסית. חלק מהחברים סברו שהריבית הנמוכה – הריבית הנומינלית עומדת על 0.1% והריאלית עומדת על כמינוס 1% – אינה מתאימה לפרמטרים של המשק, ובפרט למשק שצומח בסביבת הפוטנציאל ומלווה בעלויות שכר בקצב מואץ, והותרתה נמוכה במשך זמן רב עלולה ליצור השפעות שליליות בטווח הארוך. אחד מחברי הוועדה תמך בהותרת הריבית ללא שינוי, ברמה של 0.1%. להערכתו מדובר במקרה גבולי וניתן להצדיק את שתי ההחלטות – להעלות את הריבית ל-0.25% ולהותירה ברמתה הנוכחית. אך, הוא סבר שמן הראוי שהתחלת הנסיגה מהמדיניות המרחיבה תיעשה על ידי הוועדה בראשות הנגיד החדש.

הוועדה הדגישה כי המשך הנסיגה מהמדיניות המרחיבה מותנה באינדיקטורים הכלכליים, והחלטות בעתיד ימשיכו להתקבל בהתאם להתפתחויות באינפלציה, בכלכלה הריאלית, בשווקים הפיננסיים ובמשק העולמי, ובמטרה להשיג את יעדי המדיניות המוניטרית. חברי הוועדה העריכו כי המשך תהליך הנורמליזציה ייעשה באופן הדרגתי וזהיר.

### **השתתפו**

#### **חברי הוועדה המוניטרית:**

ד"ר נדיו בודו-טרכטנברג – המשנה לנגיד הבנק אשר במסגרת סמכותה כממלאת מקום הנגיד מכהנת כיו"ר הוועדה המוניטרית.

מר אנדרו אביר – מנהל חטיבת השווקים

פרופ' ראובן גרונאו

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' משה חזן

#### **משתתפים נוספים:**

מר אדי אזולאי – ראש מטה הנגידיה

מר יואב סופר – דובר הבנק

פרופ' מישל סטרבצ'ינסקי – מנהל חטיבת המחקר

מר ארי קוטאי – כלכלן בחטיבת המחקר

גב' אסתי שוורץ – מזכירת הוועדה המוניטרית