

De rol van de EU in de financiële en economische crisis

Jacques Pelkmans



De rol van de EU in de financiële en economische crisis

Jacques Pelkmans

oktober 2009

NEDERLANDS INSTITUUT VOOR INTERNATIONALE BETREKKINGEN
CLINGENDAEL

CIP-Data Koninklijke bibliotheek, Den Haag

Pelkmans, Jacques

De rol van de EU in de financiële en economische crisis – Den Haag, Nederlands
Instituut voor Internationale Betrekkingen *Clingendael*.
ISBN 978-90-5031-145-8



Desk top publishing by Birgit Leiteritz

Nederlands Instituut voor Internationale Betrekkingen *Clingendael*
Clingendael European Studies Programme
Clingendael 7
2597 VH Den Haag
Telefoonnummer: +31(0)70 - 3245384
Faxnummer: +31(0)70 - 3746669
Postbus 93080
2509 AB Den Haag
E-mail: cesp@clingendael.nl
Website: <http://www.clingendael.nl>

Het Nederlands Instituut voor Internationale Betrekkingen *Clingendael* heeft tot doel kennis en meningsvorming over internationale vraagstukken te verdiepen en te verbreden. Het Instituut tracht deze doelstellingen te verwezenlijken door het verrichten van onderzoek, het verzorgen van onderwijs en het geven van voorlichting. Het publiceert o.a. studies, geeft het maandblad 'Internationale Spectator' uit, biedt een breed pakket aan cursussen en conferenties aan en onderhoudt een bibliotheek- en documentatiecentrum.

© Alle rechten voorbehouden. Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronische, mechanisch, door fotokopieën, opnamen, of enig andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van Instituut *Clingendael*.

Inhoudsopgave

1. De crisis als test voor de Unie's kerntaken	1
2. Zesvoudig EU antwoord op de crisis	2
3. Hoedster van de interne markt	3
4. Goede werking van de interne EU markt voor financiële diensten en kapitaal	9
5. Budgettair beleid op nationaal en EU niveau	15
6. De eurozone, monetair beleid en liquiditeit	17
7. EU samenwerking in de G-20 en met het IMF	19
8. Aandacht voor enkele specifieke beleidszorgen in de EU	20
9. Verandert de crisis het handelingsvermogen van de EU?	27
10. Conclusies	32

De rol van de EU in de financiële en economische crisis

Jacques Pelkmans

1. De crisis als test voor de Unie's kerntaken

Burgers, bedrijven en bewindslieden hebben de enorme economische betekenis van de EU herontdekt door de financiële en economische crisis. Dat was hard nodig. In de Unie leek het vaker om allerlei betrekkelijk marginale, institutionele verbeteringen te gaan, en/of om scherpere formuleringen van de bevoegdheidsverdeling (die in wezen niet veranderde) dan om de inhoud van wat de EU wel en niet kan en moet doen. Dat werd verergerd door de uiterst oppervlakkige en misleidende debatten over Europa als 'superstaat' alsmede tenenkruisende blijken van gebrek aan zelfs de meest elementaire kennis van de EU, in Nederland maar net zo goed elders in de EU. Na vier verdragen (Amsterdam, Nice, de ontwerp-Grondwet en Lissabon) in elf jaar dwingt de financiële en economische crisis ons de zwakheden en nieuwe opties van de Unie veel serieuzer onder ogen te zien. Abstracte verdieping van de substantie van de verdragen en bijbehorende overdracht van bevoegdheden, beide zonder urgentie, werkt natuurlijk niet. De crisis test de Unie op een aantal kardinale aspecten van de interne markt, de economische unie en de eurozone – de harde kern van de EU – maar dit geschiedt wel binnen een knellend korset van beperkingen dat sinds Maastricht nauwelijks is veranderd.

Tegen deze achtergrond bespreekt dit artikel de EU rol in de crisis. Dit thema kan op diverse wijzen benaderd worden. Zo kan men zich afvragen of de EU de crisis (grotendeels) had kunnen voorkomen; indien dit mogelijk was geweest, waarom heeft de EU dan die kans niet gegrepen in de derde generatie financiële regulering (het actieplan financiële diensten 2000 – 2005)

en in het verdiepen en verbreden van het financiële stabiliteitsregime na de opbouwfase van de eurozone (1998 – 2002)?

Een tweede benadering kan bestaan uit het verschaffen van een overzicht op hoofdpunten van wat de EU feitelijk gedaan heeft, op EU niveau alsmede in coördinatie met maatregelen van de lidstaten? Waarschijnlijk heeft dit toegevoegde waarde omdat enig begrip van de materie niet alleen verschillende deskundigheden vereist, maar tevens omdat velen – door een waaier van acties en maatregelen – door de bomen het bos niet meer zien. Een derde benadering kan erin bestaan om de EU rol in de crisis te toetsen aan wat idealiter vereist is om de crisis goed te bestrijden en de volgende te voorkomen of althans tot een minimum te beperken. Een vierde benadering, tenslotte, stijgt boven de crisis uit en stelt de vraag of, hoe en in hoeverre de crisis de EU zelf veranderd heeft of nog zal veranderen. Dat kan uiteraard deels overlappen met de derde benadering. Binnen dit korte bestek zal de tweede vraag voorop staan, met een enkel uitstapje naar aspecten van de andere vragen.

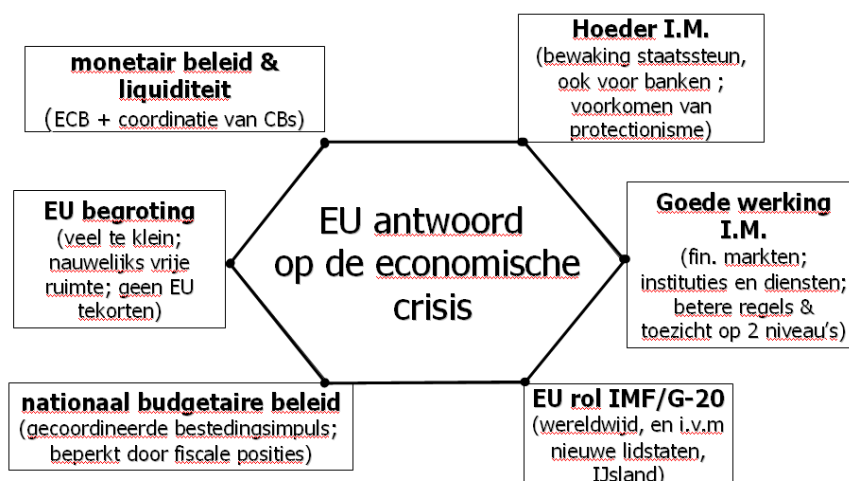
Het eerste deel van deze bijdrage stoelt op een onderscheid tussen de zes hoofdaspecten van het EU antwoord op de crisis (par. 2) en de stapsgewijze uitwerking daarvan m.b.t. de interne markt en staatssteun (3.), de goede werking van de interne markt voor financiële diensten en kapitaal (4.), budgettair beleid op nationaal en EU niveau (5.), de eurozone (inclusief monetair beleid en liquiditeit) (6.) en de EU samenwerking in de G-20 en het IMF (7.). Dit deel bedoelt een beknopt overzicht te geven, al zijn hier en daar waardering en kritiek in de tekst verwerkt. Een grondige evaluatie en/of economische analyse valt uitdrukkelijk buiten het bestek van deze bijdrage aangezien dit een veel technischere benadering vereist die minder toegankelijk is voor niet-gespecialiseerde lezers. Het tweede deel zoekt in op enkele bijzondere aspecten of vragen die de EU rol in de crisis oproept. Par. 8 bespreekt (kort) vier beleidszorgen (de Mediterrane landen in de eurozone, Centraal Europa in de Unie, de kwestie van een ‘exit’ strategie, en ten slotte deflatie of inflatie in de nabije toekomst) terwijl par. 9 de enigszins speculatieve vraag tracht te beantwoorden of de crisis het handelingsvermogen van de EU heeft veranderd. Par. 10 bevat de conclusies.

2. Zesvoudig EU antwoord op de crisis

De financiële crisis duurt nu ongeveer twee jaar en de economische crisis ruim een jaar. Een chronologisch overzicht verschaffen zou niet alleen onmogelijk zijn binnen de ruimte van deze paper, het riskeert bovendien de verwarring eerder te vergroten omdat de herkenning van de diepgang en de diverse kanten van de crisis tijd heeft gekost. Nu de eerste rook is opgetrokken, is het mogelijk om enige structuur aan te brengen in het EU antwoord, aan de hand van hoofdthema's van beleid. *Figuur 1* geeft een zesvoudig antwoord weer dat hieronder kort zal worden uitgewerkt.

Op het eerste gezicht lijkt het antwoord te voldoen aan een klassieke verdeling tussen micro- en macro-economische instrumenten. De EU kan immers krachtig optreden op het gebied van de interne markt (rechtsboven en rechtsmidden) terwijl de macro-economische gereedschapskist van de Unie meer interventieopties blijkt te behelzen dan velen tot voor kort voor denkbaar hielden (linksboven, linksmidden en linksonder). Tenslotte heeft de EU zich wereldwijd actief opgesteld in de plotseling relevant geworden G-20, en concreet samengewerkt met o.a. het IMF in een aantal reddingsoperaties. De scheiding tussen micro en macro gaat echter niet goed op want er bestaat een nauw verband tussen de ‘goede werking’ van de financiële (interne) markt (rechtsmidden) en de macro-economische stabiliteit van de Unie (linksboven en linksonder). Dat verband speelt trouwens ook een rol in de G-20 debatten op wereldniveau.

