



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

הדיונים התקיימו בתאריכים 7 באפריל 2024 ו-8 באפריל 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-מוניטרי – 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, התשי"ע-2010, ההחלטה על הריבית מתקבלת ברוב קולות של חברי הוועדה שמשותפים בהצבעה.

תמצית תמונת המצב הכלכלית שעמדה לעיני הוועדה בעת הדיון, מוצגת בהודעת הריבית שפורסמה בתאריך 8 באפריל 2024 ובקובץ הנתונים שליווה אותה.

### הדיון בפורום המצומצם

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

בדיון התקבלה החלטה להותיר את הריבית על כנה ברמה של 4.5%. כל חברי הוועדה תמכו בהחלטה.

הדיון התמקד בהתפתחויות הכלכליות: ברמת הפעילות במשק, באינפלציה ובתחזיות ובציפיות לאינפלציה לטווחים השונים, בהתפתחויות בשווקים הפיננסיים ובפרט בשוק המט"ח, בשוק העבודה, בשוק הדיור, בתחזית חטיבת המחקר המעודכנת, בהתפתחויות הפיסקליות, ובתנאים הגלובליים.

## עיקרי הדיון

הוועדה דנה במצב הכלכלי של המשק לאחר כחצי שנה ממועד פרוץ מלחמת חרבות ברזל ובחנה את ההתפתחויות שחלו מאז. הדיון התמקד בחוסר הוודאות הגיאופוליטי שהוסיף להיות גבוה ואף התגבר בתקופה האחרונה, ונבחנו ההשפעות העתידיות האפשריות על המשתנים הכלכליים. האינדיקטורים לפעילות הכלכלית מצביעים על שיפור הדרגתי בפעילות, זאת לאחר התכווצות משמעותית בפעילות העסקית עם פרוץ המלחמה. על אף השיפור ההדרגתי בפעילות המשק, נותרה כברת דרך עד להתאוששות מלאה של המשק.

רמת הפעילות הכוללת במשק עודנה נמוכה מזו ששררה ערב המלחמה, אך הפעילות הכלכלית מסתגלת למצב וניכרת התאוששות מתמדת בחודשים האחרונים. המדד המשולב למצב המשק והמאזן המצרפי של סקר המגמות ממשיכים במגמת עליה, וההוצאות בכרטיסי אשראי במרבית הענפים חזרו לרמתן מלפני המלחמה ואף מעבר לכך. עם זאת, התרחבות ההיצע המצרפי במשק איטית יותר מההתפתחות בביקושים, התפתחות העלולה להוביל ללחצים אינפלציוניים.

הוועדה דנה בענף הבנייה שלו משקל רב בפעילות הכלכלית. על פי הנתונים שהוצגו לחברי הוועדה ניכר כי החזרה של אתרי הבנייה לפעילות מתקדמת, אך הפעילות עודנה נמוכה מרמתה ערב המלחמה ומושפעת מהמחסור בעובדים. בפרט, נראה כי קליטת עובדים זרים מחו"ל הינו תהליך מורכב המבוצע בהדרגה וצפוי לארוך זמן ממושך. ישנה חשיבות לשמירה על היצע בניה גבוה לאורך זמן על מנת להבטיח את התייצבות מחירי הדיור.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה ובהשפעות המלחמה עליה. האינפלציה השנתית המשיכה להתמתן בהדרגה, ועמדה בחודש פברואר על 2.5%, בתוך תחום יעד המחירים. בנוסף, רכיב הסעיפים הבלתי סחירים התמתן גם הוא. כמו כן, המדדים בניכוי מיסוי, אנרגיה ופוי"י מצויים בסביבת מרכז היעד. לעומת זאת, הציפיות לאינפלציה לטווחים השונים, עלו במהלך התקופה לסביבת הגבול העליון של היעד, ומגלמות בתוכן גם הערכות להעלאות מסים צפויות. על רקע האינדיקטורים להתאוששות הדרגתית בשוק העבודה ובביקושים (תוך שונות בענפי המשק השונים), ומנגד מגבלות ההיצע בחלק מהענפים – הוועדה העריכה כי קיימים מספר סיכונים מרכזיים להאצה אפשרית באינפלציה: התפתחות המלחמה והשפעתה על הפעילות במשק, פיחות בשקל, המגבלות על הפעילות בענף הבנייה, ההתפתחויות הפיסקליות ומחירי הנפט בעולם.

