



# משוגעי האינפלציה

אריה קרמפף

משבר האינפלציה העולמי בשנות השבעים בישר על תחילת סופה של מדינת הרווחה. ממשלות אימצו גישה ניאוליברלית המגבילה את מרחב התמרון של המדינה בניהול מדיניות כלכלית. האם האינפלציה הנוכחית צפויה להביא לסבב ניאוליברלי נוסף? נראה שלא; לאחר שלושה עשורים של קיצוץ בהוצאות, הבנקים המרכזיים יצטרכו להיות יצירתיים יותר

ינואר 2023

אינפלציה שוב בראש סדר היום. כשלושה עשורים לאחר תחילתו של עידן היציבות הגדולה (The Great Moderation), כפי שתיאר אותו יו"ר הבנק הפדרלי האמריקני בן ברננקי, אנחנו מצויים בעידן חדש שבו האינפלציה מופיעה כ"בעיה".



אינפלציה, עלייה מתמשכת של המחירים, היא אכן בעיה. כלכלנים אמנם אינם תמימי דעים לגבי הסף שמעליו האינפלציה מהווה סיכון, אולם יש הסכמה רחבה כי קיים סף כזה, ומעליו האינפלציה הופכת לגורם החותר תחת יציבותן של ממשלות. היא מערערת את אמון הציבור במערכת הפוליטית, ובתורה גם מבטאת את חוסר האמון הזה ואת אוזלת ידו של הממשל. מעל רמה מסוימת היא מהווה איום על המשטר הפוליטי עצמו, בלי קשר לשאלה אם הוא מייצג עמדות ימין ליברליות או עמדות שמאל סוציאליסטיות, או שמא הוא משטר סמכותני. אינפלציה גבוהה לאורך זמן פוגעת לא רק ביעילות הכלכלית, ולכן גם ביכולת הייצור של המערכת הכלכלית; יש לה גם השלכות חלוקתיות בלתי צפויות בין לווים לחוסכים, בין בעלי שכר גבוה לבעלי שכר נמוך, וגם בין קבוצות שמאופיינות במודעות ובאוריינות פיננסית לקבוצות שאינן כאלה. נוסף על כך, האינפלציה כרוכה בתנודות גדולות ובשינויים במחירים יחסיים, ומבחינה זו היא יוצרת חוסר ודאות שאינו משרת איש – לא את העסקים, לא את מעמד הביניים, לא את העניים ולא את הממשלות. לפיכך השאלה אינה אם צריך להיאבק באינפלציה, אלא כיצד יש לעשות זאת.

הפעם האחרונה שמדינות נדרשו להתמודד עם תופעה עולמית של אינפלציה הייתה בשנות השבעים. בעקבות העלייה במחירי האנרגיה מחד גיסא והתחזקותם של ארגוני העובדים במדינות המערביות מאידך גיסא, עלו המחירים באופן בלתי נשלט לראשונה מאז תום מלחמת העולם השנייה. בבריטניה, ביפן ובאיטליה עלתה האינפלציה השנתית מעל עשרים אחוזים. בגרמניה, הידועה בחשיבות שהיא מייחסת ליציבות המחירים, היא הגיעה לשבעה אחוזים. במדינות בפריפריה הגלובלית הייתה רמת האינפלציה גבוהה יותר: ביוון, בקוריאה וב ישראל קצב האינפלציה בתקופה זו הגיע עד לארבעים אחוזים בשנה. משבר האינפלציה היה זרז לשינוי עמוק במשטר הכלכלי במדינות האנגלוסקסיות. בריטניה וארצות הברית נטשו את הפרדיגמה הקיינסיאנית, שאופיינה במיסוי גבוה, בגירעונות ציבוריים גבוהים ובמדיניות רווחה נדיבה, ואימצו את הפרדיגמה המוניטריסטית (המוכרת גם כניאו-ליברליזם), שהחילה כללים נוקשים יותר על הרשות הפיסקלית והמוניטרית ובכך צמצמה את מרחב שיקול הדעת של קובעי המדיניות.<sup>[1]</sup> מפנה זה השפיע גם על מדינות אירופה: אלה אמנם לא קיבלו את התפריט הניאו-ליברלי במלואו, אבל אימצו לא מעט ממנו.

האם צפוי מפנה נאו-ליברלי נוסף בסבב האינפלציה הנוכחי? במאמר זה אסביר מדוע התסריט הזה אינו סביר. אף שקיימים קווי דמיון בין משבר האינפלציה בשנות השבעים ובין מה שנראה לפחות כתחילתו של משבר אינפלציה כיום, איננו עומדים בפני מפנה נאו-ליברלי 2.0, ולכך יש שני גורמים עיקריים: התנאים הכלכליים והרעיונות הכלכליים בתחום המוניטרי.

התנאים הכלכליים כיום שונים באופן יסודי מאלו שהתקיימו בשנות השבעים, כאשר הכלכלות המערביות אופיינו במעמד בינוני שבע ובצמיחה מהירה, ועימה עלייה מהירה של השכר. כיום, לאחר התמודדות עם משברים כלכליים ומדיניות צנע, המדינות המתועשות תשורות, המעמד הבינוני התדלדל ורמת החיים של הדור הצעיר ירדה. גם האקלים הרעיוני בכל הנוגע למדיניות המוניטרית שונה מזה שאפיין את שנות השבעים. הלקחים שלמדו הבנקאים המרכזיים במהלך העשורים האחרונים, שבהם התחוללו משברים פיננסיים רבים ומגפה עולמית, הופנמו; קרוב לוודאי שהם ישפיעו על אופן התמודדותם של הבנקים המרכזיים עם הסבב הנוכחי של האינפלציה.

כדי להציג את שני הטיעונים הללו אסקור תחילה את ההיסטוריה הרעיונית של האינפלציה מתחילת המאה התשע-עשרה ועד היום. אתמקד בשתי אסכולות שהיו להן ביטויים היסטוריים שונים במהלך השנים, אסכולת הבנקאות ואסכולת המטבע, ואראה כי ביסוד המחלוקת ביניהן עומדת שאלת אופיו ההמרתי של הכסף (fungibility of money): האם זוהי תכונה טבעית שיש לקבל כנתון, או שמוסדות יכולים להגביל אותה. בהמשך המאמר אתאר כיצד במקרים שבהם בנקים מרכזיים הגבילו את האופי ההמרתי של הכסף, הם גם יכלו להתמודד עם האינפלציה באמצעים שמחירם החברתי היה נמוך יותר.

