

משילות פיננסית

אריה קרמפף

בעקבות המשבר הפיננסי העולמי, מוסדות המשילות הפיננסית – הבנקים המרכזיים והמפקחים על הבנקים – שינו את פרקטיקות המשילות שלהם ואת העקרונות הכלכליים שהצדיקו אותן במידה ניכרת. בעוד הספרות הכלכלית נסובה על הלקחים שמוסדות המשילות הפיננסית נדרשים ללמוד מן המשבר והתגובה לו, הדיון במשמעויות הפוליטיות של לקחים אלה מוגבל. מאמר זה מבקש להרחיב את הדיון בנושא.¹

לשאלת המשמעויות הפוליטיות הנובעות מפרדיגמת המשילות הפיננסית החדשה אפשר לגשת מכיוונים שונים. בחיבור זה אתמקד בפן המוסדי, הממשלי והחוקתי: אבקש לבחון באיזו מידה ההנחות הכלכליות המעצבות את גישת המשילות הפיננסית החדשה עולות בקנה אחד עם העקרונות הפוליטיים והמשפטיים של פרדיגמת המשילות הליברלית כפי שעוצבה בשנות השמונים והתשעים, או חותרות תחתיה. הטענה המרכזית של המאמר היא כי בעקבות המשבר התנפצה האמונה שאפשר לבנות משטר מבוסס-כללים שגם יענה על הצרכים הכלכליים וגם יתאים לעקרונות המשילות הליברליים. זאת בניגוד לתפיסה ששררה בשנות התשעים, שלפיה קיימת הלימה בין הדרוש מבחינה כלכלית לראוי מבחינה חוקתית.

אופיו של המאמר הוא תיאורטי ורעיוני. נקודת המוצא של הדיון היא השינויים הרעיוניים שהתרחשו בקרב מוסדות המשילות הפיננסיים ואופן ההצדקה של פרקטיקות המשילות החדשות שהם אימצו. על סמך שינוי זה, אבקש להראות כי התפיסה הכלכלית החדשה ועקרונות המשילות הנובעים ממנה אינם עולים בקנה אחד עם פרדיגמת המשילות הכלכלית הליברלית, וכתוצאה מכך נפגעה הלגיטימציה המשפטית והפוליטית שלה. הדיון התיאורטי יעוגן בנרטיב היסטורי המורכב מנקודות ציון מוסדיות ורעיוניות, המדגים ומסביר את הטענות המושגיות, אך כמוכן אינו מתיימר להציג תמונה כוללת או קשרים סיבתיים פשוטים.

אפתח בהצגת עקרונות היסוד של פרדיגמת המשילות הכלכלית הליברלית. לאחר מכן אסקור את הספרות על יציבות פיננסית ופונקציית ההלוואה לשעת דחק, ואטען כי היא חותרת תחת הנחות היסוד של המשילות הליברלית. לאחר מכן אדגים את הטענה באמצעות התגובות של הבנק המרכזי של אירופה והבנק הפדרלי למשברים פיננסיים.

העקרונות הליברליים של המשילות המוניטרית והפיננסית המשילות, הפיקוח והאסדרה של כלכלת שוק במשטרים ליברליים מושתתים על מתח פנימי אינהרטי: כיצד למשול על מי שמוגן מפני הרשויות באמצעות זכויות הקניין והחוק הממסד

אותן? כדי להתמודד עם מתח זה, פרדיגמת המשילות הליברלית מניחה ומייצרת הפרדה מוסדית בין שתי פונקציות: הפונקציה הריבונית היא בעלת סמכות לפגוע בזכויות הקניין, ומצופה להשתמש בסמכות זו כדי לקדם את האינטרס הציבורי (או המדינתי) כפי שזה בא לידי ביטוי בדפוסי ההצבעה הדמוקרטיים; הפונקציה המשפטית-מקצועית מצופה לקדם את האינטרס הציבורי באמצעות כללים ברורים ושקופים שהוכתבו לה בחוק, בהתאם לאינטרס הציבורי הרחב כפי שתופסים אותו אנשי מקצוע, כמשותף לכל הקבוצות החברתיות. הבחנה זו – בין האינטרס הציבורי המובנה באמצעות ההליך הדמוקרטי, לאינטרס הציבורי הנתפס כמשותף לכל הקבוצות החברתיות – מוכרת בשיח הפוליטי-פילוסופי כהבדל בין "רצון הכול" (volonté de tous) לרצון הכלל (volonté générale) שהציע רוסו, ובשיח של מדעי המדינה כהבחנה בין הרשות השואבת את הלגיטימציה שלה מן מקולו של הציבור – input legitimacy – ובין הרשות השואבת את הלגיטימציה שלה מיכולתה לפתור בעיות קולקטיביות למען הציבור – output legitimacy.²

בתחום המדיניות המקרו-כלכלית, הסמכות הריבונית מקנה לממשלה את הלגיטימציה להלאים רכוש פרטי, כלומר למסות, ולהשתמש ברכוש המולאם – תקציב המדינה – לכל אמצעי בהתאם לשיקול דעתה. במובן זה, מיסוי הוא "מרכיב מהותי או אינהרנטי של הריבונות".³ ניהול תקציב המדינה הוא ביסודו סלקטיבי: הוא מושתת על העיקרון שהמדינה כריבון רשאית ליטול רכוש מקבוצה חברתית אחת ולהעבירה לקבוצה אחרת לשם מטרות שונות: פיתוח כלכלי, שמירה על שוויון, עידוד הייצוא או יישוב הפריפריה. על כן הלגיטימציה של הרשות הפיסקלית מניחה סמכות ריבונית, שכן רק לריבון יש סמכות להטיל מיסים ולנהל את התקציב.

עקרון הריבונות מקנה למדינה גם את הסמכות לנהל את הכסף במסגרת הטריטוריה. הריבון רשאי להכריז על סוג מסוים של מטבע כהילך חוקי, וכן לנקוט אמצעים שונים כדי לשלוט על כמות הכסף. מסיבות שונות, במהלך כ-300 שנים של קפיטליזם התגבש הנוהג שלפיו ממשלות מעבירות (delegate) את הריבונות המוניטרית למוסד בעל מידה זו או אחרת של עצמאות ביחס לממשלה. מוסד זה נדרש להשתמש בסמכויותיו כדי להשיג מטרות שהגדירה הממשלה בחוק.⁴ להבדיל מן הרשות הריבונית-פיסקלית, הרשות המוניטרית-מקצועית נדרשת לפעול בהתאם לכללים שקופים וקבועים מראש.

ההפרדה המוסדית בין הרשות הריבונית-פיסקלית לרשות המוניטרית שהיא בעלת אופי חוקתי-מקצועי מהותית לפרדיגמת המשילות הליברלית. כדי להבין מדוע, יש לבחון באופן מדויק את אופני ההצדקה של הפרדה מוסדית זו, שכלל אינה מובנת מאליה. כלכלנים נוטים להדגיש את ההצדקה הכלכלית הגורסת כי ההפרדה תורמת לשגשוג כלכלי ("צמיחה"). אולם להפרדה בין הרשויות יש גם הצדקות משפטיות ופוליטיות, שאינן תלויות בזו הכלכלית.

ההצדקה המשפטית להפרדה בין הרשות הפיסקלית לרשות המוניטרית מושתתת על עקרון זכויות הקניין. תפיסת המשילות הליברלית מניחה כי כסף – אמצעי התשלום העיקרי – הוא מוצר ציבורי מובהק שיציבותו משרתת את כל המשתמשים בו. על פי תיאורית הבחירה הציבורית (Public Choice Theory), תיאוריה כלכלית-פוליטית המבוססת על הנחות יסוד ליברליות – הריבון (או הממשלה) עלול לנהל את הכסף המדינתי באופן שיפגע בזכויות הקניין

של המשתמשים.⁵ לריבון, בין שהוא ריבון סמכותני או ממשלה נבחרת, יש תמריצים להגדיל את כמות הכסף ולהשתמש בו למימון הוצאות המדינה או לחיזוק הבסיס הפוליטי שלו באופן שאינו תואם את האינטרס הציבורי, בכל צורה שאינטרס זה מוגדר.⁶ הגדלת כמות הכסף – “הדפסת כסף” – כמוה כהטלת מס עקיף, וזאת ללא אישור הפרלמנט ולעיתים אף ללא ידיעת הציבור.⁷ בדומה למערכת המשפט או הפרלמנט, בנק מרכזי עצמאי מתפקד כמוסד המגונן על החברה האזרחית או המגזר הפרטי מפני הריבון באמצעות הגבלת שליטתו על הכסף. הרשות המוניטרית מגוננת על החברה האזרחית מפני הריבון, משום שבניגוד לריבון הרשאי לנהל מדיניות סלקטיבית, היא נדרשת לפעול בהתאם לכללים קבועים, ברורים ושקופים. אין להסיק מכך שבנקים מרכזיים אכן פועלים תמיד בהתאם לאתוס זה, אלא כי מאז שנות השמונים, הרעיון שהרשות המוניטרית נדרשת לפעול על פי כללים שקופים היה עיקרון מרכזי בעיצוב החוקים של בנקים מרכזיים ובעיצוב הפרקטיקה שלהם.

משילות מבוססת-כללים קבועים ושקופים היא אחד העקרונות היסודיים של הממשל הכלכלי הליברלי, שכן משטר מסוג זה הוא תנאי לא רק לזכויות הקניין אלא גם לחופש הפרט. האייק, בספרו חוקת החירות, מסביר:

הכפייה שממשלה חייבת בכל זאת להזדקק לה למטרה זו מצטמצמת עד למזער והיא נעשית מתונה ככל האפשר על ידי שמגבילים אותה לפי כללים כלליים מוכרים, עד שלרוב לא יהיה שום צורך לכפות את היחיד אלא אם כן העמיד עצמו במצב שבו הוא יודע שיכפו עליו דברים. אפילו כשאי אפשר להימנע מכפייה, תוצאותיה המזיקות ביותר נשללות ממנה על ידי כך שמגבילים אותה לתפקידים מצומצמים שאפשר לחזותם מראש, או לפחות משחררים אותה מן התלות ברצונו השרירותי של איש אחר. אפילו מעשי הכפייה של ממשלה, כאשר הם נעשים בלתי אישיים ותלויים בכללים מופשטים, כלליים, שאין לחזות מראש את השפעתם על אנשים מסוימים בזמן שהם נקבעים, נעשים לנתונים שהיחיד יכול לבסס עליהם את תכניותיו שלו. הכפייה בהתאם לכללים ידועים, שבדרך כלל היא פרי נסיבות שהאיש הצפוי לכפייה העמיד עצמו בהן, נעשית כך כלי המסייע לאנשים לשקוד על מטרותיהם שלהם ולא אמצעי להשגת מטרותיהם של אחרים.⁸

במקביל לדיון הפילוסופי של האייק, התיאוריה המוסדית החדשה (New Institutional Theory) מחזקת את הרעיון שהממשל צריך להיות כפוף לכללים – לחוק – שכן כללים אלה המגבילים את הממשל מצמצמים את האי-ודאות הפוליטית בשוק הנוצרת כתוצאה מן ההתנהלות ה“קפריזית” של הריבון או הממשלה. כלומר, ההפרדה בין הפונקציה הריבונית-פיסקלית לפונקציה המקצועית-מוניטרית היא גם הפרדה בין תחומי המדיניות שבהם הריבון שומר לעצמו מרחב תמרון, ובין תחומי המדיניות שבהם הוא מכפיף את עצמו לכללים שקופים.

חשוב להדגיש שאין להבין מכך שלמדיניות מבוססת-כללים אין השלכות חלוקתיות, בניגוד לכאורה למדיניות הסלקטיבית של הריבון. לכללים שמפעילה הרשות המוניטרית יש השפעות שונות על קבוצות חברתיות ומגזרים כלכליים, ולכן יש לה השפעות חיוביות או שליליות על

אי-שוויון? ההבחנה שאני מצביע עליה כאן אינה מתייחסת לתוצאות החברתיות של המדיניות, כי אם לפרוצדורה של הוצאתה לפועל. מטרת המאמר אינה לבחון את ההשלכות החלוקתיות של המדיניות המוניטרית לפני המשבר או אחריו, אלא לבחון באיזו מידה העלייה בחשיבות שבנקים מרכזיים מייחסים ליציבות פיננסית תואמת את עקרונות המשילות הליברליים.