הוועדה דנה בהשפעות המלחמה על השווקים הפיננסיים. פרמיית הסיכון של ישראל, כפי שהיא נמדדת באמצעות פרמיית ה-CDS עמדה על רמה גבוהה ועלתה בימים הקודמים להחלטה, זאת על רקע המתוחות הגיאופוליטית. בנוסף, הוועדה דנה בהחלטת חברת דירוג האשראי הבינלאומית פיץ' להותיר את דירוג האשראי של ישראל, אך לשנות את תחזית הדירוג מיציבה לשלילית. העלייה במידת אי-הוודאות משליכה

גם לגבי מידת הפגיעה באינדיקטורים הפיננסיים השונים – בהשוואה בינ"ל שוק המניות בישראל המשיך להפגין ביצועי חסר ובתשואות האג"ח הממשלתיות נרשמה עליה בתקופה הנסקרת, מעל למגמה העולמית. בשוק האשראי נמשכת ההאטה בפעילות. כמו-כן, מדדי הסיכון בכלל מגזרי הפעילות באשראי נמצאים בעלייה מסוימת, אך עדיין מצביעים על רמה שאינה גבוהה יחסית לעשור האחרון. על מנת להקל על הלווים בתקופה זו, מתווה דחיות התשלומים שגיבש הפיקוח על הבנקים ואומץ ע"י המערכת הבנקאית, הוארך בשלושה חודשים נוספים.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בשוק המט"ח. מאז החלטת המדיניות המוניטרית בחודש פברואר נרשמה בשוק המט"ח תנודתיות גבוהה. בסיכום התקופה השקל נחלש מול הדולר בכ-2.7%, מול האירו בכ-2.6% ובמונחי השער הנומינלי האפקטיבי ב-2.3%.

הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק העבודה שהמשיך להתאושש על רקע גידול הביקוש לעובדים, לצד הקלה במגבלת היצע העבודה עקב צמצום היקף משרתי המילואים. בחודש פברואר שיעור התעסוקה נותר יציב ברמה נמוכה מטרם המלחמה, ושיעור התעסוקה בניכוי הנעדרים זמנית מסיבות כלכליות המשיך במגמת העלייה. עפ"י אומדני ההבזק של הלמ"ס השכר הממוצע למשרת שכיר במשק בחודש פברואר הוסיף לעלות, ובשלושת החודשים האחרונים הקצב השנתי של עליית השכר הנומינלי עמד על 8.3% (שלושה חודשים אחרונים מול המקבילה אשתקד). קצב זה עדיין מושפע משינוי הרכב המועסקים עקב ההוצאה לחל"ת בחודשים הקודמים ומתוספות שכר חד-פעמיות ששולמו בינואר 2023. ואולם, השפעת שינוי הרכב המועסקים על השכר הצטמצמה בחודשים ינואר ופברואר ורמת השכר הנומינלי עקבית עם הרמה החזויה על פי קצב העלייה מלפני המלחמה. נתוני הקצה מצביעים גם על התכנסות השכר הריאלי לקצב המגמה של 2015-2019, טרם הקורונה.

בשוק הדיור חלה עליה במחירי הדירות בחודשים האחרונים, לצד המשך התמתנות שכר הדירה. על אף מגבלות ההיצע בענף הבניה והירידה החדה בהשקעה בבניה למגורים, התחלות הבניה ברביע הרביעי של 2023 הוסיפו לשהות ברמה גבוהה יחסית בהשוואה ארוכת טווח (אם כי נרשמה ירידה בנתוני הקצה). בנוסף על כך, גמר הבניה הגיע לרמות שיא. במחירי הדירות חלה עליה בחודשיים האחרונים, לאחר ירידה בעשרת החודשים שקדמו להם. היקף העסקאות בחודש ינואר עלה לעומת החודש המקביל אשתקד, ובחודש מרץ ניטלו משכנתאות בהיקף גבוה בהשוואה לחודשים האחרונים. לעומת זאת, סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן ירד ב-0.3% וקצב העלייה השנתי המשיך להתמתן והגיע ל-2.6%. לצד אלו, הפעילות בענף הבניה מתאוששת בהדרגה אך הענף עדיין אינו פועל במלוא הפוטנציאל. מגבלות ההיצע בענף הבניה והצורך בפתרונות דיור למפונים עלולים להקשות על התמתנות מחירי הדיור והשכירות בהמשך.