Figuur 1
EU antwoord op de economische crisis



3. Hoedster van de interne markt

De permanente functie van de Europese Commissie als ‘hoedster van de interne markt’ is het eerst getest. Het gaat hier vooral om twee kwesties: enerzijds, vormen van staatssteun aan financiële instellingen in de lidstaten, meestal met een zeer hoge urgentie (3.1), en anderzijds, staatssteun aan andere sectoren dan wel verkapte vormen van protectionisme in de interne markt (3.2). Daarbij is in de pers veel aandacht geschonken aan politiek-populistische uitspraken van nationale politici (met de hoofdprijs voor

president Sarkozy, die het bestond subsidiebeloftes aan de Franse auto-industrie te koppelen aan het terugtrekken van investeringen in de Tsjechische republiek!) en de jammerklachten over het trage tempo van de Commissie in het behandelen van steunaanvragen. Deze uitingen van frustratie zeggen veel over deze politici en hun korte-termijn binnenlands-politieke drijfveren, maar nagenoeg niets over de inhoud en de door de crisis onontbeerlijk geworden aanpassing van het EU beleid.¹ De Commissie zelf heeft voor een zakelijke benadering gekozen, zonder publiciteit, om kwetsbaarheid voor schoten uit de heup van overgevoelige politici te voorkomen. Het nadeel daarvan is dat deze belangrijke en deels innovatieve hoedsterfunctie volstrekt onderbelicht is gebleven.

3.1 Crisissteun aan financiële instellingen

Bij de steunverlening aan financiële instellingen bevindt de EU zich in een zeer lastig parket. In tegenstelling tot bv. de VS, combineert de EU een diepe interne markt voor financiële diensten en kapitaal met een gedecentraliseerd (en zwak) toezicht alsmede een reguleringskader dat onvolledig is en tal van nationale uitzonderingen kent. Verder ontbeert de EU de ultieme zgn. fiscale capaciteit (om in te grijpen op kosten van de belastingbetaler) die immers geheel bij de lidstaten ligt. Hoewel met steunverlening aan financiële instellingen in de interne markt wel enige ervaring is opgedaan, bestond geen alomvattend kader, voor dergelijke crisissteun of het nationaliseren van banken. Overigens geldt hier wel enige relativering. Er bestond een in de praktijk getoetst en herhaaldelijk verbeterd kader voor reddingsteun en herstructurering van bedrijven en het EG verdrag behelst twee uitzonderlijke bepalingen die een rechtsgrondslag voor EU optreden verschaffen.² Het kader

-
- 1) Laat staan, over de inspanningen binnen de Commissie om het tempo van behandeling – dat nou eenmaal zorgvuldigheid en correcte informatie vereist, niet in het minst vanwege de belangen van niet-gesteunde concurrenten elders in de interne markt, dan wel wegens precedentwerking – enorm op te voeren. Zie de letterlijke belofte van de Commissie om, waar mogelijk en na volledige informatie door de Lidstaat, dit zelfs binnen 24 uur te doen en/of gedurende weekends, in de Mededeling over staatssteun betreffende financiële instellingen, Pb EU, C 270 van 25 okt. 2008, p. 14, par. 53. De gemiddelde duur van de behandeling van de 22 steunaanmeldingen voor banken tot maart 2009 bedroeg 17 dagen (zie COM (2009) 164 van 8 april 2009, p. 28).
 - 2) Art. 87.3 (c) beschouwt steun als verenigbaar met de interne markt “... om de ontwikkeling van bepaalde vormen van economische bedrijvigheid ... te vergemakkelijken ...”; dit vormt de rechtsbasis voor (tijdelijke) reddings- en herstructureringssteun, met inmiddels strenge eisen m.b.t. het herstelplan alsmede zgn. compenserende maatregelen (bv. afstoten van onderdelen) als genoegdoening voor concurrenten die een falend bedrijf gered zien worden (voor details, zie Pb. EU C 244 van 1 okt. 2004); Art. 87.3 (b) is, op een enkele uitzondering na, nog nooit aangewend en is uitdrukkelijk bedoeld voor een crisis in de

voor herstructureringssteun is meteen aangewend voor de eerste slachtoffers van de financiële crisis in de EU in de vroege herfst van 2007 zoals het Duitse IKB en de Saksische Landesbank; reddingssteun voor Northern Rock (garanties goedgekeurd) en latere herstructureringssteun (nog in studie wegens herhaalde wijzigingen, in mei 2009) zijn eveneens op deze manier behandeld. Bij de snelle verslechtering van de posities van financiële instellingen o.a. door het opdrogen van de interbancaire markt, de noodzaak om grote sommen af te schrijven van zgn. CDOs (ingewikkelde schuldcombinaties, als waardepapieren aangekocht, waarbij onderpanden en risico's veel te ongewis bleken) en de vrije val van de aandelen, bleek het bestaande kader volstrekt ontoereikend. Bovendien was er geen tijd te verliezen: spaarders en rekeninghouders begonnen weg te lopen bij bepaalde banken en 'bank runs' waren niet langer uitgesloten. Vertrouwen smolt weg als sneeuw voor de zon en regeringen grepen in, eerst door depositogaranties op te schroeven.³

Sindsdien heeft de Commissie, na intensief overleg, een drietal belangrijke mededelingen gedaan op basis waarvan de crisissteunmaatregelen worden beoordeeld. Dit nieuwe kader bouwt voort op het bestaande, met enige evidente oprekking van tijdelijke aard, en werkt technische onderdelen uit. Het betreft mededelingen omtrent crisissteun aan banken, herkapitalisatie van financiële instellingen en de behandeling van activa met een hoog en onbekend verliesrisico ('impaired assets' oftewel vergiftigde activa).⁴ In dit bestek is een inhoudelijke bespreking niet mogelijk. De vormen van marktfalen (o.a. van systeemachtig karakter) waarvan hier sprake is, zijn uniek en hun manifestaties zijn ingewikkeld. De regels maken een scherp onderscheid tussen aanvankelijk (meestal 1 juli 2008) gezonde instellingen – die buiten hun schuld door crisis 'besmetting' in de problemen zijn gekomen

gehele economie van een Lidstaat; het verdrag spreekt hier van "steunmaatregelen om ... een ernstige verstoring in de economie van een Lidstaat op te heffen".

- 3) Toen de Ierse regering de garantie voor spaarders van € 20.000,00 opvoerde naar 'ongelimiteerd', en dat N.B. alleen voor Ierse banken deed, en niet voor buitenlandse vestigingen in Ierland (tegen elk idee van de interne markt, zonder discriminatie, in), reageerden angstige spaarders in Engeland meteen en brachten massaal hun spaargelden naar Ierse banken. Dat dwong ministers van financiën tot een gezamenlijke bliksemreactie, die de EU minimumgarantie (€ 20.000,00) verhoogde, terwijl de Commissie onmiddellijk de Ierse maatregel als concurrentieverstorend afwees. Momenteel is het feitelijke minimum € 50.000,00 maar een aantal landen garandeert het dubbele en sommige kennen geen limiet. Dat zal echter opnieuw bezien moeten worden.
- 4) Zie respectievelijk Pb EU C 270 van 25 okt. 2008; Pb EU C 10 van 15 jan. 2009; Pb EU C 72 van 26 maart 2009. Een handig en niet te gedetailleerd overzicht, geïllustreerd met tal van voorbeelden van de laatste 12 maanden uit allerlei EU landen en voorzien van cijfermateriaal, is te vinden in een Update van de State Aid Scoreboard Spring 2009 van 8 april 2009 [COM (2009) 164].

– en financiële instellingen die exorbitant hoge risico's (bv. door extreme hefboomwerking) hebben genomen en toch (bv. wegens hun loutere omvang – “too big to fail” – of wegens verregaande vervlechting met andere banken en verzekeraars dan wel met de ‘reële’ economie) gered moeten worden om enorme schade bij anderen te voorkomen. Daarbij gaat de Commissie niet zover dat faillissement van bepaalde banken wordt afgedwongen.⁵ Er zijn verder tal van technische problemen bij deze nieuwe kaders zoals bv. de tijdelijk erg hoge prijs die bij herkapitalisatie zou gelden (aangezien daar momenteel een forse risicoperceptie in verwerkt zit; de Commissie accepteert dan ook een lagere rente) en de economische waarderingskwesties van de betreffende vergiftigde activa.⁶ Begin juni 2009 waren beslissingen over 32 individuele maatregelen (en amendementen ervan) genomen door de Commissie, naast niet minder dan 24 besluiten over algemenere steunschema's van lidstaten. Verder liepen er 6 diepteonderzoeken omtrent herstructureringen en nationalisering (vaak met tussentijdse wijzigingen) waaronder Northern Rock, Dexia, Fortis Bank Nederland en ING. Damien Neven spreekt dan ook van een tsunami van staatssteungevallen.⁷ Volgens Neven stond begin juni 2009 voor € 2900 miljard garanties uit die voor 32% waren aangewend, en voor € 311 miljard aan plafonds van kapitaalinjecties, waarvan 55% was opgenomen. Voor het verwijderen van vergiftigde activa was op dat moment zo'n € 61 miljard beschikbaar. Mocht iemand nog het idee hebben dat de EU controle op staatssteun ‘typisch Brusselse bemoeizucht’ weerspiegelt, dan blijkt uit deze gigantische interventies op lidstaatsniveau dat er van een interne markt, laat staan een markt met onvervalste mededinging, in financiële diensten en kapitaal eenvoudigweg geen sprake meer zou zijn zonder deze disciplinerende kaders en de erkenning van de Commissie als hoedster van deze interne markt. Overigens zouden de interventies alleen maar omvangrijker zijn indien lidstaten elkaar met dergelijke mega-subsidies zouden beconcurreren, wegens snel wegkwijnend vertrouwen in elkaar en ongeremde negatieve spill-overs tussen de EU landen.

3.2 Andere staatssteun en het voorkomen van protectionisme

Voor staatssteun aan niet-financiële sectoren bestaat reeds lang een robuust en goed ontwikkeld kader dat geconsolideerd en vereenvoudigd is vastgelegd

5) Dat is overigens in een geval wel gebeurd (Roskilde Bank), maar uiteindelijk op initiatief van de Deense overheid in november 2008, nadat in juli 2008 de Commissie een reddingsplan grotendeels had goedgekeurd.

6) Voor dit laatste, zie o.a. Annex III van Mededeling 2009/ C 72.

