



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

הדיונים התקיימו בתאריכים 25 בפברואר 2024 ו-26 בפברואר 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 שמשותפים בהצבעה.

תמצית תמונת המצב הכלכלית שעמדה לעיני הוועדה בעת הדיון, מוצגת בהודעת הריבית שפורסמה בתאריך 26 בפברואר 2024 ובקובץ הנתונים שליווה אותה.

### הדיון בפורום המצומצם

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

בדיון התקבלה החלטה להותיר את הריבית על כנה ברמה של 4.5%. ארבעה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה, ואילו אחד מחברי הוועדה הצביע על הורדה של 0.25 נקודות אחוז לרמה של 4.25%.

הדיון התמקד בהתפתחויות הכלכליות מאז פרוץ מלחמת חרבות ברזל ב-7 באוקטובר, בפעילות הכלכלית – בדגש על התפתחות מגבלות ההיצע והביקוש, באינפלציה ובציפיות, בהתפתחויות בשוק המט"ח, בשוק העבודה, בשווקים הפיננסיים, בשוק הדיור, ובתנאים הגלובליים.

## עיקרי הדיון

הוועדה דנה במצב הכלכלי של המשק לאחר מעל ארבעה 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 בעת הזו. לפי האינדיקטורים לפעילות הכלכלית ומצב התעסוקה חלה התאוששות הדרגתית לאחר הירידה החדה שהתרחשה עם פרוץ המלחמה. בחודשים נובמבר-פברואר נרשמה התאוששות בהיקף הרכישות בכרטיסי אשראי וסך הרכישות חזר לרמה הגבוהה מהשגרה, למעט ענף התיירות.

נוסף על כך, חברי הוועדה דנו בנתוני החשבונאות הלאומית של הלמ"ס מהם עלה כי התוצר התכווץ ברביע האחרון של שנת 2023 ב-5.2% ביחס לרביע השלישי בעקבות השפעות המלחמה (בניכוי עונתיות), ובסיכום השנה צמח התוצר בקצב של 2%. התכווצות התוצר ברביע הרביעי תאמה את ההערכות המוקדמות של חטיבת המחקר מינואר 2024. הירידה בתוצר משקפת, בין היתר, ירידות חדות בסעיפי ההשקעה, בפעילות ענף הבנייה ובצריכה הפרטית, בעוד הצריכה הציבורית גדלה נוכח המלחמה.

הוועדה דנה בסביבת האינפלציה ובהשפעות של המלחמה עליה. מדד המחירים לצרכן של חודש ינואר 2024 נותר ללא שינוי, זאת לאחר ירידה של 0.1% בחודש דצמבר 2023. האינפלציה בשנים-עשר החודשים האחרונים התמתנה, ונמצאת בתוך תחום היעד ועומדת על 2.6%. הציפיות לאינפלציה מהמקורות השונים לשנה הקרובה עלו במעט ומצויות בסביבת הגבול העליון של היעד.

התכווצות הצריכה הפרטית ברבעון הרביעי של 2023 והירידה המתמשכת בדינמיקת האינפלציה בחודשים האחרונים, הן ברכיב הסחירים והן ברכיב הבלתי סחירים, תומכים בהתייצבות האינפלציה בסביבה הנוכחית. עם זאת, על רקע האינדיקטורים להתאוששות הביקושים ושוק העבודה, ומנגד מגבלות ההיצע בחלק מהענפים – הוועדה העריכה כי קיימים מספר סיכונים להאצה אפשרית באינפלציה: השפעות המלחמה והתפתחותה על הפעילות במשק, המגבלות על הפעילות בענף הבנייה, פיחות בשקל והתפתחויות הפיסקליות.

חברי הוועדה דנו בהתפתחויות בשוק המט"ח. מאז החלטת המדיניות המוניטרית הקודמת השקל נחלש מול הדולר בכ-0.25% תוך תנודתיות גבוהה, והתחזק מול האירו בכ-1.9% ובמונחי השער הנומינלי האפקטיבי ב-1.4%.

הוועדה עסקה בשוק העבודה שהמשיך להראות סימני התאוששות על רקע גידול בביקוש לעובדים, לצד התייצבות בהיצע העבודה. שיעור האבטלה הרחבה, המשיך להתמתן בחודש ינואר, ועומד על 4.8% בהשוואה ל-6.1% בחודש דצמבר. הירידה נובעת בעיקר בשל ירידה במספר הנעדרים זמנית מסיבות כלכליות. שיעור ההיעדרות מעבודה מסיבות שאינן כלכליות התמתן גם הוא ומשקף כעת כמעט אך ורק משרתי מילואים, לאחר החזרה בנובמבר של מרבית העובדים שנעדרו מסיבות אחרות.