שיקול פוליטי נוסף המסביר מדוע על הרשות המוניטרית להיצמד לכללים מוכתבים מראש נובע מן הצורך לפקח עליה. הרשות המוניטרית היא רשות בלתי נבחרת המקבלת לידיה סמכויות ריבוניות. ככל שכללי הפעולה של הרשות המוניטרית יהיו מוגדרים בצורה בהירה ושקופה יותר, לרשות המחוקקת או המבצעת יהיה קל יותר לבחון באיזו מידה היא פועלת בהתאם למנדט שניתן לה. גישה זו מכונה "שקיפות לפני מעשה" (ex-ante transparency), במובן של פעילות בהתאם לכללים קבועים וידועים מראש.¹⁰

אם כן, ההפרדה בין הרשות הפיסקלית-ריבונית לרשות המוניטרית-מקצועית הפועלת בהתאם לכללים קבועים מראש אינה מושתתת רק על הצדקה כלכלית, אלא גם על הצדקות משפטיות ופוליטיות. הפרדה זו נועדה לעגן את זכויות הקניין במבנה המוסדי, לספק למשתמשים במטבע מוצר ציבורי של מטבע יציב, ולייצר מרחב יציב לקבלת החלטות רציונליות לטווח ארוך – תנאי לחופש כלכלי. הכללים השקופים גם מאפשרים פיקוח על פעילותה של הרשות המוניטרית. ההבחנה בין אופני ההצדקה הכלכליים מצד אחד והמשפטיים-פוליטיים מצד שני חשובה, משום שהיא מאפשרת לחשוב על מצב שבו, כתוצאה מתובנות כלכליות חדשות, ייווצר פער בין מה שרצוי מבחינה כלכלית למה שרצוי מבחינה חוקתית ופוליטית.

אי-יציבות פיננסית

את חלוקת העבודה בין הרשות הפיסקלית לרשות המוניטרית פורע הרעיון שבנוסף למדיניות הפיסקלית והמוניטרית, אחד המוסדות נדרש לקחת את האחריות ליציבות פיננסית. השאלה מי צריך לקבל על עצמו את האחריות על היציבות הפיננסית קיבלה תשובות שונות במהלך ההיסטוריה ובמדינות שונות. מצד אחד, יש היגיון בטענה שהאחריות ליציבות פיננסית צריכה להיות בתחום האחריות של מוסדות המשילות הפיננסיים – הבנק המרכזי והרשות המפקחת על הבנקים – שכן זהו תחום המומחיות שלהם. מנגד, שמירה על יציבות פיננסית, כפי שנראה בהמשך, דורשת סמכויות כמו-ריבוניות: העברה של נכסים ציבוריים לידיהם של שחקנים נבחרים והתנהלות שאינה לגמרי שקופה לציבור. כלומר, אנחנו נבקש לטעון כי שמירה על יציבות פיננסית היא מטרה שדורשת, מעת לעת, שבירה של הכללים, ולכן היא עומדת בניגוד לאתוס של משטר מבוסס החוקים שמאפיין את פרדיגמת המשילות הליברלית. עובדה זו יכולה להסביר מדוע בנקים מרכזיים הצניעו את המטרה של יציבות פיננסית ביחס למטרות אחרות.

קצת היסטוריה: בתקופת ברטון וודס (1945–1971) שבה התמסד המשטר הבינלאומי של הליברליזם המשוזר (embedded liberalism), הדיון בשאלת היציבות הפיננסית הוסט לשוליים, והשיח בקרב הבנקים המרכזיים נסוב על הדילמה של יציבות מחירים מול צמיחה ותעסוקה. אין

זה מפתיע. ככלל, יציבותן של המערכות הבנקאיות הובטח כתוצאה מגורמים עקיפים שונים גלובליים ומקומיים. בזירה הבינלאומית, רוב המדינות הנהיגו פיקוח על תנועות הון בינלאומיות שצמצמו את תנועות ההון הספקולטיביות. בזירה המקומית, הממשלות היו מעורבות בכלכלה בצורה של מיסוי גבוה, הנפקה של איגרות חוב ממשלתיות, הקצאת אשראי ואכיפה של שיעור גבוה של יתרות נזילות. כתוצאה מכך, משברים פיננסיים לא היוו איום מערכתי ולכן הצורך במעורבות ישירה של הבנקים המרכזיים לשם שמירה על יציבות פיננסית היה נמוך.

מצב זה השתנה בשנות השמונים: הפיקוח על תנועות הון בינלאומיות הוסר, והמערכות הבנקאיות והפיננסיות ברוב המדינות עברו תהליך של דה-רגולציה וליברליזציה. בנוסף, ממשלות צמצמו את המעורבות שלהן באמצעות הורדת מיסים וצמצום ההנפקה של איגרות חוב.¹¹ התוצאה הישירה הייתה התרחבות דרמטית בהיקף הפעילות הפיננסית הפרטית וביצירת חוב פרטי, בזירות הלאומיות ובזירה הגלובלית. מגמות אלו חתרו תחת היציבות של המערכות הפיננסיות ומשברים פיננסיים הפכו לאירועים תכופים: משבר החוב בשנות השמונים, המשבר באסיה בסוף שנות התשעים, והמשבר הפיננסי הגלובלי.

למרות חוסר היציבות הפיננסית הגדל והולך, פרדיגמת המשילות הליברלית לא תפסה את התופעה כאנומליה הדורשת שינוי, אלא דווקא כגורם המדגיש את הצורך להקשיח את הכללים. פרדיגמת המשילות הליברלית והתמודדה עם גלי המשברים הפיננסיים באמצעות שתי מגמות רעיוניות ומוסדיות מקבילות ומשלימות. מחד גיסא, הכללים שהוטלו על ממשלות הוקשחו ואכיפתם הודקה: המדינות המתועשות והארגונים הבינלאומיים הטילו את האחריות למשברי החוב והמשברים הבנקאיים על ממשלותיהן של המדינות הפריפריאליות. ההמלצה היסודית הייתה שכל ממשלה "תעשה סדר בבית" (put the house in order).¹² גישת הבית המסודר עומדת ביסוד ספרם הידוע של הכלכלנים כרמן ריינהרט וקנט רוגוף, אשר טענו כי הגורם היסודי לכל סוגי המשברים הפיננסיים הוא תמיד זהה: מינוף עודף מצד מוסדות פרטיים או ציבוריים הפוגע באמון המשקיעים.¹³ מדיניות זו עמדה גם ביסוד גישת קרן המטבע הבינלאומית לטיפול במשברים בפריפריה. בתמורה לנזילות לשעת חירום, הקרן דרשה לבצע שינויי מדיניות ושינויים מבניים קיצוניים ובזמן קצר, תוך התעלמות מן המחיר הפוליטי והחברתי.

מאידך גיסא, הארגונים הבינלאומיים, בשיתוף גופי הפיקוח הלאומיים, קידמו הרמוניזציה גלובלית של כללי פיקוח על מוסדות הבנקאיים, בניסיון לבנות מערכת פיננסית יציבה יותר. הסכמי באזל הראשונים והשניים, (Basel Accords I and II) שקודמו על ידי הבנק להסדרים בינלאומיים (Bank of International Settlements) והאיחוד האירופי, הניחו כי היציבות המערכתית תלויה ביציבותם של המוסדות הבודדים, ולכן התמקדו בקביעת כללים מינימליסטיים אך אחידים.¹⁴ בעוד תהליך ההרמוניזציה של כללי הפיקוח על הבנקים לכשעצמו היה יכול להגביר את היציבות הפיננסית, בפועל הוא הביא להסרה של כללי הפיקוח מתקופת ברטון וודס – דרישות ליחסי נזילות, רזרבות שהבנקים נדרשו לשמור ביחס לסוגים השונים של הנכסים וההתחייבויות שלהם (הלוואות, הפקדות וחכונות) – והחלפתם בכללי פיקוח מינימליסטיים שהתמקדו ביחסי הלימות הון בהתאם לכללים בינלאומיים אחידים.¹⁵ בפועל, התהליך המריץ את הבנקים להגדיל את

האשראי ואת הסיכונים שלקחו.¹⁶ לכן, במקום שכללי הפיקוח יאזנו את כוחות השוק, הם חיזקו את המגמות העדריות בשווקים הפיננסיים והגדילו את הסיכונים המערכתיים.¹⁷ שאלת הקשר הסיבתי בין רעיונות לשינויים מוסדיים היא תמיד שאלה קשה. מנגד, קשה לתאר שינויים מוסדיים בלי להתייחס לרעיונות שהסתובבו בשיח ונעשה בהם שימוש להצדקת השינויים. כשמנסים להבין את ההיגיון שעיצב את תהליך הליברליזציה של השווקים הפיננסיים, יש להתייחס לעיקרון התיאורטי של הנחת השווקים היעילים (Market Efficiency Hypothesis) שניסח אויגן פאמה.¹⁸ הנחת השווקים היעילים היא מעין הרחבה של רעיון יעילות השוק לשווקים הפיננסיים, ולפיה מחירי הנכסים "משקפים את כל האינפורמציה הקיימת" על היסודות הכלכליים (economic fundamentals). במילים אחרות, בממוצע, משקיעים בשווקים הפיננסיים פועלים באופן רציונלי, בהתאם לאינפורמציה שבידיהם לגבי מצבה של הכלכלה הריאלית.¹⁹ המסקנה מהנחה זו היא כי משבר פיננסי אינו מצביע על כשל במערכת הפיננסית אלא על פגם באופן שבו הכלכלה הריאלית מנוהלת. על פי פרשנות זו, השווקים הם המדד להתנהלות של ממשלות ועסקים פרטיים, וגם האמצעי להענשת ארגונים פרטיים וציבוריים שאינם נוהגים באחריות.

הנחת השווקים היעילים, אם כן, מציעה נרטיב מוסרי-פוליטי שהוא חלק בלתי נפרד מפרדיגמת המשילות הפיננסית הליברלית, שכן הוא עוזר להבין את המנגנון האפיסטמי שאיפשר את היציבות הרעיונית של הפרדיגמה על רקע חוסר היציבות הפיננסית: אי-יציבות פיננסית נתפסה כסימפטום לפגם יסודי הרבה יותר שנגע לחוסר היכולת או הרצון של הממשלות לשמור על הכללים. רציונל זה תרם, ולו חלקית, להבניית הלגיטימציה של אכיפת כללים נוקשים יותר על המדינות הפריפריאליות כדי שיעשו "סדר בבית".

הפונקציה של הלוואה לשעת דחק

אחד הלקחים המובהקים מן המשבר הפיננסי הוא שבנקים מרכזיים בפרט, ומוסדות משילות פיננסיים ככלל, נדרשים ליותר מאשר לשמור על הכללים. הם נדרשים למלא את הפונקציה של מלווה לשעת דחק (Lender of Last Resort).

ההוגה המזוהה עם הרעיון שהרשות המוניטרית צריכה למלא תפקיד של מלווה לשעת דחק הוא וולטר באג'ט (Bagehot). על רקע המשברים הבנקאיים התכופים בכריטניה המליץ באג'ט לבנק של אנגליה כי כאשר מוסד בנקאי נקלע למשבר נוזלות, עליו לקחת על עצמו באופן פורמלי את תפקיד המלווה לשעת דחק, כלומר להלוות באופן חופשי בריבית ענישה ותמורת ביטחונות טובים.²⁰ הרעיון היסודי פשוט ומוכר: קריסה של בנק בודד עלולה להוביל לקריסה של מוסדות נוספים ולפגיעה באינטרס הציבורי, ולכן הצלה של מוסד בנקאי היא אינטרס ציבורי. עם זאת, כדי למנוע סיכון מוסרי (moral hazard), הצלת המוסד צריכה להיות כרוכה במחיר מסוים. היגיון זה עומד עד היום ביסוד הפונקציה של הלוואה לשעת דחק.