## משוגעי האינפלציה

אינפלציה אינה תופעה חדשה, ויש לה היסטוריה ארוכה. אחת מנקודות המפנה בהיסטוריה הזאת היא החלטתו של הפרלמנט הבריטי לבטל את החוק שכפה על הבנק של אנגליה לשמור על כלל ההמרה לזהב (convertibility) בשנת 1779. כלל ההמרה קבע כי לכל שטר כסף שהוציא הבנק היה כיסוי בזהב, וכי

הבנק חויב בחוק להמיר שטר בכמות קבועה של זהב ולהפך. החלטת הפרלמנט לבטל את החוק התקבלה בעקבות הפלישה הצרפתית לאנגליה: זו עוררה חששות ממשבר פיננסי, והביקושים לאשראי מצד הבנקים המסחריים היו גדולים. כדי לאפשר לבנק לשמש מלווה לשעת דחק (lender of last resort), היה על הפרלמנט לשחרר אותו מן החובה להמיר כסף בזהב. כך התנהל הבנק של אנגליה ללא כלל המרה עד לשנת 1844.

את האינפלציה שהתגברה אז באנגליה הסבירו כלכלנים שפעלו במחצית הראשונה של המאה התשע-עשרה בשתי דרכים. אנשי אסכולת המטבע (currency school), ובהם דייוויד ריקרדו, גרסו כי האינפלציה היא תוצאה ישירה של ביטול כלל ההמרה. ביטול ההצמדה של השטרות לזהב אפשר לבנק של אנגליה להגדיל את הוצאת הכסף, והתוצאה הייתה עליית מחירים. הפתרון שקידמו אנשי האסכולה היה מיסוד מחדש של הצמדת המטבע לזהב. מנגד, כלכלני אסכולת הבנקאות (banking school) גרסו כי הוצאת כסף על ידי הבנק המרכזי אינה יכולה ליצור אינפלציה אם אין ביקוש לכסף ולאשראי. האינפלציה יוחסה לגידול בעלויות הייצור כתוצאה מן המלחמה. המחלוקת בין אסכולת המטבע ואסכולת הבנקאות הציבה את היסודות לשתי פרדיגמות מוניטריות, אשר בצורות שונות מתקיימות עד היום.

המחלוקת במאה התשע-עשרה הגיעה לסיומה כאשר נחקק "חוק אמנת הבנק" (The Bank Charter Act, 1844), שהעניק עצמאות למחלקת ההוצאה (issue department) של הבנק של אנגליה ומיסד מחדש את עקרון ההמרה. חוק אמנת הבנק של אנגליה הוא נקודת ציון בהיסטוריה המוניטרית של העולם: הוא שימש מסד אנגלי מקומי לתקן הזהב הגלובלי. בחסות ההגמוניה הבריטית הפך הזהב לאמצעי חליפין בינלאומי.

אחת ההשלכות של אכיפת כלל ההמרה של השטרות הלאומיים בזהב ולהפך – כלל שהפך עולמי בתקופת תקן הזהב – הייתה צמצום מרחב שיקול הדעת בתחום המדיניות הכלכלית במדינות שאימצו את התקן. כדי לשמור על יציבות המטבע הגלובלי הסכימו המדינות עם תנודות כלכליות קיצוניות, שמשמעותן הייתה שיעורי אבטלה גבוהים ומשתנים וכתוצאה מכך גם עוני וחוסר יציבות.

עם פרוץ מלחמת העולם הראשונה שוב ננטש עקרון ההמרה של מטבעות לזהב; המלחמה – ולא העוני והאבטלה שקדמו לה – היא שהצדיקה את ביטול חופש ההמרה. הבנקים המרכזיים, שעתה לא נדרשו לשמור על כיסוי זהב של השטרות שהוציאו, החלו להוציא כסף ללא כיסוי (fiat money) שנועד למימון הוצאות הביטחון של הממשלות. גם תקופה זו הייתה מלווה באפיזודות אינפלציוניות במדינות שונות, ואחד ממאפייניה היה חוסר יציבות של שערי החליפין. בשנות העשרים ניסתה הקהילה הבינלאומית למסד מחדש את תקן הזהב או לפחות לקדם תחליף הולם, אך הניסיון לא צלח, ומשבר השפל הגדול הביא לסיומו.

ארצות הברית נטשה את תקן הזהב ב־1933, עם בחירתו של פרנקלין רוזוולט לנשיאות, כדי לאפשר לבנק הפדרלי לממן את מדיניות הניו דיל שהציבה את היסודות להתקבלות פרדיגמת המדיניות הקיינסיאנית. הפרדיגמה הקיינסיאנית ייחסה משקל נמוך לכללים מוניטריים. כפועל יוצא פחתה בתקופה זו עוצמתם

של הבנקים המרכזיים, ורוב סמכויותיהם עברו למשרדי האוצר.

הצורך להטיל על בנקים מרכזיים כללי פעולה קשיחים עלה שוב לסדר היום בשנות השבעים, על רקע משבר האינפלציה שתקף את המדינות המפותחות והמתפתחות. כמו בתחילת המאה התשע-עשרה, גם אז היה הזרז גיאופוליטי: בעקבות התמיכה האמריקנית בישראל במהלך מלחמת יום כיפור הכריזו יצרניות הנפט על אמברגו וצמצמו את תפוקת הנפט. המהלך הוביל לעלייה מהירה במחירי האנרגיה בעולם. כתוצאה מכך, מייד לאחר מלחמת יום כיפור עלה קצב האינפלציה השנתי ברוב המדינות מעל עשרה אחוזים, ובמדינות רבות גם מעל עשרים אחוזים.

