

Van sprookjesverklaringen voor de eurocrisis naar reëel inzicht: waaraan schort het werkelijk in de eurozone?¹

Geoffrey R.D. Underhill

In Europa en met name in de eurozone bestond tussen medio 2007 tot eind 2009 een hosannastemming over de manier waarop de instituties van een soms fragiele EU en de gezamenlijke munt de wereldwijde financiële crisis wisten te trotseren. De crisis sloeg over vanuit de Verenigde Staten, waar de gevaren van het toegepaste liberale en gedereguleerde model van financiële markten en inadequate *governance* onvoldoende waren onderkend. De Europese banken, op een paar na,² gedroegen zich meer solide dan hun Amerikaanse sectorgenoten. Ook banktoezicht was over het algemeen effectiever, met name in landen als Italië, Spanje en het kleine Cyprus. Door middel van een innovatieve en snelle reactie had de Europese Centrale Bank een leidende rol in het aanpakken van de crisis: het Europees wettelijk kader voor noodleningen werd aangepast en grensoverschrijdende coördinatie werd opgevoerd. Cruciaal was dat, op landen als België, Griekenland en Italië na, de meeste EU- en eurozonelanden met dank aan het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) en het Verdrag van Maastricht hun schulden onder controle hadden. Het gevolg

was dat de meeste Europese landen niet zo hard geraakt werden door de recessie als de Verenigde Staten. Het Anglo-Amerikaanse kapitalisme presteerde matig, terwijl het Europese systeem zich (voor het eerst) weerbaar had getoond.

De hierboven geschetste kijk op Europa en de positieve benadering waarop *het oude continent* zich door de financiële crisis sloeg, werden in 2010 plotseling ingehuuld voor een compleet tegengestelde visie. De Europese beleidsmakers en nationale wetgevers hadden vanaf dat moment een zeer kritische en pessimistische kijk op het verleden en de toekomst van Europa. Zonder de moeilijkheden van een fragiel Amerikaans herstel te onderschatten, bevonden de Europese banken zich in een hachelijke situatie die almaar verslechterde. Door tekortkomingen in het banktoezicht waren huizenbubblen en overmatige kredietverstrekking in sommige perifere landen over het hoofd gezien. Europees banktoezicht was al geruime tijd inadequaet, zeker in Italië en Spanje (Ierland en Griekenland nog daargelaten). Het liquiditeitsstekort van banken is een groot probleem dat alleen maar ver-

der in omvang lijkt te groeien. De recessie in de eurozone houdt langdurig aan en lijkt af te stevenen op een tweede dip. Daarnaast brengt een schulden crisis van de soevereine landen het bestaan van de euro in gevaar. Hoewel de schulden van voor 2008 twee jaar eerder een stuk positiever werden geëvalueerd en nagenoeg onveranderd waren, sloeg het gevoel om naar het idee dat de Europeanen in het algemeen, en meer specifiek de eurolanden, al jaren inconsistent en slecht begrotingsbeleid hadden gevoerd. Deze langetermijndivergentie in begrotingsbeleid werd plots als de primaire oorzaak van de crisis beschouwd. Dat soevereine landen hun eigen huishoudboekje maar op orde moesten krijgen, was vanaf dat moment het credo. Al was de gemiddelde schuld in de EU en in de eurozone in de nasleep van de grote crisis nog toelaatbaar, enkele landen bevonden zich duidelijk in een onhoudbare situatie, waardoor het IMF en de EU tot de oprichting van reddingsfondsen overgingen.

Het contrast tussen deze nieuwe 'officiële' uitleg van de crisis in de eurozone kon niet groter zijn dan met het eerdere verhaal waarin Europa zichzelf zo loofde. Al is dit een karikaturale voorstelling van beide verhalen, ze kunnen niet alle twee juist zijn. In beide ziet men een hoge mate van eigenbelang en vleierij terug.

Tweedracht zaaiend en wars van de reële cijfers van voor en na het uitbreken van de crisis, slaagden politici en het publiek erin de eurozone in twee kampen te verdelen. Aan de ene kant stonden landen die economisch competitief zijn. Zij werden gekenmerkt door de deugdelijke eigenschappen: soberheid en hard werken.

Daartegenover bevonden zich de landen die onproductief en lui van aard zijn. Gewetenloos betaalden zij hun schulden niet af, leefden ver boven hun stand. Blijkbaar werden landen als schuldigen bestempeld wanneer zij in de nasleep van de financiële crisis in de problemen zaten. De eerstgenoemde groep, altruïstisch en integer van aard, werd opeens onterecht gevraagd om garant te staan voor de tweede groep landen. Zwaarbevochten competitiviteit en deugzaam verkregen welvaart zouden verspild worden aan degenen die er geen recht op hadden. Met gevolg dat de in het leven geroepen reddingsfondsen alleen zouden uitbetalen aan de zwakke broeders op voorwaarde dat zij hun onverantwoordelijke beleid zouden inruilen voor de deugden van de eerste groep landen. Hierbij werd geen rekening gehouden met het onvermijdelijke effect van een teruglopende algemene vraag als consequentie van dergelijke eisen. Aan de andere kant waren de perifere landen verontwaardigd over de verantwoordelijkheid die hun in de schoenen werd geschoven en de hebzucht (zoals we later zullen zien: ook de hypocrisie) waarmee hun Europese partners spraken over 'solidariteit' en de helpende hand die hun geboden werd. Opmerkelijk genoeg zijn de lidstaten nadien steeds slechter gaan presteren. Sommige surpluslanden zijn opnieuw in recessie beland en alle worden geteisterd door lage groei, stijgende werkloosheid en sociale ontevredenheid. Hierdoor worden populisme en politiek ressentiment almaar verder in de hand gewerkt. Ook de bankensector bevindt zich in een neerwaartse spiraal: het vertrouwen en investeringen voor de toekomst worden onder-

mijnd, terwijl de recessie de ellende in de bankensector alleen maar verergert.

Dit essay verschaft een verklaring voor de eurocrisis die meer in lijn is met beschikbaar bewijs dan de zojuist beschreven karikaturale voorstellingen van het 'Ministerie van Waarheid' die in Europa tegenwoordig gangbaar zijn. De analyse is verankerd in een historische verklaring van Europese monetaire samenwerking en de *trade-offs* en beleidsdilemma's van financiële openheid en kapitaalmobiliteit. Het eerste gedeelte van het artikel zal de context schetsen van de huidige 'financiële architectuur': de manier waarop het globaliseerde financiële systeem wordt bestuurd en vormgegeven. In het volgende gedeelte zullen deze bevindingen gekoppeld worden aan het institutionele en bestuurlijke ontwerp van de Europese Monetaire Unie, dat uiteindelijk resulteerde in de gemeenschappelijke munt. Hieruit zal het argument volgen dat de eurozone de zwakheden van de huidige financiële architectuur overdrijft. *Trade-offs* tussen economieën met een overschot en economieën met een tekort stonden lang centraal in het functioneren van de Europese monetaire integratie, maar werden opzijgeschoven in het Verdrag van Maastricht. Verder was er genoeg *ex ante*-bewijs dat de gekozen beleidsbenadering van Maastricht waarschijnlijk niet zou werken.

In het licht van deze argumenten zullen in de derde sectie de dynamieken die leidden tot de huidige crisis van de eurozone onderzocht worden. De eurocrisis was grotendeels een uitvloeisel van de mondiale financiële crisis en uiteindelijk leidden beleidsfouten, die ontstonden uit onderliggende aannames met betrekking

tot de *governance* van de eurozone, tot een sterk overdreven reactie van de beleidsbepalers. De bestaande 'federale' instituties en Europese beleidsmogelijkheden zijn onvoldoende om met asymmetrieën³ in het valutagebied om te gaan. Dit is een probleem, omdat de economische uitkomsten wel degelijk collectief gegenereerd zijn door debiteuren- en crediteuren economieën in de eurozone. Het vertrouwen in een via de markt gegenereerde stabiliteit en de 'natuurlijke wetten' van macroeconomische aanpassingsmechanismen was te groot. Hierdoor waren er te weinig middelen beschikbaar in het systeem om een crisis van deze omvang op te vangen. In schuldencrisis van soevereine landen is de verwachting dat debiteuren⁴ hun eigen problemen oplossen, ondanks de scheve verhouding dat overschoteconomieën en crediteuren veel meer voordelen ondervinden van een muntunie. Daarbij komt dat veel crediteuren private partijen zijn en hun overheden garant staan voor risicovolle investeringen. In de praktijk is de eurozone vrij effectief gebleken in het redden van banken, maar voelt zij een te beperkte verplichting om burgers en soevereine overheden te ondersteunen. De last valt op de schouders van de zwakkeren en de debiteureneconomieën, die in de basis al minder profiteren van het systeem van kapitaalmobiliteit dan de meer ontwikkelde economieën. Ook hebben zij veel minder invloed gehad op het ontwerp van Europese regelgeving zoals het Verdrag van Maastricht.