הוועדה דנה בהשפעות המלחמה על השווקים הפיננסיים. בשוק ההון, מדדי המניות המקומיים עלו. עם זאת, ביצועי החסר של השוק המקומי ביחס לעולם ממשיכים להיות משמעותיים, זאת בדומה למגמה שראשיתה בתחילת 2023. תשואות איגרות החוב הממשלתיות הארוכות עלו בתקופה הנסקרת, בדומה למגמה בעולם אך בעוצמה מתונה יותר. מרווחי איגרות החוב הקונצרניות שהתרחבו עם פרוץ המלחמה חזרו קרוב לרמתם טרום המלחמה. חברי הוועדה דנו בהורדת דירוג האשראי של החוב של מדינת ישראל מ-A1 ל-A2 על ידי חברת מודייס ושינוי אופן הדירוג ל"שילי". פרמיית הסיכון של ישראל כפי שהיא נמדדת באמצעות ה-CDS שבה לעלות בתקופה הנסקרת לאחר ירידה מסויימת קודם לכן, והמרווח בין איגרות החוב הממשלתיות הנקובות בדולרים והאג"ח הממשלתיות של ארה"ב נותר ברמה גבוהה יחסית. בשוק האשראי, נמשכת מגמת ההאטה באשראי הבנקאי והחוץ בנקאי; האשראי למשקי בית ועסקים זעירים וקטנים ממשיך לרדת. עפ"י סקר המגמות של הלמ"ס לחודש ינואר 2024 נראה כי הקושי בהשגת אשראי ירד וחזר לרמה ששררה טרום המלחמה.

הוועדה דנה בהתפתחויות בשוק הדיור וקשיי פעילות בענף נוכח המלחמה. הפעילות בשוק הדיור הוסיפה להיות מתונה למרות העלייה שנרשמה בחודש האחרון במחירי הדירות. בשנים-עשר החודשים האחרונים ירדו מחירי הדירות ב-1.4%. בחודשים נובמבר-דצמבר 2023 מדד מחירי הדירות עלה ב-0.7% ומחירי הדירות החדשות עלו ב-0.9%. עם זאת, היקף העסקאות וביצועי המשכנתאות התייצבו ברמות נמוכות בהשוואה לשנים האחרונות. סעיף הדיור במדד המחירים לצרכן עלה ב-0.2% וקצב העלייה השנתי המשיך להתמתן והגיע ל-3.3%. לצד אלו, המחסור בעובדים באתרי הבנייה מאז פרוץ המלחמה הביא לירידה חדה בקצב הבנייה. מגבלות ההיצע בענף הבניה והצורך בפתרונות דיור למפונים בעקבות המלחמה עלולים להקשות על המשך התמתנות מחירי הדיור והשכירות בהמשך. חברי הוועדה דנו בחשיבות השמירה על היצע בנייה גבוה לאורך זמן, מעבר לצורך לשימור הפעילות בטווח המידי, שיתמוך ביציבות מחירי הדיור.

בנוסף, הוועדה דנה גם בתנאים הגלובליים. הפעילות הכלכלית במרבית המדינות המובילות נותרה ממותנת, כשאררה"ב בולטת עם צמיחה חזקה שנרשמה ברביע האחרון של שנת 2023. מחירי התובלה זינקו על רקע המתוחות עם החות"ים בים האדום, אך התמתנו מעט בחודש האחרון. בארה"ב נרשמה ברביע האחרון של השנה צמיחה הגבוהה משמעותית מהתחזיות המוקדמות (3.3% במונחים שנתיים). מדד ה-CPI הכללי ירד בחודש ינואר לקצב שנתי של 3.1% בעוד מדד הליבה נותר ברמה של 3.9%. בגוש האירו עמדה הצמיחה ברבעון האחרון של השנה על 0% והתוצר לא צמח כלל בחמשת הרבעונים האחרונים. עלייה נרשמה באינפלציה בסוף שנת 2023, ולאחר ירידה קלה בינואר 2024 המדד הכללי עמד על 2.8%, בעוד אינפלציית הליבה התמתנה ועמדה על 3.3%. סביבת האינפלציה התמתנה בחלק ניכר מהמדינות, אך ברובן היא עדיין שווה מעל יעדי הבנקים המרכזיים. בארה"ב ובגוש האירו הותירו הבנקים המרכזיים את הריבית על כנה. מרבית הבנקים המרכזיים עדיין מוטרדים מאינפלציית השירותים שנותרת דביקה ומקשה על התכנסות האינפלציה ליעד, ועל-כן מאותתים על תחילת הקלה מוניטרית מאוחרת מכפי שהוערך.

**ארבעה מחברי הוועדה תמכו בהחלטה להותיר את הריבית על כנה ברמה של 4.5%, ואילו אחד מחברי הוועדה הצביע על הורדה של 0.25 נקודות אחוז לרמה של 4.25%.**

על רקע המלחמה, מדיניות הוועדה המוניטרית 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 המוניטרית:**

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

מר אנדרו אביר – המשנה לנגיד הבנק

ד"ר עדי ברנדר

פרופ' צבי הרקוביץ

פרופ' נעמי פלדמן

### **משתתפים נוספים:**

גב' נאוה אוסטרוב – מזכירות הוועדה המוניטרית

גב' דנה אורפייג – חטיבת המחקר

מר נדב אשל – יועץ לנגיד

ד"ר גולן בניטה – מנהל חטיבת השווקים

מר אורי ברזני – דובר הבנק

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 שלומי-דוברות הבנק