קריאה מפורטת יותר בספרו של באג'ט מראה כי המלצותיו היו מבוססות על פרקטיקות מקובלות

של הבנק של אנגליה, ומבחינה זו הן לא היוו חידוש. הוא מצטט את דבריו של אחד מעובדי הבנק ביחס למדיניות שהפעיל במהלך משבר בנקאי:

אנחנו הלווינו [...] בכל אמצעי אפשרי ובצורות שאף פעם לא אימצנו בעבר; קיבלנו כביטחונות מניות, רכשנו איגרות חוב ממשלתיות, וסיפקנו הלוואות על בסיס איגרות חוב ממשלתיות. לא רק שפרענו ניירות ערך, אלא גם סיפקנו מקדמות על חשבון שטרי חליפין בהיקף עצום [...] כאשר ראינו באיזה מצב עגום נמצא הציבור, סיפקנו כל סיוע שיכולנו לספק.²¹

המחלוקת בין באג'ט לבנק המרכזי לא היתה לגבי אופן פעולת הבנק, אלא לגבי ההיבט הפורמלי שלה: האם הבנק צריך להכריז מראש כיצד יפעל בעת משבר? באג'ט סבר כי הבנק של אנגליה צריך לקחת על עצמו את תפקיד המלווה לשעת דחק באופן גלוי, פורמלי ושקוף, אך הבנק סירב לעשות זאת.²² באג'ט כותב:

הפרקטיקה של הבנק של אנגליה [ביחס לתפקידו כמלווה לשעת דחק], כפי שאנחנו יודעים, השתפרה באופן משמעותי, אך מעולם לא התקבלה החלטה מפורשת שאושרה על ידי מועצת המנהלים של הבנק של אנגליה והוכרזה לציבור, המציינת באופן הכללי ביותר מה גודל היתרות שהם מתכוונים להחזיק [לשם נזילות לשעת דחק] ומה העיקרון שינחה את פעולתם בעניין.²³

במונחים עכשוויים, באג'ט היה מוטרד מהיעדר השקיפות ביחס לתפקידו של הבנק של אנגליה כמלווה לשעת דחק. סירובו של הבנק לקבל על עצמו את התפקיד הפורמלי של מלווה לשעת דחק אינו מפתיע. פורסט קאפי וצ'ארלס גודהרדט מסבירים, במאמר מכוון על ההיסטוריה של הבנקים המרכזיים, מדוע בנקים מרכזיים אינם ששים לקבל על עצמם את התפקיד הזה באופן פורמלי: "אף בנק מרכזי לא ירצה להתחייב מראש לתת תמיכה מיוחדת לכל בנק שנקלע לקשיי נזילות".²⁴ התחייבות מסוג זה יוצרת סיכון מוסרי המגדיל את התמריץ של מוסדות בנקאיים פרטיים לקחת סיכונים גדולים, מתוך ידיעה שההפסד ייפול על הציבור. בניגוד למכשירים מוניטריים מקובלים, שיש להם השפעה הומוגנית ואחידה על כל המגזרים, הפונקציה של הלוואה לשעת דחק "צריכה לאפשר הצלה של מוסדות בנקאיים מסוימים".²⁵

דיון היסטורי זה בתפקידו של הבנק המרכזי כמלווה לשעת דחק מבהיר מדוע הוא אינו משתלב בפרדיגמת המשילות הליברלית. הלוואה לשעת דחק כרוכה בתהליך שבו רשויות ציבוריות מעבירות נכסים ציבוריים לידיים פרטיות באופן סלקטיבי וללא כללים ברורים ושקופים. על כן, אף שמבחינת סוג המוסדות המעורבים היא קרובה לפיקוח על הבנקים ולניהול מדיניות מוניטרית, מבחינת אופייה היא דומה יותר למדיניות חברתית או מדיניות תיעוש: בכל המקרים הללו הרשויות מעבירות נכסים ציבוריים לידיים פרטיות באופן סלקטיבי כדי לפתור בעיה קולקטיבית. משום כך יש הממליצים להעביר את הפונקציה של הלוואה לשעת דחק מן הרשות המוניטרית לממשלה.²⁶ מנגד, ההוצאה לפועל של מדיניות זו דורשת יכולת לייצר כסף ויחסים קרובים עם המוסדות הבנקאיים – יכולות הנופלות תחת סמכותו של הבנק המרכזי.

הסבר זה יכול להבהיר, ולו חלקית, מדוע למרות המשברים התכופים במהלך שנות השמונים והתשעים, הבנקים המרכזיים נקטו גישה של עמימות אסטרטגית בנוגע לתפקידם כמלווים לשעת דחק: הם לא הבטיחו לחלץ בנקים ממשבר, אך גם לא התחייבו לא לעשות זאת.²⁷ לעמימות הזו היה מחיר: ברוב המקרים מוסדות המשילות הפיננסיים סיפקו את רשת הביטחון הנחוצה לשמירה על יציבות פיננסית, ובכך הם יצרו תמריצים גדלים והולכים מצד המוסדות הבנקאיים להגדיל את הסיכונים שלקחו על עצמם.

החזרה מחדש של המלווה לשעת דחק

שמו של היימן מינסקי (Minsky), הכלכלן הקיינסיאני שניסח את הנחת חוסר היציבות הפיננסית (Financial Instability Hypothesis), לא תמיד מוזכר בדוחות הטכניים של הבנקים המרכזיים העוסקים באמצעים החדשים לשמירה על יציבות פיננסית. אולם כמו הנחת השווקים הרציונליים של פאמה, תפיסתו של מינסקי עיצבה את השיח על יציבות פיננסית, לעיתים באופן ישיר ולעיתים באופן עקיף. מינסקי מספק לנו כמה נקודות ציון רעיוניות שמאפשרות לשרטט את השינוי שעבר השיח על יציבות פיננסית.

מינסקי טען, בעקבות קיינס, שמחירי הנכסים בשווקים הפיננסיים אינם משקפים בהכרח את התנאים של הכלכלה הריאלית (economic fundamentals), אלא מגמות עדריות בקרב המשקיעים. במונחיו של מינסקי, הנחת האי-יציבות הפיננסית גורסת כי מחזורי העסקים הם תוצאה של גורמים אנדוגניים למערכת הפיננסית ושל אמצעי האסדרה וההתערבות שבאמצעותם הרשויות מנסות לשמור על ההתנהלות הכלכלית בעתות יציבות.²⁸ במונחים טכניים פחות, ובמילותיה של ג'נט ילן (Yellen), מינסקי טען כי "כאשר שוררת אופטימיות והגישה למקורות השקעה נוחה, משקיעים נוטים לעבור מאסטרטגיות השקעה בטוחות יותר המבוססות על גידור, לאסטרטגיות השקעה ספקולטיביות בעלות סיכון גבוה יותר"²⁹ – כלומר השווקים נוטים לטעות כלפי מטה בהערכת סיכונים בעיתות של אופטימיות, ובכך ליצור את התנאים למשבר הבא. מבחינת המשילות הפיננסית, המסקנה הנובעת מכך היא שמוסדות המשילות נדרשים להיות אקטיביים יותר: למנוע התפתחות של בועות פיננסיות לפני המשבר ולתמוך במוסדות הבנקאיים אחריו.

את השינוי הפרדיגמטי שהתחולל במהלך המשבר אפשר לתאר כמעבר מעקרון השווקים הרציונליים לעקרון חוסר היציבות הפיננסית. גם אם תיאור זה מחמיץ מגמות מורכבות יותר, הוא מדויק מספיק כדי שנוכל להשתמש בו להבהיר מדוע תגובת הבנקים המרכזיים למשבר פגעה בקוהרנטיות הפנימית של פרדיגמת המשילות הליברלית.

ראשית, הפרדיגמה הליברלית מניחה כי הריבון הוא "קפריזי" במהותו, ואילו השווקים, אם לא מפריעים להם, מגיעים עד מהרה לשיווי משקל ויציבות, ויכולים לשמש מדד להתנהלות ראויה של ממשלות. אך אם השווקים הם קפריזיים במהותם, מערכת של ממשל מבוסס-כללים לא תבטיח את יציבותם. מינסקי ניסח זאת באופן שאינו משתמע לשתי פנים: "יש קונפליקט

בין כללי ההתנהגות של בנקים מרכזיים לבין האחריות המוטלת עליהם לשמש כמלווים לשעת דחק.³⁰ בניגוד למינסקי, כלכלנים רבים העוסקים בנושא זה מטשטשים את המתח בין ממשל מבוסס-כללים והצורך לשמור על יציבות פיננסית, וברור מדוע: אם קיים מתח כזה, משמעות הדבר היא שההכרעה בין משטר מבוסס כללים ובין יציבות פיננסית היא פוליטית ולא כלכלית, ולכן מי שאמור להגיע להכרעה בעניין זה הציבור ולא הטכנוקרטים.

השלכה פוליטית נוספת של הנחת חוסר היציבות הפיננסית נוגעת לשאלת האחריות של מדינות ריבוניות ליציבות הפיננסית בשטחן הטריטוריאלי, ובפרט של מדינות פריפריאליות. כפי שהגדיר זאת יפה הכלכלן הפוליטי ריקרדו האוסמן בהתייחס למשברי חוב של מדינות: "הפרדיגמה הישנה מתה. פעם חשבנו שהשוק הוא מכונה שמודדת את מידתה הטובה (virtue) של המדינה. אם המדינה התנהגה באופן אחראי, השוק תגמל אותה; אם המדינה התנהגה בצורה בלתי אחראית, השוק העניש אותה. השווקים נתפסו כזרוע של אלוהים ששומר על המידות הטובות בעולם". על פי הפרדיגמה החדשה, ממשיך האוסמן, לא מספיק שמדינות יתנהגו בצורה אחראית; "עליהן להיות עמידות בפני הגחמות של שוקי ההון הבינלאומיים".³¹

מכיוון ששווקים אינם פועלים באופן רציונלי וניתן לחיזוי, הקשר הסיבתי בין התנהלות המדינות ליציבות הפיננסית בתחומן מתערער, וכך גם מידת האחריות שניתן להטיל עליהן. כך קורס נרטיב הלגיטימציה של פרדיגמת המשילות הליברלית, המצדיק את "העונש" שהשווקים מטילים על החורגים מן הכללים. השווקים הופכים אפוא משופט רציונלי וממושע לשחקן קפריזי וחסר היגיון לא פחות מן האופן שבו התיאוריות הליברליות דמיינו את הריבון שמפניו יש להגן על הציבור. שחקן קפריזי זה הופך את המדינות ואת אזרחיהן לקורבנות חסרי אונים של סופה פיננסית, שלהתנהגות המדינות אין אלא השפעה מצומצמת עליה.

ההיבט הגלובלי

אובדן יכולת השליטה של ממשלות על הסופות הפיננסיות בשטחן דורשת דיון בהיבט הגלובלי, שכן היא חורגת משאלת היחסים בין הרשות הפיסקלית לרשות המוניטרית בזירה המקומית. בעידן הקפיטליזם הפיננסי הגלובלי, יכולתו של הריבון לנהל את המערכת הפיננסית בשטח הטריטוריאלי מוגבלת כתוצאה מקריסת עקרון ההלימה המשולשת (Triple Coincidence), כפי שטוענים כלכלנים מהבנק להסדרים בינלאומיים (BIS), אחד מהמוסדות שהובילו את שינוי הפרדיגמה בתחום המשילות הפיננסית. עקרון ההלימה המשולשת, המאפיין תיאוריות כלכליות-פוליטיות בינלאומיות מסורתיות, מניח כי קיימת הלימה בין הטריטוריה הכלכלית (economic area), המוגדרת כיחידת התוצר הלאומי הגולמי (GDP area), טריטוריית המטבע (currency area), המאופיינת בשימוש במטבע מסוים, והטריטוריה הריבונית (decision maker), שבירת עיקרון זה שומטת את הבסיס האפיסטמולוגי והמוסרי של גישת הבית המסודר, שכן אם הריבון אינו מסוגל לפקח על הבית ולהסדירו, מה משמעותה של האחריות המוטלת עליו לעשות זאת?

אובדן יכולת המשילות במערכת הפיננסית הגלובלית נובע ממבנה החוב הגלובלי. חלק גדול מהחוב הגלובלי מיוצר על ידי מוסדות בנקאיים המספקים אשראי במטבע שאינו הילך חוקי בטריטוריה הריבונית שבה הם פועלים. במקרים רבים, מוסדות בנקאיים מחזיקים בנכסים הנקובים במטבע אחד ובהתחייבויות הנקובות במטבע אחר – בדרך כלל דולר אמריקני – ועובדה זו חושפת אותם לסיכונים שהרשויות המקומיות אינן יכולות להגן עליהם מפניהם. ערב המשבר הפיננסי, היקף החוב העולמי במטבע שאינו המטבע הרשמי בטריטוריה הריבונית שבה פעל מנפיק החוב הגיע ל-25 טריליון דולר, כמחצית ממנו בדולרים אמריקניים והשאר במטבעות בינלאומיים אחרים. לשם השוואה, ב-2016 היה היקף הפיקדונות המקומיים שהחזיקו בנקים אמריקניים קטן מ-12 טריליון דולר.³³ מבנה זה של החוב הגלובלי הוא אחד הביטויים לקריסת ההלימה המשולשת. היעדר המתאם בין המטבע המקומי לבין המטבע שבו נקוב החוב (currency mismatch) הופך את המדינה שבה קיים החוב לתלויה בשיתוף הפעולה והחסדים של מקבלי החלטות במדינות אחרות.³⁴ בתנאים אלה, כאשר פורץ משבר פיננסי, מדינות יתקשו להתמודד איתו ללא מעורבות של גופים זרים שיתפקדו כמלווים גלובליים לשעת דחק. אך במסגרת פרדיגמת המשילות הליברלית פונקציה כזו אינה קיימת, והניסיון מוכיח שקשה לייצר אותה בלי לחרוג מן הכללים במערכת בינלאומית הפועלת על פי עקרונות של משטרים דמוקרטיים וריבוניים.