7) Damien Neven is Chief Economist van DG Mededinging en sprak op 16 juni 2009 in het Europa College in Brugge.

in verordening 800/2008.⁸ Aangezien in verreweg de meeste gevallen de ontheffingsregels helder zijn, kunnen lidstaten zonder dralen toegestane steun verlenen. Men hoeft immers niet langer op toestemming van de Commissie te wachten. Op een aantal onderdelen waar geen twijfels hoeven te bestaan, hebben lidstaten daar ook massaal gebruik van gemaakt. In het kader van het EU economisch herstelplan van de herfst van 2008 (zie verder in deze bijdrage) is men tot de conclusie gekomen dat in deze diepe crisis financiële markten crisis-specifiek falen vertonen die extra steun rechtvaardigt voor (gezonde) bedrijven die toegang tot financiering zoeken. Banken zijn nu zeer risicomijdend geworden en dit treft gezonde ondernemingen die leningen wensen of risicokapitaal willen aantrekken. Deze terughoudendheid leidt bovendien tot een self-fulfilling prophecy aangezien gewone bedrijven plotseling normale risicofinanciering (voor exporten, voorraden of de aanschaf van kapitaalgoederen, dan wel productaanpassingen) ontberen en daardoor orders mislopen die toch al in aantal zijn teruggelopen. In de marge kan dat tot meer faillissementen leiden, eigenlijk omdat financiële markten (nu) niet in staat zijn bedrijfsrisico's correct te beprijzen. De Commissie heeft dan ook een zgn. tijdelijk kader voor staatssteun opgesteld dat toegang tot financiering van staatswege (iets) vergemakkelijkt.⁹ Zo is de de-minimis ontheffing¹⁰ van € 200.000,00 naar € 500.000,00 opgetrokken (voor gezonde bedrijven, wederom per 1 juli 2008), zijn de voorwaarden voor gesubsidieerde garanties (bv. premieverlichting) verruimd, alsmede voor rentesubsidies (vergeleken met een referentie rente gecorrigeerd voor bv. risico en de interbancaire rente voor een jaar; met een verdere versoepeling voor 'groene producten') en de ontheffing voor bevordering van kleine sommen risicokapitaal voor KMOs is verhoogd (van € 1,5 miljoen naar € 2,5 miljoen). Verder kunnen lidstaten korte termijn export krediet verzekeringen verruimen indien ze kunnen aantonen dat specifieke vermarktbaar risico's tijdelijk niet te dekken zijn. Deze maatregelen zijn niet radicaal te noemen maar geven niettemin de lidstaten mogelijkheden enige verlichting te verschaffen zonder de interne markt aan te tasten. Eind mei 2009 hadden 15 landen een of meerdere van deze maatregelen gemeld (Nederland heeft een beroep gedaan op de opgerekte de-minimis regeling). Uit de cijfers blijkt dat van de exportkredietregeling tot dan toe nauwelijks gebruik is gemaakt. De de-minimis regeling had toen een

8) Zie Pb EU L 214 van 9 augustus 2008. Deze verordening staat bekend als de GEBR (General Block Exemption Regulation) en heeft o.a. tot gevolg dat *vooraanmelding* niet meer nodig is om steun te verlenen indien de regels van allerlei ontheffingen worden nageleefd.

9) Zie Pb EU C 16 van 22 januari 2009 en (nog vollediger) Pb EU C 83 van 7 april 2009.

10) In het EU staatssteunregime wordt er van uitgegaan dat de versturende effecten van *geringe* steun in de grote interne markt zo miniem zijn dat de kosten van regulering en naleving niet gerechtvaardigd zijn. De ontheffing van het verbod op staatssteun geldt dan beneden een gespecificeerd plafond. Dit heet een 'de minimis' regeling.

plafond bereikt van zo'n € 30 miljard (de feitelijke steun is overigens veel lager), de zachte leningen en rentesubsidies gingen tot een potentieel totaal van € 45 miljard, de garanties tot € 51 miljard (het gebruik daarvan was nog onbekend), het risicokapitaal voor KMOs tot € 9,5 miljard en voor groene producten tot bijna € 20 miljard (nogmaals, de daarin vervatte steun is veel lager).

Dit overzicht strookt echter nauwelijks of niet met wat de media bij voortdurende hebben besproken ingeval van de autosector of (soms) andere sectoren. De pers heeft veel aandacht besteed aan impulsieve uitspraken van allerlei politici, soms gedaan wegens naderende verkiezingen, en die als ferme plannen aangenomen, daarbij volstrekt uit het oog verliezend hoe de EU werkt. Niet zelden wordt daarbij een machtspeel met Commissaris Mededinging Kroes gesuggereerd, hetgeen ongetwijfeld leesvoer oplevert. Dat er strakke regels in de interne markt gelden, met steun van het Europese Hof maar zeker ook van lidstaten en concurrenten die door lokaal protectionisme kunnen worden getroffen, schijnt maar nauwelijks door te dringen tot de media of men laat het omwille van de leesbaarheid (?) weg. De Europese Raad heeft, na enige aarzeling, uiteindelijk ondubbelzinnig deze reeds decennia-lang opgebouwde benadering ondersteund. Zo heeft de auto-industrie weliswaar veel gebruik gemaakt van het tijdelijk kader (zie boven) maar daarenboven alleen maar extra projecten via de Europese Investeringsbank (met een totaal van € 6,8 miljard, tegen scherpe markttrente) gekregen. De sloopregelingen in diverse lidstaten worden zoveel als mogelijk op dezelfde beginselen gebaseerd en sluiten verder aan op de groene producten regels als eerder vermeld. De Franse garantieregeling voor de auto-industrie is goedgekeurd omdat deze past in het tijdelijk kader, terwijl de leningen geen enkel element betreffende locatie of preferentie (genoemd door Sarkozy) bevatten.¹¹ Ook is de Commissie nauw betrokken bij de verkoop van Opel maar kan dat moeilijk in het openbaar aangeven, aangezien de formele bevoegdheden pas kunnen worden uitgeoefend wanneer besluiten vaststaan en een gedetailleerd dossier is ingeleverd (en de samenhang met de Duitse verkiezingen maakt e.e.a. nog delicates, niet in het minst omdat Vlaanderen, met een efficiënte Opel vestiging in Antwerpen, vreest door Duitse verkiezingsretoriek buiten de boot te vallen bij de inkrimping). In de luchtvaart zijn ook enkele maatregelen getroffen zoals de reddingssteun in de vorm van garanties voor leningen, voorafgaand aan de privatisering van Austrian Airlines, en de tijdelijke opschorting van de 'slot regulering' (die immers luchtvaartmaatschappijen dwingt niet-gebruikte slots grotendeels terug te geven aan de slot coördinator, terwijl het niet-gebruik van slots die

11) Zie persbericht Memo 09/90 van 28 februari 2009 van de Commissie over Franse steun aan de auto-industrie.

vorig jaar nog benut werden, in deze tijden moeilijk als een misbruik van marktmacht kan worden bestempeld).

Het meest bemoedigend is eigenlijk de herontdekking van het vitale en gezamenlijke economische belang van de interne markt waardoor ‘onderbuik protectionisme’ grotendeels is onderdrukt.

4. Goede werking van de interne EU markt voor financiële diensten en kapitaal

De financiële crisis heeft het falen van het interne markt regime voor financiële diensten en kapitaal onbarmhartig blootgelegd. De ingewikkeldheid van deze materie en de vertrouwelijkheid van risico-informatie hebben lange tijd voorkomen dat al bestaande aanzienlijke twijfels van buitenstaanders serieus werden genomen. Het succes en de dominantie van de City hebben ervoor gezorgd dat het op zich nuttige ‘Financial Services Action Plan’ (FSAP, 2000 – 2005) toch te veel een ‘light touch’ pakket is geworden. Veel continentale financiële spelers hebben, wegens concurrentieoverwegingen in globale markten en opgedreven winstverwachtingen, niet zelden verder aangejaagd door onverantwoorde – zoniet irrationele – bonussen, riskante financiële ‘innovaties’ geïmiteerd, die vervolgens redenen werden voor regeringen om de ‘light touch’ benadering niet al te hard te vallen en tot compromissen te komen. Het succes van het FSAP met niet minder dan 43 complexe richtlijnen en verordeningen, binnen de gestelde tijd en op basis van de revolutionaire Lamfalussy methode, blijkt ‘gekocht’ door een veel te nauwe band tussen regeringen (en toezichthouders) enerzijds en de financiële sector anderzijds. Sommige aspecten bleven ongeregeld, andere te licht geregeld, risico’s werden fors onderschat (terwijl het daar juist om gaat!) of waren gewoon onbekend bij zeer grote posities, zelfs binnen banken of verzekeraars en bij toezichthouders. Ook de prudentiële kapitaalvereisten faalden.¹² Alleen waar lidstaten hogere vereisten boven de EU minima bleven stellen (zoals in Spanje) zijn banken en verzekeringsmaatschappijen niet in moeilijkheden gekomen. Hoewel de economische crisis niet te voorkomen was geweest, gaat dat bij de financiële crisis in Europa beslist niet op: het FSAP was een uitgelezen gelegenheid om tot een robuust EU stelsel van regulering en toezicht te komen en dat is te lichtvaardig van de hand gewezen. Verder is

12) Zie voor een saillant maar pijnlijk voorbeeld, tabel 5 in CEPS Task Force Report, Concrete steps towards more integrated financial oversight, CEPS, Brussel, december 2008, rapporteur Karel Lannoo, p. 11. Deze tabel laat zien hoe Fortis, Dexia en ING met hun ‘core capital ratios’ eind 2007 ver beneden de gewenste 8% zaten, terwijl de Basel tier 1 ratios zich wel rond de 8% bevonden. Dergelijke zeer lage ratios lokken, zeker in tijden van onzekerheid (waarvoor robuuste ratios overigens bedoeld zijn), reacties uit in financiële en aandelenmarkten, die vervolgens deze instellingen verder in problemen brengen.

zowel het nationale toezicht in vele lidstaten als de EU samenwerking tussen nationale toezichthouders (gebaseerd op ‘home country control’, de wederzijdse erkenning ervan, en de vertrouwenwekkende uitwisseling van relevante informatie ten alle tijden) door de mand gevallen, iets waar jaren voor gewaarschuwd is. Ook bleek geen werkbaar regime te bestaan voor financiële multinationals die met allerlei nationale toezichthouders te maken hebben. In de crisis verergerde dat aangezien steun of reddingsoperaties typisch nationaal blijven, volstrekt tegen het idee van een interne markt in, en per definitie niet-passend bij grensoverschrijdende bedrijven.