Tot slot wordt in dit essay gesteld dat men al veel eerder lessen had moeten trekken uit het beschikbare bewijs voor

het effectief functioneren van financiële en monetaire *governance*.

1. De opkomst van de op de markt gebaseerde financiële architectuur

Financiële openheid en marktliberalisering, de laatste dertig jaar door veel nationale economieën toegepast als een beleidsstrategie, initieerden verschillende belangrijke ontwikkelingen op monetair en financieel gebied. Het beleid leidde tot een grensoverschrijdende integratie van nationale financiële markten; de desegmentatie van de aandelenmarkten en banken; de snelle securitisatie⁵ van de financiële tak van de economie; creëerde een krachtige stimulans richting financiële innovatie en leidde tot de opkomst van reusachtige transnationale financiële conglomeraten die van fundamenteel belang zijn geworden voor het mondiale systeem. Deze ontwikkelingen brachten substantiële voordelen met zich mee: degenen die toegang tot de gemondialiseerde markten wisten te verkrijgen, zagen de kapitaalkosten afnemen en de variëteit aan producten substantieel toenemen. Kredietwaardige overheden en *corporate treasuries*⁶ verkregen toegang tot grotere geldstromen en werden verlost van de beperkingen van nationale markten en arbitraire regulatie. Ook voor ontwikkelingslanden werd de deur opengezet naar (weliswaar volatiele) kapitaalstromen. Toen de welvaart in de wereldeconomie toenam, konden private spaarders en pensioen- en verzekeringsfondsen hun

investeringen diversifiëren en een hoger rendement tegemoetzien. Verder verkregen de lagere inkomensgroepen gemakkelijker krediet: in overvloed werden door de banken risicovolle hypotheeklen aan hen verstrekt.

Aan deze absolute voordelen moeten echter de gevaren van kapitaalmobiliteit worden toegevoegd. Financiële liberalisering blijkt vanuit historisch perspectief ver van stabiel te zijn en het gevaar van crises in de hand te werken (Bordo *et al.* 2001). Open kapitaalmarkten in het mondiale monetaire systeem en het nationale macro-economische beleid vallen moeilijk met elkaar te rijmen, zeker voor economieën met (structurele) tekorten. Ontwikkelingslanden en soms zelfs de meer welvarende economieën werden afwisselend onderworpen aan perioden van overvloedig binnenstromend kapitaal of plotse onttrekking ervan. De aanpassingsmechanismen van onevenwichten in het mondiale systeem werden niet langer gedreven door de dynamieken van internationale handel maar door kapitaalmobiliteit. Zwevende wisselkoersen, geïntroduceerd om het hoofd te bieden aan dit systeem, werden geteisterd door hoge of lage *overshooting*.⁷

Maar hoe is dit systeem ontstaan en hoe werkt het eigenlijk? Belangrijke vragen die hiermee gepaard gaan, zijn “wie profiteert ervan?” en “wie bepaalt eigenlijk de regels?” Grensoverschrijdende coalities van statelijke en marktactoren stimuleerden hun eigen en buitenlandse overheden om te participeren in de financiële liberalisering. Dit bleek een effectieve alliantie voor de promotie van financiële integratie. Toch herinnerde de toenemende financiële instabiliteit

(Reinhart & Rogoff, 2009) zelfs de optimisten eraan, dat beleidsverbeteringen hoog op de internationale agenda moesten staan.

1.1 *Instabiliteit en de vraag naar governance*

De eerste grote crisis van het nieuwe geïdealiseerde systeem van kapitaalmobiliteit was de Latijns-Amerikaanse schulden crisis van de jaren 80. Deze werd gevolgd door toenemende instabiliteit in de financiële architectuur en creëerde een vraag naar nieuwe systemen van *governance* die gericht waren op toekomstige crisisbestrijding en -management. Met de totstandkoming van het *Basel Committee on Banking Supervision* in 1974 en de vernieuwde soevereine schuldenaanpak van het IMF, werden de eerste serieuze pogingen gedaan om deze nieuwe en hybride vormen van mondiale financiële *governance* toe te passen.

Deze nieuwe en vanuit samenwerking gestuurde fora en instituties hadden een tweeledige functie. Zij versterkten regulering en toezicht door mondiale gedragsregels en standaarden te verschaffen. Daarnaast werden er universele limieten gesteld voor het niveau waarop overheden hun economieën mochten reguleren. Door risico's te reduceren en publieke functionarissen veel invloed te laten hebben op de financiële architectuur, zorgden zij er echter ook voor dat er verdere marktintegratie plaatsvond en dat private partijen invloed konden uitoefenen op deze publieke functionarissen om het financiële toezicht en de regulatie naar hun

hand te zetten. Men moet niet vergeten dat kapitaalkrachtige partijen met een competitief marktbelang er veel aan gelegen was invloed uit te oefenen op het financiële raamwerk dat gecreëerd werd voor opkomende mondiale markten. Ook wilden zij het toezicht op het financiële systeem inrichten op een manier die het best strookte met hun eigen belangen. De publieke en private spelers vormden uiteindelijk een transnationale politieke alliantie, waarbij zelfs overheden sleutelposities in de financiële centra innamen. Zij rechtvaardigden met behulp van academische claims en argumenten dat de door de markt gestuurde *governance*-aanpak uiteindelijk leidde tot meer stabiliteit op de financiële markten,⁸ hoewel het praktische bewijs het tegendeel bewees. Hierdoor brachten de jaren 90 meer liberalisering en vanzelfsprekend nog meer crises voort. Niettemin werden er ook steeds meer pogingen ondernomen om grensoverschrijdende *governance* te ontwikkelen.

1.2 *Crisis resulterend in een hervorming en gevolgd door een nieuwe crisis: qui bono?*

Terwijl private en publieke actoren niet stonden te springen om met elkaar samen te werken, wisselden in de jaren 90 periodes van financiële crises en pogingen om het kader van financiële *governance* te verbeteren elkaar af. Beide groepen pleitten voor een op de markt gebaseerd proces van aanpassingen, al betekende dit veelal dat de zwakkere schakels in het financiële systeem zich maar moesten

aanpassen aan de mechanismen van de markt en niet andersom. Staten en hun inwoners kregen steeds meer verantwoordelijkheden wat de markt betreft en overheidsbeleid werd vrijwillig afgestemd op de voorkeuren van private actoren.

Er ontstond een voortdurende race om bij te blijven bij de laatste uitbraak van financiële instabiliteit en daarbij niet onderuit te gaan. Dit resulteerde in de ‘nieuwe financiële architectuur’, ingezet na het uitbreken van de Aziatische financiële crisis. De nadruk kwam te liggen op het faciliteren van de natuurlijke werking van de markt en op bedrijven beter te laten omgaan met, en meer verantwoordelijkheid te geven in, risicomanagement in een steeds complexer wordende markt-omgeving. Los van perioden waarin het publiek zijn woede kenbaar maakte na het uitbreken van een nieuwe crisis, bleef het aandeel dat mee mocht discussiëren beperkt tot de gesloten groep van overheidsinstellingen en grote bedrijven die in eerste instantie het pad naar financiële mondialisering hadden uitgestippeld en bewandeld. Het mag niet verbazen dat een deel van deze grote bedrijven, zoals de grote internationale banken, uiteindelijk zelf ook profiteerde van het nieuwe systeem (Claessens, Underhill & Zhang, 2008).

Hoewel *financieel* crisismanagement grotendeels de taak bleef van nationale centrale banken, was voor schuldenaanpak – die vaak voortkwam uit de *spillovers* van financiële crises en overging in de totstandkoming van instabiele valuta – de hulp van de internationale gemeenschap nodig. Het IMF verstrekke nog enkel leningen aan landen die hun buitenlandse

schulden niet meer individueel konden afbetalen als zij voldeden aan dwingende condities die verder gingen dan begrotings- en betalingsdoelstellingen. Landen werden gedwongen tot omvangrijke structurele economische hervormingen, waardoor de nationale economie meer zou congrueren met de door de markt gedreven druk van kapitaalmobiliteit. Het kwalijkste kenmerk van dit *governance*-model is dat er zeer weinig bewijs bestaat dat dergelijke hulpprogramma’s werkelijk bijgedragen hebben aan welvaartsgroei in de landen waar ze zijn toegepast (Vreeland, 2003).