משבר האינפלציה בשנות השבעים היה קיצו של עידן מדינת הרווחה הקיינסיאנית, שהייתה מבוססת על שיווי משקל בין האינטרסים של החברה, צרכי העובדים, והרצון של המדינה למקסם את קצב הצמיחה והתעוּש. גלי האינפלציה של שנות השבעים נתפסו כסימפטום המעיד על מיצוי המודל הקיינסיאני, והם יצרו תנאים נוחים להתקבלות רעיונותיו של מילטון פרידמן. הטכניקה הייתה שונה מבסיס הזהב, אבל העיקרון היה דומה: במקום העוגן המוניטרי של הצמדה לזהב, המוניטריזם המליץ לשמור על גידול קבוע ומדוד של כמות הכסף. רבים מן הבנקים המרכזיים בעולם אימצו את גישתו של פרידמן, לפחות להלכה.

את המאבק באינפלציה בארצות הברית ניהל פול וולקר, שבשנים 1975-1987 היה יו"ר המועצה הפדרלית לפעולות בשוק הפתוח (FOMC), או בקיצור הפֶּד. וולקר זכה לגיבוי מן הנשיא שמינה אותו, רונלד רייגן, ונקט גישה חדשנית למאבק באינפלציה - גישה שנודעה לימים כמדיניות של יעד אינפלציה (inflation targeting), ואשר הפכה מהר מאוד לתקן שאומץ על ידי בנקים מרכזיים רבים בעולם. הוא הפעיל אותה באופן נוקשה; המשק האמריקני נכנס למיתון, ובשיאו הגיע שיעור האבטלה בארצות הברית ל-11 אחוזים.

חוזקה של גישת יעד האינפלציה הוא בפשטותה. זהו כלל מדיניות פשוט המתבסס על שני ערכים מדידים: קצב האינפלציה ושער הריבית. כאשר קצב האינפלציה עולה מעל היעד, הבנק המרכזי מעלה את מחיר האשראי שהוא מספק לבנקים (ריבית קצרת טווח); כאשר קצב האינפלציה נמוך ממנו, הבנק המרכזי מוריד את מחיר האשראי.<sup>[2]</sup> לפי תפיסה זו, בנקים מרכזיים נדרשים לפעול להשגתו של יעד אחד - קצב אינפלציה קבוע ונמוך, ובאמצעות מכשיר אחד - ריבית קצרת טווח.

כלכלנים כמו ברננקי היללו את מדיניות יעד האינפלציה ותפסו אותה כגמישה יותר ביחס לכלל המוניטרי שהציע פרידמן. כלכלנים אחרים ראו בה שיטה קשיחה ושמרנית לא פחות. בפועל, מידת השמרנות של גישת יעד האינפלציה תלויה במידת השמרנות של הנגיד שהפעיל אותה. היו בנקאים מרכזיים, כמו אלן גרינספן האמריקני או יעקב פרנקל הישראלי, שפירשו את הכלל באופן קשיח והיו מוכנים להכניס את הכלכלה למיתון ובלבד שלא יסוו מן היעד. אחרים, כמו, סטנלי פישר ומרווין קינג הבריטי, ביקרו את הבנקאים השמרניים, תיארו אותם כ"משוגעי אינפלציה" ("inflation nutters") ואימצו גישה גמישה יותר.

## הקונצנזוס החדש

הרעיון לנהל מדיניות מוניטרית לפי יעד אינפלציה הגיע מן הבנקאים המרכזיים, אולם הוא גובה במשנה תיאורטית שכונתה הסינתזה הניאורקלאסית החדשה, או הקונצנזוס המקרו-כלכלי החדש. ניתוח הנחות היסוד של תיאוריה זו, שנעשתה פופולרית בשנות התשעים, יעזור לנו להבין את קווי הדמיון לרעיונות שעמדו ביסוד תקן הזהב.

אחת משאלות היסוד הנתונה במחלוקת בין הכלכלנים הניאורקלאסיים לכלכלנים הפוסט-קיינסיאניים, שבהם אעסוק בהמשך, נוגעת ל"נקודת שיווי המשקל" של הכלכלה: האם היא קיימת, והאם היא יציבה? כלכלנים ניאורקלאסיים גורסים שאם נניח לפעילות הכלכלית להתנהל באופן חופשי פחות או יותר וללא זעזועים חיצוניים, הכלכלה תתקרב בהדרגה לנקודה המאופיינת בשער ריבית "טבעי", ב"שיעור אבטלה טבעי" (NAIRU, nonaccelerating inflation rate of unemployment), ובשיעור צמיחה בר קיימא. מדוע התוספת של התואר "טבעי"? משום שהתיאוריה מניחה כי משתנים אלו נקבעים לפי התנאים הכלכליים ואינם מושפעים ממדיניות. אם כן, מה מטרתה של מדיניות הממשלה, לפי גישה זו? המטרה של המדיניות צנועה: "לעזור" למערכת הכלכלית להתקרב לנקודת שיווי המשקל ה"טבעית" בלי זעזועים מיותרים. כלכלני הבנק המרכזי מחשבים עד כמה רחוקה הכלכלה מנקודת שיווי המשקל, וקובעים את הריבית בהתאם. אם למשל קצב הצמיחה גבוה מערך הצמיחה הטבעי והאבטלה נמוכה מערכה הטבעי, סביר להניח שיש להעלות את הריבית.

ההבדלים הטכניים בין עקרונות בסיס הזהב לעקרונות הניאורקלאסיים הם עצומים, ובכל זאת אפשר לזהות מרכיב יסוד משותף: שניהם מייחסים למשתנים כלכליים מסוימים מעמד כמו-טבעי, שאינו ניתן לשינוי אלא במחיר של נזק כלכלי. המשתנים הללו, שערכם טבעי לכאורה, משמשים עוגן למדיניות המוניטרית ומספקים הצדקה להסדרים מוניטריים בעלי אופי דפלציוני - כלומר, הם מייחסים משקל רב יותר לסכנה של אינפלציה עודפת מאשר לעלות של מיתון.

## גלובליזציה פיננסית ושמרנות מוניטרית

מדוע שמדינות יאמצו הסדרים מוניטריים דפלציוניים, שמשמעותם הגבלת מרחב שיקול הדעת בקביעת מדיניות מוניטרית ופיסקלית? הרי ידוע שהיו תקופות - למשל התקופה הקיינסיאנית, משנות החמישים עד שנות השבעים - שבהן מדינות הסירו מעל עצמן מגבלות שכאלה. סביר מאוד שהתשובה לשאלה נעוצה בשינויים שחלו בזירה הבינלאומית: כאשר בוחנים את התקופות שבהן מדינות אימצו כללים מוניטריים נוקשים יותר, מוצאים שהן אופיינו גם בתהליכי ליברליזציה וגלובליזציה של הכסף. את הקשר בין אימוץ הסדרים מוניטריים המבוססים על כללים נוקשים ובין תהליכי הגלובליזציה אפשר להסביר על בסיס אחד ממאפייני היסוד של הכסף: האופי ההמרתי שלו (fungibility).

