



דיווח על הדיונים המוניתריים שנערכו בבנק ישראל לצורך קבלת ההחלטה לגבי המדיניות המוניתרית

הדיונים התקיימו בתאריכים 31 בדצמבר 2023 ו-1 בינואר 2024

כללי

הוועדה המוניתרית 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-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 מתקיימת הצבעה על שיעור הריבית. לפי סעיף 18 (ג) לחוק בנק ישראל, התש"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה שמתתפים בהצבעה.

תמצית תמונת המצב הכלכלית שעמדה לעיני הוועדה בעת הדיון, מוצגת בהודעת הריבית שפורסמה בתאריך 1 בינואר 2024 ובקובץ הנתונים שליווה אותה.

הדיון בפורום המצומצם

חברי הוועדה המוניתרית שמתתפים בדיון מחליטים על שיעור הריבית של בנק ישראל.

בדיון התקבלה החלטה להוריד את הריבית ב-0.25 נקודת האחוז לרמה של 4.5%. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה.

הדיון התמקד בהתפתחויות הכלכליות מאז פרוץ מלחמת חרבות ברזל ב-7 באוקטובר, בפעילות הכלכלית, בשוק העבודה, בשוק הדיור, באינפלציה ובציפיות, ובהתפתחויות בשוק המט"ח ובשווקים הפיננסיים. כמו כן דנו חברי הוועדה בהתמודדות התקציבית של הממשלה עם הצרכים הביטחוניים והאזרחיים הנובעים מהמלחמה.

עיקרי הדיון

הוועדה דנה במצב הכלכלי של המשק לאחר שלושה חודשים ממועד פרוץ מלחמת חרבות ברזל ובחנה את ההתפתחויות שחלו מאז. למלחמה השלכות כלכליות משמעותיות, הן על הפעילות הריאלית והן על השווקים הפיננסיים. האינדיקטורים לפעילות הכלכלית מצביעים על שיפור הדרגתי בפעילות, זאת לאחר התכווצות משמעותית בפעילות העסקית עם פרוץ המלחמה. התנודתיות בשווקים התמתנה והשווקים הפיננסיים מתפקדים כראוי. מידת אי-הוודאות לגבי היקף ומשך הלחימה הצפויים גדולה מאוד, וזו משליכה גם לגבי מידת הפגיעה בפעילות.

הוועדה דנה בהשפעות המלחמה על הפעילות במשק. לפי האינדיקטורים לפעילות הכלכלית ומצב התעסוקה חלה התאוששות הדרגתית לאחר הירידה החדה שהתרחשה עם פרוץ המלחמה. עם זאת הושם דגש על כך ששורת שונות רבה בין ענפי המשק. בחודשים נובמבר ודצמבר נרשמה התאוששות בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי וסך הרכישות חזר לרמה הדומה לשגרה, למעט ענף התיירות. חברי הוועדה דנו באם ישנה דומיננטיות של זעזועי היצע לעומת ביקוש או להיפך והעריכו כי בשלב זה לא ניתן להכריע. כמו כן דנו על תרחישים שונים בהקשר זה, לרבות ההשפעה מעלייה בביקושים ומשחרור במגבלות ההיצע על תוואי האינפלציה הצפוי.

