

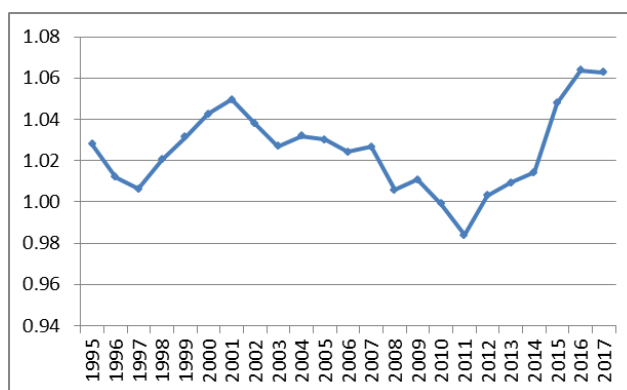
## מחיר התוצר, מחיר הצריכה ותנאי הסחר<sup>1</sup>

- בשלוש השנים האחרונות עלה מחיר התוצר ב-4.4% במצטבר בשעה שמדד המחירים לצרכן ירד ב-0.8%. הפער בין שיעורים אלו פירושו שגידול התוצר במונחי סל המוצרים לצרכן עלה על הצמיחה (הכמותית) שלו.
- העלייה היחסית במחיר התוצר מבטאת שיפור בתנאי הסחר של המשק, היינו עלייה במחירי היצוא ביחס למחירי היבוא. שיפור זה נובע במידה רבה מגורמים חיצוניים למשק – ירידה במחירי האנרגיה והתחזקות הדולר ביחס לאירו – ובמידה פחותה מגורמים מקומיים, בראשם התחזקות השקל.
- השיפור בתנאי הסחר (והעלייה במחיר התוצר) אפשר להגדיל את הצריכה הפרטית מעבר לצמיחה הכמותית של התוצר במקביל להגדלת החיסכון.
- בהסתכלות קדימה אין זה סביר להעריך כי מגמת השיפור בתנאי הסחר תימשך לאורך זמן, וכי מחיר התוצר ימשיך לעלות בקצב גבוה מזה של מדד המחירים לצרכן.

המדד למחיר התוצר – מדד משוקלל למחירי השימושים במשק שמבטא את השינוי הנומינלי בערך המוסף של המשק – עלה בשנים האחרונות אף על פי שמדד המחירים לצרכן ירד. במילים אחרות, הגידול בכוחו של המשק לקנות את סל המוצרים לצרכן חרג מהגידול שמקורו בצמיחה הריאלית<sup>2</sup>. בשלוש השנים האחרונות (אמצע 2014 עד אמצע 2017) הסתכמה העלייה במחירו היחסי של התוצר בכ-5% ותרמה כשליש מהעלייה בכוח הקנייה של המשק. שני השלישים הנותרים נבעו מהצמיחה הריאלית.

### איור 1

היחס שבין מחיר התוצר למדד המחירים לצרכן, 1995 עד 2017<sup>1</sup>



<sup>1</sup> הנתונים לשנת 2017 מתייחסים למחצית הראשונה ומבוססים על נתונים מנוכחי עונתיות. שינוי של 1% ביחס שווה לכ-5 מיליארדי ש"ח במונחי סל המחירים לצרכן במחירי 2015.  
המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