במובן הפשוט ביותר, משמעות האופי ההמרתי של הכסף היא שאין הבדל בין שטר כסף מקומט שאנו מחזיקים בכיסנו ובין שטר כסף חלק שאנו מושכים ממכשיר הכספומט: השטרות זהים זה לזה וניתנים להחלפה זה בזה בלי לאבד מערכם בעת ההחלפה - בניגוד גמור, למשל, ליצירת אומנות או לחפץ

שקיבלנו במתנה. חפצים כאלה הם יחודיים ואינם ניתנים להמרה: אין להם שווה ערך. במובן רחב יותר, כסף הוא בעל אופי המרתי מכיוון שאפשר להמירו בסוגים אחרים של כסף: את השקל אפשר להמיר בדולר, את הדולר – ביין יפני, וכן הלאה. האופי ההמרתי של הכסף בא לידי ביטוי גם בהמרה חופשית של נכסים ומוצרים פיננסיים; כל העסקאות בשווקים הפיננסיים הן ביטוי של חופש ההמרה.

העובדה שסוגי כסף ניתנים להמרה זה בזה מקשה מאוד על מדינות לשלוט בכסף. לכן שאלת יסוד שכלכלנים מתחבטים בה היא אם יש לקבל את האופי ההמרתי של הכסף כנתון ולמסד בחוק את חופש ההמרה שלו, או שיש לראות בו תכונה שצריך להגבילה באמצעות חקיקה. התהליכים שאנו מכנים גלובליזציה וליברליזציה פיננסית משמעם עיגון בחוק של תכונת ההמרתיים של הכסף. למשל, כלל ההמרה שחייב את הבנק של אנגליה להמיר זהב לשטרות כסף – ולהפך – מיסד את ההמרתיים של הכסף באימפריה הבריטית. במאה התשע-עשרה, כלל ההמרה הפך את האימפריה הבריטית למרחב מוניטרי אחיד: לא חשוב היכן היית באימפריה הבריטית – אם החזקת מטבע שהוא הילך חוקי (legal tender) באחת ממדינות האימפריה, היית סמוך ובטוח שבאמצעות מוסדות תקן הזהב, כלומר ועדות המטבע או הבנקים המרכזיים המקומיים והבנק של אנגליה, תוכל להמיר אותו בזהב או בכל מטבע אחר ברחבי האימפריה.

אולם, למיסוד חופש ההמרה היה מחיר: הוא הגביל את הבנקים המרכזיים של המדינות שאימצו את תקן הזהב ומנע מהם לנהל מדיניות מוניטרית המתאימה לתנאים מקומיים. למשל, הוא מנע מן הבנק המרכזי של ארגנטינה לקבוע מחיר לכסף – ריבית – שאינו תואם את המחיר שקבע הבנק של אנגליה. תקן הזהב הכפיף את המדיניות המוניטרית בכל המדינות להחלטות הריבית של הבנק של אנגליה.

תהליך דומה התרחש בשנות השמונים והתשעים של המאה העשרים. בתקופה זו מדינות ביטלו את הפיקוח על תנועות הון ואפשרו המרה חופשית של מטבעות מקומיים בכל מטבע אחר, וכך הן צמצמו מאוד את הפיקוח על מערכות הבנקאות המקומיות. בה בעת, הבנקים המרכזיים – וגם ממשלות – הקפידו את השימוש במגוון כלי מדיניות שעמדו לרשותם בעידן הקיינסיאני: קנייה ומכירה של אגרות חוב ממשלתיות, השפעה על הקצאת האשראי בדרכים שונות, והשפעה על שער החליפין. במקום מגוון הכלים הרחב הזה אימצו הבנקים המרכזיים מכשיר עיקרי אחד: שער הריבית קצרת הטווח. הם אמנם הפכו לעצמאיים, אולם זו הייתה עצמאות לעשות דבר אחד בלבד.

הטענה כי חופש ההמרה של הכסף כובל את ידי המדינות והבנקים המרכזיים ידועה ומוכרת. גלובליזציה פיננסית, המתבטאת בתנועות הון חופשיות, פוגעת באוטונומיה המוניטרית של המדינה. הכלכלה הגלובלית הופכת למרחב מוניטרי אחיד, פחות או יותר, שבו כל הבנקים המרכזיים צריכים לתאם ביניהם את מדיניות הריבית – לפחות בטווח הרחוק. ההיגיון הוא שאם בנקים מרכזיים יקבעו מחירים שונים (שיעורי ריבית שונים) לכסף המקומי, חופש ההמרה יביא לתנועות הון – המרה של כסף יקר בכסף זול. התהליך הזה ייצור אנדרלמוסיה, ובסופו של דבר יחבל בתוכניות של הבנקים המרכזיים.

מנגד, חופש ההמרה של הכסף הוא מוסד חברתי, ולא תוצאה בלתי נמנעת של טבעו ההמרתי. מיסוד חופש ההמרה דורש תשתיות משפטיות, חברתיות וטכנולוגיות מורכבות. אלו כוללות בראש ובראשונה מערך חקיקה והסכמים בינלאומיים שמסדירים את היחסים בין המשתמשים, המדינות, הבנקים המסחריים, חברות האשראי והבנקים המרכזיים בכל מקום בעולם. התשתית הזאת מבטיחה את הבטיחות של העסקאות הפיננסיות הבינלאומיות. היא כוללת מערך מחשוב שמקשר את המשתמשים, הבנקים המסחריים, המסלקות והבנקים המרכזיים בכל מקום בעולם (למשל באמצעות SWIFT). בעולם שבו עקרון ההמרה מוסד בחקיקה מקומית במדינות שונות ובהסדרים בינלאומיים, העלאת הריבית על ידי בנק מרכזי במדינה אחת מעבירה מסר שמתפשט במהירות במרחב המוניטרי האחד ומשפיע על כל הסקטורים הכלכליים. המסר עובר ממדינה למדינה ומתגבש לכדי משטר מוניטרי חדש. בעולם כזה אי-אפשר לדמיין שימוש במכשירים שאינם מניחים כי לכסף יש חופש המרה.