הוועדה דנה בתחזית המקרו-כלכלית של חטיבת המחקר ובהתפתחויות הפיסקליות. החטיבה העריכה כי התוצר צפוי לצמוח בשיעור של 2% בשנת 2024 וב-5% בשנת 2025 – בדומה לתחזית ינואר. התחזית מניחה שההשפעה הכלכלית הישירה של המלחמה תמשך עד לסוף 2024 בעצימות הולכת ופוחתת. עבור שנת 2025 ההנחה היא שלא תהיינה השפעות לחימה ישירות נוספות. בדומה לתחזיות קודמות, החטיבה מניחה כי חלק הארי של המלחמה יתרחש בחזית אחת. חשוב להדגיש שלא הוודאות אודות ההתפתחויות השונות במלחמה תיתכן השפעה מהותית על התחזית. שיעור האינפלציה שמעריכה החטיבה במהלך שנת 2024 עלה מעט מהתחזית הקודמת. נוכח השינויים בתקציב הממשלה, יחס החוב לתוצר, אחד המדדים הפיסקליים המשמעותיים ביותר, צפוי לעלות לרמה של 67% ב-2024 ולהישאר ברמה דומה גם במהלך 2025. מדיניות פיסקלית אחראית חשובה לחיזוק אמון השווקים, ובנוסף עשויה לסייע להתבססות האינפלציה ביעדה.

בנוסף, הוועדה דנה בתנאים הגלובליים. קצב הפעילות של הכלכלה הגלובלית הפתיע לטובה על רקע פעילות חזקה מהצפוי בארה"ב והתאוששות מסוימת בסין. מנגד, בגוש האירו החולשה הכלכלית נמשכה. הסחר העולמי עלה לראשונה מזה מספר חודשים. מחיר הנפט עלה משמעותית במהלך התקופה ומחירי התובלה שזינקו על רקע המתחחות עם החותיים בים האדום התמתנו. סביבת האינפלציה בחלק ניכר מהמדינות התמתנה – אך ברובן היא עדיין שוהה מעל יעדי הבנקים המרכזיים – זאת על רקע אינפלציית השירותים שנותרה דביקה ומקשה על התכנסות האינפלציה ליעד. בארה"ב ובגוש האירו הותירו הבנקים המרכזיים את הריבית על כנה ואותתו על כך שתוואי הורדת הריבית יהיה איטי והדרגתי יותר.

לנוכח ההתפתחויות האחרונות, המצביעות על עלייה מהותית במידת אי הוודאות הגיאופוליטית, החליטה הוועדה המוניתרית להותיר את הריבית על כנה. מדיניות זו עקבית עם המדיניות בה נוקטת הוועדה מאז פרוץ המלחמה, מדיניות המתמקדת בייצוב השווקים והפחתת אי הוודאות, לצד יציבות מחירים ותמיכה בפעילות הכלכלית.

**כל חמשת חברי הוועדה תמכו בהחלטה להותיר את הריבית על כנה ברמה של 4.5%.**

**על רקע המלחמה, מדיניות הוועדה המוניתרית 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 המוניתרית:**

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

מר אנדרו אביר – המשנה לנגיד הבנק

ד"ר עדי ברנדר

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' נעמי פלדמן

### **משתתפים נוספים:**

גב' נאוה אוסטרוב – מזכירות הוועדה המוניתרית

גב' דנה אורפייג – חטיבת המחקר

מר נדב אשל – יועץ לנגיד

ד"ר גולן בניטה – מנהל חטיבת השווקים

מר אורי ברזני – דובר הבנק

מר צביקה זוסמן – מזכירות הוועדה המוניתרית

ד"ר עודד כהן – ראש מטה הנגיד

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

מר אריה קנופף – מזכירות הוועדה המוניטרית

מר דניאל שלומיסק- דוברות הבנק