4.1 Toezicht en daarbij behorende regels

Inmiddels heeft de Europese Raad zich achter een ambitieuze verbetering van het interne financiële markt regime geschaard. Het De Larosière rapport¹³ gaat uitvoerig in op zowel toezicht als regelgeving in de interne markt (naast discussie over crisismanagement en de EU rol op wereldniveau). De Commissie heeft hier vervolgens op voortgeborduurd¹⁴ en eind mei voorstellen omtrent toezicht ingediend die grosso modo door de Europese Raad van 18/9 juni 2009 zijn aanvaard.¹⁵ Twee nieuwe Europese instellingen worden gecreëerd: de European Systemic Risk Board (ESRB) die over de systeemrisico's gaat op Europees vlak (niet nationaal) en micro- en macro economische aspecten in samenhang analyseert; en het European System of Financial Regulators (ESFR) dat een versterking van de samenwerking tussen nationale toezichthouders behelst, met een forse agenda, zonder echter tot een vorm van centralisatie te komen. De noodzaak van de ESRB wordt breed onderschreven. Immers, door op individuele banken (etc.) te letten en nauwelijks of niet op markttrends en risicogedrag met een systeemkarakter, zijn macro-prudentiële aspecten over het hoofd gezien tot het te laat was.¹⁶ Over vorm en opzet kan veel worden gezegd (bv. over de rechtsgrondslag, nu art. 95, EG; over de grote invloed van de ECB erin; over de toegang tot

13) High Level Group on Financial Supervision in the EU, chair Jacques de Larosière, Report, Brussel, 29 febr. 2009. Pikant detail is dat Commissie voorzitter Barroso de Larosière in oktober 2008 heeft gevraagd terwijl Commissaris McCreevy toen nog schroomde om een nieuw reguleringsprogramma op te zetten.

14) Zie COM(2009) 114 van 4 maart 2009, Op weg naar Europees herstel, deel I en Annex 1.

15) Zie COM (2009) 252 van 27 mei 2009, European financial supervision, en de Presidency conclusions 18/19 June 2009, par. 19 / 20.

16) Ook hier geldt dat centrale bankiers wel degelijk gewaarschuwd zijn. Reeds in 2005 in een vertrouwelijk seminar van centrale bankiers in Wyoming heeft N.B. een heuse Chicago (marktgerichte) econoom, toen topeconoom van het IMF, prof. Raghuram Rajan, een uitvoerige analyse over de (grote) risico's van financiële innovaties gegeven: Has financial development made the world riskier? Hij benadrukte de noodzaak van veel sterker risico management en macro-prudentiële maatregelen. Dat geschiedt dus nu pas! Veelzeggend is zijn conclusie: "We should be prepared for the low probability but highly costly downturn".

micro-prudentiële informatie, etc.). Het lijkt er op dat ministers van financiën, door de enorme aandrang op het vrijwaren van de nationale fiscale capaciteit, en daarmee op het vermijden van direct, dwingend ingrijpen door de ESRB, in hun invloed beknot zijn met de aanwezigheid van slechts één vertegenwoordiger. Anders gezegd, de ERSB zou zich minder gemakkelijk onafhankelijk kunnen opstellen indien ministers van financiën een belangrijke rol in de ERSB zouden vervullen. De taken van de ESRB houden in: spoor op, analyseer en prioriteer alle macro-prudentiële risico's, breng risicowaarschuwingen uit (al of niet vertrouwelijk) en zorg voor opvolging ervan, netwerk met internationale collega instellingen en rapporteer aan de EU wetgever (Raad en EP).

Het ESFR vormt een broodnodige versterking van de samenwerking van nationale toezichthouders. De vraag is of het toereikend is. De vier taken waar men alleen verheugd over kan zijn, hadden alle vier in het FSAP kunnen worden vastgelegd: het werken naar een uniforme toepassing van EU richtlijnen (single rule book i.p.v. de talrijke uitzonderingen, verschillend per land, alsmede uiteenlopende toezichtpraktijken), het gezamenlijke toezicht over grensoverschrijdende financiële instellingen (per definitie iets waar de EU in dient te voorzien), een Europese gegevensbank met alle micro-prudentiële gegevens van alle financiële spelers (de vraag is hoe deze gegevens worden opgeslagen en wie toegang heeft) en de verzekering dat, ingeval van crises, een gecoördineerd antwoord gereed is of snel kan worden geformuleerd. In feite telt dit alles op tot een forse verzwaring van de agenda van de drie 'level-3' (Lamfalussy) comités die onder het nieuwere regime in de ESFR zullen opgaan. Hoewel deze drie EU autoriteiten een soort reguleringsagentschap worden, zijn ze niet onafhankelijk van de wetgever, gegeven de Meroni doctrine van de Unie. Deze doctrine is gebaseerd op een zaak uit 1958 en betreft delegatie van bevoegdheden (hier reguleringsbeslissingen) aan bv. EU agentschappen. Het komt er op neer dat EU agentschappen wel verregaande autonomie in implementatieregels kunnen hebben maar nooit een eigenstandige bevoegdheid die de door lidstaten aan de EU wetgever overgedragen ultieme bevoegdheid van regulering zou vervangen. Deze constitutionele logica heeft, in bepaalde gevallen, evenwel aanzienlijke kosten, aangezien de werking van de interne markt daar onder kan lijden. Bij netwerkindustrieën en financiële markten is de vraag gerechtvaardigd of de Meroni doctrine wel in zijn absolutistische vorm te handhaven is. Wie voor meer centralisatie pleit bij de ESFR, zal momenteel de Meroni doctrine moeten omzeilen.

De Europese Raad stelt echter ook dat, zolang de financiële capaciteit van lidstaten niet in het geding komt, de drie toezichtautoriteiten van het ESFR "should have binding and proportionate decision-making powers" m.b.t. de implementatie van het single rulebook (dat kan onder Meroni) en ingeval van een conflict tussen toezichthouders (een kardinale concessie). Verder zouden zij (omdat ze Europees zijn) toezichthouder worden van de 'credit rating agencies' (zoals Moody en Fitch) aangezien die inmiddels onder

nieuwe EU regelgeving vallen. De lastenverdeling tussen lidstaten in geval van ingrepen bij crises blijft evenwel onbesproken en daarmee wordt de achilleshiel van Europees toezicht gemakshalve ongemoeid gelaten.

4.2 EU regulering van financiële diensten en kapitaal

Zoals blijkt uit 4.1 zijn regelgeving en toezicht nauw met elkaar verweven. Bij financiële regulering gaat het om allerlei uiterst technische aspecten die hier onmogelijk grondig kunnen worden besproken. Eigenlijk is gewoonweg sprake van een vierde generatie financiële regelgeving, zo kort na het FSAP (de derde). Voor kapitaalmarkten en financiële spelers gaat het tot nu toe vooral om de volgende onderdelen:

(i) *credit rating agencies*: in april 2009 is politieke overeenstemming bereikt over een richtlijn, wegens het falen van deze private agencies, hoewel zij een quasi-publieke functie vervullen. Financiële instellingen en tal van anderen (waaronder ook beleggers voor pensioenen en bv. lagere overheden) hebben ten onrechte aangenomen dat de kwaliteitsbeoordelingen van risico's door deze agencies grosso modo correct waren, ook voor complexe, in waardepapieren omgezette schuldcombinaties waaronder de beruchte subprime hypotheken, en voor de daarvan afgeleide beoordeling van instellingen zelf. De redenen zijn o.a. gelegen in de belangenverstrengeling met cliënten. Registratie wordt verplicht, namen van beoordeelde bedrijven moeten gepubliceerd worden indien deze meer dan 5% bijdragen aan de inkomsten, advies aan bedrijven die tevens beoordeeld worden door de agency is voortaan uit den boze en analisten moeten rouleren zodat zij niet te nauw met een sector verbonden raken.¹⁷

(ii) *hedge fondsen, private investeringsmaatschappijen en andere alternatieve beleggingsfondsen*: hierbij moet onderscheid gemaakt worden tussen de crisis als aansporing om te reguleren en andere (bv. gedragsregels) gronden voor een richtlijn. Deze fondsen zijn niet de oorzaak van de crisis (hoewel bij hedge fondsen wel van enig pro-cyclisch effect sprake is) en hebben bovendien enorme verliezen geleden.¹⁸ De sector heeft zich heftig verzet tegen EU regulering maar de versnipperde nationale regulering en wazige en onvolledige informatie voor marktpartijen dienen dringend te worden vervangen door een

17) Zie voor een uiterst kritisch commentaar op deze wetgeving, E. Zandberg, F. Ambtenbrink & J. de Haan, 2009, Europese regelgeving voor kredietbeoordelingbureaus, ESB, jrg. 94, 10 juli, pp. 429/30.

18) Zie Chart 13, p. 26, ECB Monthly Bulletin, maart 2009, die de dramatische terugval van deze fondsen weergeeft.

EU benadering en dan voor alle fondsen zonder uitzondering.¹⁹ Echter, het gaat hier om professionele activiteiten en investeringsstrategieën worden dus niet gereguleerd. Het betreft hoofdzakelijk de fundmanagers zelf (registratie en licenties) en de risicobeheer – en transparantieverplichtingen. De voorgestelde richtlijn²⁰ geeft ook aan dat binnen drie jaar naar een oplossing zal worden gezocht voor fondsen die geen zetel in de EU hebben maar wel aan de EU eisen voldoen (dat zou kunnen via equivalentie bepalingen). Alles bijeen betreft het hier zowel macro-prudentiële (deze EU fondsen beheerden eind 2008 niet minder dan € 2000 miljard aan activa) als micro-prudentiële aspecten.