## האינפלציה כתופעה מגזרית

אינפלציה עשויה לנבוע מהגדלת היקף אמצעי התשלום במשק כתוצאה ממדיניות הבנק המרכזי. אך כאשר בוחנים את האפיזודות האינפלציוניות הבולטות בהיסטוריה, מוצאים כי רק לעיתים רחוקות אפשר להסביר את האינפלציה כתופעה מוניטרית, כלומר כזאת שנגרמת מגידול כללי בהיקף אמצעי התשלום כתוצאה מ"הדפסת כסף" בלבד. יתר על כן, מדיניות כזאת אינה יכולה להסביר מדוע אינפלציה היא בעיה.

מה שהופך את האינפלציה לבעיה הוא לאו דווקא העלייה המהירה של המחירים, אלא העובדה שהמחירים במגזרים שונים אינם משתנים יחד. במובן זה עלינו להסתכל על האינפלציה כעל תופעה מגזרית ולא כעל תופעה מצרפית. יש לה משמעויות כלכליות וחברתיות הרסניות משום שקבוצות חברתיות וענפים כלכליים, ואף מדינות, יכולים להרוויח או להפסיד ממנה באופן מקרי לחלוטין. אינפלציה של מחירים תשחק את שכר העובדים, ואינפלציה של עלויות תעשיר את חברות האנרגיה וסוחריו חומרי הגלם ללא קשר למידת השקעתם במשאבים בעבר. התהליכים האלה הופכים את המערכת הכלכלית לכאוטית, ולכן גם לחסרת צדק.

אחד ההסברים המוכרים הממחישים את האופי המגזרי של האינפלציה היא מודל האינפלציה של ספירלת שכר-מחירים, תהליך שבו מאבק על חלוקת ההכנסות בין העובדים למעסיקים מוביל לסחרור אינפלציוני. מיכאל קלצ'קי, כלכלן פוסט-קיינסיאני שהושפע רבות מהתפיסה המעמדית של מרקס, טען כי כאשר עובדים (או ארגוני עובדים) סבורים שהם ראויים לחלק גדול יותר מן ההכנסה הלאומית, הם משתמשים בכוח המיקוח של ארגוני העובדים כדי לדרוש ולקבל שכר גבוה יותר. בתגובה, פירמות שמחזיקות ביכולת לתמחר מוצרים יעלו את המחירים ויגלגלו אל הצרכן את הגידול בעלויות העבודה. עליית המחירים תוביל לירידה בשכר הריאלי ולדרישה נוספת להעלאת שכר. התוצאה היא ספירלה אינפלציונית ויצירת משטר של אינפלציה גבוהה שיכול להימשך לא מעט זמן. ספירלת שכר-מחירים יכולה להעביר את הכלכלה ממשטר של יציבות מחירים לאינפלציה הולכת וגדלה שיכולה להגיע עד לחמישים אחוזים, ובמקרים קיצוניים אף להיפר-אינפלציה.

אבל גם אם נקבל את ההסבר המגזרי לאינפלציה, לא נובע ממנו שהמכשיר המוניטרי המקובל - ריבית קצרת טווח - אינו אפקטיבי להורדת האינפלציה; אפשר לעצור ספירלת שכר-מחירים באמצעות מדיניות מוניטרית קשיחה. אך המחיר החברתי יהיה גבוה. הבנקאי המרכזי השמרן יכול להשתמש בריבית כדי "לשכנע" את העובדים לצמצם את דרישות השכר שלהם, ואת משקי הבית - לצמצם את הצריכה שלהם. הריבית הגבוהה היא מעין מסר שמעביר הנגיד לציבור העובדים, שאפשר לנסחו כך: "תיזהרו ממני!" העליתי את הריבית, וזו רק ההתחלה. ככל שתגיבו מהר יותר, כך תסבלו פחות. ואל תפקקו בכוונות שלי".

כלכלנים גורסים כי מהלך כזה מבסס את האמינות של הנגיד. הניסיון מראה שעל פי רוב, אותו נגיד ניצי ייאלץ להכניס את המשק למיתון, משום שמשקי בית נוטים להתעקש ולהמשיך לצרוך את סל המוצרים שהתרגלו אליו גם אם הם נדרשים לממן את הצריכה באמצעות אשראי. לכן תהליך ה"שכנוע" עלול להיות ארוך ואכזרי במיוחד עבור משקי בית במעמד הבינוני והנמוך, וגם עבור לא מעט עסקים קטנים, שאין להם את העומק הפיננסי הנחוץ כדי לשרוד בתקופת "יציאת מצרים" מן האינפלציה.

ראוי לציין כי בניגוד למיתוס, ברוב המקרים בנקים מרכזיים יכולים להיות שמרניים גם אם אינם "עצמאיים". בדרך כלל, הבנק המרכזי המכריז מלחמת חורמה על האינפלציה מקבל עזרה ותמיכה מגורמים שונים. ממשלות נוטות לתמוך במדיניות הבנק המרכזי באמצעות אחת משתי אסטרטגיות. האסטרטגיה הניאו-ליברלית, שמומשה בבריטניה על ידי מרגרט תאצ'ר ובאופן מובהק פחות בארצות הברית על ידי רונלד רייגן, כוללת החלשה של העבודה המאורגנת ופגיעה בכוח המיקוח של העובדים. חולשתם של העובדים מונעת מהם לשמור על שכר ריאלי לנוכח עליית המחירים, והספירלה נעצרת. אסטרטגיה בעלת אופי חברתי יותר מבוססת על הגישה הקורפורטיסטית (corporatism), והיא מקובלת בעיקר בגרמניה ובמדינות צפון אירופה. לפי גישה זו, העובדים, המעסיקים והמדינה מנהלים משא ומתן ומגיעים להסדרים על חלוקת העלויות במאבק באינפלציה.