Er ontstond op alle niveaus van bestuur een hybride vorm van publiek-private *governance* waarin zonder enige vorm van reflectie een crisis ‘opgelost’ werd met een hervorming die al snel gevolgd werd door een nieuwe crisis. Diegenen die de nadelen ondervonden van dit model werden volledig uitgesloten van het beleidsmatige proces. Bovendien bestond de overtuiging dat het nieuwe model een periode van relatieve rust en groei had voortgebracht tussen 2001 en 2007. Deze relatieve rust sukkelde de publieke en private racers in slaap. Zij zetten hun fietsen aan de kant en verplaatsten zich naar het café waar zij ongeoorloofd veel dronken, zonder zich af te vragen wat er nog om hen heen gebeurde of wie uiteindelijk de rekening zou gaan betalen. De publieke autoriteiten hadden gefaald om de drank aan het feest te onttrekken voordat de schadelijke climax werd bereikt.⁹

2. Financiële integratie binnen de EU raakt de Economische en Monetaire Unie: het gebruik van steroiden in een door de marktinzichten gedreven *governance*

De Europese Unie is het meest geavanceerde voorbeeld van gecombineerde financiële en monetaire integratie tussen nationale economieën dat er in de wereld bestaat. Het voert ook de op marktinzichten gebaseerde *governance* verder door dan de mondiale financiële architectuur. Zodoende zijn de problemen van deze *governance*-aanpak en macro-economische aanpassing in de EU groter dan in andere regio's van de mondiale economie. In deze paragraaf wordt ten eerste onderzocht wat een monetaire unie in algemene termen inhoudt. Op de tweede plaats wordt geanalyseerd hoe de Economische en Monetaire Unie (EMU) als systeem van *governance* gestructureerd is met betrekking tot crisisaanpak, waarbij specifiek gekeken wordt naar het mandaat van de Europese Centrale Bank.

2.1 Wat houdt een monetaire unie in?

Het belangrijkste doel van monetaire samenwerking en een gezamenlijke munt was "een gebied van monetaire stabiliteit te creëren in Europa" dat los stond van fluctuerende wisselkoersen in het mondiale systeem. Hierdoor zou de gemeenschappelijke markt kunnen functioneren zonder hinder te ondervinden van door

wisselkoers gedreven competitieve grillen in het betalingsverkeer. Dit had als gevolg moeten hebben, dat nationale staten verbeterde mogelijkheden kregen om hun economieën in een mondiaal monetair systeem van kapitaalmobiliteit te managen. De EU stelde zich op hetzelfde moment echter volledig open voor kapitaalverkeer, terwijl volledige kapitaalmobiliteit het interne probleem van tekorten op de betalingsbalansen niet kon oplossen. Nationale monetaire doelen konden in een tijd van inflatie moeilijk behaald worden. Nee, het monetaire vraagstuk in Europa moest radicaler worden opgelost dan met het European Monetary System van 1978. Ondertussen realiseerde een aantal landen zich dat volhardend devalueren de nationale competitiviteit terugbracht noch de externe schulden reduceerde. Deze landen, met Frankrijk als vaandeldrager, probeerden met voor hen onorthodoxe methoden hun inflatiepercentages omlaag te brengen naar het niveau van de best presterende landen in de EU. De gewijzigde houding ten aanzien van economisch beleid zorgde ervoor dat een brede consensus ontstond over de manier waarop monetaire integratie vormgegeven moest worden.

De doelen waren duidelijk: monetaire integratie zou leiden tot een verhoogde efficiëntie en ze zou lidstaten weerbaar maken tegen toegenomen kapitaalmobiliteit en instabiele financiële en valutamarkten. Ook zou de nieuwe muntunie een sterke externe balans hebben. Er bestond echter een impliciete *trade-off* die op gespannen voet stond met de collectieve inzet om de verscheidenheid van de economieën in het systeem te overwinnen: zo zouden

zwakkere economieën zich in stabiele economische tijden verplicht moeten aanpassen richting het economisch model van sterkere landen. Ook zou gezamenlijk kapitaal beschikbaar moeten zijn om de zwakkere economieën in tijden van crisis te helpen. Verder zouden zij nimmer de mogelijkheid mogen hebben om hun munt te devalueren, anders zouden exporteconomieën geschaad worden in hun competitieve positie. De EMU was een specifieke set oplossingen voor beleidsproblemen die lidstaten op nationaal niveau hadden ervaren, maar omdat het behoud van nationale autonomie voor lidstaten hoog op de agenda stond, werden andere noodzakelijke opties niet in het ontwerp opgenomen.

Monetaire eenheid bestond zodoende uit de vervanging van nationale beleidsinstrumenten door een nieuwe collectieve 'machinerie'. Staten zonder eigen munt kunnen nu eenmaal niet autonoom geld bijdrukken, de rentestand bepalen, of hun schulden in tijden van crisis relatief reduceren via devaluaties. Deze functies moeten collectief worden uitgevoerd. In een grote muntunie moet monetair beleid logischerwijs voor een groot aantal verschillende economieën passend gemaakt worden. Impliciet werd bij de vorming van de EMU gesteld dat de nationale economische grenzen met betrekking tot het meten van onevenwichten opeens ophielden te bestaan, terwijl ze *de facto* nog steeds aanwezig waren binnen de muntunie. Eigenlijk had de aandacht moeten gaan naar het overkomen van de onevenwichten tussen nationale economieën. Er zijn gemakkelijk waarneembare onevenwichten zowel tussen nationale

economieën als tussen verschillende steden of regio's. De post-EMU-focus lag niet langer op de nationale economische eenheden, maar op hoe belangrijke economische actoren (bedrijven, investeerders, consumenten, werknemers en financiële instituties) interageerden in de nieuw gecreëerde economische ruimte: "het is nodig om de aandacht die uitgaat naar het fictieve verhaal van handelende landen te verplaatsen naar een focus op bedrijven en individuen" (Jones, 2011, p. 331).

De resultaten van een monetaire unie, waaronder de onevenwichten en de kosten en baten, zijn zodoende *per definitie collectief gegeneerd*. De resultaten kunnen niet geplaatst worden onder de eigen verantwoordelijkheid van een lidstaat, zoals ook een federale staat de schuld niet zou kunnen leggen bij zijn provinciën. Het is noodzakelijk dat de beleidsmakers dit principe inbouwen in het institutionele *governance*-raamwerk van de EMU: het monetaire en macro-economische beleid moeten vormgegeven en uitgevoerd worden zonder het belang van individuele lidstaten voorop te stellen. Dit betekent niet dat het er weinig toe doet hoe individuele staten handelen of dat nationale identiteiten zouden moeten verdwijnen; integendeel. De EMU was meer dan impliciet een eenheid van burgers en economische belangen. De kans dat een muntunie beter zal functioneren is een stuk groter in een context waarin landen een grote mate van collectief belang en solidariteit ontwikkelen en actief naar *trade-offs* en compromissen zoeken om hun verschillen te overwinnen. Dit wordt kracht bijgezet door institutionele mechanismen te ontwikkelen waarin gesproken wordt met

een stem en waarin de distributionele kosten die gepaard gaan met noodzakelijke aanpassingen in een geïntegreerd systeem worden behandeld. Dit impliceert dat 'federale' instituties voldoende mogelijkheden en legitimiteit genieten, maar ook dat soevereine staten genoeg bewegingsruimte hebben om hun nationale beleid op eigen wijze uit te voeren *binnen* het geschetste gemeenschappelijke kader.