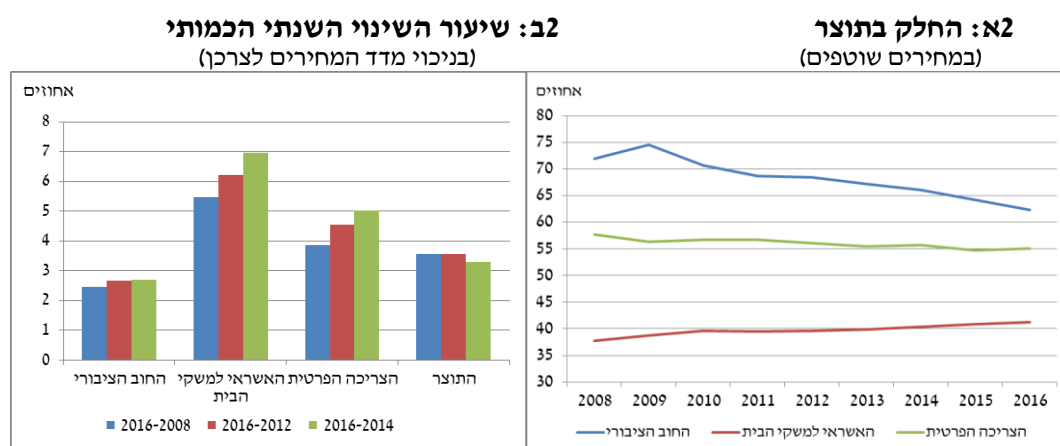
<sup>1</sup> נכתב ע"י יואב פרידמן וארנון ברק

<sup>2</sup> מקובל למדוד את צמיחת התוצר במונחים ריאליים, דהיינו בניכוי השינוי במחיר התוצר. לכן כאשר חל שינוי במחיר היחסי של התוצר, יחול בכוח הקנייה שינוי שאינו נמדד בצמיחה הריאלית (הכמותית).

איור 2 מראה כיצד השפיעה העלייה היחסית במחיר התוצר על התפתחות שורת משתנים מקרו-כלכליים שזוכים לתשומת לב בניתוח ההתפתחויות במשק: הצריכה הפרטית הפחיתה במעט את משקלה בתוצר אף על פי שהיא צמחה בקצב מהיר מקצב הצמיחה הכמותית של התוצר; החלק שהאשראי למשקי הבית תופס בתוצר גדל בשיעור מתון יחסית אף על פי שאשראי זה צמח במהירות – הקצב השנתי בשנתיים האחרונות מתקרב ל-7%; חלה ירידה בחוב הציבורי במונחי תוצר: בלעדיה היה החוב כיום גבוה בכ-3 נקודות אחוז מרמתו בפועל (62.3%); וההכנסות ממיסים גדלו במהירות<sup>3</sup>. כל אלה משקפים גידול בהכנסת המשק שאינו בא לידי ביטוי בנתוני הצמיחה הריאלית – הנתונים שמקובל לבחון ולנתח.

## איור 2

החלק שהצריכה הפרטית, האשראי למשקי הבית והחוב הציבורי תופסים בתוצר ושיעורי השינוי השנתי הכמותי בהם



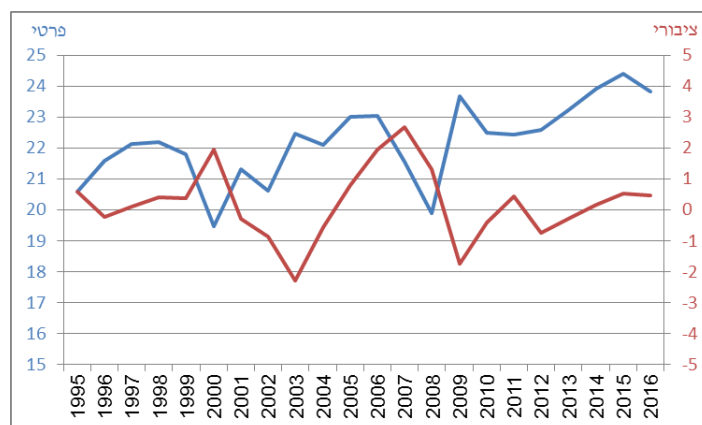
המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

הגידול בהכנסת המשק מתבטא גם ביכולת להגדיל את הצריכה בקצב מהיר ובמקביל לשמור על רמת חיסכון גבוהה ואף להעלותה. איור 3 מציג את החיסכון הפרטי והחיסכון הציבורי במונחי תוצר ב-1995—2016. עולה ממנו כי המשק מתאפיין ברמת חיסכון גבוהה בשנים האחרונות, תקופה שבה הצריכה הפרטית צומחת מהר ומהווה גורם מרכזי לצמיחה.