הוועדה דנה בהתפתחות בשוק העבודה. בחודש נובמבר ירד שיעור האבטלה הרחבה מ-9.7% באוקטובר ל-8.5% והיקף הנעדרים מהעבודה מסיבות לא כלכליות אחרות (שיכולות להיות קשורות למלחמה אך לא עקב מילואים) ירד מ-7.8% באוקטובר ל-0.4% בנובמבר. לפי סקר הבזק של הלמ"ס חל שיפור במצב שוק העבודה גם על פי דיווחי העסקים.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה ובהשפעות של המלחמה עליה. קצב האינפלציה הוסיף לרדת תוך יציבות בציפיות האינפלציה בתוך טווח היעד. מדד המחירים לצרכן של חודש נובמבר 2023 ירד ב-0.3% והאינפלציה בשנים-עשר החודשים האחרונים התמתנה אך נותרה מעל הגבול העליון של היעד ועמדה על 3.3%. בניכוי אנרגיה ופחמן עמדה האינפלציה בשנה האחרונה על 2.9%. ניכרת גם התמתנות בדינמיקת האינפלציה במדידה רבעונית וחצי שנתית. כמו כן, קצב העלייה השנתי של הרכיבים הלא-סחירים במדד, הכוללים בעיקר את שירותי הדיור וענפי השירותים, ירד אך נותר גבוה יחסית ועמד על 3.8% בעוד שקצב העלייה של הרכיבים הסחירים במדד ירד ל-2.4%. כמו כן, דנו חברי הוועדה בציפיות מהמקורות השונים שמעידים על כניסת האינפלציה ליעד ברבעון הראשון של השנה. מעבר לכך, ההאטה בפעילות הגלובלית והתמתנות האינפלציה המיובאת מהווים גורם ממתן לאינפלציה המקומית. יתרה מכך, הציפיות משוק ההון לאינפלציה לשנה הראשונה, לשנה השנייה ואילך מצויות בתוך תחום היעד. עוד דנה הוועדה בהשפעת התפתחות האינפלציה על גובה הריבית הריאלית, שמשקפת סביבה מוניטרית מרסנת, גם בהינתן הפחתת ריבית. עם זאת הושם דגש על כך שעדיין קיימים מספר סיכונים להאצה אפשרית באינפלציה: השפעות המלחמה והתפתחותה על הפעילות במשק, פיחות בשקל ומדיניות פיסקלית בעלת אופי מרחיב, כתוצאה מכך שלצד העלייה בהוצאות הביטחון והאזרחיות, לא יעשו ההתאמות התקציביות הנדרשות. הודגש בפני הוועדה כי צפי חטיבת המחקר הוא תוואי ריבית מתון יותר לעומת ציפיות השוק.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בשוק המט"ח. מאז החלטת הריבית הקודמת השקל התחזק מול הדולר ב-2.7%, מול האירו ב-1.7% ובמונחי השער הנומינלי האפקטיבי ב-2%. במהלך שנת 2023 השקל נחלש לעומת מרבית המטבעות העיקריים בעולם תוך שנרשמה תנודתיות גבוהה.

הוועדה דנה בהשפעות המלחמה על השווקים הפיננסיים. בשוק ההון, מדדי המניות המקומיים עלו, בדומה למגמה העולמית במהלך התקופה. עם זאת, ביצועי החסר של השוק המקומי ביחס לעולם מתחילת 2023 עדיין משמעותיים. על רקע ציפיות בשווקים להורדות ריבית בארץ ובעולם, תשואות איגרות החוב הממשלתיות הארוכות ירדו, אך באופן ממותן יותר לעומת העולם. מרווחי איגרות החוב הקונצרניות שהתרחבו עם פרוץ המלחמה חזרו קרוב לרמתם טרום המלחמה. פרמיית הסיכון כפי שהיא נמדדת באמצעות ה-CDS והמרווח בין איגרת החוב הממשלתיות הנקובות בדולרים והאג"ח הממשלתיות של ארה"ב ירדו אך הם עדיין שוהים ברמה גבוהה.

הוועדה דנה בהתפתחויות השונות בשוק האשראי, ובו נמשכת מגמת ההאטה באשראי הנקאי לעסקים ולמשקי הבית, במקביל להאטה הכללית של הפעילות במשק. הבנקים וחברות כרטיסי האשראי הרחיבו והאריכו את המתווה לדחיית הלוואות שגובש ע"י הפיקוח על הבנקים שמקל על תזרים המזומנים של משקי הבית והעסקים בתקופה הקרובה. במדדי הסיכון באשראי לעסקים בינוניים, קטנים וזעירים חלה עלייה קלה.

הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק הדיור וקשיי פעילות בענף לאור המלחמה. הפעילות בשוק הדיור הוסיפה להתמתן. בשנים-עשר החודשים האחרונים מחירי הדירות ירדו ב-1.3%. בחודשים ספטמבר-אוקטובר 2023 מדד מחירי הדירות נותר ללא שינוי ומחירי הדירות החדשות ירדו ב-0.4%. היקף העסקאות וביצועי המשכנתאות הוסיפו לשהות ברמות נמוכות בהשוואה לשנתיים האחרונות; בחודש נובמבר ניטלו משכנתאות בסך 5.5 מיליארדי ש"ח. בסעיף הדיור במדד המחירים לצרכן חלה ירידה של 0.4% וקצב העלייה השנתי המשיך להתמתן והגיע ל-3.9%. לפי נתוני הבנייה של הלמ"ס לרבע השלישי, ערב המלחמה מספר היתרי, התחלות וגמר הבנייה היו גבוהים יחסית למרות התמתנות הפעילות בענף בשנה האחרונה. עם זאת, המחסור בעובדים פלסטינאים מאז פרוץ המלחמה הביא לירידה חדה בפעילות, והדבר צפוי להתבטא בנתוני הרביע הרביעי. חברי הוועדה דנו בחשיבות השמירה על היצע בנייה גבוה לאורך זמן, מעבר לצורך לשימור הפעילות בטווח המידי, שיתמוך ביציבות מחירי הדיור.