Jammer genoeg is het gekozen institutionele en normatieve beleidskader niet op deze wijze vormgegeven. Het komt zelfs niet eens in de buurt. De economische en beleidsmatige voordelen van een muntunie kunnen aanzienlijk zijn, maar kunnen alleen bereikt worden wanneer nationale beleidsautonomie wordt opgegeven. Hierdoor zouden het institutionele design en het beleidsmatige kader op solidariteit gebouwd moeten zijn en *zou de koers niet bepaald moeten worden door één lidstaat of een kleine groep lidstaten*. Pas dan heeft een muntunie het vermogen om te gaan met de volatiliteit en crises in de financiële en valutamarkt. *Stabiliteit* was per slot van rekening de belangrijkste reden voor het vormen van een muntunie. Hierdoor zouden ook de economische asymmetrieën de kop worden ingedrukt en de legitimiteit van de nationale en Europese niveaus van *governance* zouden worden versterkt. Het institutionele design en het beleidsmatige kader zouden meer *ruimte* aan nationale overheden geven om hun eigen begrotingsbeleid vorm te geven, waardoor structurele economische verschillen en uiteenlopende nationale beleidsvoorkeuren niet meer als primaire problemen van de muntunie zouden gelden. Dit is nog

essentiëler door de afwezigheid van een groter EU-budget dat automatische begrotingsafdrachten mogelijk zou maken.

2.2 EMU in de praktijk

In deze paragraaf wordt beoordeeld of het feitelijke ontwerp en de huidige *governance* van de EMU werden aangepast aan de bestaande doelstellingen van de Europese monetaire samenwerking. De EMU kwam tot stand via een reeks van institutionele en beleidsmatige lacunes. Beleidsverantwoordelijkheden werden oneerlijk verdeeld en waren niet coherent in het nieuwe institutionele raamwerk. Dit werd door de ontwerpers van de EMU onderkend, maar het idee heerste dat deze problemen vanzelf zouden verdwijnen wanneer praktische en integratieproblemen zouden optreden.

Misschien nog belangrijker: het systeem was grotendeels een product van de beleidsnormen van de vroege jaren 90. Bovendien waren de mogelijkheden om de EMU anders vorm te geven wel degelijk aanwezig. Het gekozen ontwerp van EMU was dus een enorme gemiste kans. Zoals eerder beschreven, was het systeem gebouwd op de problematische assumpties van de op marktinzichten gebaseerde *governance*: marktwerking, gepaard met de opkomst van een stabiliteitscultuur in de eurozone, zou een sterke munt en stabiele monetaire en begrotingscondities opleveren (Underhill, 2002). We hebben gezien dat juist deze marktwerking in een context van kapitaalmobiliteit leidt tot instabiliteit en crises. Bovendien zorgde het macro-economische raamwerk van de EMU ervoor dat nationale overheden be-

perkt werden in het maken van hun eigen begrotingsbeleid: het tegenovergestelde van wat er moest gebeuren.

Het besef van een stabiliteitscultuur lag achter een aantal lacunes in de monetaire en financiële *governance* van de eurozone. Het eerste probleem was de scheve machtsverhouding die ontstond door de ECB te bombarderen tot het machtigste en 'federale' instituut. Het mandaat van de ECB legde onevenredig veel nadruk op prijsstabiliteit als belangrijkste doelstelling. Eventuele *trade-offs* voor andere beleidsdoelstellingen, zoals groei en werkgelegenheid, konden niet gemaakt worden wanneer het inflatiespook zou opduiken. De ECB kreeg ook een grotere mate van onafhankelijkheid ten opzichte van overheden dan welke andere centrale bank ook in die tijd (zelfs de Bundesbank was nooit zo autonoom geweest). In tegenstelling tot andere centrale banken was de ECB weinig verantwoordelijkheid schuldig aan het politieke proces en valt het door de wet voorgeschreven mandaat maar moeilijk te veranderen. Dit impliceert een merkwaardig begrip van hoe een "zone van monetaire stabiliteit" gerealiseerd kon worden: stabiliteit betekende eigenlijk *prijsstabiliteit* en wanneer die werd bereikt "in overeenstemming met het principe van de open markteconomie en vrije competitie", zouden er gunstige omstandigheden voor groei en aanpassing ontstaan. Gezond monetair beleid en voorzichtig macro-economisch beleid van lidstaten (tot uitdrukking gebracht in het SGP) zouden leiden tot stabilisatie van de financiële en valutamarkten en de weg wijzen naar een aanpassingsproces dat zou kunnen

omgaan met de onevenwichten in het systeem.

Economisch onderzoek had dit inder tijd al geïdentificeerd als een zorgwekkende formule om beleidsproblemen in de EMU te managen. Op marktinzichten gedreven *governance* van grensoverschrijdende financiële integratie en kapitaalmobiliteit werden nauwelijks geassocieerd met stabiliteit. Waarom zou dit niet opgaan voor de eurozone? Monetaire eenheid zou de interne financiële marktintegratie en kapitaalmobiliteit versnellen, doordat interne wisselkoersbarrières werden opgeheven. Er werd echter niet over nagedacht om lidstaten die onderworpen werden aan externe schokken, voortkomend uit onevenwichten of instabiele financiële en valutamarkten, hiertegen te beschermen. Bovendien zou deze geïntensiveerde kapitaalmobiliteit de onevenwichten van de interne betalingsbalansen en de financiering hiervan in de eurozone juist verergeren en niet de bedoelde corrigerende werking hebben (Jones, 2003). De noodzakelijke verbanden tussen monetair en wisselkoersbeleid, gedegen toezicht, onevenwichten en het management van begrotingstekorten werden volledig genegeerd in het project. Het vertrouwen werd gelegd in de 'vermarkting' van het aanpassingsproces en het systeem werd bewust ontdaan van beleidsinstrumenten om met onvoorziene omstandigheden om te gaan die niet in het 'model' pasten. Stabiliteit zou voortkomen uit een stabiliteitscultuur, oftewel: prijsstabiliteit en beperkingen op excessieve begrotingstekorten.

Misschien is de grootste institutionele en beleidsmatige lacune die voortkomt

uit het eigenaardige ontwerp van de EMU wel, dat er geen crisismanagementmechanisme bestaat voor *twin crises*: financiële markten- en bankencrises gecombineerd met acute schuldenproblemen die zich door de financiële mondialisering zo frequent hadden voorgedaan. Zij zijn het resultaat van een afwezig verband tussen bovengenoemde beleidsdomeinen. Alle geldstromen worden namelijk beïnvloed door de synthese van de verschillende beleidsdomeinen, terwijl die in de EMU juist niet gecoördineerd zijn. Zoals Hyman Minsky lang geleden al benadrukte: de interactie tussen monetair beleid, *leverage* in het bankensysteem en de krachten van de financiële markten creëren een onderliggende instabiliteit, zelfs wanneer het voor het oog lijkt dat het systeem efficiënt en stabiel functioneert. Zoals ik schreef bij de start van de EMU: “de joker in het kaartenpak kan een vorm van mondiale monetair- of financiële onrust zijn waar de stabiliteitscultuur maar nauwelijks bescherming tegen kan bieden. [implicerend] dat Europa’s lange experiment met monetaire samenwerking met argusogen moet worden bekeken en grote kans loopt niet te slagen” (Underhill, 2002, pp. 50-51).

Hoewel de eurozone en ECB een functioneel equivalent van een nieuwe nationale munt creëerden, misten de statuten van de ECB en het Verdrag van de Monetaire Unie noodzakelijke bepalingen voor het succesvol functioneren van nationale monetaire systemen, federaal of op welk niveau dan ook. Ten eerste draagt de ECB noch een ander EU-instituut de verantwoordelijkheid voor actief toezicht op het financiële systeem en de gehele economische sector (de ECB krijgt wellicht binnenkort dit man-

daat op basis van een unanieme beslissing van de Europese Raad van Ministers en de ECB zelf¹⁰). De ECB kan naast monetair beleid en haar *note issuance*-rol, kapitaal in waarborg nemen van private banken, leningen verstrekken en handelen in *securities*. De Bank kan ook minimumreserves van kredietverlenende instellingen verlangen, heeft buitenlandse valuta in bezit en heeft de mogelijkheid tot transacties met andere centrale banken, kredietinstellingen of internationale organisaties (zoals met het IMF of de Bank for International Settlements). De ECB heeft dus genoeg bevoegdheden en instrumenten in huis om de liquiditeit van de financiële instituties van de private sector te ondersteunen wanneer de markt instabiel is. Vanuit dit perspectief lijkt de ECB zeer veel op een typische centrale bank.