## איור 3

שיעוריהם של החיסכון הפרטי והחיסכון הציבורי בתוצר, 1995 עד 2016

<sup>3</sup> ראו הסקירה הפיסקלית שבנק ישראל פרסם במרץ 2017.



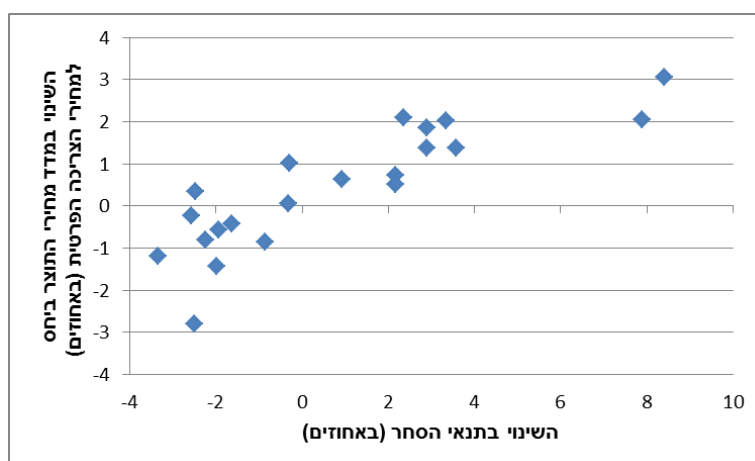
המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

מחיר התוצר עלה ביחס למחיר הצריכה הפרטית<sup>4</sup> בעיקר עקב שיפור בתנאי הסחר של ישראל, היינו ביחס שבין מחיר היצוא ומחיר היבוא<sup>5</sup>: מחירי המוצרים והשירותים שאנו מייצאים עלו ביחס למחירי המוצרים והשירותים שאנו מייבאים. פערי המחירים מותירים בידי המשק רווח, ואף כי זה אינו משתקף כאמור בצמיחה הריאלית, הוא מאפשר למשק להגדיל את הצריכה ו/ או את החיסכון. השיפור שחל בתנאי הסחר בשלוש השנים האחרונות הגדיל את הכנסות המשק בכ-40 מיליארדי ש"ח, חלקם הגיעו למשקי הבית באופן ישיר, למשל עקב כך שמחירי הדלק ירדו והשכר עלה מעבר לעלייה בפריזון, וחלקם הגיעו באופן עקיף, למשל דרך עלייה ברווחיות הפירמות ועלייה בהכנסות הממשלה ממיסים.

איור 4 מציג דיאגרמת פיזור של השינוי שחל בין 1995 ל-2016 במדד תנאי הסחר (הציר האופקי) ובמחיר התוצר ביחס למחיר הצריכה (הציר האנכי), והוא מראה שקיים ביניהם קשר חיובי. אומדן על פי רגרסיה ליניארית מעיד שעלייה של 1% בתנאי הסחר תורם לעלייה של כ-0.36% ביחס שבין מחיר התוצר ומחיר הצריכה.