פרדיגמת המשילות הליברלית מציעה פתרונות מניחים את הדעת להתנהלות של השווקים הפיננסיים בעיתות יציבות. בתנאים אלו השווקים "מזרימים" אשראי, נזילות וחוב לכל מקום שיש בו ביקושים. אולם ההתנהלות הרגועה הזאת טומנת בחובה את זרעי המשבר, וכאשר הוא פורץ, השחקנים הפרטיים נסוגים לאחור ונוצרים ביקושים עצומים לנזילות, בפרט במטבעות בינלאומיים. בעידן הישן של הקפיטליזם הלאומי, משברים מסוג זה טופלו במסגרת הטריטוריה הריבונית על ידי המוסדות המקומיים: הממשלה או הרשות המוניטרית היתה מספקת הלוואה לשעת דחק בכספי המיסים או באמצעות הבנק המרכזי. אך בעידן של הקפיטליזם הפיננסי הגלובלי כל משבר פיננסי הוא תמיד-כבר משבר גלובלי שפתרונו דורש התערבות גלובלית. ומכיוון שלא קיימת ריבונות גלובלית, בנק מרכזי גלובלי או מלווה לשעת דחק גלובלי, ההתערבות הגלובלית יכולה להיעשות רק באמצעות שיתוף פעולה בינלאומי של ממשלות, או באמצעות רשויות מוניטריות לאומיות הנוטלות על עצמן תפקיד גלובלי, וזאת ללא גיבוי משפטי מפורש.³⁵

במאמר זה אני טוען כי כתוצאה מהעברת סמכויות כמו-ריבוניות לרשות המקצועית ומשבירת עקרון ההלימה המשולשת, התערעה פרדיגמת המשילות הליברלית. כדי להדגים את הטענה אנתח בסעיפים הבאים את התגובה של הבנק המרכזי האירופי (European Central Bank) למשבר האירו, וכן את התגובה של הבנק הפדרלי (Federal Reserve Bank) למשבר הסאב-פריים והמשבר הגלובלי. הניתוח יראה כי על אף ההבדלים הברורים, הדילמות היסודיות היו זהות.

הבנק של אירופה

כבר ב-2009, לאחר פרוץ משבר הסאב-פריים אך לפני שגלי ההדף הגיעו לחופי אירופה, הכריז נשיא הבנק האירופי, ז'אן קלוד טרישה (Jean-Claude Trichet), כי המשבר "ריסק את הטענה המקובלת שלפיה מספיק שכל מדינה תסדיר את ענייניה (putting one's house in order)". למדנו, הוא טען, כי "המשבר הוא גלובלי, והפתרון אף הוא צריך להיות גלובלי".³⁶ טרישה סבר בזמנו כי האחריות למשבר נופלת לרגלי הממשלות, ולכן קרא לפעולה מתואמת של קבוצת ה-20 (G20).³⁷

הקריאה של טרישה לראשי המדינות המתועשות לנקוט פעולה מיידית לפתרון המשבר לא נענתה. מדינות אירופה אמנם סיפקו חבילות סיוע פיננסיות (bailout) ליוון ולמדינות נוספות אחריה, אך היקף הסיוע היה מוגבל והותנה ברפורמות מבניות. הסיוע מנע את קריסתה של יוון, אך לא הספיק כדי לשבור את מעגל האימה (vicious circle) בין משבר החוב והמשבר הבנקאי. השאלה מדוע המדינות המתועשות לא התגייסו לפתור את המשבר רלבנטית לדיון הנוכחי, אך לא זה המקום להתעמק בה. אפשר להניח כי הדבר נבע משילוב בין חוסר רצון של אזרחי המדינות העשירות לשאת בנטל המשבר במדינות אחרות, ובין הקושי להתגבר על מחלוקות בין המדינות העשירות לגבי חלוקת הנטל. בכל מקרה, המשבר חשף חלל משילות בליבת האיחוד האירופי: היעדר גוף אירופי ריבוני שיכול היה להעביר נזילות למדינות שנקלעו במשבר, או לחלופין גוף בעל אופי מקצועי שתפקידו לשמש כמלווה לשעת דחק למוסדות הבנקאיים באיחוד האירופי. מי שמילא חלל משילות זה היה הבנק המרכזי של אירופה. ביולי 2012, כחצי שנה אחר שנכנס לתפקיד נשיא הבנק, הכריז מריו דראגי (Draghi) כי "במסגרת המנדט שלנו, הבנק המרכזי של אירופה יעשה כל מה שנחוץ כדי לשמור על האירו, ותאמינו לי שזה יהיה מספיק".³⁸ אם צריך למקם בזמן את נקודת המפנה בפרדיגמת המשילות הפיננסית, זוהי הנקודה: דראגי הכריז כי הבנק של אירופה מסיר את הכפפות כדי להציל את האיחוד האירופי, וליווה את הכרזתו במעשים. הבנק המרכזי של אירופה הרחיב את היקף הרכישות שלו, הוריד את רף איכות תעודות החוב שרכש והגדיל את אורך החיים שלהן. משמעות הדבר היא שהבנק לקח על עצמו את התפקיד של מלווה לשעת דחק, אף שהתפקיד לא הוטל עליו במסגרת המנדט שלו. לשילוב בין ההכרזה של דראגי לפעולות הבנק היתה השפעה מהירה ומכרעת על השווקים הפיננסיים: המשקיעים הגיבו למסרים מן הבנק, ושיעורי הריבית של איגרות החוב הממשלתיות – המדד של האמון ביציבותן של ממשלות – ירדו בצורה חדה.³⁹

תגובת הבנק המרכזי למשבר, אשר תוארה על-ידי חברי המועצה המוניטרית של הבנק (Governing Council) כ"לא-שגרתית", עוררה התנגדות עזה בקרב אזרחים וקובעי מדיניות, אשר טענו כי הבנק חרג מן המנדט שלו ולמעשה עבר על החוק. הבנק המרכזי טען להגנתו כי פעל כדי לתקן את מערכת ההעברה של המדיניות המוניטרית. כיצד, אם בכלל, ניתן ליישב את שתי הפרשנויות הקיצוניות? כדי לענות על שאלה זו, יש לבחון באופן מפורט יותר את אופן פעולת הבנק המרכזי לפני המשבר ובמהלכו.

בזמנים של יציבות, הבנק המרכזי של אירופה פועל באמצעות שני כלים עיקריים כדי להשפיע על ההיצע והביקוש לכסף. האחד הוא קביעת שער הריבית של הלוואות הבנק לבנקים מסחריים (Open Market Operations). אלו הלוואות שניתנות לטווח קצר, ובאמצעותן הבנק שולט בריבית לטווח הקצר בגוש האירו. האמצעי השני הוא קנייה ומכירה של ניירות ערך בשוק המשני (Asset Purchasing Programmes). באמצעות מכשיר זה הבנק סופג אמצעי תשלום מהשווקים או מגדיל אותם. השימוש בשני המכשירים משפיע על היקף הנכסים וההתחייבויות של הבנק במאזן שלו. בעתות יציבות, המאזן של הבנק מורכב בעיקר מנכסים נזילים בעלי דירוג אשראי גבוה ומועד פירעון קצר-טווח שהונפקו למוסדות פרטיים. כמו כן, היקף הנכסים שמחזיק הבנק בעתות יציבות מצומצם.⁴⁰

השינוי שנתפס כמהפכני במדיניות הבנק התבטא קודם כול בגידול מהיר בהיקף הכולל של נכסי הבנק. הנכסים החדשים שנרכשו כללו ניירות ערך בעלי סיכון גבוה ומועד פירעון ארוך-טווח, ושיעור גבוה של איגרות חוב ממשלתיות שהנפיקו המדינות שהיו נתונות במשבר. המשמעות הכלכלית-פוליטית של מדיניות זו היתה העברה של סיכונים ממוסדות בנקאיים שפעלו במסגרת הטריטוריה של המדינות הפגועות וממשלותיהן אל הבנק המרכזי, והעברה של נזילות בכיוון ההפוך. זוהי בדיוק המטרה של הלוואה לשעת דחק.

מכיוון שהמוסדות הבנקאיים שהיו נתונים במשבר נזילות פעלו במסגרות טריטוריאליות מסוימות, למדיניות הבנק היתה משמעות בין-מדינתית חלוקתית מובהקת: בהחלטתו לרכוש איגרות חוב ממשלתיות של מדינות נבחרות, ובמתן הלוואות בריבית נמוכה מאוד לפי מפתח מדינתי, הבנק חילק מחדש (redistribute) נכסים וסיכונים בין מדינות ובין מגזרים כלכליים. כאשר פעולות מסוג זה נעשות על ידי גוף שאינו ריבוני, הן עומדות בניגוד לעקרונות משילות ליברליים. במילים אחרות, פעילות הבנק חתרה תחת עקרון הריבונות, בכך שהיא יצרה חוב אירופאי משותף (debt mutualization), וזאת ללא שינוי חקיקה באיחוד האירופי או הסכם אחר בין הממשלות.⁴¹

לדעת לא מעט דוברים בזירה האירופית, הבנק עבר על חוקת האיחוד, ובפרט על סעיף 125 בהסכם ליסבון, האוסר על מוסדות האיחוד לקחת על עצמם חוב של מדינות החברות באיחוד:

The Union shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of any Member State, without prejudice to mutual financial guarantees for the joint execution of a specific project. A Member State shall not be liable for or assume the commitments of central governments, regional, local or other public authorities, other bodies governed by public law, or public undertakings of another Member State, without prejudice to mutual financial guarantees for the joint execution of a specific project.

כלומר, חוקת האיחוד תואמת את עקרון המשילות הליברלי, שלפיו כל מדינה אחראית להחוב שלה, ולכן גם למשברים הפיננסיים בשטחה הטריטוריאלי.

מידת החוקיות של התנהלות הבנק המרכזי של אירופה הועמדה למבחן משפטי כאשר הבנק המרכזי ביקש למסד את מדיניות רכישת איגרות החוב הממשלתיות באמצעות מכשיר מוניטרי חדש – Outright Monetary Transactions (OMT). המכשיר, שהחליף את האמצעי "השגרתי" – Securities Market Programme – איפשר לבנק לרכוש איגרות חוב ממשלתיות בלי להכריז מראש על היקף הרכישות, ובמסגרתו ויתר הבנק על מעמדו המועדף ביחס לנושים אחרים. שינויים אלה חיזקו את האפקטיביות של רכישת איגרות חוב ממשלתיות כאמצעים של הלוואה לשעת דחק.⁴² בעקבות החלטת המועצה המוניטרית פנתה קבוצה של פוליטיקאים גרמנים, ביניהם פיטר גאוןייילר (Peter Gauweiler) ממפלגת האיחוד החברתי הנוצרי (CSU) וחברי מפלגת לינקה (Linke) לבית המשפט הפדרלי החוקתי של גרמניה, בדרישה להכריז על המהלך כבלתי חוקתי. להגנתו טען הבנק כי פעולותיו נועדו "לתקן את מנגנון הממסר המוניטרי", ולכן הן חלק מן המנדט שלו.⁴³

בית המשפט הפדרלי קיבל את טענת העותרים, וקבע כי ה-OMT מהווה "פעולה של מדיניות כלכלית" (act of economic policy) שאינה עולה בקנה אחד עם החוק הראשוני (primary law) של האיחוד האירופי ועם החוקה הגרמנית. זאת משום שמטרתו של המכשיר "לצמצם (neutralize) את הפער בין הריביות של איגרות חוב ממשלתיות".⁴⁴ בית המשפט קיבל גם את עמדת העותרים שזוהי מדיניות סלקטיבית. "הרכישה של איגרות חוב ממדינות נבחרות משמשת אינדיקציה נוספת לכך שהחלטת ה-OMT מהווה פעולה של מדיניות כלכלית", זאת משום שבאופן כללי, למדיניות המוניטרית "אין גישה שמפרידה בין המדינות הנבחרות". יתר על כן, "הפעילות המקבילה בין ה-OMT לתוכניות ההצלה של ה-EFSF וה-ESM מחזקות הערכה זו".⁴⁵ דברי השופטים מחזקים את ההבחנה שהצגנו לעיל בין מדיניות סלקטיבית, שאסורה על בנקים מרכזיים, למדיניות מבוססת כללים, שהיא אחידה לכל המדינות.