בישראל מומשה הגישה הקורפורטיסטית במסגרת "עסקות חבילה" בין הממשלה, ההסתדרות וארגוני המעסיקים. בפרט, במחצית הראשונה של שנות השמונים, כאשר האינפלציה הגבוהה של שנות השבעים הפכה להיפר-אינפלציה, ערכו ממשלות ישראל כמה ניסיונות כושלים לעצור את ספירלת השכר-מחירים באמצעות עסקות חבילה כאלה. אחת הסיבות לכישלון הייתה העובדה שספירלת האינפלציה הישראלית כללה, מלבד השכר והמחירים, גם מרכיב שלישי: שער החליפין של השקל.

ישראל, כידוע, היא מדינה קטנה שהתבססה לאורך שנות קיומה על ייבוא חלק גדול מן הצריכה המקומית. כדי לשמר רמת חיים גבוהה מזו שהתוצרת המקומית הצליחה לספק, היה צורך לייבא את רמת החיים הזאת בתמורה למטבע חוץ. בשנות החמישים והשישים מטבע חוץ הגיע בעיקר מגרמניה ומעט מארצות הברית; בשנות השבעים הוא הגיע בעיקר מארצות הברית. בסוף שנות השבעים ובשנות השמונים, כתוצאה מן הגירעון המסחרי והמחסור במטבע חוץ, נוצרו קשיים במימון הייבוא, והתוצאה הייתה עלייה בחוב החיצוני של ישראל. כדי להתמודד עם המצב ערכו ממשלות ישראל פיחותים תקופתיים, ואלה הפכו לחלק מן המנגנון האינפלציוני בישראל.



המשמעות של פירות המטבע היא שהבנק המרכזי מעלה את המחיר שהוא מוכן לשלם כאשר הוא קונה דולרים מן היצואנים, כלומר הורדת שער החליפין של השקל. המהלך הזה מגדיל את הרווחיות אצל היצואנים ומאפשר להם למכור מוצרים ישראליים בחו"ל במחירים נמוכים יותר. הבעיה היא ששינוי שער החליפין גורם גם לעלייה במחירי המוצרים המיובאים, ולכן לעלייה כוללת של המחירים ולשחיקת שכר העובדים; אלה בתורם דורשים פיצוי על השחיקה, והדבר פוגע ברווחיות היצרנים. כך ספירלת האינפלציה נכנסת לסבב נוסף. כלומר, בין העובדים למעסיקים נכנסה המדינה עם אינטרס משלה לעודד את הייצוא, ותרמה אף היא לספירלה.

היו לא מעט כלכלנים שגרסו אז כי ישראל תוכל להתמודד עם ההיפר-אינפלציה רק באמצעות מיסוד חופש ההמרה של הכסף, כלומר ליברליזציה פיננסית במקביל לקיצוץ בתקציב הממשלה ובפרט בתקציב הביטחון, כדי למנוע בריחה מן השקל לדולר. ייתכן שצעד כזה היה פותר את בעיית האינפלציה, אבל הוא לא היה פותר את בעיית היסוד שגרמה לאינפלציה: הקושי של ישראל לגשר בין השאיפה לשמר רמת חיים גבוהה וקצב צמיחה גבוה וגם לעודד את הייצוא ולשמור על רמות סבירות של שוויון. מיסוד חופש ההמרה לא התאים למטרות הלאומיות בשנות השמונים, בהתחשב במצבו של המשק הישראלי.

מיכאל ברונו וסטנלי פישר, מאדריכלי תוכנית החירום לייצוב המשק בישראל (1985), הציעו פתרון שהתבסס על התפיסה המגזרית של האינפלציה. הם אימצו את הפרשנות המבוססת על ספירלה אינפלציונית - הם כינו אותה פרשנות הטרודוקסית משום שעמדה בניגוד לפרשנות האורתודוקסית, שהטילה את האחריות לאינפלציה על גירעון הממשלה - וביקשו להתמודד עם האינפלציה בלי להעלות את הריבית מעבר למה שנדרש, לדעתם, וכך להימנע ממיתון. במקום להשתמש במדיניות ריבית בלבד, הם ניסו לעצור את עליית השכר באמצעות שימוש בתקנות לשעת חירום ולהקפיא את השכר באמצעות צווים. מהלך זה זכה להצלחה חלקית.

האפיזודה האינפלציונית בישראל מדגימה את מגבלות הנרטיב הניאו-קלאסי של האינפלציה, זה הרואה בה תוצאה של בזבז תקציבי. ההיפר-אינפלציה בישראל הייתה סימפטום של בעיות יסוד במודל הצמיחה הישראלי, שהמימון הגירעוני של הממשלה היה רק חלק ממנו, ולא דווקא החלק החשוב ביותר. אי-אפשר להבין את משבר האינפלציה בישראל בלי להביא בחשבון את משבר החוב והגירעון המסחרי, את האמצעים שנקטה הממשלה כדי להתמודד עם בעיות אלו, ואת הקונפליקט המעמדי על האופן שבו יחולק נטל ההתמודדות עם המשבר.

## **אמצעים מגזריים למאבק באינפלציה**

את הבעיה העומדת כיום בפני בנקים מרכזיים אפשר לנסח כך: האינפלציה היא כאמור תופעה מגזרית, ואילו מכשיר המדיניות העיקרי העומד לרשות הבנקים המרכזיים הוא מצרפי - כלומר כזה המשפיע על הממוצע באופן רוחבי. הבעיה הנובעת מאינפלציה היא השינויים היחסיים במחירים, ואילו מכשיר הריבית מתמודד עם האינפלציה הממוצעת. להתמודדות עם האינפלציה באמצעות מכשיר מצרפי יש עלות כלכלית וחברתית גבוהה. השאלה היא אם קיימים כלים מגזריים להתמודדות עם האינפלציה: האם אפשר להוריד את האינפלציה מתוך התמקדות במגזרים שבהם המחירים עולים מהר יותר?