#### איור 4

השינויים בתנאי הסחר וביחס שבין מחיר התוצר למחיר הצריכה הפרטית, 1996 עד 2016



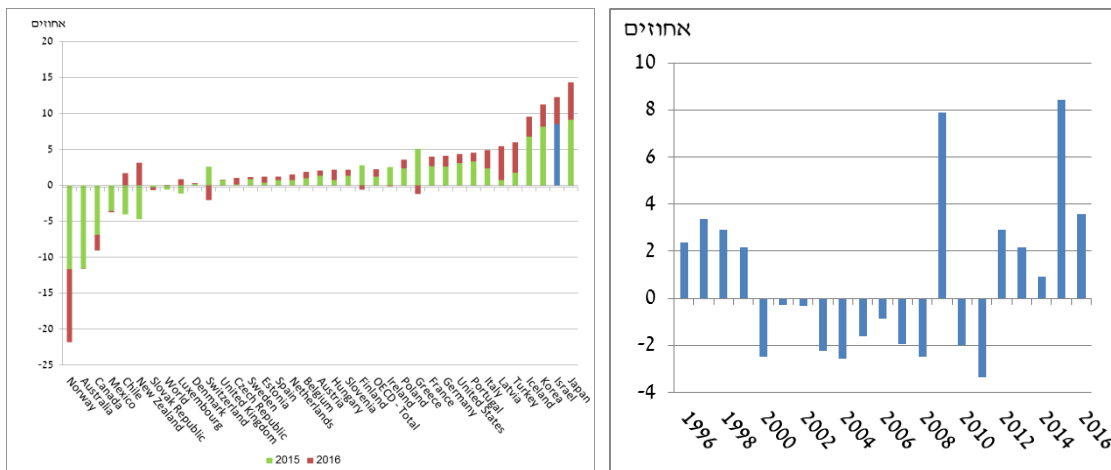
<sup>4</sup> עד כה דנו במדד המחירים לצרכן משום שזהו הנתון המוכר. מעתה ואילך נשתמש במחיר הצריכה הפרטית, משום שבדומה למחיר התוצר גם הוא נגזר מנתוני החשבונאות הלאומית ולכן חשוף לעדכונים שמדד המחירים לצרכן אינו חשוף להם. מחיר הצריכה הפרטית אינו זהה למדד המחירים לצרכן בשל הבדלים בשקלול סעיפי הצריכה ובמדידת הצריכה של שירותי דיור. בשנות ה-90 נוצרו בין שני המדדים הבדלים משמעותיים בשיעורי השינוי וגם ב-2009 נוצרו הבדלים ראויים לציון, אך בשנים האחרונות הפערים ביניהם זניחים.

<sup>5</sup> כדי לחשב את תנאי הסחר אנו משתמשים במחיר היבוא ללא מיסים.

תנאי הסחר של ישראל השתפרו ב-2015—2016 בכ-12% במצטבר. איור 5א מראה כי זהו שיפור חריג (הדברים תקפים במיוחד לגבי 2015). גם בשנת 2009 נרשם שיפור חריג, מפני שמחירי האנרגיה ירדו באותה שנה בחדות, אלא שאז הוא התרחש לאחר כמה שנות הרעה. שיפור דומה במידה מסוימת נרשם לפני כן רק ב-1996—1999: גם בארבע שנים אלה הוא הגיע לכ-12% במצטבר.

כאשר משווים את ישראל לשאר המדינות ב-OECD ומתמקדים ב-2015—2016, מוצאים שרק ביפן השתפרו תנאי הסחר במידה רבה יותר (איור 5ב). אפילו בהתחשב בכך שהמשק מתאפיין בפתיחות<sup>6</sup> נמוכה יחסית לממוצע ב-OECD, התרומה החיובית שתנאי הסחר מרימים להכנסת המשק, במונחי תוצר או במונחי סל המוצרים לצרכן, חריגה בהשוואה בין-לאומית<sup>7</sup>.

איור 5א: השינוי בתנאי הסחר של ישראל, איור 5ב: השינוי המצטבר בתנאי הסחר 1996 עד 2016, OECD-ה, השנוי במדינות 5: איור 5ב: השינוי המצטבר בתנאי הסחר 2016 עד 2016



המקור: OECD Economic Outlook (June 2017), הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

הרווח שהמשק צובר כתוצאה משיפור בתנאי הסחר עשוי לנבוע מעלייה (ירידה) יחסית במחיר העולמי של מוצרים ושירותים שישראל מייצאת (מייבאת), או משינויים יזומים במחיר מוצר ישראל מייצאת או מייבאת. ישראל מייבאת אנרגיה (בעיקר נפט ופחם), ובתחום זה התרחשה אחת ההתפתחויות החיוביות המרכזיות: החל מאמצע 2014 ירדו מחירי האנרגיה בעולם, לאחר שב-2011—2014 הם היו יציבים. ירידה זו מסבירה חלק מהגידול במחירו היחסי של התוצר ומהגידול בכוח הקנייה של המשק<sup>8</sup>. אומדנים ישירים שנערכו בבנק ישראל העלו כי הירידה צמצמה את הוצאות המשק על אנרגיה בכ-5 מיליארדי דולרים לשנה.