Er bestaat echter een grote ‘maar’: de rol van de Bank in relatie tot overheden. In tegenstelling tot typische centrale banken kreeg de ECB niet de bevoegdheid om enige vorm van krediet te faciliteren aan overheidsinstituties van de EU of nationale lidstaten. De ECB is daardoor niet in staat de overheidsschulden binnen de eurozone te financieren of als een gemeenschappelijk probleem te behandelen zoals ‘nationale’ centrale banken dat in de rest van de wereld wel kunnen. Bovendien was er een *no bail-out*-clausule voor EU- en eurozonalidstaten. De schuldenproblematiek van soevereine of lokale overheden was de verantwoordelijkheid van individuele lidstaten, hoewel zij niet langer hun eigen munt of een onafhankelijke centrale bank hadden. De *no bail-out* werd in 1997 bekrachtigd in het SGP. Hierin werd een limiet op begrotingstekorten vastgesteld

en werd voorzien in een systeem waarin de *excessive deficit procedure* werd ingezet wanneer een land zich niet aan de begrotingsafspraken hield. De maatregelen die tot doel hadden monetaire en financiële stabiliteit te verschaffen, waren hoofdzakelijk preventief van aard: er bestond blind vertrouwen in de op marktinzichten gebaseerde *governance* van de stabiliteitscultuur.

Het is de moeite waard om hier kort de politieke economie van beleidsnormen en -assumpties die hier in het spel waren in kaart te brengen. Deze bepaling uit het SGP werd natuurlijk ingevoerd om overschotlanden (en met name Duitsland) tevreden te stellen en om een *moral hazard*-probleem te omzeilen: competitieve overschotlanden wilden de verantwoordelijkheid niet dragen voor de schuldenproblemen van andere landen en boven alles vermijden dat in goede of slechte tijden in de EMU begrotingsafdrachten zouden plaatsvinden. Hoe collectief gegenereerd de resultaten van de EMU ook mogen zijn, de kosten en baten van wat bekend stond als een zeer asymmetrische aangelegenheid werden aan de overschot- en tekortlanden individueel toegerekend. Indien debiteurenlanden in de problemen raakten, stelden de normen van de stabiliteitscultuur dat zij dit over zichzelf hadden afgeroepen door het niet naleven van de regels. Andere potentiële redenen pasten niet in het gangbare beleidsdiscours. Bovendien waren er geen andere middelen beschikbaar om met de grillen van kapitaalmobiliteit om te gaan. Zodoende werd een van de cruciale *trade-offs* voor Europese monetaire samenwerking tussen zwakke en sterke economieën uitgesloten

in Maastricht en bestond er geen uitgebreid collectief crisisbeheermechanisme buiten hetgeen waarover de Raad van Ministers *ad hoc* zou kunnen beslissen.

De euro werd daarom een federale munt zonder een federale machinerie die de steeds groter en sterker wordende problemen van het mondiale monetaire en financiële systeem niet het hoofd kon bieden. De EMU kan simpelweg niet worden opgevat als een collectief functionerende entiteit. In het SGP werd ervoor gekozen om de bewegingsruimte voor begrotingsbeleid te beperken, terwijl lidstaten eigenlijk handvatten hadden moeten krijgen om hun economieën aan te passen en op elkaar af te stemmen. Er bestond geen mechanisme dat met de negatieve collectief gegenereerde uitkomsten van debiteuren- en crediteurenregio's kon omgaan.

3. De eurocrisis

In deze paragraaf wordt onderzocht hoe de EMU vanuit beleidsmatige financiële crisisaanpak opereerde in de periode van acute tumult die uitbrak na de Grote Recessie van 2007. Het doel is om de resultaten – wat ging er mis – te koppelen aan de eigenaardige mix van beleid en het systeem van *governance* dat door de lidstaten werd gehanteerd in de context van de monetaire unie.

De stabiliteitscultuur impliceert dat marktwerking pas kan floreren als overheden zich houden aan de specifieke richtlijnen van begrotingsbeleid. De beleidsnormen bepalen dat het faciliteren van de markt het belangrijkste deel van de

oplossing is, maar stellen tegelijkertijd dat overheden de potentiële bron van het probleem zijn, ondanks hun complexe verantwoordelijkheden tegenover hun samenlevingen in een democratische context. Het beperken van hun mogelijkheden om actie te ondernemen was vanuit deze visie een noodzaak. Daarbij vindt men in de benadering waarbij schuldenreductie per land behandeld wordt de lijn van het door het IMF ontwikkelde systeem van de mondiale financiële architectuur terug. Deze benadering wordt in de EMU nog radicaler toegepast. De voorwaarden werden steeds harder opgedrongen aan lidstaten, terwijl weinig aandacht werd geschonken aan de intrinsieke defecten van de aanpak zelf. Waar moderne centrale banken wel de cruciale instrumenten hebben om in dergelijke situaties op te treden, zijn die niet meer beschikbaar voor leden van de eurozone. Oftewel: *de op marktinzichten gebaseerde governance in de EMU was in strijd met de realiteit van een wereld van versnellende kapitaalmobiliteit en economische ongelijkheden.*

Wat verworden is tot de 'standaardverklaring' was in feite een zichzelf waarmakende voorspelling: problemen werden de fouten van degenen die ze ondervonden. Toen de schulden van soevereine landen vorm begonnen te krijgen tegen het einde van 2009, wezen de crediteurenlanden inderdaad de vinger richting degenen die grote schulden hadden gemaakt via de financiële markten. Het beleidsdiscours bood echter geen antwoord op de problemen van dat moment: de minimale condities die nodig waren voor het succesvol opereren van een muntunie en de oplossingen voor het overkomen van de crisis.

Crediteuren- en debiteurenlanden waren schuldig aan het gebrekkige beleid: de economische resultaten waren namelijk collectief gegenereerd, niet eens zozeer door de nationale overheden als voornamelijk door het handelen van belangrijke economische actoren, zoals de banken, waarop een zeer gebrekkig toezicht bestond. Niettemin hebben bepaalde beleidsmaatregelen van landen de collectieve situatie zonder twijfel verder doen verslechteren.

De gegevens uit Tabel 1 tonen de onjuistheden van het Europese verhaal aan. Sommige van de landen (zoals Spanje en Ierland) die plotseling hevig in de problemen kwamen, behoorden voor het uitbreken van de crisis tot de best presterende landen (op zowel het begrotingstekort als de overheidsschuld). De situatie van landen met een relatief hoge schuldenlast was sterk verbeterd tijdens en vlak na de implementatie van de EMU. Ook was de schuldenlast van sommige landen, zoals het structurele gebrek aan transparantie van Griekenland over de staatsschuld en het begrotingstekort, al juist voorspeld door het IMF in de zomer van 2009. Voor de Europese leiders kwam dit vraagstuk dus niet als een echte verrassing. De begrotingsproblemen konden de start van de crisis niet verklaren, maar wel de effecten ervan verergeren. Bovendien hadden bijvoorbeeld België en Duitsland, die niet direct geraakt werden door de crisis, een vrij hoge schuldenlast. Verder bestond er op onder andere de Nederlandse en Duitse banken slecht toezicht; zij werden hard geraakt door de financiële malaise. Als er een land is dat momenteel een huizenbubbel heeft die op barsten staat, is

TABEL 1. Bruto geconsolideerde overheidsschulden en jaarlijkse begrotingstekorten, eurozone en Groot-Brittannië (% van BBP, Eurostat).

General government gross consolidated debt as a percentage of GDP for eurozone and UK