בניגוד לבית המשפט הגרמני, בית המשפט האירופי שהדיון הועבר להכרעתו הכשיר את תגובת הבנק המרכזי למשבר. השופטים האירופים לא הכחישו כי ל-OMT יש השלכות פיסקליות וסלקטיביות, אך טענו כי מדובר בהשלכות לא מכוונות שהן בגדר תוצר לוואי של פעילות הבנק, וכי מטרת הבנק המרכזי אכן היתה לתקן את מערכת ההעברה של המדיניות המוניטרית. "העובדה שהתוכנית [לרכישת איגרות חוב] עשויה לתרום גם ליציבות של אזור האירו, מטרה שהיא בתחום המדיניות הכלכלית [...] אינה עומדת בניגוד להכרעתנו". להצדקת עמדתם כתבו השופטים כך:

יכולתה של המערכת האירופית של בנקים מרכזיים [European System of Central Banks] להשפיע על רמת המחירים באמצעות מדיניות מוניטרית תלויה במידה רבה בהעברה של "דחפים" [impulses] שהבנק המרכזי שולח למגזרים הכלכליים דרך השווקים הפיננסיים. אם מנגנון ההעברה של המדיניות המוניטרית מופרע, הדבר צפוי להוביל לחוסר אפקטיביות של החלטות המערכת האירופיות של בנקים מרכזיים ולפגוע באחדותה של המדיניות המוניטרית. כיוון שפגיעה במערכת ההעברה פוגעת באפקטיביות של מכשירי המדיניות של מערכת הבנקים המרכזיים

באירופה, היא פוגעת גם ביכולתו של הבנק המרכזי להבטיח יציבות מחירים. לכן, אמצעים שנעשה בהם שימוש כדי לשמר את מנגנון ההעברה יכולים להיחשב כחלק מהמטרות הראשוניות (של הבנק המרכזי) כפי שפורטו בסעיף 1127(1) של ה-TFEU.⁴⁶

השופטים האירופאים הכשירו את המדיניות הלא-סטנדרטית של הבנק של אירופה, אך בד בבד הם ריסקו את אחד מעקרונות המשילות היסודיים של האיחוד האירופי – וכן של תפיסת המשילות הליברלית – שלפיה על הבנק המרכזי לפעול על פי כללים שקופים וברורים. אסטרטגיית ההצדקה של בית המשפט האירופי מציגה פרשנות מרחיבה מאוד לגבי סוג הפעולות שהבנק המרכזי רשאי להפעיל כדי "לתקן את מערכת ההעברה של המדיניות המוניטרית". מהכרעת בית המשפט האירופי, גם אם הדבר לא נאמר במפורש, אפשר להסיק כי השמירה על קיומו של האיחוד האירופי מצדיקה סטייה מעקרונות של ממשל מבוסס-כללים.

בניגוד לעמדת בית המשפט האירופי, המשפטן הגרמני כריסטיאן יורגס (Joerges) טוען כי גם אם נקבל את הטענה כי הבנק המרכזי פעל באופן היחיד האפשרי כדי להציל את האיחוד מקריסה, יש לאסור עליו להשתמש בכלים אלה משום שהם אינם חוקתיים. האיחוד האירופי הוקם על יסודות "פילוסופיית היציבות", שמקורה במחשבה האורדו-ליברלית אשר "מהווה את הבסיס והתוכן של החקיקה הגרמנית לכניסה לאיחוד" (German Act of Accession), ולכן יש להיצמד אליה גם במחיר פירוק האיחוד. יורגס מבסס את טענתו על פסיקה של בית המשפט האירופי משנת 1994, שלפיה "אם יתברר שאי אפשר להשיג איחוד מוניטרי ללא איחוד פוליטי (שעדיין אינו רצוי), תידרש החלטה פוליטית חדשה כדי לקבוע איך להמשיך הלאה".⁴⁷ על כן, לתפיסת בין המשפטן הגרמני, אם התגובה הנאותה למשבר עומדת בניגוד לעקרונות משילות ליברליים, יש להעדיף את ההיצמדות לעקרונות על פני הצלת האיחוד.

יורגס מצביע על דילמה אירופית שיש לה השלכות רחבות יותר: האם מוסדות המשילות הפיננסית צריכים לתעדף את השמירה על הכללים או את השמירה על הקיום? בעוד שעל פי פרדיגמת המשילות הליברלית שמירה על הכללים היא תנאי לשמירה על הקיום, בעידן שלאחר המשבר הכלכלי העולמי מתקיים מתח בין העיקרון החוקתי-מקצועי של שמירה על הכללים ובין הצורך לשמור על יציבות המערכת. אין דרך מעודנת יותר לנסח זאת.

בשנים שחלפו מאז המשבר הפיננסי עשו מדינות אירופה מאמצים כדי לצמצם את המתח הזה באמצעות הקמת מוסדות משילות נוספים שישמרו על יציבות פיננסית, והקימו את המנגנון האירופי ליציבות (European Stability Mechanism) ואת איחוד הבנקאות האירופית (European Banking Union).⁴⁸ שינויים אלה פתרו את הבעיה הכלכלית, אך לא את הבעיה הפוליטית-משפטית: מוסדות האיחוד האירופי קיבלו סמכויות כמו-ריבוניות בעלות אופי סלקטיבי, בניגוד לעקרונות היסוד שאפיינו את חוקת האיחוד האירופי. האיחוד האירופי נעשה יציב יותר, אך במחיר של מתח פנימי בין המבנה המשפטי הבין-מדינתי שלו למציאות המוסדית המעניקה למוסדות מקצועיים ולא-נבחרים סמכויות כמו-ריבוניות.

המקרה של אירופה מלמד כי שמירה על יציבותה של מערכת פיננסית בינלאומית דורשת העברה של סמכויות כמו-ריבוניות למוסדות בינלאומיים הממלאים תפקיד של הלוואה לשעת

דחק. כמו כן, הפונקציה של הלוואה לשעת דחק, על אף שהיא דורשת סמכויות כמו-ריבוניות, אינה יכולה להתבצע על ידי ממשלות נבחרות הנתונות למגבלות פוליטיות מקומיות ואינן יכולות להגיב מהר מספיק למשברים פיננסיים. הפרק הבא יראה כי מסקנה זו מקבלת חיזוק גם מן המקרה של הבנק הפדרלי.

הבנק הפדרלי ותפקידו כמלווה לשעת דחק

הרשות המוניטרית האמריקנית – The Federal Reserve System – או הבנק הפדרלי של ארצות הברית, שונה מאוד באופייה, במבנה ובמטרותיה מן הבנק האירופי. שני הבנקים המרכזיים התפתחו בהקשרים היסטוריים שונים והושפעו ממסורות אינטלקטואליות שונות. אולם פעילותם של מוסדות משילות פיננסית בעשורים האחרונים מושפעת מגורמים גלובליים. לכן, אני טוען כאן, הדילמות היסודית שמוסדות אלו מתמודדים איתן דומות. סמכויותיו של הבנק הפדרלי מושתתות על החוק המטיל על הרשות המוניטרית האמריקנית שתי מטרות עיקריות: יציבות מחירים וצמיחה. התיקון לחוק הבנק הפדרלי משנת 1977 קובע כך:

The Board of Governors of the Federal Reserve System and the Federal Open Market Committee shall maintain long run growth of the monetary and credit aggregates commensurate with the economy's long run potential to increase production, so as to promote effectively the goals of maximum employment, stable prices and moderate long-term interest rates.

בהשוואה בינלאומית, ניסוח כזה של מטרות הבנק המרכזי האמריקני מספק לו עצמאות חוקתית מצומצמת ביחס לרשות הפיסקלית, וזאת מכיוון שהבנק נדרש לייחס משקל זהה לצמיחה וליציבות המחירים. המחויבות לצמיחה נותנת לממשל לגיטימציה להפעיל לחצים על הבנק המרכזי. יתר על כן, החוק מספק לרשות המוניטרית האמריקנית סמכויות לשמש כמלווה לשעת דחק. סעיף 13.3 בחוקת הבנק הפדרלי מציין כי בתנאים מיוחדים יש למועצת הנגידים של הרשות סמכות לבצע עסקאות עם מוסדות בנקאיים ועם כל מוסד פרטי בשווקים הפיננסיים:

In unusual and exigent circumstances, the Board of Governors of the Federal Reserve System [...] may authorize any Federal reserve bank, during such periods as the said board may determine, at rates established in accordance with the provisions of section 14, subdivision (d), of this Act, to discount for any participant in any program or facility with broad-based eligibility, notes, drafts, and bills of exchange when such notes, drafts, and bills of exchange are indorsed or otherwise secured to the satisfaction of the Federal Reserve bank: Provided, that before discounting any such note, draft, or bill of exchange, the Federal reserve bank shall obtain evidence that such participant [...] is unable to secure adequate credit accommodations from other banking institutions.

סעיף זה הוסף לחוקת הבנק בשנת 1932 כחלק מה-Emergency Relief and Construction Act, כדי לאפשר לבנק הפדרלי לספק נזילות למוסדות הפיננסיים במסגרת מדיניות הניו דיל. בניגוד למסורת המוניטרית האירופית, שעוצבה על רקע הניסיון של מדינות האזור לייצר אזור כלכלי אחיד, המסורת המוניטרית בארצות הברית עוצבה על רקע השפל הגדול והניסיון לייצב ולנהל מערכת בנקאית מבוזרת. הבדלים אלה מסבירים לפחות חלק מן הסמכויות הרחבות והגמישות של הבנק הפדרלי.

כל הנאמר לעיל על הבסיס החוקתי של הרשות המוניטרית האמריקנית חותר לכאורה תחת הטענה המרכזית של המאמר, שלפיה התנהלות הבנקים המרכזיים במהלך המשבר חרגה מכללי הפעולה הליברליים. לכאורה ניתן לטעון כי למועצת הנגידים של הרשות המוניטרית האמריקנית ניתנו סמכויות מלאות לפעול כמלווה לשעת דחק, ועם פרוץ המשבר היא פעלה בהתאם לתקנות אלו. מבחינות אלו המקרה האמריקני אינו מובהק כמו המקרה האירופי, אך דווקא משום כך הוא מקרה בוחן מוצלח: למרות הנסיבות השונות, גם במקרה הזה הטענה הכללית שהצגתי עומדת בעינה.

המנדט הפורמלי של הבנק הפדרלי גמיש יותר מזה האירופי, אולם הוא אינו משקף את אופן התנהלות הבנק בשנות השמונים והתשעים. בפועל, הבנק הפדרלי פעל בהתאם לפרדיגמת משילות מבוססת-כללים. בשנות השמונים והתשעים, תחת הנהגתם של פול וולקר (Volcker) ואלן גרינספן (Greenspan), הבנק הפדרלי סיגל לעצמו גישה מוניטרית שמרנית הרבה יותר מכפי שקבע החוק. מועצת הנגידים של הבנק ייחסה משקל רב ליציבות מחירים והמעטיה בחשיבותן של מטרות אחרות. מחקרים מראים כי בתקופתו של גרינספן צמצמו מועצת הבנק (Board of Governors) והוועדה הפדרלית לפעולות בשוק הפתוח (Federal Open Markets Committee) באופן ניכר את חשיבותה של תעסוקה וצמיחה ביחס למטרה של יציבות מחירים.⁴⁹ ההתמקדות ביציבות המחירים תאמה את הפרדיגמה המקובלת בתקופה זו, שלפיה צריך בנק מרכזי להשתמש במכשיר אחד – מדיניות ריבית – כדי להשיג מטרה אחת – יציבות מחירים.⁵⁰ ביחס ליציבות פיננסית, העמדה של הבנק הפדרלי – עד כמה שאפשר לייחס למוסד מורכב עמדה מוצהרת – היתה כי ההתמקדות של הבנק המרכזי בהשגת יציבות מחירים תבטיח גם יציבות פיננסית. במאמר שנכתב לפני המשבר טען בן ברננקי כי "מדיניות מוניטרית המכוונת למטרת אינפלציה גמישה (flexible inflation targeting) מספקת מסגרת אחידה ואפקטיבית להשגת יציבות מקרו-כלכלית ויציבות פיננסית. בהינתן מחויבות חזקה ליציבות של ציפיות אינפלציוניות, "אין צורך ואין זה רצוי שהמדיניות המוניטרית תגיב לשינויים במחירי נכסים".⁵¹ גישה זו, שכונתה "הדוקטרינה של גרינספן", גרסה כי לבנקים המרכזיים אין דרך מעשית לקבוע מתי השווקים הפיננסיים נמצאים בבעיה ומתי עליית המחירים של הנכסים הפיננסיים משקפות את התנאים הכלכליים.⁵² בנאום שנשא ב-2005 טען גרינספן כי "באופן כללי, אסדרה פרטית (private regulation) הוכיחה כי היא יעילה הרבה יותר בהגבלת סיכונים עודפים [בשווקים הפיננסיים] ביחס לפיקוח ממשלתי".⁵³ דוקטרינת גרינספן התמקדה בשאלת תגובתם של בנקים מרכזיים לבעות פיננסיות לפני הקריסה. היא לא עסקה ישירות בשאלת תפקידו של הבנק המרכזי כמלווה