ההיסטוריה של האינפלציה מראה כי בעבר הלא רחוק, בנקים מרכזיים נקטו אמצעים מוניטריים מגזריים לצד השימוש במכשיר המצרפי של הריבית. עם זאת, מכשירים מוניטריים מגזריים נחשבים כיום מוקצים מחמת מיאוס בקרב רוב הכלכלנים מן הזרם המרכזי. כהיסטוריון כלכלי, מטרתי כאן אינה לשכנע את הקוראים כי מכשירים אלו יכולים לשמש תחליף למדיניות הריבית; כפי שעולה מן הניתוח למעלה, בשל האופי ההמרתי של הכסף ומיסוד חופש ההמרה בשנים האחרונות, האפקטיביות של מכשירים מוניטריים מגזריים תמיד תהיה חלקית ואפקטיבית בטווח הקצר, והם יוכלו לשמש רק כמכשירים משלימים. מטרתי כאן אינה להוכיח את האפקטיביות שלהם, אלא להצביע על כך שבמקרים רבים בעבר נעשה בהם שימוש במידה כזו או אחרת של אפקטיביות. עד לפני שנים לא רבות היו כלים אלו חלק ממגוון הכלים השגרתי של כל הבנקים המרכזיים ומשרדי האוצר. יתר על כן, כפי שאראה מייד, יש מדינות – ובהן ישראל – שנוקטות גם כיום מדיניות מוניטרית מגזרית.

המקרה המובהק ביותר המדגים את הרעיון של מכשיר מוניטרי מגזרי, שמשעה את עקרון חופש ההמרה של הכסף, הוא השימוש בתלושי מזון בשנותיה הראשונות של המדינה. בראשית שנות החמישים התמודדה ממשלת ישראל בה בעת הן עם הצורך לקלוט עולים חדשים, הן עם מחסור חמור במוצרי מזון. התוצאה הייתה ביטוי קיצוני במיוחד של מה שאפשר לכנותו יוקר מחייה. בתנאים אלו, שמירה על חופש ההמרה של הכסף והתמודדות עם האינפלציה באמצעות ריבית היו מובילות לאסון הומניטרי: האוכלוסייה הוותיקה הייתה רוכשת את מעט ההיצע של מוצרי המזון במחירים גבוהים, ולעולים לא היה מספיק כוח קנייה כדי לקנות את המינימום הדרוש לקיום. הממשלה אימצה גישה שהייתה מעין מדיניות מוניטרית מגזרית: לצד הכסף הרשמי הונפק סוג של כסף שנועד לרכישת מזון בלבד – תלושי מזון. בניגוד לכסף הרשמי, המחולק לאוכלוסייה כשכר על עבודה וכתשואה על נכסים, תלושי המזון חולקו לאוכלוסייה על פי צרכים. בד בבד אסרה המדינה על שימוש בכסף הרשמי לצורך רכישת מזון. תלושי המזון שימשו לחלוקה שוויונית יותר של מוצרים בסיסיים, והכסף הרשמי המשיך לשמש לצרכים אחרים.

כדי שמדיניות זו תהיה אפקטיבית נדרשה הממשלה להשעות את חופש ההמרה של הכסף: האפקטיביות של מדיניות הקיצוב הייתה תלויה במניעת ההמרה של כסף רשמי בתלושי מזון. מטרת המדיניות הייתה ליצור מרחב כלכלי נפרד למוצרי מזון, שבו הכסף מחולק לפי כללי משחק שונים מאלה הנהוגים בשווקים האחרים. בשל האופי ההמרתי של הכסף, מובן שהתפתח שוק שחור למוצרי מזון וגם שוק אפור לתלושי מזון; אלה אמנם פגעו באפקטיביות של המדיניות אך פגיעתם הייתה נסבלת, שכן בשל העלות והסיכון של עסקאות בשוק השחור אפשרו תלושי המזון חלוקה שוויונית יותר של מוצרי יסוד, לפחות בטווח הקצר.

השימוש בתלושי מזון כבכסף אלטרנטיבי להילך החוקי הוא אולי דוגמה קיצונית מן העבר שאינה מעידה על הכלל, אלא שגם כיום רוב המדינות מנהלות מדיניות מוניטרית מגזרית על בסיס יומיומי. תופעה מקובלת בעולם היא שמדינות מספקות אשראי לרכישת דירה בריבית הנמוכה ממחיר השוק ("משכנתא לזכאים"). מכיוון שהמדינה מכירה בערך החברתי של בעלות על דירה, היא מאפשרת לבנקים להנפיק אשראי זול יותר המיועד אך ורק לפעילות כלכלית אחת – רכישת דירה – ולקבוצה חברתית מסוימת. כמו בדוגמה הקודמת, גם האשראי למשכנתאות דורש להשעות את חופש ההמרה של הכסף:

את האשראי לצורך רכישת דירה אסור להמיר לשימוש אחר. אפשר לומר שהפרקטיקה של אשראי למשכנתאות היא יצירת כסף שמחירו נמוך יותר בהשוואה לסוגי כסף אחרים, על ידי המערכת הבנקאית ובחסות המדינה.

הפרקטיקה של תמחור דיפרנציאלי של הכסף על פי השימוש שנעשה בו וסוג הפעילות הכלכלית שהוא מעודד הייתה מקובלת עד שנות השמונים ברוב המדינות, ובמדינות אחדות גם לאחר מכן בתחום שער החליפין. שער החליפין, מחיר המטבע המקומי במונחי מטבעות זרים, משפיע על היקף הייבוא והייצוא ובעקיפין גם על התעסוקה והתיעוש. משום כך, מדינות נהגו - ועודן נוהגות - להשפיע על שער החליפין כדי לעודד את הייצוא.

דוגמאות אלו, הלקוחות מן ההיסטוריה הכלכלית המאוחרת, מראות שמדינות יכולות להשעות את חופש ההמרה בזירה המקומית והגלובלית באופן שמאפשר מדיניות מוניטרית מגזרית, וכך לצמצם את הצורך להשתמש בריבית קצרת טווח לשם הורדת האינפלציה. כפי שעולה גם מן הניתוח ההיסטורי, חשוב להדגיש שהאפקטיביות של מכשירים אלו היא תמיד חלקית, נשחקת עם הזמן, וברוב המקרים דורשת שיתוף פעולה בינלאומי.