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgium	113.6	107.8	106.5	103.4	98.4	94.0	92.0	88.0	84.1	89.2	95.7	95.5	97.8
Germany	61.3	60.2	59.1	60.7	64.4	66.3	68.6	68.1	65.2	66.8	74.5	82.5	80.5
Estonia	6.5	5.1	4.8	5.7	5.6	5.0	4.6	4.4	3.7	4.5	7.2	6.7	6.1
Ireland	46.6	35.1	35.1	31.9	30.7	29.4	27.2	24.5	24.8	44.5	64.9	92.2	106.4
Greece	94.0	103.4	103.7	101.7	97.4	98.6	100.0	106.1	107.4	112.9	129.7	148.3	170.6
Spain	62.4	59.4	55.6	52.6	48.8	46.3	43.2	39.7	36.3	40.2	53.9	61.5	69.3
France	58.9	57.3	56.9	58.8	62.9	64.9	66.4	63.7	64.2	68.2	79.2	82.3	86.0
Italy	113.0	108.5	108.2	105.1	103.9	103.4	105.4	106.1	103.1	106.1	116.4	119.2	120.7
Cyprus	59.3	59.6	61.2	65.1	69.7	70.9	69.4	64.7	58.8	48.9	58.5	61.3	71.1
Luxembourg	6.4	6.2	6.3	6.3	6.1	6.3	6.1	6.7	6.7	14.4	15.3	19.2	18.3
Malta	57.1	54.9	60.9	59.1	67.6	71.7	69.7	64.4	62.3	62.0	67.6	68.3	70.9
Netherlands	61.1	53.8	50.7	50.5	52.0	52.4	51.8	47.4	45.3	58.5	60.8	63.1	65.5
Austria	66.8	66.2	66.8	66.2	65.3	64.7	64.2	62.3	60.2	63.8	69.2	72.0	72.4
Portugal	51.4	50.4	53.5	56.6	59.2	61.9	67.7	69.3	68.3	71.7	83.2	93.5	108.1
Slovenia	24.1	26.3	26.5	27.8	27.2	27.3	26.7	26.4	23.1	22.0	35.0	38.6	46.9
Slovakia	47.8	50.3	48.9	43.4	42.4	41.5	34.2	30.5	29.6	27.9	35.6	41.0	43.3
Finland	45.7	43.8	42.5	41.5	44.5	44.4	41.7	39.6	35.2	33.9	43.5	48.6	49.0
United Kingdom	43.7	41.0	37.7	37.5	39.0	40.9	42.5	43.4	44.4	52.3	67.8	79.4	85.0

General government net lending or net borrowing as a percentage of GDP for eurozone and UK

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Belgium	-0.6	0.0	0.4	-0.1	-0.1	-0.1	-2.5	0.4	-0.1	-1.0	-5.5	-3.8	-3.7
Germany	-1.6	1.1	-3.1	-3.8	-4.2	-3.8	-3.3	-1.6	0.2	-0.1	-3.1	-4.1	-0.8
Estonia	-3.5	-0.2	-0.1	0.3	1.7	1.6	1.6	2.5	2.4	-2.9	-2.0	0.2	1.1
Ireland	2.7	4.7	0.9	-0.4	0.4	1.4	1.7	2.9	0.1	-7.4	-13.9	-30.9	-13.4
Greece	:	-3.7	-4.5	-4.8	-5.6	-7.5	-5.2	-5.7	-6.5	-9.8	-15.6	-10.7	-9.4
Spain	-1.2	-0.9	-0.5	-0.2	-0.3	-0.1	1.3	2.4	1.9	-4.5	-11.2	-9.7	-9.4
France	-1.8	-1.5	-1.5	-3.1	-4.1	-3.6	-2.9	-2.3	-2.7	-3.3	-7.5	-7.1	-5.2
Italy	-1.9	-0.8	-3.1	-3.1	-3.6	-3.5	-4.4	-3.4	-1.6	-2.7	-5.4	-4.5	-3.9
Cyprus	-4.3	-2.3	-2.2	-4.4	-6.6	-4.1	-2.4	-1.2	3.5	0.9	-6.1	-5.3	-6.3
Luxembourg	3.4	6.0	6.1	2.1	0.5	-1.1	0.0	1.4	3.7	3.2	-0.8	-0.8	-0.3
Malta	-7.7	-5.8	-6.4	-5.8	-9.2	-4.7	-2.9	-2.8	-2.4	-4.6	-3.9	-3.6	-2.7
Netherlands	0.4	2.0	-0.2	-2.1	-3.1	-1.7	-0.3	0.5	0.2	0.5	-5.6	-5.1	-4.5
Austria	-2.3	-1.7	0.0	-0.7	-1.5	-4.4	-1.7	-1.5	-0.9	-0.9	-4.1	-4.5	-2.5
Portugal	-3.1	-3.3	-4.8	-3.4	-3.7	-4.0	-6.5	-4.6	-3.1	-3.6	-10.2	-9.8	-4.4
Slovenia	-3.0	-3.7	-4.0	-2.4	-2.7	-2.3	-1.5	-1.4	0.0	-1.9	-6.0	-5.7	-6.4
Slovakia	-7.4	-12.3	-6.5	-8.2	-2.8	-2.4	-2.8	-3.2	-1.8	-2.1	-8.0	-7.7	-4.9
Finland	1.7	6.9	5.1	4.1	2.6	2.5	2.8	4.1	5.3	4.4	-2.5	-2.5	-0.6
United Kingdom	0.9	3.6	0.5	-2.1	-3.4	-3.5	-3.4	-2.7	-2.7	-5.1	-11.5	-10.2	-7.8

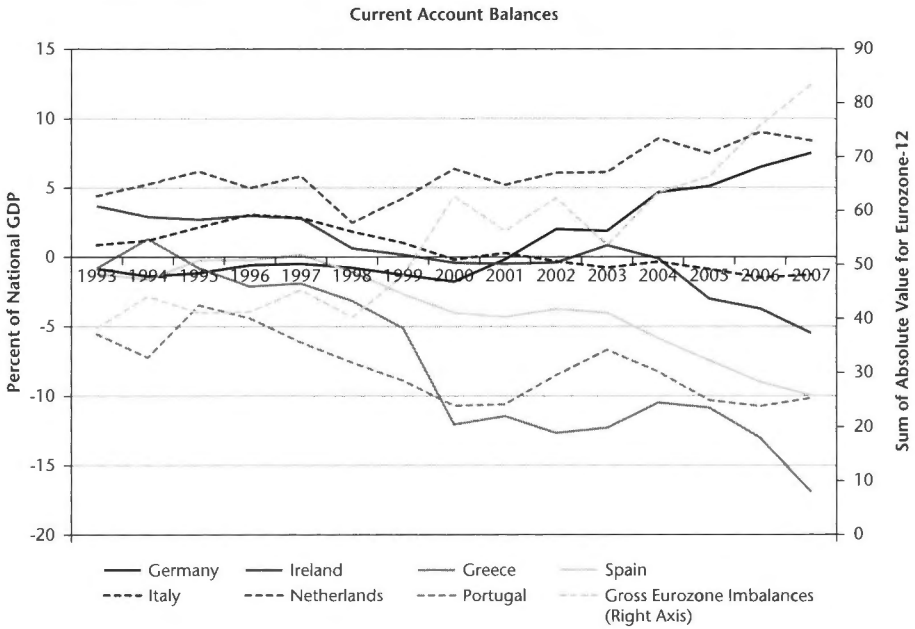
het Nederland wel. Nog niet zo lang geleden was het Duitsland dat kampte met een enorme overheidsschuld en een groot begrotingstekort. Duitsland brak voortdurend de SGP-regels en interpreteerde ze in zijn eigen voordeel. Het is zodoende onwaarschijnlijk dat overheidsschulden en huizenbubbels *an sich* de oorzaak van de crisis zijn, terwijl hierop vandaag de dag wel wordt gefocust. Het is plausibel dat de beleidsstandpunten van voor de crisis relatief weinig te maken hebben met de situatie.

Een meer logische reden voor het uitbreken van de Europese crisis is de financiële crash, aangezien landen met zowel grote als lage structurele en budgettaire problemen hun schuldenlasten zagen toenemen als gevolg van de crisis. Om de

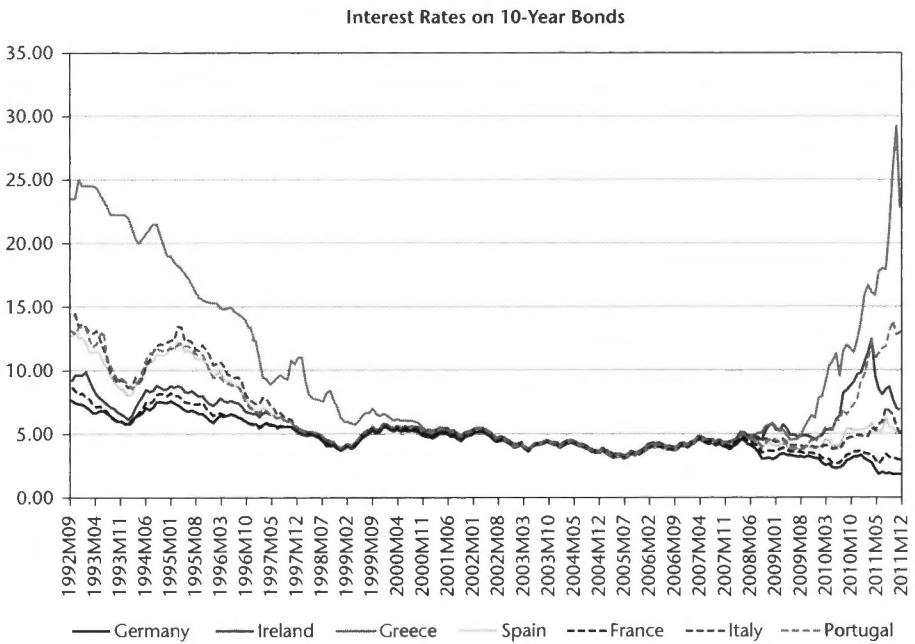
banken overeind te houden, transfereerden overheden van geavanceerde economieën triljoenen euro's van private schulden naar de publieke betalingsbalans (zie figuur 1), terwijl de langdurige recessie belastinginkomsten liet slinken en de uitgaven voor de verzorgingsstaat door de oplopende werkloosheid verder stegen. De recessie en de verslechterde vastgoedmarkt (gerelateerd aan een bubbel of niet) hebben de situatie voor de banken beslist verergerd, zelfs in landen die in het begin niet geraakt werden door de crisis. Uiteindelijk lijkt een degelijk begrotingsbeleid van nationale overheden intuïtief de juiste keuze. Goed of slecht begrotingsbeleid verklaart echter niet duidelijk of een land al dan niet hard geraakt wordt door de crisis.