לשעת דחק, אך היא עולה בקנה אחד עם תפקיד פסיבי יחסי של הבנק, גם במקרה של משבר. אחרי משבר הסאב-פריים שינה הבנק הפדרלי את עמדתו. בעדותו בקונגרס הודה גרינספן בכישלון הדוקטרינה הקרויה על שמו וטען כי נמצאה "טעות" באידיאולוגיה שלפיה הרגולציה העצמית של השווקים מספיקה כדי לשמור על יציבות פיננסית,⁵⁴ וכך טען גם ברננקי.⁵⁵ בספרים שכתב לאחר פרישתו מן הבנק הפדרלי צמצם ברננקי את מידת החדשנות שרבים רחשו למדיניותו, והדגיש בכל הזדמנות כי מקור ההשראה למדיניות הבנק נבע מגישתו הכלכלית של מילטון פרידמן, אשר חקר את השפל הגדול יחד עם הכלכלנית אנה שוורץ והטיל את האחריות לעומק המשבר על חוסר המעש של הבנק הפדרלי. "אני רוצה להגיד למילטון ואנה", כתב ברננקי, "אתם צדקתם, אנחנו [הבנק הפדרלי] גרמנו לו. אנחנו מאוד מצטערים, אבל בזכותכם לא נעשה זאת שוב".⁵⁶ באחד הספרים שכתב בעקבות המשבר על ההיסטוריה של הבנק הפדרלי הקדיש ברננקי דיון נרחב לתפקיד הבנק כמלווה לשעת דחק. לטענתו, במהלך השפל הגדול טעה הבנק הפדרלי משום ש"לא קרא את המנדט שלו".⁵⁷

הטענה שמציג ברננקי, שלפיה אין דבר חדשני או יוצא דופן במדיניות הבנק במהלך המשבר, תואמת את ניסיונו להגן על מדיניות הבנק הפדרלי מול הביקורת הקשה שספג. אולם לא ניתן לקבל טענה זו מבלי שנבחן אותה עובדתית. כפי שנראה בהמשך, כאשר סוקרים את מדיניות הבנק הפדרלי על רקע המנדט שלו, המקנה לו סמכויות לשמש כמלווה לשעת דחק, נמצא כי בפועל הבנק השתמש באמצעים שהרחיבו מאוד את הגדרת התפקיד הזה. אפשר אפילו לומר שברננקי הגדיר מחדש את המונח.

באג'ט המליץ שהבנק המרכזי ייתן הלוואות למוסדות בנקאיים פרטיים הסובלים מקשיי נזילות (illiquid) אך הם בעלי פירעון (solvent) בריבית גבוהה ביחס למחירי השוק, ותמורת ביטחונות טובים. המלצותיו, גם אם מפרשים אותן באופן מרחיב, לא היו יכולות למנוע קריסה של מערכת פיננסית מבוססת-שוק בעלת אופי גלובלי. כדי למנוע קריסה של המערכת הפיננסית האמריקנית נדרש הבנק הפדרלי לעשות הרבה יותר מאשר להלוות באופן חופשי. הבנק הפדרלי סיפק הלוואות גם למוסדות פיננסיים חדלי פירעון, משום שבזמן אמת אי אפשר להבחין בין חוסר נזילות לחדלות פירעון.⁵⁸ הבנק סיפק אשראי בריבית נמוכה, כמעט אפסית, ותמורת נכסים "רעילים".⁵⁹ יתר על כן, במהלך המשבר ספק הבנק הפדרלי נזילות לא רק לבנקים, אלא גם לשווקים הפיננסיים ואף למוסדות כלכליים יצרניים. משום כך תיארו חוקרים את פעילותו כסוחר לשעת דחק (⁶⁰dealer of last resort) או עושה שוק לשעת דחק (market maker of last resort).⁶¹ בנוסף, הוא סיפק הלוואות דולריות למוסדות פיננסיים לא-אמריקניים.

הרחבת ההגדרה של תפקיד המלווה לשעת דחק הוצדקה כלכלית בטענה כי השווקים הפיננסיים ממלאים תפקיד של "בנקאות צללים" (shadow banking), "הכוללת מוסדות הלוקחים חלק בעסקאות אשראי בדומה לבנקים, אך אין להם גישה או צורך בגישה לאשראי מהרשות המוניטרית והם אינם נתונים לפיקוח בנקאי".⁶² הספקת נזילות לשעת דחק לשווקים פיננסיים היא הכרעה שאינה ברורה מאליה: שווקים פיננסיים – בניגוד לבנקים – ידועים בחוסר יציבותם, והמשקיעים אמורים להביא זאת בחשבון. עד למשבר, פרישה של רשת ביטחון פיננסית תחת

המשקיעים בשווקים אינה כלולה במסגרת ההגדרה המקובלת של מלווה לשעת דחק. אף על פי כן, הבנק הפדרלי פעל באופן אקטיבי ל"הזרקה" של נזילות לשווקים שונים במגזר הפיננסי באמצעות פעילות בכל אחד מן המגזרים ובאמצעות רכישה של נכסים פיננסיים אופייניים.⁶³

בדומה לפעילותו של הבנק המרכזי של אירופה, גם הבנק הפדרלי יצא במסע רכישות של איגרות חוב ממשלתיות ונכסים אחרים של גופים פדרליים. בסבב הראשון של ההרחבה הכמותית שהוכרז בנובמבר 2008 רכש הבנק הפדרלי חוב של 200 מיליארד דולר מסוכנויות פדרליות, וחוב של 1,250 מיליארד בצורה של נכסים מגובי-משכנתא (MBS). בסבב השני, שהוכרז בנובמבר 2010, הוסיף הבנק לסל הנכסים שרכש גם איגרות חוב של הממשל הפדרלי בהיקף של 600 מיליארד דולר. תקופת הפירעון של האיגרות הגיעה ל-30 שנה.⁶⁴ בסבב השלישי של הרחבה כמותית, שהוכרז בספטמבר 2012, קבע הבנק הפדרלי קצב רכישות חודשי של 85 מיליארד דולר שכלל איגרות חוב ממשלתיות, סוכנויות פדרליות ונכסים מגובי-משכנתא. מ-2013 עד סוף 2016 הגיע היקף הרכישות לכ-1.7 טריליון דולר. בין ינואר 2008 לאוגוסט 2016 הגדילה מדיניות ההרחבה הכמותית את ההחזקות של הבנק הפדרלי בנכסים ציבוריים פי ששה, והיקף ההחזקות של הבנק הפדרלי גדל פי 5.7. היקף הנכסים שרכש הבנק הפדרלי, האופי הציבורי של הנכסים וכן תקופת הפירעון הארוכה שלהם שינו מן היסוד את הפוזיציה של הבנק המרכזי בכלכלה הפוליטית האמריקנית.

אחד ההיבטים הייחודיים של התנהלות הבנק הפדרלי קשור למעמדו הבינלאומי של הדולר. כאמור, הגלובליזציה של השווקים הפיננסיים פירקה את המתאם המשולש בין הטריטוריה הכלכלית, טריטוריית המטבע והטריטוריה הריבונית.⁶⁵ משמעות הדבר היא שהבנק הפדרלי הפך בעל כורחו למלווה גלובלי לשעת דחק. במהלך המשבר העניק הבנק הפדרלי נזילות בהיקף נכבד למוסדות פיננסיים זרים. המוסדות הזרים הגדולים קיבלו ממנו הלוואות ישירות עם הבנק הפדרלי (Central Bank Swap Lines, CBSL). היקפן של עסקאות אלו הגיע ל-580 מיליארד דולר. לשם השוואה, בסוף 2011 עמד היקף הנכסים של הבנק הפדרלי על כ-3 טריליון דולר. עם פרוץ משבר הסאב-פריים באוקטובר 2008, כ-70 אחוזים מהלוואות החירום של הבנק תועלו למוסדות בנקאיים מחוץ לארצות הברית, ישירות או דרך תיווך של בנקים מרכזיים.⁶⁶ לטענת ברוז (Broz), העובדה שהבנק הפדרלי סיפק נזילות למוסדות הפועלים מחוץ לריבונות האמריקנית עומדת בניגוד למנדט שלו.⁶⁷ גם במקרה זה, התפקיד שהבנק לקח על עצמו כמלווה גלובלי לשעת דחק הוצדקה בדיעבד בקריסה הכלכלית שהצליח למנוע. במילים אחרות, "הצורך" הצדיק סטייה מעקרונות משילות ליברליים.

בדומה לביקורת שעוררה התנהלות הבנק המרכזי של אירופה, גם התנהלות הבנק הפדרלי גררה ביקורת ציבורית קשה. ראשית, נטען כי מדיניות הבנק המרכזי מהווה העברה של נכסים ממיין סטריט לזול סטריט, כלומר מהעובדים, העסקים הקטנים והמשקיעים הבודדים למגזר הפיננסי והתאגידים הבינלאומיים. קווין וורש (Warsh) ממועצת הנגידים של הבנק הפדרלי לשעבר האשים את הבנק שהוא מבצע מדיניות של "רובין הוד מהופך" (reverse Robin Hood) (policy),⁶⁸ על רקע הטענה כי מדיניות "הכסף הקל" איפשרה לבעלי הנכסים לצבור עוד נכסים

באשראי זול, בעוד חסרי הנכסים נותרו מחוץ למשחק הפיננסי, שמומן למעשה בכספם. ברננקי, נטען, הציב את האינטרסים של וול סטריט מעל לאינטרס של מיינ סטריט. מדיניות הבנק הפדרלי שהוביל ברננקי ספגה ביקורות קשות ואף קיצוניות בקונגרס, מצד הרפובליקנים והדמוקרטים כאחד. הפליא בביקורתו הנציג הרפוליקני רון פול, אשר הגיש הצעה להגברת השקיפות של הבנק הפדרלי. בנאומו תקף פול את ברננקי ואת הפדרל ריזורב על כך שאינם פועלים לטובת האינטרסים האמריקניים:

הטעון של ברננקי לטובת ההגנה על עצמאות הבנק הפדרלי נועד למעשה לשמור על הסודיות של הבנק. היו"ר ברננקי סיכם את דבריו וטען כי "אמריקה זקוקה לבנק מרכזי חזק" – כלומר קרטל – "א-פוליטי" – כלומר [מקושר] לגולדמן סאקס – "עצמאי" – כלומר סודי – "בעל כלים הנדרשים לשם שמירה על יציבות פיננסית, בשיאו של משבר פיננסי מזעזע, וכדי לעזור להוביל את הכלכלה להבראה ללא אינפלציה". אמונה זו היא חלום שיהפוך יום אחד לסיוט של כל האמריקנים, אלא אם כן ניקח את עצמנו בידיים, נעצור את ההוצאות הפרועות, את הגירעונות חסרי האחריות, את הדפסת הכסף, את הרגולציות הבירוקרטיות המיותרות ואת האימפריה העולמית המיותרת.⁶⁹

ברני סנדרס, בעל העמדות הסוציאל-דמוקרטיות, תמך בגרסה של אותו חוק, והפנה כלפי ברננקי ביקורת מושחתת לא פחות:

מאז תחילת המשבר הפיננסי סיפק הפד [הבנק הפדרלי] יותר מ-2 טריליון דולר של כספי הלוואות מגובות בכספי משלמי המיסים ועזרה פיננסית נוספת לחלק מן המוסדות הפיננסיים והתאגידים הגדולים בעולם. אני חוזר: יותר מ-2 טריליון דולר. כחבר בוועדת התקציב, שאלתי לפני יותר משנה את בן ברננקי, יו"ר הפד, שאלה פשוטה מאוד: מר ברננקי, אתם הלוויתם 2 טריליון דולר. מי קיבל את הכסף? מה היו התנאים [של הלוואות]? תשובתו של ברננקי היתה: לא; אני לא מתכוון להגיד לך, סנטור סנדרס. אני לא מתכוון להגיד לוועדת התקציב, ואני לא מתכוון להגיד לעם האמריקני.⁷⁰

הביקורת של רון פול וברני סנדרס תואמת את המאפיינים של הלוואה לשעת דחק. שניהם מצביעים על כך שהבנק הפדרלי סיפק הלוואות בתנאים נוחים מאוד באופן סלקטיבי, ללא פיקוח חיצוני ותוך שמירה על עמימות. במאמר זה אני טוען כי הביקורת של פול וסנדרס נכונה, אך הם אינם מתמודדים עם השאלה אם הבנק הפדרלי יכול היה למנוע קריסה כלכלית תוך שמירה על כללים שקופים.