אם כן, אפשר לומר כי חופש ההמרה של הכסף הוא חרב פיפיות: הוא אפשר את התגבשותן של שרשראות הייצור והאספקה הגלובליות האחראיות לעלייה המתמשכת ברמת החיים בצפון ובדרום הגלובלי, ובכלל זה גם במדינות העניות. הוא גם מאפשר לבנקים המרכזיים לשמור על יציבות המחירים, כל עוד אין זעזועים קיצוניים. אולם חופש ההמרה, ועימו המהירות שבה אפשר לבצע עסקאות פיננסיות, הוא גם מצע להעברה של נזקים, הפרעות, חוסר יציבות וחוסר צדק ממקום למקום, מסקטור לסקטור וממדינה למדינה, ללא יכולת לברור את הטובין מן הנזקים והרעות. משום כך, כפי שהראיתי למעלה, מדינות מעולם לא קיבלו לגמרי את אופיו ההמרתי של הכסף ותמיד הגבילו אותו במידה מסוימת, מתוך שיקולים שאינם כלכליים - שיקולים חברתיים, לאומיים וגיאופוליטיים. ייתכן שגם בתנאים הנוכחיים, כאשר האינפלציה שוב מאיימת לאחר עשור של משברים, יש צורך לבחון באיזו מידה אנחנו מוכנים להשעות את חופש ההמרה כדי לייצב את המחירים.

## מה הלאה?

המשבר האינפלציוני שבו אנו מצויים, הנובע מעלייה במחירי הסחורות והאנרגיה, מציב אתגר גדול בפני הרשויות המוניטריות בעולם. בין המשבר הנוכחי ובין גלי האינפלציה בשנות השבעים יש לא מעט מן המשותף, ולכאורה היה אפשר לצפות לסבב נוסף של רפורמות ניאוליברליות. אולם מצבה של הכלכלה העולמית היום שונה מאוד ממצבה בשנות השבעים.

משבר האינפלציה בשנות השבעים התרחש לאחר שני עשורים של צמיחה גלובלית מהירה, שהתבססה על פרדיגמת מדיניות קיינסיאנית שאופיינה במיסוי גבוה ובגירעונות עמוקים. השכר ברוב המדינות היה גבוה יחסית לרווחי הפירמות, וחלק גדול ממדינות העולם המערבי היו מדינות רווחה נדיבות למדי. בתנאים אלו, רבים ראו בעובדים ובארגוני העובדים את אחד הגורמים העיקריים למשבר האינפלציה.

"פתרון" המשבר של שנות השבעים שילב בין מלחמת חורמה באינפלציה באמצעות העלאת הריבית ובין מדיניות ידידותית לעסקים, שהביאה להחלשת ארגוני עובדים ולפגיעה בעבודה המאורגנת. זהו התמהיל שעמד ביסוד האידאולוגיה הניאו-ליברלית.

כיום, ומזה עשור וחצי, המדינות הדמוקרטיות-ליברליות מתמודדות עם שורה של משברים שכל אחד מהם גבה מחיר. לכן איננו יכולים לפנות למיתולוגיות השמרניות על החטא ועונשו, חטא ההוצאה הציבורית הגירעונית ועונש המיתון, כדי להצדיק את הטלת האשמה של האינפלציה על ממשלות חסרות אחריות או על עובדים גרגרניים ותאבי בצע. בתנאים כאלה, חזרתם של "משוגעי האינפלציה" לעמדות דומיננטיות בקהילת הבנקאים המרכזיים תהיה תרחיש לא סביר. בנקאים מרכזיים וממשלות יצטרכו להיות יצירתיים יותר.

אם אפשר לשפוט לפי הרושם העולה כעת מן השיח העולמי על האינפלציה ועל האמצעים לטפל בה, נראה שקהילות הבנקאים המרכזיים והכלכלנים מכירות בכך שהמצב הנוכחי אינו דומה לאינפלציה של שנות השבעים. רוב הכלכלנים מבינים שיש להשתמש בכלים לא שגרתיים לא רק למאבק במיתון, כפי שנעשה לאחר המשבר הפיננסי העולמי, אלא גם למאבק באינפלציה. כך, ארגון ה-OECD מדווח כי מדינות רבות הגיבו לעלייה במחירי האנרגיה במדיניות שתכליתה לספוג חלק מעלויות האנרגיה, ובה בעת לפזר את העלות באופן שוויוני בין הקבוצות החברתיות השונות באמצעות תשלומי העברה ומדיניות חברתית. מדיניות כזאת אינה יכולה לשלוט על מחירי האנרגיה לזמן בלתי מוגבל, אך היא יכולה להשהות את השפעתם של מחירי האנרגיה ולאפשר תקופת הסתגלות.

מדיניות כזאת תהיה כרוכה בתמחור דיפרנציאלי של גז לפי שימושיו ולפי המגזרים המשתמשים בו, ובמובן זה – בהשעיית חופש ההמרה של הכסף. לטווח הרחוק יותר, כלכלנים ופוליטיקאים מצביעים על הצורך להגדיל את ההשקעה הציבורית בפיתוח מקורות אנרגיה חליפיים, ולגבש מדיניות חברתית שתכליתה צמצום הפגיעה בשכבות החלשות, הנושאות בנטל הכבד ביותר גם כתוצאה מן העלייה במחירים וגם כתוצאה מן המאבק באינפלציה.

## הערות שוליים

[1]<sup>†</sup> הרשות הפיסקלית עניינה ניהול הוצאות הממשלה ואופן מימון (מיסים או יצירת חוב ציבורי), והיא פועלת תחת אחריותה של הממשלה ובפרט תחת משרד האוצר. עניינה של הרשות המוניטרית הוא שמירה על יציבות המטבע וברוב המקרים גם שמירה על יציבות המגזר הפיננסי, קביעת מדיניות שער החליפין וניהול יתרות מטבע החוץ של המדינה, והיא פועלת תחת אחריותו של הבנק המרכזי.

[2]<sup>†</sup> זוהי הצגה פשטנית קמעה של המצב. בפועל, הבנקים המרכזיים קובעים את שער הריבית לפי מודל מורכב יותר, וקצב האינפלציה הוא רק אחד המשתנים הכלולים בו.

---

פרופ' אריה קרמפף הוא מרצה במכללה האקדמית תל אביב-יפו. הוא מתמחה בין היתר בכלכלה פוליטית של מוסדות מוניטריים ופיננסיים, בגלובליזציה פיננסית ובהיסטוריה כלכלית של בנקים מרכזיים.

---