FIGUUR 1. De jaarbalans van de Centrale Bank voor en na de crisis (bron: Bank of England; ECB).



FIGUUR 2. Versnelde voordelen – de betalingsbalansen van overschot- en tekortlanden voor en na de invoering van de monetaire unie (bron: AMECO).¹¹



FIGUUR 3. Convergentie en divergentie van rentes op staatsobligaties in de monetaire unie (bron: Eurostat).

Er is een meer geloofwaardige verklaring voor de Europese crisis te geven: de nadruk moet minder op statelijk beleid en meer op de effecten van kapitaalmobiliteit komen te liggen. Wanneer in een monetaire unie, waar het wisselkoersrisico afwezig is, kapitaalmobiliteit in intensiteit toeneemt, zullen lidstaten verschillende voordelen en risico's ondervinden. De meest competitieve exportlanden ondervinden de grootste voordelen van het verdwijnen van devaluatiemogelijkheden. Voor de EMU wordt dit bewijs geleverd door de verdere toename in overschotten op de betalingsbalansen van exportlanden ten opzichte van de periode voor de euro (zie figuur 2). Ondertussen vloeiden via hun banken de overvloedige spaartegoeden in surpluslanden naar waar de winstmarges hoger waren. Dit was meestal de snel groeiende periferie met haar structurele economische zwakheden. In figuur 3 ziet men dat voor de crisis de EMU tot een stormachtige convergentie van de rentes op staatsobligaties van kern- en periferie-economieën in de eurozone leidde. De publieke en private leners in perifere economieën verkregen hierdoor goedkoper kapitaal en ondervonden zodoende minder beperkingen in het financieren van hun tekorten op de lopende rekening (Jones, 2003). De instroom van kapitaal stimuleerde groei en investeringen maar ook inflatie. Deze effecten verergeren mogelijk de concurrentiepositie en kunnen een toekomstige vastgoedbubbel en bankproblemen tot gevolg hebben in een nieuwe periode van laagconjunctuur.

In het stijgende deel van de cyclus ziet de situatie er van beide kanten positief en duurzaam uit – een teken dat beleggers

vertrouwen hebben – maar de goede tijden maskeren de onderliggende onhoudbare en groeiende breekbaarheid van het systeem voor het uitbreken van de crisis. In laagconjunctuur of recessie worden de zwakkere economieën harder geraakt, omdat zij nu eenmaal slechter ontwikkeld en zwakker zijn. Deze uitkomst is inherent aan de aard van een monetaire unie en staat gelijk aan een federale staat met economische regio's die zeer gedifferentieerd ontwikkeld zijn (zoals Duitsland met zijn vijf oostelijke *Länder* uit de voormalige DDR als uitgelezen voorbeeld).

De institutionele lacunes en het falen van de *governance* in de eurozone waren eveneens belangrijke verklarende factoren in de soevereine schulden crisis. Het strikt volgen van de regels uit het SGP zou bijvoorbeeld fataal geweest zijn in de financiële crisis. Gevolg was dat dan ook geen enkel land dit exact deed.¹² De marktwerking, die eigenlijk op eigen kracht zou moeten functioneren, leidde in feite tot onevenwichten, financiële kwetsbaarheid in de bankensector en tot groeiende competitiviteitsproblemen tijdens hoogconjunctuur. Vervolgens brak een door de markt gedreven crisis uit die gevolgd werd door een dure redding van de banken, een recessie en uiteindelijk meer schulden voor de overheden. De ECB en de nationale overheden hadden het bij het juiste eind om het financiële systeem in 2008-2009 overeind te houden, maar betaalden een hoge prijs door het tekort op de publieke betalingsbalans op te laten lopen (tabel 1; figuur 1).

Sinds de invoering van de euro heerst er ambiguïteit over wat er zou moeten gebeuren als een land zich bevindt tussen

de brede marges van liquiditeitsproblemen en insolventie. Zou de *no-bail-out*-clausule altijd gerespecteerd worden? De voormalige Duitse minister van Financiën Peer Steinbrück gaf ooit al aan dat dit “waarschijnlijk niet het geval zou zijn”.¹³ Nieuwe EU-lidstaten die geraakt werden door de crisis werden al snel geholpen in 2008-2009. Zou de ECB interveniëren als een ‘normale centrale bank’ om overheden te helpen, zoals het had gedaan met de redding van commerciële banken? De crisis van soevereine landen was immers het gevolg van de fragiele positie van de banken en iedereen was hiervan op de hoogte, zeker de financiële markten zelf. Zou het failliet verklaren van landen een optie zijn? Zouden economieën die onderworpen waren aan de druk van zware aanpassingen de euro verlaten en overgaan tot devaluaties?

Zoals we weten, was het mandaat van de ECB toegespitst op het voorkomen van inmenging in een actieve crisisaanpak voor de schulden van soevereine landen. Ook kwamen crediteurenlanden die de *no-bail-out*-clausule en de regels uit het SGP steunden, met bondskanselier Merkel en haar nieuwe minister van Financiën Schäuble voorop, steeds meer in opstand tegen dit idee. Toen de crisis begin 2010 losbarstte door de Griekse malaise, waren er geen glasheldere antwoorden op deze vragen. Er bestond enkel ambiguïteit en onenigheid tussen de lidstaten. Op het moment dat de financiële markten in paniek raakten, werd er een op leningen gebaseerde *bail-out* voor Griekenland verstrekt die de situatie voor het land alleen maar zou verslechteren, wat ook de markten inzagen. De rentes op Griekse

staatsobligaties stegen na dit besluit harder (figuur 3). Ook werd de prijs die betaald moest worden om het land te redden almaar hoger nadat er twijfel ontstond of Griekenland ooit zijn schulden nog kon terugbetalen aan de banken die de leningen verstrekt hadden. Ierland en Portugal volgden snel op: andere landen werden besmet met dezelfde financieringsproblemen. Aan de andere kant werden de crediteurenlanden onderworpen aan rentepercentages op hun staatsobligaties die rond de nul lagen of zelfs negatief waren. Daarbovenop vroegen zij in ruil voor steun aan de debiteurenlanden hoge rentes op de verstrekte leningen. Dit alles zorgde via de banken voor een verdere afdracht van kapitaal van de debiteuren naar de crediteurenlanden. De banken, tenminste daar leek het op, zouden door de ECB altijd weer gered kunnen worden met belastinggeld. Hoe langer dit proces doorging, des te onduidelijker werden de standpunten van de overheden binnen de eurozone. De maatregelen die zij voorstelden waren geen crisismaatregelen maar oplossingen voor de lange termijn.¹⁴

Debiteuren- of crediteurenoverheden kozen vanaf dat moment hetzelfde discours: de schuld voor de crisis lag bij henzelf en ze beloofden (te ongespecificeerde) hervormingen door te voeren op landelijk en Europees niveau. Marktvolatiliteit en paniek bleven aan de orde van de dag en de schuldenlast groeide tot een alarmerend niveau, ondanks de stringente bezuinigingsmaatregelen. Het electoraat binnen Europa schaarde zich achter deze vanuit ‘eigenbelang’ handelende overheden, terwijl de politieke elite steun had moeten zoeken onder het volk voor

verdere Europese samenwerking en opbouw van gedegen instituties. In Europa ontbrandde een hevige discussie over de huidige en toekomstige monetaire unie en de macro-economische aanpassingsmechanismen. Ondertussen bleven de voordelen van de EMU doorvloeien naar de overschotlanden, maar naarmate de economische groei stagneerde, kreeg de recessie greep op de gehele Unie. Deze besmetting en een ontoereikend financieel raamwerk hebben de problemen veel groter gemaakt. Een daadkrachtige interventie vanuit centrale instituties had dit kunnen voorkomen.