את נקודת המבט של הבנק הפדרלי הציג ברננקי באמצעות המשל הבא: אם השכן שלך נרדם עם סיגריה וגרם לשריפה, האם תניח לבית שלו לבעור כדי ללמד אותו לקח, תוך סיכון השכונה כולה, או תזמין את מכבי האש ותמצא דרכים אחרות להעניש אותו?⁷¹ גם הכלכלן צ'רלס גודהרט שהיה חבר הוועדה המוניתרית של הבנק של אנגליה ניסח את אותה דילמה:

כאשר שווקים פיננסיים מסוימים אינם מתפקדים כשורה, לוויים בשוק זה סובלים ביחס לשאר הכלכלה. האם על הבנק המרכזי להתערב בשוק הזה באופן ישיר, כדי

לשקם את הסטטוס קוו הקודם, ובכך לייצב מצב של חלוקה נכסים לא רצויה; או שלהתערבות יש השלכות חלוקתיות שבנקים מרכזיים צריכים להימנע מהן? לתומכים נלהבים של תיאוריית השווקים היעילים אין פה שאלה. לכל האחרים, הסוגיה מורכבת הרבה יותר. מדיניות האשראי של הפד [...] מדגימה זאת. בפועל, שאלות מסוג זה ייענו קרוב לוודאי ובדרך כלל באופן פרגמטי: "הצרכים מחייבים" (needs must); ותגובה פרגמטית כזו עדיפה לדעתי על פני זו שמבוססת על אידיאולוגיה תיאורטית.⁷²

הגישה הפרגמטית שגודהרט מדבר עליה – ש"הצורך" כופה על הבנקאי המרכזי פעולה שאינה נגזרת מעקרונות כלכליים או חוקתיים מופשטים – עומדת ביסוד הפוליטיקה החדשה של המוסדות הפיננסיים, המייחסת משקל גדול מבעבר לתפקידם כמלווים לשעת דחק. המקרה של הבנק הפרדלי כפי שפרשתי אותו לעיל מראה כי למרות המנדט הגמיש של הרשות המוניטרית האמריקנית, המשבר המקומי והגלובלי לא איפשר לו להתנהל בהתאם לכללי משילות מקובלים בחברות ליברליות ודמוקרטיות.

אם כן, אף כי לכאורה ההתנהלות של הבנק הפרדלי היתה צפויה להיות "סטנדרטית" יותר מזו של הבנק האירופי, הדילמות שברננקי התמודד איתן היו דומות מאוד לאלו שאיתן התמודד דראגי. בשני המקרים הרשויות המוניטריות, שהורגלו להתמקד בשמירה על יציבות מחירים בתוך הטריטוריה המוניטרית שעליה הופקדו, אולצו לקחת על עצמם את תפקיד השמירה על יציבות המערכת המוניטרית-פיננסית שכיום היא גלובלית במהותה. בהיעדר תגובה נאותה של הממשלות ושל הארגונים הבין-ממשלתיים הבינלאומיים, הבנקים המרכזיים הדומיננטיים מצאו עצמם בעמדה כמו-ריבונית בלי שהחוק הסמיך אותם לכך. עמדה כמו-ריבונית זו, אף על פי שהיא הכרחית ליציבות הקפיטליזם הגלובלי, חותרת תחת ההיגיון הליברלי של שלטון החוק, העיקרון הדמוקרטי של שלטון העם, והעיקרון הריבוני שלפיו הרשויות אחראיות אך ורק לפעילות הכלכלית המתרחשת בשטחן.

סיכום ומסקנות

תהליך הפיננסיאליזציה שהתרחש במחצית השנייה של המאה העשרים הוא אחד הגורמים המשמעותיים שעיצבו את הקפיטליזם העולמי ואת אופני המשילות הכלכליים בתקופה זו. הגידול המהיר בהיקף החוב ביחס לפעילות הריאלית הפך את הכלכלה העולמית למערכת הנתונה למשברים תכופים יותר ביחס לתקופת ברטון וודס, אך מוסדות המשילות הפיננסיים לא עברו שינוי מקביל. מאמר זה טען כי בעקבות המשבר התרחשו שינויים הדרגתיים בפרדיגמה של המשילות הפיננסית, אך הן לא לוו בשינויים חוקתיים ופוליטיים. כך נוצר פער בין הפרקטיקה של מוסדות המשילות הפיננסיים מצד אחד, והלגיטימציה המשפטית והפוליטית שלהם מצד שני. במסגרת פרדיגמת המשילות הפיננסית הליברלית, נדחקה לשוליים הפונקציה של ההלוואה לשעת דחק כמרכיב הכרחי במבנה המוסדי של המשילות הפיננסית, וזאת בהסתמך על גופי ידע כלכליים שהבנו את חוסר היציבות הפיננסית כסימפטום של הכלכלה הריאלית ולא כבעיה פיננסית. המאמר

טען כי בעקבות המשבר והצורך למנוע קריסה של המערכת הכלכלית נאלצו בנקים מרכזיים לסטות מן הפרדיגמה הליברלית, לקבל על עצמם את הפונקציה של הלוואה לשעת דחק, ולממש אותה באופן העומד בניגוד לעקרונות של פרדיגמת המשילות הישנה. כתוצאה מכך נוצר משבר לגיטימציה: מוסדות המשילות הפיננסיים פועלים ללא מסד משפטי ופוליטי ברור, במובן זה שעוצמתם גדולה מזו שהחוק מקנה להם. פער זה בין החוק לפרקטיקה מתבטא בשתי צורות: העברה של סמכויות כמו-ריבוניות לגוף שבסיס הלגיטימציה שלו מקצועי; ובמקרה של הבנק הפדרלי – רשות הפועלת מכוח סמכות ריבונית אמריקנית מתפקדת כמלווה לשעת דחק למוסדות בטרטוריות ריבוניות אחרות. יש הטוענים כי אותה תגובה לא-שגרתית למשבר היתה זמנית, וכי עם החזרה ליציבות יחזרו הבנקים המרכזיים לקו המדיניות שאפיין אותם בעבר.⁷³ טענה זו מתעלמת מעובדה המוכרת למי שעוסק בשינוי של מוסדות לאורך זמן: לקובעי המדיניות אין שליטה מלאה על המוסדות שהקימו. מרגע שמוסד נמצא על מסלול היסטורי מסוים, נדרשים זמן ומאמצים רבים כדי לשנותו. תגובת הבנקים המרכזיים למשבר הציבה אותם על מסלול מוסדי חדש: הם נטשו את העיקרון הישן שגרס כי עליהם להתמקד אך ורק במניעת אינפלציה, ובתחום זה הם איבדו את אמון הציבור, אך יצרו לעצמם מוניטין (credibility) כמלווים לשעת דחק. מבחינה זו, את המשבר והתגובה לו יש להבין כסוג של "טראומה" שתישאר צרובה בזיכרון הקולקטיבי של השווקים ושל קובעי המדיניות בשנים הבאות ותשפיע על התנהגותם.

ההצבעה על הפער בין הפרקטיקה של המוסדות הפיננסיים למסד המשפטי שלהם חשובה מכמה בחינות. ראשית, חלק מאסטרטגיית הלגיטימציה של פרדיגמת המשילות הליברלית התבסס על ההלימה בין הטוב הכלכלי, הטוב המשפטי והטוב הפוליטי. משטר השוק החופשי – ובפרט השוק החופשי של חוב – הוצג לא רק כיעיל יותר כלכלית, אלא גם כהוגן, חופשי ודמוקרטי יותר. המשמעות של הטענה המוצגת במאמר זה היא שגם אם הליברליזציה הפיננסית תרמה ליעילות כלכלית, יש לה מחיר מבחינת יכולתה של המערכת לעמוד בסטנדרטים המשפטיים והפוליטיים שהיא הציבה לעצמה. לכן, אם ההלימה בין הטוב הכלכלי, המשפטי והפוליטי נשברת, שאלת הפיננסיאליזציה ומחיריה הופכת להיות שאלה פוליטית מובהקת.

הערות

1. אני רוצה להודות להערותיו המועילות של נועם יורן וכן להערותיהם של הקוראים האנונימיים על גרסאות קודמות. תרגומים של טקסטים בשפות זרות נעשו על ידי הכותב. ציטוטים של חוקים פורמליים הובאו בשפת המקור.

2. Fritz W. Scharpf, *Governing in Europe: Effective and Democratic?* (Oxford University Press, 1999).

3. Allison Christians, "Sovereignty, Taxation, and Social Contract", *Minnesota Journal of International Law* 18 (2008): 99–153.

4. C. D. Zimmermann, "The Concept of Monetary Sovereignty Revisited", *European Journal of International Law* 24 (3) (August 1, 2013): 797–818.

- James M Buchanan, Robert D Tollison, and Gordon Tullock (eds.), *Toward a Theory of the Rent-Seeking Society* (College Station: Texas A & M University, 1980). 5
- Alberto Alesina, James Mirrlees, and Manfred J. M. Neumann, "Politics and Business Cycles in Industrial Democracies", *Economic Policy* 4 (8) (April 1, 1989): 57-98. 6
- Richard C. K. Burdekin, "Seigniorage", in *The Princeton Encyclopedia of the World Economy*, ed. Kenneth A. Reinert et al. (Princeton University Press, 2010), 992-94. 7
- פרידריך האייק, חוקת החירות (ירושלים הוצאת שלם 2013), 25. 8
9. מחקרים על ההשפעות החלוקתיות של מדיניות מוניטרית מצביעים על השפעות שונות על האי-שוויון בהתאם להגדרתו ולתנאים המוסדיים המקומיים. למשל, מדיניות מוניטרית שמרנית הובילה לעלייה באי-שוויון בהכנסה בארצות הברית (Olivier Coibion et al., "Innocent Bystanders? Monetary Policy and Inequality in the U.S.", Working Paper (National Bureau of Economic Research, June 2012), Ayako Saiki and Jon Frost, "How Does Unconventional Monetary Policy Affect Inequality? Evidence from Japan", DNB Working Paper No. 423 (Amsterdam: De Nederlandsche Bank; Fernando Ballabriga and Karen Davtyan, "The Distributive Impact of Monetary Policy: Evidence from the UK", ESADE WORKING PAPER N° 269 (Barcelona: ESADE, 2017). לעומת זאת, מחקר של הבנק המרכזי הגרמני טוען כי ההשפעה של מדיניות מוניטרית סטנדרטית על אי-שוויון זניחה (Bundesbank, "Distributional Effects of Monetary Policy", Deutsche Bundesbank Monthly Report, September 2016), 13-36. מחקרים אחרים מראים כי למדיניות מוניטרית שמרנית יכולה להיות השפעה שלילית על אבטלה אם כוח המיקוח של העובדים נמוך (Peter A. Hall and Robert J. Franzese, "Mixed Signals: Central Bank Independence, Coordinated Wage Bargaining, and European Monetary Union", *International Organization* 52 (3) (ed 1998): 505-535; Torben Iversen, "Wage Bargaining, Central Bank Independence, and the Real Effects of Money", *International Organization* 52 (3) (ed 1998): 469-504).
- Charles Enoch, *Transparency in Central Bank Operations in the Foreign Exchange Market* (International Monetary Fund, 1998). 10
- Eric Helleiner, *States and the Reemergence of Global Finance: From Bretton Woods to the 1990s* (New York: Cornell University Press, 1996). 11
- Fabrizio Saccomanni and Simone Romano, "A Coordinated Approach to Foster Sustainable Growth and Financial Stability", in *Challenges for Global Macroeconomic Stability and the Role of the G7: Proceedings of a Conference Organized by IAI Rome, 27 and 28 March 2017*, ed. Fabrizio Saccomanni and Simone Romano (Edizioni Nuova Cultura, 2017). 12
- Carmen M. Reinhart and Kenneth Rogoff, *This Time Is Different: Eight Centuries of Financial Folly* (Princeton: Princeton University Press, 2011). 13