(iii) *Prudentieel kapitaal*: het gaat hier om een van de laatste producten van het FSAP, de richtlijn kapitaalvereisten 2006/49 van 14 juni 2006 (tezamen met de herziene bankrichtlijn 2006/48) die reeds twee jaar daarna ontoereikend bleek door de crisis. Op drie punten die de crisis pijnlijk bloot legde, zijn op 13 juli 2009 door de Commissie wijzigingsvoorstellen ingediend.²¹ Deze zijn: (i) strengere kapitaalvereisten voor ‘herverpakte’ financiële producten (waaronder hypotheek, etc.) die vervolgens in nog complexere bundels verder worden samengebracht tot nieuwe waardepapieren (vorderingen) middels zgn. hersecurisatie – waar het om gaat, is het risico van deze bundels nauwkeurig te kennen en daar het vereiste kapitaal op af te stemmen (dat bleek in talloze gevallen niet gebeurd te zijn, of de beoordeling door credit rating agencies was veel te rooskleurig); (ii) banken worden gedwongen veel uitgebreider en nauwkeuriger hun risicoprofielen bekend te maken zodat markten beter kunnen beoordelen hoe betrouwbaar deze instellingen zijn en het vertrouwen in de werking van financiële markten blijvend kan herstellen (iii) voor de korte-termijn handelsportefeuille worden aanvullende kapitaalvereisten gesteld omdat kredietrisico’s (i.t.t. aandelen, obligaties en renterisico’s) die belangrijker zijn geworden, niet adequaat gedekt worden in de bestaande richtlijn (en dit heeft tot forse verliezen geleid). Vooral de eerste twee tekortkomingen vallen de FSAP ontwerpers aan te rekenen. De derde is een typisch voorbeeld van een specifieke tekortkoming in de micro-

19) Het gaat tevens over gedrag. Het valt bv. moeilijk te ontkennen dat allerlei overnames het uitsluitende doel hadden via ingenieuze constructies woekerwinsten te sluizen naar de fondsen en vervolgens een onderneming met hoge schulden achter te laten (voorbeeld in Nederland: PCM uitgevers). Het (gezonde) idee achter overnames is dat management verbeterd wordt en andere combinaties van producten of diensten mogelijk worden die meer rendement halen uit de productiefactoren, maar uitdrukkelijk niet dat bedrijven worden leeggeplukt. In hoeverre deze praktijken worden beteugeld is nog onduidelijk.

20) Voorstel voor een richtlijn ... inzake beheerders van alternatieve beleggingsfondsen en tot wijziging van richtlijn 2004/39, etc., COM (2009) 207 van 30 april 2009.

21) Proposal for a directive ... amending dir.s 2006/48 and 2006/49 as regards capital requirements for the trading book and for re-securitisations (etc.), 13 July 2009, ten tijde van schrijven nog geen COM nr.

Zie http://ec.europa.eu/internal_market/bank/regcapital/index_en.htm

prudentiële sfeer die net zo goed als een systeemrisico (macro-prudentieel) herkend had kunnen worden – in de toekomst zou dat dus (ook) door de ESRB moeten gebeuren.

(iv) *Perverse beloningsstructuren*: op tweeërlei wijzen tracht de EU ook de beloningsstructuren in de financiële sector aan te pakken zodat deze geen slecht (risico)management honoreren (bv. bij vertrek) en bovendien in bonussen (of via vaste beloningen) geen prikkels incorporeren die pervers uitwerken op het gedrag van topmanagers, senior management en handelaren. Pervers kan diverse betekenissen hebben maar is typisch verbonden met het laten prevaleren van korte termijn belangen van risiconemende leiders of handelaren boven lange termijnbelangen van de bank (etc.), van beleggers, depositiehouders, werknemers of zelfs schuldeisers. Bonussen dienen te worden afgestemd op de lange termijn winstgevendheid van de onderneming en prestatiecriteria dienen gecorrigeerd te worden voor het risico en rekening te houden met de kosten van kapitaal en de vereiste liquiditeit. Toezichthouders kunnen, in de voorgestelde richtlijn over prudentieel kapitaal (zie boven), diverse remedies toepassen om perverse beloningsprikkels af te straffen, zelfs tot het eisen van hoger prudentieel kapitaal als ultiem middel. De richtlijn laat nationale toezichthouders aanzienlijke discretie op dit terrein, maar er wordt vanuit gegaan dat nationale implementatie zich laat richten door een Aanbeveling van de Commissie van 30 april 2009.²²

Er komt overigens nog een vloedgolf aan nadere voorstellen. Zo zijn beloftes gedaan over een Witboek over vroegtijdige crisispreventie (zomer 2009), een rapport over ‘derivatives’ en andere vormen van ‘structured finance’ als basis van een Commissie initiatief voor grotere transparantie, een vernieuwde regulering van EU depositogaranties (na de bliksemactie van oktober 2008, die uiteraard in rustiger vaarwater grondig dient te worden gezien), maatregelen omtrent verantwoord lenen en uitlenen, nadere harmonisatie van sancties en regels voor de marketing van beleggingsproducten voor consumenten, en deze opsomming is niet uitputtend. Niet vergeten moet worden dat in april 2009 politieke overeenstemming is bereikt over een innovatieve, risico-gebaseerde richtlijn over de kapitaalvereisten van verzekeraars.²³ Vooral interessant is de gebleken bereidheid om gezamenlijke toezichtregimes te accepteren voor transnationale verzekeraars in de EU (van

22) Zie C (2009) 3159 van 30 april 2009, Aanbeveling van de Europese Commissie over het beloningsbeleid in de financiële sector, via http://ec.europa.eu/internal_market/company/directors-remun/index_en.htm.

23) De zgn. Solvency-II richtlijn, voorgesteld in COM(2007) 361 van 10 juli 2007. Voor een beter begrip van deze technische materie, zie de Impact Assessment SEC (2007) 871 van 10 juli 2007 en de studie van een CEPS Task Force ‘The future of insurance regulation and supervision in the EU’ (rapporteurs Rym Ayadi & Christopher O’Brien), CEPS, Brussel, november 2006.

AXA en Generale tot Allianz), iets waar het bij banken nog steeds aan ontbreekt, al zou dat binnen de nieuwe ESFR kunnen verbeteren. Overigens, of hiermee een sluitend regime voor de oplossing van elk conflict tussen nationale verzekeringstoezichthouders is bereikt, staat nog te bezien.

5. Budgettair beleid op nationaal en EU niveau

Begrotingsbeleid vormt een antwoord op het zo plotseling en fors inzakken van de vraag. In Figuur 1 gaat het om de elementen linksonder en linksmiddelen. Hierbij moet worden beseft dat de EU een ingewikkelde constructie heeft opgezet, die als volgt kan worden samengevat:

a. De EU begroting is heel klein (net 1% van het EU BNP) en bovendien slecht toegerust voor een begrotingsimpuls (tekorten zijn verboden en de meeste bestedingscategorieën liggen in detail vast, in grove termen zelfs tot 2013). Verder ligt de inkomstenkant vast in een uiterst rigide vorm die, voor een meer dan marginale wijziging, eerst unanimiteit vereist en dan een soort ratificatie langs alle nationale parlementen. Er zijn geen EU belastingen (laat staan, sociale heffingen) die in een crisis een automatisch anti-cyclisch effect zouden kunnen opleveren. In de vier verdragswijzigingen tussen 1997 en 2007 is e.e.a. eerder meer dan minder rigide geworden, wegens grote politieke gevoeligheden. De kloof tussen politieke “Angst” op dit terrein en de analytische literatuur, die tal van functionele verbeteringen mogelijk acht zonder ware bevoegdheidsverschuivingen, is alleen maar groter geworden.²⁴

b. De lidstaten beschikken uiteraard wel over aanzienlijke mogelijkheden voor bestedingsimpulsen en zijn vrij in hun uitgavenstructuur alsmede in de keuze voor een grote of kleine overheid. De EU randvoorwaarden van nationaal begrotingsbeleid volgen uit het verdrag (gezonde overheidsfinanciën); voor de 16 landen van de eurozone, zijn die randvoorwaarden veel strikter. In Euroland zijn buitensporige tekorten (boven 3% BNP) verboden en dienen maatregelen te volgen die de tekorten terugbrengen; ook de staatsschuld dient op langere termijn niet groter te zijn dan 60% van het BNP. In het Stabiliteits- en Groeipact (SGP; nog iets versoepeld in 2005) voor de eurozone, gaat het er om dat er evenwicht bestaat over de conjunctuercyclus

24) Zie bv. Ecorys, CPB & Ifo, 2008, A study on EU spending, studie voor de EU; Iain Begg, 2009, Fiscal federalism, subsidiarity and the EU budget review, Stockholm, SIEPS report no. 1/2009; Jaroslaw Pietras, 2008, The future of the EU budget, Warschau, Centre for European Strategy; EU budget review, options for change (Den Haag, Copenhagen Economics, voor het ministerie van Financiën), 2009 juni; F. Heinemann et al., 2008, Reform options for the EU own resources system, Mannheim, ZEW Economic Studies no. 40; Indhira Santos & Susanne Neheider, 2009, A better process for a better budget, Bruegel Policy Brief no., juli, etc.

heen, dus op middellange termijn. In goede tijden dient een omzichtig en geen politiek uitbundig beleid te worden gevoerd (al is dat wel verleidelijk – het “zoet”!), zodat een recessie kan worden opgevangen door de zgn. automatische stabilisatoren.²⁵

Tot voor kort werkte dit systeem redelijk. Historisch gezien waren de overheidsfinanciën in het eerste decennium van de eurozone beter op orde dan sinds tal van jaren.²⁶ Het systeem is echter nooit getest in een diepe recessie. Die vereist vraagstimulering maar de EU begroting kan die niet leveren. Wat resteert is de optie om gecoördineerde vraagstimulering op te zetten. Dat kan, zelfs binnen het SGP, wanneer de crisis diep genoeg is en lidstaten nog enige fiscale ruimte hebben. Alleen, zo’n coördinatie is nergens geregeld in het verdrag (al kan art. 99 er een grondslag voor verschaffen) en nooit in een beleidsscenario uitgewerkt.