כמו כן, הוועדה דנה בתחזית המקרו-כלכלית העדכנית שגיבשה חטיבת המחקר. התחזית נבנתה תחת ההנחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה הגיעה לשיאה ברבעון הרביעי של 2023, ושהמלחמה תמשך עד לסוף 2024 אך בעצימות הולכת ופוחתת. בדומה לתחזיות הקודמות, התחזית מבוססת על הנחת עבודה לפיה המלחמה תתרכז בעיקר בחזית הדרומית. על פי התחזית, התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 2% בכל אחת מהשנים 2023-24, כמו בתחזית נובמבר, וב-5% בשנת 2025 כד שפער התוצר צפוי להיסגר בשנה זו. האינפלציה השנתית במהלך ארבעת הרבעונים של שנת 2024 צפויה לעמוד על 2.4% ובמהלך 2025 על 2%. ההערכה לגבי תקציב המדינה לשנת 2024 חשופה עדיין לאי-ודאות בנוגע להחלטות שתקבל הממשלה לגבי ההתמודדות התקציבית עם הצרכים הביטחוניים והאזרחיים הנובעים ממנה. לנוכח השפעות המלחמה צפוי כי הפגיעה בפעילות המשקית תוביל לירידה בהכנסות ממסים כשבמקביל יגדלו הוצאות הממשלה על הביטחון והתכניות לסיוע אזרחי. להערכת החטיבה, כל אלו צפויים להתבטא בגידול ניכר בגרעון בתקציב הממשלה, המוערך ב-4% תוצר בשנת 2023, והצפוי להסתכם ב-5.7% תוצר בשנת 2024 וב-3.8% בשנת 2025. החטיבה הניחה שהממשלה תבצע התאמות מצטברות, בעלות אופי פרמננטי, שיגיעו בסוף שנת 2025 להיקף שנתי של כ-30 מיליארדי שקלים. רצוי שהתאמות אלו תקבענה כבר ב-2024 ושחלק ניכר מהן ימומש כבר השנה. התאמה זו תביא לכך שיחס החוב לתוצר צפוי לעמוד על כ-66 אחוזי תוצר בסוף 2024 ובסוף 2025. בהמשך, התאמות אלו יאפשרו תוואי רצוי של יחס חוב תוצר יורד, כך שבשנת 2030 יחס זה ירד לכ-63%.

בנוסף, הוועדה דנה גם בתנאים הגלובליים. הפעילות הכלכלית במדינות המובילות מתמתנת, כשברקע סקטור התעשייה הגלובלי והסחר העולמי המשיכו להצביע על חולשה. האירועים הביטחוניים בישראל שגרמו לעלייה במתיחות הגיאוגרפית-פוליטית במזרח התיכון, השפיעו באופן מתון על השווקים הפיננסיים הגלובליים. תחזיות הצמיחה של בתי ההשקעות נותרו ללא שינוי והערכתם היא לצמיחה גלובלית של 2.7% בשנת 2024. סביבת האינפלציה התמתנה בחלק ניכר מהמדינות, אך עדיין שווה מעל יעדי הבנקים המרכזיים. בארה"ב ובאירופה הותירו הבנקים המרכזיים את הריבית על כנה אך תוואי הריבית הצפוי על פי השווקים ירד באופן משמעותי, ועל פיו צפויות מספר הורדות ריבית במהלך שנת 2024.

בתום הדיון כל חברי הוועדה סברו שיש להוריד את הריבית ב-0.25 נקודת האחוז לרמה של 4.5%.

על רקע המלחמה, מדיניות הוועדה המונית מותמרת מתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית. תוואי הריבית ייקבע בהתאם להמשך התכנסות האינפלציה ליעדה, המשך היציבות בשווקים הפיננסיים, הפעילות הכלכלית והמדיניות הפיסקלית.

השתתפו

חברי הוועדה המונית:

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

מר אנדרו אביר – המשנה לנגיד הבנק

ד"ר עדי ברנדר

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' נעמי פלדמן

משתתפים נוספים:

גב' נאוה אוסטרוב – מזכירות הוועדה המונית

גב' דנה אורפייג – חטיבת המחקר

ד"ר גולן בניטה – מנהל חטיבת השווקים

מר אורי ברזני – דובר הבנק

ד"ר עודד כהן – ראש מטה הנגיד

גב' שולמית ניר – חטיבת המחקר

גב' נורית פלטר איתן – מנהלת מחלקת תקשורת הסברה וקשרי קהילה

מר אריה קנופף – מזכירות הוועדה המונית

מר דניאל שלומי-דוברות הבנק