- Andrew Baker, “The Gradual Transformation? The Incremental Dynamics of Macroprudential .14
Regulation”, *Regulation & Governance* 7 (4) (2013): 417–434
- Forrest Capie, Charles. A. E Goodhart, and Norbert Schnadt, “The Development of Central .15
Banking”, in *The Future of Central Banking*, ed. Forrest Capie et al. (Cambridge: Cambridge
University Press, 1994), 74
(Capie et als., “The Development of Central Banking” להלן)
- Liliana Rojas-Suarez, “Domestic Financial Regulations in Developing Countries: Can They .16
Effectively Limit the Impact of Capital Account Volatility?” in *Capital Market Liberalization and
Development*, ed. Joseph E. Stiglitz and José Antonio Ocampo, The Initiative for Policy Dialogue
Series (Oxford ; New York: Oxford University Press, 2008), 230–261
- Stephany Griffith-Jones and Avinash Persaud, “The Pro-Cyclical Impact of Basel II on .17
Emerging Markets and Its Political Economy 262”, in *Capital Market Liberalization and
Development*, *ibid*, 262–287
- Eugene F. Fama, “Efficient Capital Markets: II”, *The Journal of Finance* 46 (5) (1991): 1575 .18
- המונח כלכלה ריאלית (real economy) מתייחס למוסדות הכלכליים העוסקים בייצור סחורות
ושירותים והוא מוגדר כניגוד לכלכלה הפיננסית.
19
- Walter Bagehot, *Lombard Street: A Description of the Money Market* (Cosimo, Inc., 2007) .20
(להלן Begehot, *Lombard Street*)
- שם, 53 .21
- Peter Conti-Brown, “Misreading Walter Bagehot: What Lombard Street Really Means for .22
Central Banking – New Rambler Review”, *The New Rambler* (blog), accessed July 18, 2018
- Begehot, *Lombard Street*, 38 .23
- Capie et als., “The Development of Central Banking”, 65 .24
- שם, 64 .25
- Tucker, Paul, *The Lender of Last Resort and Modern Central Banking: Principles and .26
Reconstruction* (September 2014). BIS Paper No. 79b
- D. Domanski, Richhild Moessner, and William Nelson, “Central Banks as Lender of .27
Last Resort: Experiences during the 2007–2010 Crisis and Lessons for the Future”, *Finance
and Economics Discussion Series Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs*
(Washington, D.C.: Federal Reserve Board, 2014)
- Hyman P. Minsky, “The Financial Instability Hypothesis”, *The Jerome Levy Economics .28
Institute Working Paper No. 74* (Rochester, NY: Bard College, May 1, 1992); see also Claudio
Borio, “Towards a Macroprudential Framework for Financial Supervision and Regulation?”
CESifo Economic Studies 49 (2) (2003): 181–215

- Janet L. Yellen, "A Minsky Meltdown: Lessons for Central Bankers", *FRBSF Economic Letter* .29 (2009): 1–7.
- Hyman P. Minsky, "Money and the Lender of Last Resort", *Challenge* 28 (1) (March 1985): 17 .30
- Ricardo Hausmann, "Introduction", in *Wanted: World Financial Stability*, eds. Eduardo .31 Fernandez-Arias and Ricardo Hausmann (IDB, 2000), 1
- Stefan Avdjiev, Robert N. McCauley, and Hyun Song Shin, "Breaking Free of the Triple .32 Coincidence in International Finance". Basel: Bank of International Settlements, 2015
("Avdjiev et als., "Breaking Free of the Triple Coincidence
- Dan Awrey, "Brother, Can You Spare a Dollar? Designing an Effective Framework for Foreign .33 Currency Liquidity Assistance", *Columbia Business Law Review* 934 (3) (2017): 934–1014
- Barry J. Eichengreen, Ricardo Hausmann, and Ugo Panizza, "Currency Mismatches, Debt .34 Intolerance, and the Original Sin: Why They Are Not the Same and Why It Matters", in *Capital Controls and Capital Flows in Emerging Economics: Policies, Practices and Consequences*, ed. Sebastian Edwards (Chicago, IL: University of Chicago Press, 2007), 121–69; Daniel Gros, "Global Imbalances and the Accumulation of Risk", *VoxEU.Org* (blog), June 11, 2009
- J. Lawrence Broz, *The Federal Reserve as Global Lender of Last Resort, 2007–2010* (London: .35 (London School of Economics, 2015
(Broz, *The Federal Reserve* להלן)
- Jean-Claude Trichet, "Shaping a New World: The Crisis and Global Economic Governance," .36 .Lecture at Bocconi University, Aula Magna (Milano, 2010)
- ECB's Trichet: G20 Must Tackle Global Imbalances," *Reuters*, September 27, 2009" .37
- ECB, "Verbatim of the Remarks Made by Mario Draghi", Speech by Mario Draghi, President .38 of the European Central Bank at the Global Investment Conference in London. European Central Bank, July 26, 2012
- Arie Krampf, "From Transparency to Ambiguity: The Impact of the ECB's Unconventional .39 Krampf, "From להלן Policies on the EMU", *Journal of European Integration* 38(4) (2016): 1–17
("Transparency to Ambiguity
- 40 המינוח האמריקני שונה מן המינוח האירופי. הבנק הפדרלי מכנה את הפעילות של מכירה וקנייה של ניירות ערך Open Market Operations, ואת מדיניות ההלוואות הוא מכנה מדיניות ריבית (rediscount policy)
- 41 .Krampf, "From Transparency to Ambiguity"
- 42 אף שעד היום הבנק לא עשה שימוש במכשיר, לדעת חברי המועצה של הבנק, עובדת קיומו הספיקה כדי להרגיע את המשקיעים ובכך לייצב את המערכת הפיננסית האירופית. ראו Cœuré Benoît, "Outright Monetary Transactions, One Year on", Speech by Benoît Cœuré, Member of the"

- .Executive Board of the ECB, September 2, Berlin (European Central Bank, 2013)
- Jörg Bibow, “The Euro’s Savior? Assessing the ECB’s Crisis Management Performance and .43
Potential for Crisis Resolution”, Levy Economics Institute of Bard College, 2015
- GFCC, “Bundesverfassungsgericht – Press – Principal Proceedings ESM/ECB: .44
Pronouncement of the Judgment and Referral for a Preliminary Ruling to the Court of Justice of
.the European Union” (Federal Constitutional court, February 7, 2014)
- .ש.ם. .45
- CJEU, “The OMT Programme Announced by the ECB in September 2012 Is Compatible .46
with EU Law” (Court of Justice of the European Union, PRESS RELEASE No. 70/15,
.Luxembourg, June 16, 2015)
- Christian Joerges, “Pereat Iustitia, Fiat Mundus: What Is Left of the European Economic .47
Constitution after the Gauweiler Litigation?” *Maastricht Journal of European and Comparative
.Law* 23 (1) (2016): 99–119
- Stefaan De Rynck, “Banking on a Union: The Politics of Changing Eurozone Banking .48
.Supervision”, *Journal of European Public Policy* (March 16, 2015): 1–17
- .Thomas I. Palley, “The Questionable Legacy of Alan Greenspan”, *Challenge* 48 (6) (2005): 5–19 .49
- Stanley Fischer, “Fifty Years of Monetary Policy: What **ראו דיין על הנושא אצל סטנלי פישר**: .50
Have We Learned?” in *Reserve Bank of Australia 50th Anniversary Symposium*, ed. Christopher
.Kent and Michael Robson (Sydney: Reserve Bank of Australia, 2010), 38–40
- Ben Bernanke and Mark Gertler, “Monetary Policy and Asset Price Volatility”, Working Paper .51
(National Bureau of Economic Research, February 2000), 45–46
- Alan Greenspan, “Remarks by Chairman Alan Greenspan Economic Volatility at **ראו למשל**: .52
a Symposium Sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City”, Jackson Hole, Wyoming,
.August 30, 2002
- Alan Greenspan, “Remarks by Chairman Alan Greenspan, Risk Transfer and Financial .53
Stability to the Federal Reserve Bank of Chicago’s Forty-First Annual Conference on Bank
.Structure”, Chicago, Illinois, May 5, 2005
- .“Greenspan – I Was Wrong about the Economy. Sort of”, *The Guardian*, October 24, 2008 .54
- Gayane Oganessian, “The Changed Role of the Lender of Last Resort: Crisis Responses of .55
the Federal Reserve, European Central Bank and Bank of England”, International Institute for
(Political Economy Working Paper 19 (2013
- Ben S. Bernanke, *The Courage to Act: A Memoir of a Crisis and Its Aftermath* (W. W. Norton, 2015), 65 .56
(להלן *The Courage to Act*).

- Ben S. Bernanke, *The Federal Reserve and the Financial Crisis* (Princeton University Press, 2013), 22.
- Paul De Grauwe, "The European Central Bank: Lender of Last Resort in the Government (Bond Markets?)" CESifo Working Paper Series (CESifo Group Munich, 2011).
- Willem Buiter and Anne Sibert, "The Central Bank as the Market Maker of Last Resort: From Lender of Last Resort to Market Maker of Last Resort", *VoxEU.Org* (blog), August 13, 2007.
- Perry Mehrling, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort* (Princeton University Press, 2010).
- Thorvald Grung Moe, "Shadow Banking and the Limits of Central Bank Liquidity Support: How to Achieve a Better Balance between Global and Official Liquidity" (Annandale-on-Hudson, NY: Levy Economics Institute, 2012).
- Zoltan Karpati and et al., "Shadow Banking", Staff Report 458 (Federal Reserve Bank of New York, 2010): 2.
63. להלן פירוט חלקי של מגוון הפעילות של הבנק הפדרלי במסגרת תפקידו כמלווה לשעת דחק: על סמך סמכותו מכוח סעיף 13.3, הבנק הפדרלי השתמש ב-Primary Dealer Credit Facility (PDCF) כדי לתעל אשראי לחברות פיננסיות נבחרות, ביניהן גולדמן סאקס, מורגן סטנלי, מריל לינץ' ואף סיטיגרופ, לחברה הממוקמת בלונדון. כמו כן הוא הפעיל גופים ייעודיים – Special Purpose Vehicle – לביצוע עסקאות פיננסיות בסוגים מוגדרים ומסוימים של ניירות ערך ותעודות חוב, וזאת כדי לספוג את הנכסים ה"רעילים" מן הבנקים. באוקטובר 2008 הכריז הבנק על הקמת ה-Money Market Investor Funding Facility (MMIFF) שתכליתו היתה לספק אשראי לשם רכישות ניירות ערך בשווקים הפיננסיים על ידי משקיעים נבחרים. באמצעות מכשיר זה סיפק הבנק אשראי גם לגופים הייעודיים שהקים כדי לבצע את הרכישות. שיטה דומה הופעלה גם במסגרת מכשיר נוסף שהוכרו באותה הזדמנות, ה-Commercial Paper Funding Facility (CPFF), לשם רכישת ניירות ערך שהנפיקו חברות מסחריות שונות. במסגרת מכשיר זה סיפק הבנק הפדרלי הלוואות לתקופה של שלושה חדשים לחברות בערבון מוגבל – liability companies – שהוקמו על ידי הבנק לצורך זה וביצעו את הרכישות בפועל. בנוסף סיפק הבנק הפדרלי הלוואה בסך 72 מיליארד דולר למחלקת האוצר שמימנה רכישה של 80 אחוז ממניות חברת AIG שהולאמה.
- Torsten Ehlers, "The Effectiveness of the Federal Reserve's Maturity Extension Program – Operation Twist 2: The Portfolio Rebalancing Channel and Public Debt Management", Basel: Bank for International Settlements, 2012.
64. Avdjiev et als., "Breaking Free of the Triple Coincidence" 65.
- Bradley Keoun and Craig Torres, "Foreign Banks Tapped Fed's Secret Lifeline Most at Crisis Peak, April", *Infowars* (blog), 2011.
66. Broz, *The Federal Reserve*, 2 67.

- David Wessel, “Kevin Warsh, Don Kohn on QE and Inequality”, *Brookings Institution* (blog), .68
.2015
- Transparency at the Federal Reserve”, House of Representatives – December 1, 2009. 111th” .69
(Congress, 1st Session Issue (Vol. 155, No. 176, Daily Edition, 2009
- Mr. Sanders. Madam President, I Ask Unanimous Consent That the Order for the Quorum” .70
Call Be Rescinded”, Senate – April 28, 2010, 111th Congress, 2nd Session Issue (Vol. 156, No.
(61, Daily Edition,” 2009
- .Bernanke, *The Courage to Act*, 261–62 .71
- Charles. A. E. Goodhart, “The Changing Role of Central Banks”, *Financial History Review* .72
.18 (2) (August 2011): 147
- .Central Banks Can See a Path Back to Normality,” *Financial Times*, March 17, 2017” .73