In dit licht moeten de begrotingsantwoorden van de Unie op waarde geschat worden. In essentie gaat het om twee antwoorden. Ten eerste heeft het voorzitterschap (lees: Frankrijk onder Sarkozy) in oktober 2008 een snelle coördinatie weten te bewerkstelligen van extra uitgaven van de lidstaten. Dit is uitgemond in het EU economisch herstelplan, in december 2008 door de Europese Raad aangenomen, en later geschat op een impuls van 1½% van het EU BNP.²⁷ Hoewel in deze diepe recessie 1½% niet indrukwekkend is, dient dit manifeste antwoord als gunstig te worden beschouwd. De paniek onder bewindslieden in de lidstaten nam toe en de depositogarantieactie van Ierland leek een voorbode te zijn voor een algemene chaotische ‘ieder voor zich’ benadering. In zo’n klimaat wint protectionisme ten koste van anderen het al spoedig van nationale bestedingsimpulsen want, in de wederzijds afhankelijke EU economieën, lekt elke bestedingsimpuls deels weg naar handelspartners. Het laatste wat de EU nu nodig heeft is een rem op bestedingsimpulsen, uit vrees voor ‘free riding’ van andere EU landen, zeker indien dit samen zou gaan met pogingen om de nationale vraag zoveel mogelijk te reserveren voor binnenlandse aanbieders van goederen, diensten en arbeid. Het belang van EU bestedingscoördinatie, hoe krakkemikkig ook, is gelegen in de *gezamenlijkheid* ervan, waardoor alle EU landen die het enigszins kunnen, bestedingsbeleid voeren zonder vrees voor weglekeffecten. Verder had dat initiatief symbolische waarde door EU leiderschap op het meeste gewenste moment.

25) In een recessie nemen de belastinginkomsten (automatisch) af en de sociale uitgaven toe; bij gelijke overige uitgaven ontstaat dan dus een tekort of neemt het overschot snel af. Hiertoe hoeft geen politieke beslissing te worden genomen over extra uitgaven die, in de praktijk, altijd een lange uitvoeringstijd kosten en pas later hun effect ressorteren.

26) Zie Europese Commissie, EMU@10, successes and challenges after 10 years of EMU, European Economy, no. 2 / 2008, mei, grafieken I.5.7. en I.5.8, blz. 69-70.

27) Zie COM (2009) 114 van 4 maart 2009, Op weg naar Europees herstel, deel I.

Ten tweede veroorzaken in alle EU landen de automatische stabilisatoren een impuls van ongeveer 3% van het BNP. Niet alleen is deze impuls dus groter, zij heeft als voordeel dat er geen beslissings- en uitvoeringstijd verloren gaat; er hoeft in EU verband dus ook niet over onderhandeld te worden. De maatregelen zijn letterlijk automatisch.

Vergeleken met die opgetelde 4% – 4½% impuls zijn de maatregelen die de Commissie in de EU begroting heeft voorgesteld natuurlijk marginaal. Bovendien ontstonden over sommen van 1/10^e à 2/10^e% van het EU BNP onmiddellijk de gebruikelijke herverdelingsgevechten tussen lidstaten m.b.t. infrastructuur en groene investeringen. Onvermijdelijk wellicht, maar met crisisbestrijding heeft dat alles bitter weinig te maken. Tenslotte is het interessant op te merken dat sommige lidstaten, vooral door extreme ingrepen in de financiële sector (waaronder de facto nationalisaties), plotseling erg kwetsbare begrotingen en schuldposities hebben opgelopen (denk aan het Verenigd Koninkrijk en Ierland en diverse nieuwe lidstaten). Dat heeft tot een debat geleid tussen voorstanders van agressieve expansie en anderen die behoedzaam trachten te opereren en bovenal letten op de latere consequenties ('exit strategie'). Opnieuw blijkt hieruit dat de kwaliteit van prudentieel toezicht in de micro sfeer een direct verband heeft met macro-economische kosten wanneer het fout dreigt te gaan. Overigens zij vermeld dat het officiële EU economische herstelplan op coördinatiebeginselen gestoeld is die effectverhogend zijn en bovendien oog houden voor een terugkeer naar gezonde overheidsfinanciën op middellange termijn: tijdig, trefzeker en tijdelijk.²⁸

6. De eurozone, monetair beleid en liquiditeit

De eurozone heeft haar stabiliteitsfunctie bewezen. Een van de doorgaans onzichtbare voordelen van de monetaire unie is het uitblijven van valutacrises die de EU, zelfs ten tijde van het EMS, regelmatig teisterden. Speculatie tegen nationale munten, om begrijpelijke macro-economische redenen of niet, kon uitmonden in een 'one-way-bet' en uit vrees daarvoor zag een land zich vaak gedwongen om de rente sterk op te voeren, hetgeen fnuikend is voor investeringen en de duurzame gebruiksgoederensectoren. Het kon ook verderstrekkende gevolgen hebben voor nationaal economisch beleid en/of wisselkoerswijzigingen afdwingen. Bij deze crisis heeft de eurozone aan de stabiliteit bijgedragen, terwijl de munten van EU landen buiten de eurozone soms forse klappen hebben gekregen dan wel onderhevig zijn (geweest) aan grote schommelingen. Daar staat tegenover dat de interne aanpassingsprocessen van de eurozone in reactie op de aanzienlijke,

28) Voor een analyse van de houdbaarheid van overheidsfinanciën van EU landen na de crisis, ECB Monthly Bulletin, juli 2009, pp. 63 e.v.

persistente overschotten en tekorten op de lopende rekening van eurolanden niet goed bleken te werken.²⁹ Verder heeft de euro als tweede wereldvaluta nauwelijks een speciale rol in de crisis kunnen spelen bv. als alternatief van de dollar. Immers, de enorme overschotten in Oost-Azië zijn in Amerikaanse dollars belegd en elke meer dan marginale substitutie van dollars naar de euro zou de dollarwaarde van de overige Oost Aziatische beleggingen doen kelderen: de VS en Oost-Azië zijn elkaars gevangenen, zolang bv. de yuan niet aanzienlijk apprecieert. In Europa zelf is de (stabiele) euro wel dominant en daar profiteren handel en investeringen enigszins van.

Misschien is de grootste verrassing in de antwoorden van Europa op de crisis wel te vinden in het optreden van de Europese Centrale Bank (ECB). Die verrassing bestaat niet uit de voor de ECB snelle rentedaling, hoewel de huidige ECB rente lager is dan ooit sinds de aanvang van de eurozone. De ECB heeft namelijk een aantal onconventionele beleidsaanpassingen doorgevoerd, naast intensieve coördinatie met centrale banken binnen en buiten Europa alsmede ondersteuning bij diverse crisisteunoperaties buiten de eurozone zoals bv. in IJsland en Letland. Bovendien is de ECB sterk betrokken bij de nieuwe financiële architectuur van de interne markt van financiële diensten en kapitaal (zie 4.) en bij het mondiale overleg rondom de G-20, in het IMF en in het wereldwijde stabiliteitsforum (zie par. 7).

De ECB heeft al spoedig een nieuwe intermediaire rol op zich genomen: toen de interbancaire markt opdroogde (zomer van 2008), heeft de ECB banken ongelimiteerde liquiditeit tegen een vaste rente ter beschikking gesteld bv. op 24 uur basis. Banken hebben massaal van deze faciliteit gebruik gemaakt en er vervolgens weinig meer mee gedaan dan het te stallen bij de ECB. Het vertrouwen bleek aanvankelijk ver te zoeken en komt pas langzaam weer terug. Verder heeft de Bank de teugels enigszins gevierd m.b.t. onderpanden, ruime financiering op langere termijn aangeboden en later liquiditeit zelfs in dollars en Zwitserse franken mogelijk gemaakt (door zgn. swaps). In juni 2009 is de ECB begonnen met wat zij 'credit easing' noemt, het vergroten van de geldhoeveelheid door het aankopen van zeer goed gedekte obligaties; dit lijkt verdacht veel op wat Amerikanen 'quantitative easing' noemen, hoewel aldaar de aankopen beduidend minder conservatief geschieden en veel omvangrijker zijn.³⁰

29) Dit onderwerp vraagt uitvoerige behandeling. In wezen gaat het er om dat de kosten van zwakke en trage aanpassing (uitgedrukt in de reële effectieve wisselkoers, een indicator van relatief zwak of sterk concurrentievermogen van een land vis a vis andere eurolanden) de nettobaten van de muntunie drastisch kunnen verminderen. Voor een uitvoerige analyse, zie Europese Commissie, 2009, Quarterly Report on the euro area, jrg. 8 no 1., maart, pp. 19 – 50.

30) Voor een technische analyse met alle gegevens over 2 jaar nieuw monetair beleid, zie ECB Monthly Bulletin, juli 2009, pp. 75 e.v.

Al deze interventies zijn positief te waarden, vooral wegens de lagere kosten van herfinanciering van leningen door banken in moeilijkheden, maar hun effect (zelfs met inachtneming van de garanties die in alle lidstaten aan banken zijn verstrekt op tijdelijke basis) blijft te gering zolang de bankbalansen in Europa niet gezuiverd worden van ‘vergiftigde activa’ die het vertrouwen diepgaand hebben ondermijnd. Pas dan zal de kredietverlening weer normaal worden, zij het in een klimaat waarbij banken enige behoedzaamheid aan de dag zullen leggen vanwege het faillissementsrisico van klanten.

7. EU samenwerking in de G-20 en met het IMF

De rol van de EU in de wereldeconomische organisaties is altijd gecompliceerd, en dat kan beleidsverlamming, spraakverwarring door uiteenlopende standpunten en tijdverlies (en trouwens ook groeiende irritatie bij niet-EU landen) veroorzaken. Hoewel de rol van individuele lidstaten in bv. de WTO, het IMF en de Wereldbank historisch verklaarbaar is, is deze ‘status aparte’ steeds lastiger te verdedigen. De EU als zodanig dient geaccommodeerd te worden³¹ terwijl tegelijk of alle lidstaten meedoen (WTO) of de economische zwaargewichten van de Unie (in de G-8 of de G-20) of alle lidstaten met onderscheiden economisch gewicht (IMF). Kijkt men naar de centrale banken, dan neemt de ECB een steeds belangrijker plaats in, terwijl alle 27 centrale banken gewoon meedoen in het IMF of bv. de Bank of International Settlements (BIS in Basel).