עוד התפתחות חיובית כתוצאה משינויים במחירים היחסיים בעולם קשורה לכך שהדולר התחזק ביחס לאירו החל מאמצע 2014. איור 6 מציג דיאגרמת פיזור של השינוי בתנאי הסחר (בניכוי השפעת מחיר הנפט) ובשער האירו-

<sup>6</sup> משקל היבוא והיצוא בתוצר.

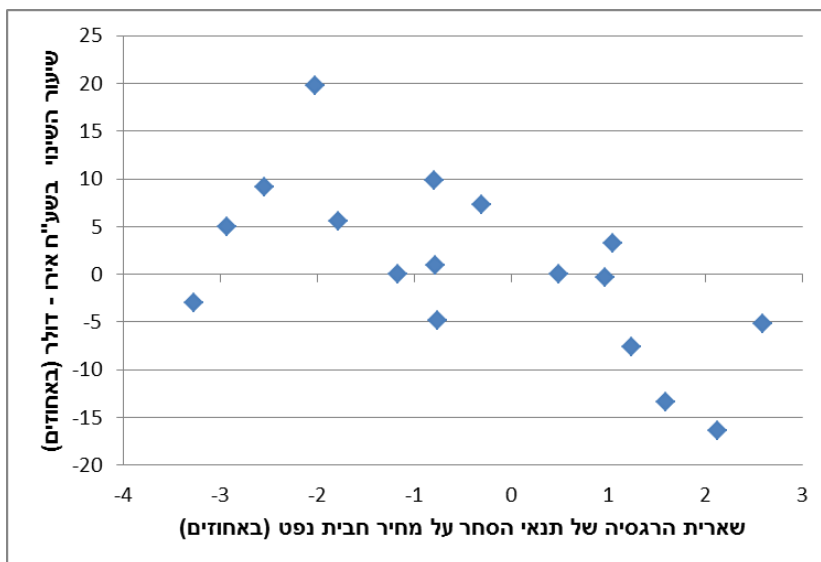
<sup>7</sup> הרווח הנובע למשק במונחי תוצר כתוצאה משינוי בתנאי הסחר תלוי באופן חיובי במשקל היצוא והיבוא בתוצר. דוח בנק ישראל לשנת 2015 מציג השוואה בין-לאומית של השפעת השיפור בתנאי הסחר על החשבון השוטף במונחי תוצר.

<sup>8</sup> לא זו בלבד שהירידה במחירי האנרגיה תרמה לירידה במחיר הצריכה וכך לעלייה ביחס שבין מחיר התוצר למחיר הצריכה, היא גם תרמה לעלייה במחיר התוצר. במובן מסוים זוהי עלייה טכנית – כאשר שאר המשתנים קבועים, ירידה במחירי היבוא מעלה את הערך המוסף של הייצור – אך יש לה גם ערך כלכלי, היינו עלייה ברווחי היצרן.

דולר בין 2000 ל-2016<sup>9</sup>, והוא מעיד כי התחזקות הדולר ביחס לאירו תורמת לשיפור בתנאי הסחר של ישראל. הקשר בין שער החליפין אירו-דולר לתנאי הסחר מבטא את העובדה שהיצוא של ישראל מוטה למדינות הסוחרות בדולרים בשעה שביבוא לאירו יש משקל גבוה יותר<sup>10</sup>.