Op het moment van het schrijven van deze tekst is er nog steeds geen direct mechanisme voor crisisresoluties opgezet. Als het mandaat van de ECB en de op leningen gebaseerde noodpakketten onveranderd blijven, kan de crisis in de eurozone nog langer voortduren. Hervormingen voor de lange termijn, zoals het *Fiscal Compact* en de Bankenunie, zijn al wel voorgesteld, maar het doortastende optreden dat vanuit de centrale bank zou moeten komen, is nog steeds afwezig in Europa.

4. Conclusie

De Europese Raad van Ministers en soevereine overheden hebben een Europese Centrale Bank gecreëerd die ten opzichte van een normale centrale bank in een federale economie een te beperkt mandaat heeft. Dit idee kwam voort uit aannames over het functioneren van de op marktinzichten gebaseerde *governance* en de

automatische aanpassingsmechanismen die dit tot gevolg zou hebben. Empirisch onderzoek wees uit dat dit instabiliteit, asymmetrieën en een disfunctioneel mechanisme voor schuldenreductie zou genereren. De aloude *trade-offs* die bestaan voor monetaire samenwerking tussen overschot- en tekorteconomiëen werden in Europa doelbewust opzijgeschoven, terwijl het systeem ook de mechanismen voor een functionele crisisaanpak ontbeert. Overschoteconomiëen zouden de voordelen ondervinden van vaste wisselkoersen maar waren tegelijkertijd niet verplicht *ex ante* of *ex post* te betalen voor de kosten van asymmetrieën in de muntunie waaraan zij zelf hadden bijgedragen. De ECB kreeg talrijke bevoegdheden en instrumenten om banken te redden, maar er werd doelbewust voor gekozen de Bank geen instrumenten te verschaffen om in crisistijd de bevolking te ondersteunen, ondanks de expliciet geformuleerde langetermijndoelstellingen van de Unie en haar systeem van monetaire samenwerking. Men weet nu dat de EMU in crisistijd de kosten voor het redden van banken bij de belastingbetaler legt en dat deze als de ultieme garantstelling voor risicovolle investeringen dient. Hierbij worden de armere landen en hun armste inwoners het hardst geraakt. Vanuit democratisch oogpunt moet een halt toegeroepen worden aan deze ontwikkeling. De Europese *governance* met betrekking tot crisisbestrijding is een van de grootste mondiale probleemvraagstukken van het moment. Het is hoog tijd om deze tekortkomingen van zowel de EU als de mondiale financiële crisis te overwinnen.

Noten

1. Dit essay is een verkorte en aangepaste versie van twee eerder gepubliceerde artikelen van dezelfde auteur: The Governance of Global Financial Crises: A Focus on Europe, in A.J. Payne & N. Phillips (eds.), *Handbook of the International Political Economy of Governance* (ter perse) en Paved with Good Intentions: Global Financial Integration, the Eurozone, and the Hellish Road to the Fabled Gold Standard, in D.H. Claes & C.H. Knutsen (eds.), *Governing the Global Economy: Politics, Institutions and Development* (Routledge, 2011, pp 110-130). In deze beide artikelen wordt uitgebreid gerefereerd aan data en literatuur, in tegenstelling tot in dit essay.
2. Dit geldt in het bijzonder voor de banken in het Verenigd Koninkrijk: zij handelden nagenoeg op dezelfde manier als de Amerikaanse banken en niet als gedegen Europese banken.
3. Economische schokken die een verschillend, meestal tegengesteld, effect hebben op verschillende economieën.
4. Lees hier: staten, al zijn zij nauwelijks aansprakelijk te stellen voor de grote hoeveelheid transacties in zowel de financiële als handelssector.
5. Hypotheken en andere activa worden samengevoegd en verkocht als verhandelbare effecten.
6. Zij beheren de geldstromen van een bedrijf zo efficiënt en rendabel mogelijk. Ook voorspellen ze toekomstige behoeften aan financiering en zoeken naar de beste alternatieven om die te verwerven.
7. Dit fenomeen maakt duidelijk waarom wisselkoersen vaak meer volatiel zijn dan men verwacht. Sommige economen hebben aangevoerd dat volatiliteit louter het gevolg was van speculanten en inefficiënties in de buitenlandse valutamarkt. Het model van *overshooting* stelt echter dat de wisselkoers tijdelijk sterk reageert op veranderingen in monetair beleid om te compenseren voor prijsstarheid in de economie. Zodoende bestaat er meer volatiliteit in de wisselkoers door *overshooting* dan men normaal zou verwachten.
8. Bekend als de efficiënte-markthypothese.
9. Referentie aan de uitspraak van de voormalige voorzitter van de Federal Reserve William McChesney Martin (1970) dat het de rol van de Centrale Bank is "om de alcohol aan het feest te onttrekken juist wanneer het feest net op gang komt".
10. Dit idee valt onder de recente stappen om een bankenunie in de EU te vormen.
11. De lijn 'Gross Eurozone Imbalances' gebruikt de schaal op de rechteras en representeert het nominale totaal van de bruto onevenwichten, tekorten en overschotten van alle landen in de eurozone. De lijn laat zien dat rond de start van de monetaire unie in 1999 de groei in onevenwichten van debiteuren en crediteuren zeer hoog is. Zodoende speelde de EMU een belangrijke rol in de ontstane verschillen tussen lidstaten. De andere lijnen in de grafiek maken gebruik van de linker as en illustreren de ont-

wikkeling van onevenwichten tussen debiteuren- en crediteureneconomieën. Men ziet hier de versnelde verandering sinds 1999 en de asymmetrische distributie van kosten en baten van de EMU: de crediteuren doen het beter, terwijl de debiteuren slechter presteren en deze trend accelereert. Er zijn geen data beschikbaar die een soortgelijke vergelijking mogelijk maken van intra-eurozoneonevenwichten voor respectievelijk de overschot- en tekortlanden.

12. En sommige, inclusief overschoteconomieën, namen ze überhaupt niet al te serieus in eerste instantie.

13. Bertrand Benoit & Tony Barber, Germany Ready to Help Eurozone Members, *Financial Times*, 18 februari 2009.

14. Hoewel de *Outright Monetary Transactions* (OMT), op 2 augustus 2012 bekendgemaakt door Mario Draghi, dit wellicht hebben veranderd. Met het OMT-programma zou de Bank voor het eerst *ongelimiteerd* staatsobligaties gaan opkopen van landen die onhoudbare rentes moeten betalen om geld te lenen op de financiële markten. Dit wordt echter alleen uitgevoerd onder strenge eisen en condities.

Bibliografie

- Bordo, M., Eichengreen, B., Klingebiel, D. & Martínez-Peria, M.S. (2001). Is the Crisis Problem Growing More Severe? *Economic Policy*, 16 (32), 51-82.
- Claessens, S., Underhill, G. & Zhang, X. (2008). The Political Economy of Basle II: The Costs for Poor Countries. *The World Economy*, 31 (3), 313-344.
- Jones, E. (2003). Liberalized Capital Markets, State Autonomy, and European Monetary Union. *European Journal of Political Research*, 42 (2), 197-222.
- Jones, E. (2011). Europe and the Global Economic Crisis. In R. Tierskey & E. Jones (eds.), *Europe Today* (pp. 327-350), 4th edition. Lanham MA: Rowman and Littlefield.
- Reinhart, C.M. & Rogoff, K.S. (2009). *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton, NJ: Princeton University Press.
- Underhill, G.R.D. (2002). Global Integration, EMU, and Monetary Governance in the European Union: The Political Economy of the "Stability Culture". In K. Dyson (ed.), *European States and the Euro: Europeanization, Convergence, and the Single Currency* (pp. 31-52). Oxford: Oxford University Press.
- Vreeland, J.R. (2003). *The IMF and Economic Development*. Cambridge: Cambridge University Press.