De globale samenwerking m.b.t. de crisis is hoofdzakelijk verlopen middels de G-8 en het onbekende maar plotseling gewichtig geworden Financiële Stabiliteits Forum (FSF) – de G-8 had het FSF in het leven geroepen na de Russische bankcrisis van 1998 – en later verschoven naar de G-20 en het IMF dat momenteel hervormd wordt. Zowel tijdens de G-20 bijeenkomst van november 2008 in Washington DC als die in Londen in april 2009 en van september 2009 in Pittsburgh heeft de EU inderdaad met één stem gesproken. Dit heeft ongetwijfeld geholpen om een aantal globale aspecten van de EU crisisstrategie³² te verwezenlijken zoals een nieuwe wereldwijde financiële architectuur, effectieve samenwerking van toezichhouders in een nieuw, breder forum (FSB), versterking van bewakingsfuncties van het IMF (en nu ook rapportage over alle grote spelers zoals de VS en China die dat steeds weigerden) met een vroegtijdig waarschuwingssysteem, een toevoeging van \$ 500 miljard voor het IMF (waarvan \$ 100 miljard vanuit de EU) en steun voor een grotere rol van SDRs

31) Zo is de Europese Commissie inmiddels tot het Financial Stability Forum toegetreden, kort geleden omgedoopt tot Financial Stability Board (FSB).

32) Zie COM(2009) 114 van 4 maart 2009, Op weg naar Europees herstel, hoofdstuk 5.

(beginnend met een nieuwe uitgave ter grootte van \$ 250 miljard). De EU is eveneens voorstander van volledige integratie van China en India in allerlei overlegorganen, zonder overigens de ingewikkeldheid van de EU rol daarin ter discussie te stellen. Tenslotte heeft de EU ook sterk gepleit voor een moratorium op nieuwe handelsbelemmeringen, al zijn de stijging van het aantal anti-dumping gevallen en herinvoering van bepaalde landbouwsubsidies door handelspartners niet in dank afgenomen. Het gaat echter te ver om de EU te beschuldigen van protectionistisch beleid in reactie op de crisis, zoals ook blijkt uit het recente WTO rapport hierover.³³

De hernieuwde rol van het IMF is door de EU actief bevorderd, m.n. in Centraal en Oost Europa (en IJsland). Voor Hongarije is een 'stand-by' IMF lening van € 12,5 miljard gecombineerd met EU steun (in stappen) van € 6,5 miljard overeengekomen; voor Letland is een nog ingewikkeldere formule ontworpen waarbij het IMF (€ 1,7 miljard), de EU (€ 3,1 miljard, via de ECB) en vijf EU landen plus de Wereldbank hebben geholpen. Voor Roemenië is iets dergelijks onderhandeld. Deze pakketten vallen onder de voorwaardelijkheid van het IMF en tegelijk kunnen deze aansluiten bij de jaarlijkse nationale rapportages aan de Europese Commissie omtrent de fiscale soliditeit en macro-economische stabiliteit van lidstaten.

8. Aandacht voor enkele specifieke beleidszorgen in de EU

In een beknopt overzicht gebaseerd op *Figuur 1*, kan niet alles tegen het licht gehouden worden, aangezien dat tot een lange en al te encyclopedische verhandeling zou leiden.³⁴ Sommige beleidszorgen vragen niettemin nadere aandacht. In deze paragraaf wordt ingegaan op een viertal beleidsaspecten die niet of slechts terloops aan de orde zijn geweest, zonder overigens tot een diepgaande analyse te komen. Het betreft de verzwakte positie van de Mediterrane landen van de eurozone, de economische fragiliteit van de nieuwe lidstaten en het mogelijke besmettingseffect voor banken, de te volgen 'exit' strategie terug naar normalere fiscale posities van alle lidstaten (zeker die in de eurozone) en naar 'gewone' financiële markten, en de mogelijke consequenties van de ruime geldpolitiek van de ECB op langere termijn.

33) Zie WTO, Report to the TPRB from the director-general on the financial and economic crisis and trade-related developments, 14 juli 2009, WT/TPR/OV/W/2, <http://ictsd.net/downloads/2009/07/tpr-report.pdf>.

34) Net voor het terperse gaan van deze bijdrage heeft de ECB een uitputtend ('encyclopedisch') overzicht gepubliceerd van alle nationale crisisinterventies in de EU. Zie A. Petrovic & R. Tutsch, 2009, National reserve measures in response to the current financial crisis, ECB Legal Working Paper Series, n° 8, July.

8.1 Mediterrane landen in de eurozone

De 'Club-MED-4' (Malta niet meegerekend) wordt veelal gezien als een zwakke stee binnen de eurozone. De crisis zou nu de geloofwaardigheid van de eurozone in gevaar kunnen brengen door toch – ondanks het verbod in het verdrag – een of meerdere van deze landen kritieke steun te bieden om staatsschuld te kunnen blijven afbetalen (een 'bail-out') of, nog erger, door het uittreden van zo'n land uit Euroland. De kans hierop was al uiterst gering in de lente van 2009 en is sindsdien in wezen uitgesloten. Dit neemt overigens niet weg dat deze landen (in verschillende opzichten) wel degelijk ernstige beleidsproblemen hebben die zorgen baren. De destijds opkomende vrees werd veroorzaakt door het scherpe onderscheid dat financiële markten vrij plotseling vanaf september 2008 begonnen te maken tussen de rente voor staatsobligaties van o.a. deze landen en voor staatsobligaties van andere eurozone landen, Duitsland voorop. De spreiding tussen deze rentes kan worden beschouwd als een verdiscontering van het risico dat deze zwakke landen in de toekomst mogelijk hun schulden niet kunnen afbetalen. In de late winter/vroege lente van 2009 leidde dat door markten gepercipieerde risico tot een rentespreiding van niet minder dan 2 ½% – 3% boven de rente voor Duitse staatsobligaties. Het saillante ervan was dat financiële markten dit onderscheid tot de zomer van 2008 niet gemaakt hadden: rentes van staatsobligaties van eurozone landen lagen vlak bij elkaar, hoewel Italië en Griekenland hoge staatsschuldratio's hadden (boven 100) en Portugal al jarenlang pijnlijke aanpassingen moest doorvoeren wegens overtreding van het Groei- en Stabiliteitspact (blijvende buitensporige tekorten). Spanje had deze problemen niet, tot de crisis daar hard toesloeg m.n. wegens extreme overinvesteringen in de bouwsector en verwante prijsstijgingen, naast exportproblemen (interessant genoeg bleef Spanje gespaard van ernstige zorgen omtrent de banken, als uitvloeisel van een relatief conservatief regulerings- en toezichtbeleid).

Inmiddels zijn de rentes wederom dichterbij elkaar gekomen, vermoedelijk omdat er sprake was van een overreactie van nerveuze financiële markten en omdat bv. Italië en Griekenland momenteel uiterst behoedzaam reageren door slechts in geringe mate fiscaal te stimuleren. Eigenlijk kan men de zaak omdraaien. Het krachtige signaal van de financiële markten heeft populistische impulsen in die landen vermoedelijk sterker onderdrukt dan beleidscommuniqués van de Eurogroep (die in dezelfde richting gaan) om de eenvoudige reden dat tekortfinanciering bij een extra 3% rente buitengewoon duur zal uitvallen. De Griekse en Italiaanse begrotingen torsen al forse rentelasten (die overigens relatief laag gebleven zijn door de geringe risicopremie in de eurozone, onmiddellijk na toetreding tot de euro) die hoognodige andere uitgaven wegdrücken. Voor Italië bv. is de herfinancieringssnelheid van de uitstaande staatsschuld ongeveer een-zevende per jaar: dat betekent dat al na twee jaar crisis miljarden extra aan rentelasten zouden moeten worden betaald zonder dat de uitgaven voor crisisbestrijding

ook maar met een euro zouden zijn toegenomen. Men kan deze rentespreiding in de financiële markten zien als een (late) zegen van de crisis voor het Stabiliteits- en Groeipact. De wankelende geloofwaardigheid van dit Pact is een gevolg van het louter steunen op de bereidheid van ministers van financiën van de eurozone landen om de vereiste rem op de uitgaven te zetten in goede tijden (hetgeen politiek heel lastig is) en om, bij buitensporige tekorten, een ‘harde begrotingsvoorwaarde’ te respecteren teneinde spoedig terug te keren tot de middellange termijn norm van budgetevenwicht. Economen waren er altijd vanuit gegaan dat, naast de SGP condities, financiële markten landen met hoge staatsschuld ook een hogere rente zouden rekenen, net als dat met Canadese provincies of staten in de VS het geval is. Negen jaar lang is dit niet gebeurd. Nu wel! De nieuwe ervaring van scherpere beprijzing in financiële markten kan als neveneffect een louterende werking hebben op het budgetbeleid in Euroland.

De beleidsproblemen in de Club-MED-4 gaan overigens verder dan begrotingen. Ook de economische aanpassing binnen de eurozone (die immers geen interne wisselkoersen meer kent) loopt te stroef (zie noot 29) en deze blijvende rigiditeiten vormen tekenen van een verlies aan concurrentievermogen van deze landen. Zo schatte de Commissie recentelijk de impliciete overwaardering voor Spanje, Portugal en Griekenland op zo’n 12% – 13% (waar tegenover wel een even grote onderwaardering van Duitsland staat!).