## איור 6

השינוי (שאינו נובע ממחיר הנפט) בתנאי הסחר כפונקציה של השינוי בשער החליפין אירו-דולר, עד 2016<sup>1</sup>



<sup>1</sup> כאשר האירו מתחזק ביחס לדולר נרשם שינוי חיובי. המקור: הלמ"ס ועיבודי בנק ישראל.

אשר לשינויי המחיר היזומים, חלק מהשיפור בתנאי הסחר עשוי לבטא התפתחויות שקשורות למשק המקומי, למשל העלאות מחירים שהיצואנים יוזמים לנוכח הייסוף במשק וכוח השוק העומד לרשותם. העלאות כאלה מעלות את מחיר היצוא ביחס למחיר היבוא ובאות לידי ביטוי בעלייה במחיר התוצר (וכן בעלייה במחיר התוצר ביחס למחיר הצריכה). ניתן להעריך כי כאשר עליית המחיר מתרחשת על רקע ייסוף שאינו נובע מהצלחת היצוא אלא מגורמים אחרים, יתלווה לה צמצום מסוים של הכמות הנמכרת. במידה שהעלאות המחיר מתרחשת על רקע הצלחת היצוא, למשל בשל גידול בביקושים בחו"ל או מהלכי שיווק מוצלחים, נצפה לראות עלייה הן במחיר היחסי של התוצר והן בכמות הנמכרת.

שינויי המחיר היזומים תואמים הנחה רווחת בספרות, היינו שמחירי המוצרים הסחירים "דביקים" (sticky) במטבע היצרן. אם הנחה זו תקפה נצפה לראות כי מתקיימת תמסורת מלאה משער החליפין הנומינלי למחיר היבוא במטבע המקומי, בשעה שמחיר היצוא במטבע המקומי אינו משתנה (לפחות בטווח הקצר). כתוצאה מכך שינויים בשער החליפין משפיעים על תנאי הסחר, שכן הם נמדדים כזכור לפי היחס שבין מחיר היצוא ומחיר היבוא. הממצאים האמפיריים מהעולם תומכים בהנחה הנידונה במידה מסוימת. הגמישות של מחירי היבוא

<sup>9</sup> האיור מתחיל בשנת 2000 מכיוון שמטבע האירו נכנס לשימוש רק בשנת 1999. ניכינו את השפעתם של מחירי הנפט (בדולרים) על תנאי הסחר באמצעות רגרסיה ליניארית. כן ניכינו את השפעת הירידה במחירי הנפט הדולריים שביטאה התחזקות של הדולר.

<sup>10</sup> הכוונה אינה רק למטבע שבו נקוב מחיר היצוא אלא גם למטבע שבו המוצר נמכר בסופו של דבר. שניהם יחד משפיעים על השינוי במחיר הריאלי של המוצר כאשר מתרחשים שינויים בשערי המטבעות.

במונחי המטבע המקומי ביחס לשער החליפין גבוהה מהגמישות של מחירי היצוא, אך הגמישות אינה שווה לאחת ולאפס, בהתאמה, אלא נמצאת בטווח ביניהם<sup>11</sup>.

התמחור של יצוא שירותי מחקר ופיתוח משמש דוגמה מובהקת למקרה שבו שינויים בשער החליפין המקומי משפיעים על מחיר היצוא (במונחי מט"ח) ועל היחס בין מחיר היצוא ומחיר היבוא<sup>12</sup>. יצוא זה מתומחר תכופות בשקלים, במיוחד במרכזי הפיתוח של חברות רב-לאומיות, מכיוון שההוצאות בתחום זורמות בעיקר לשכר. תמחור כזה פירושו שייסוף מעלה את מחיר היצוא במונחי מט"ח וכך תורם לגידול בכוח הקנייה של המשק. זאת כמובן בתנאי שמחיר היצוא עולה מבלי לפגוע (יתר על המידה) בכמות הנמכרת<sup>13</sup>.

דוגמה אחרת להתפתחות מקומית שמשפיעה על היחס בין מחיר התוצר למחיר הצריכה – הפעם דרך ערוץ שאינו עובר בשינויים בתנאי הסחר – קשורה לעליית השכר במגזר הציבורי. עלייה כזו עשויה להתבטא בעלייה במחיר התוצר ביחס למחיר הצריכה, ובעיקרה היא משקפת שינוי במחירים היחסיים במשק ולא רווח כספי למשק. מכיוון שקיימים קשרי גומלין בין השכר במגזר הציבורי לשכר במגזר הפרטי, עלייה במחיר היצוא כתוצאה מגידול בביקוש לו ומעליות השכר שבאות בעקבותיו עשויה להתגלגל גם לשכר במגזר הציבורי ולעלייה נוספת במחיר התוצר. במקרה כזה חלק מהעלייה במחיר היחסי של התוצר יבטא רווח כספי וחלק יבטא שינוי במחירים היחסיים במשק.

מבחינה אמפירית מחירי האנרגיה ושער החליפין אירו-דולר – שני גורמים המשקפים התפתחויות חיצוניות למשק – מסבירים היטב את העלייה ביחס שבין מחיר התוצר ומחיר הצריכה (קרוב ל-70% מהשונוות). בפירוט, הירידה במחירי הנפט והתחזקות הדולר בין 2014 ל-2016 מסבירים מעט יותר מ-3% מתוך כ-4.5% עלייה (איור 7). ניתן להעריך כי הפער (הבלתי מוסבר) נובע במידה רבה משינויים שחלו במחירי היצוא עקב התפתחות שער החליפין. כאשר תנאי הסחר משמשים גורם מסביר, מתברר כי הם מסבירים כמעט את מלוא העלייה הנדונה.

קשה להעריך באיזו מידה יתמיד השיפור בתנאי הסחר. מחיר הנפט הציג השנה יציבות יחסית ונותר נמוך בהשוואה למחירו ב-2011—2014. הערכה המקובלת בענף היא כי ירידת המחיר מבטאת שינויים מבניים וטכנולוגיים בתגובה לרמת המחירים הגבוהה שמחירי הנפט הגיעו אליה בסוף העשור הקודם, אך ייתכן כי הירידה תגרור צמצום בקצב הגידול של ההיצע, ותהליך זה ידחוף בעתיד את מחירי הנפט בחזרה למעלה. הדולר אומנם נחלש ביחס לאירו בשנת 2017, אך זהו שינוי מינורי, ואין סיבה להניח שהתפתחות שער החליפין דולר-אירו תציג מגמה כזו או אחרת. בהתאם לכך אין זה סביר להתבסס על המשך מגמת הגידול המהיר יותר במחיר התוצר ביחס למחיר הצריכה הפרטית, ועל תרומתה להתפתחות החיובית של המצרפים המקרו-כלכליים שנסקרו לעיל.

## איור 7

### השינוי ביחס שבין מחיר התוצר ומחיר הצריכה ותרומת הגורמים האקסוגניים לשינוי זה, 2008 עד 2016

<sup>11</sup> ראו Choudhri, E. U., and D. S. Hakura (2015). "The exchange rate pass-through to import and export prices: The role of nominal rigidities and currency choice". *Journal of International Money and Finance*, 51, 1-25.

<sup>12</sup> בענפי השירותים מושג המחיר חמקמק. קיים קושי להפריד בין כמות, איכות ומחיר בענפים אלו, ובפרט בענפי השירותים של המחקר והפיתוח, ולכן אין זה ברור מהי מידת הדיקו של ההפרדה הקיימת כיום בנתונים. שיפור באיכות עשוי להירשם כעלייה במחיר גם אם המחיר ליחידת איכות לא השתנה.

<sup>13</sup> קשה לזהות את השפעת הייסוף על מדד תנאי הסחר היות שכיוון הסיבתיות אינו ברור: שיפור בתנאי הסחר לוחץ לייסוף, וייסוף עשוי ללחוץ לעלייה במחירי היצוא ולשיפור בתנאי הסחר.