8.2 Centraal Europa in de Unie

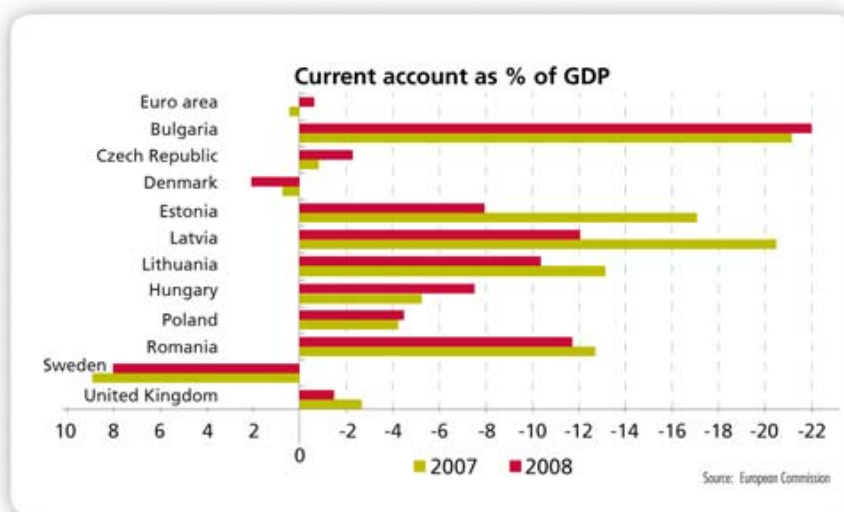
De nieuwe lidstaten hebben zwaar onder de crisis te lijden, overigens niet in gelijke mate. Voor alle nieuwe lidstaten in Centraal Europa vormt de crisis een ruwe onderbreking van een succesvolle inhaalgroei, een duidelijk gevolg van de toetreding tot de EU en alles wat dat behelst.³⁵ Terwijl Bulgarije hoop koestert om versneld tot de eurozone toe te treden (hetgeen onwaarschijnlijk lijkt) en Polen een relatief milde crisis ervaart, zijn er vijf landen met extra forse problemen. De drie Baltische landen, die een ‘harde’ wisselkoersgarantie vis à vis de euro handhaven (via een zgn. currency board), ervaren dramatische afnames van hun nationale inkomen (voor 2009 alleen al in de orde van 6% tot bijna 10%, en dat na nog sterke groei in de eerste helft van 2008), die dwingen tot draconische maatregelen in de publieke sector.³⁶ Investerings-, ook buitenlandse, zijn tijdelijk opgedroogd. De banken die in handen zijn van banken uit EU-15 landen hebben tot nu toe (de overigens sterk geslonken) kredietlijnen open kunnen houden (ondanks de problemen

35) Zie Europese Commissie, 2009, Five years of an enlarged EU, economic achievements and challenges, European Economy, 2009/1 voor gedetailleerde analyse.

36) Bv. nominale loonsverlagingen van 10% of meer, dus in reële termen nog meer, na uit de hand gelopen loonsverhogingen voor ambtenaren in bv. 2008 van bijna 25%.

voor die moederbanken), maar het ontberen van een harde garantie onder EU regels of toezicht leidt voortdurend tot vrees voor faillissementen. Er zijn tevens tekenen van financiële besmetting tussen deze landen en/of andere nieuwe lidstaten. De andere twee zijn Hongarije en Roemenië. In Hongarije is de crisis eerder een extra klap nadat de lokale politieke twisten jarenlang de begroting volstrekt uit de hand hadden laten lopen (in 2007 een tekort van bijna 10%). In Roemenië vormen de ineenstorting van de uitvoer en een dramatisch falen in het afbetalen van leningen de belangrijkste redenen voor de terugval; dit na jaren van uitbundige reële groei. In al deze landen wordt de crisis verergerd door de nog hardere klappen die de economieën van Rusland, Oekraïne, Georgië en Wit-Rusland hebben gekregen; wat eerst bloeiende handel was, is plotseling stilgevalen.

Figuur 2 Tekorten op de lopende rekening, Centraal Europa (% BNP)



In het licht van de onstuimige groei komt de crisis extra hard aan, al ligt het in de lijn der verwachtingen dat de terugkeer naar inhaalgroei niet lang zal uitblijven. Toch dient te worden vermeld dat velen in Centraal Europa dezelfde opzichtige inschattingsfouten hebben gemaakt als tal van Aziaten ten tijde van de Oost-Aziatische crisis van 1997. Zowel huishoudens als bedrijven hebben massaal geleend in euro's (wegens de lage rente) zonder zich druk te maken om het koersrisico dat ze daarbij liepen. Weliswaar is dat nog enigszins begrijpelijk in de vier currency board landen (Baltische en Bulgarije) maar gewoon roekeloos in andere lidstaten met variabele wisselkoersen. Zo heeft de forint in 2008 ongeveer een derde van zijn waarde verloren en ook andere munten hebben geleden onder forse fluctuaties. Het gaat hier om grote leningtotalen die vele tientallen percenten van het BNP bedragen, afhankelijk van het land. De aanpassing in Centraal Europa zal gedwongen via de vraag

moeten geschieden (met alle gevolgen voor de tijdelijke werkloosheid) omdat de regio jarenlang grote tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans heeft genoten die gefinancierd werden door directe investeringen in overvloed alsmede kortlopende beleggingen (zie Figuur 2). Beide zijn vrijwel geheel weggevallen en dit leidt tot druk op de wisselkoersen of direct tot vraagverlaging via kredietrantsoenering, renteverhoging, uitgavenverlaging, etc. Hier kunnen de IMF/ EU programma's (zie eerder) helpen zodat de aanpassing enigszins verzacht en uitgesmeerd kan worden.

Een bikkelharde les voor Centraal Europa is wel duidelijk: hoewel deze landen de relatief hoge kwaliteit van EU regelgeving en toezicht hebben kunnen gebruiken voor verdere ontwikkeling van hun bancaire sector en kapitaalmarkten, hetgeen het vervolgens mogelijk maakte om lange tijd forse tekorten op de lopende rekening te hebben zonder buitensporige kosten of wisselkoersschommelingen,³⁷ vormt dit geen vrijbrief voor onverantwoord privaat leningsgedrag; ook de vaak geuite zorg dat de financiering van deze tekorten te fragiel was en niet houdbaar, kan uiteindelijk niet in de wind geslagen worden, hoe aantrekkelijk directe investeringen natuurlijk zijn als motor voor inhaalgroei. Een andere les is dat kleine EU landen met banken in buitenlandse handen vast op ferme interventie moeten kunnen vertrouwen ingeval dat onontbeerlijk is en dergelijke garanties bestaan momenteel niet in de Unie.³⁸

8.3 Exit, of, hoe komen we van extreme interventies af?

Met exit strategie wordt bedoeld het geleidelijk en doordacht terugkeren naar een normaal functionerende Europese economie zonder micro- en macro-economische crisisinterventies en het beheersen van de na-ijleffecten in begrotingen, staatsbezit van banken of anderszins. Er is terecht uitdrukkelijke aandacht bij allerlei internationale organisaties, de Commissie en op lidstaatsniveau voor een verstandige en goed-getimede ontmanteling van crisismaatregelen en voor de houdbaarheid (sustainability) van begrotingsbeleid. Een eerste idee van de begrotingseffecten tussen 2007 en

37) Zie bv. Sabine Herrmann & Adalbert Winkler, 2009, Real convergence, financial markets and the current account; emerging Europe versus emerging Asia, Economic Papers 362, maart 2009, DG EcFin. (Europese Commissie) voor een uitvoerige empirische analyse van dit punt.

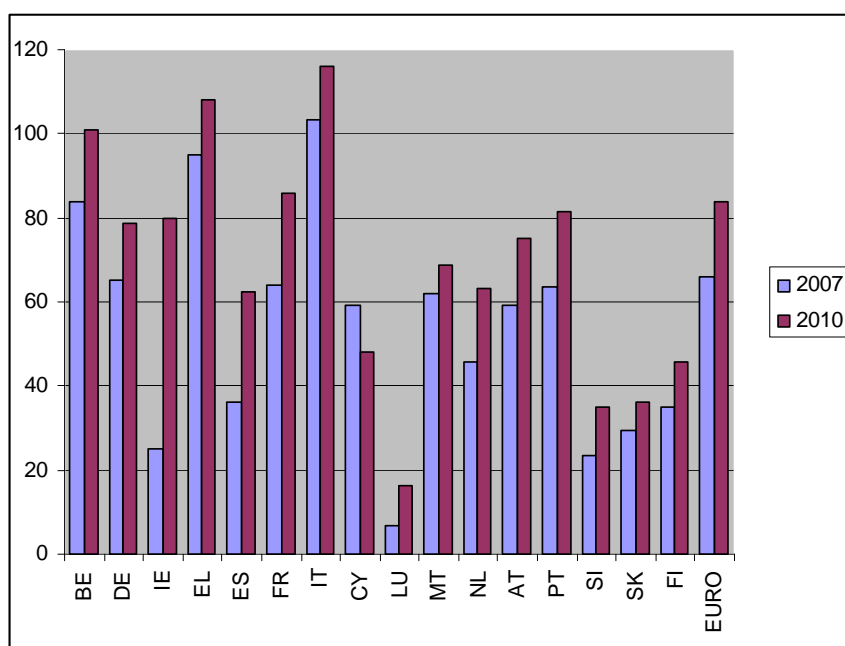
38) Zie bv. het voorstel van Daniel Gros, Collapse in Eastern Europe? The rationale for a European Financial Stability Fund, CEPS Commentary, 25 februari 2009, zie www.ceps.eu. Het probleem is hier dat de zgn. fiscale capaciteit bij de lidstaat ligt die waarschijnlijk alleen aan de bankactiviteiten in eigen land denkt. Zijn voorstel zou de EIB een soort 'bad bank' laten oprichten voor zo'n € 500-plus miljard, om kredietlijnen open te houden en kapitaalinjecties te doen, waardoor de-facto de bankdochters als het ware 'ge-europeaniseerd' zouden worden, zonder directe uitgaven van de lidstaten.

2010 is te zien in Figuur 3 dat de verhoging van de staatsschuld weergeeft in percent punten van het BNP. Een ware EU of eurozone strategie is evenwel nog niet voorgesteld, laat staan in werking getreden. De EU herstelstrategie die op 4 maart 2009 door de Commissie werd gepubliceerd (zie noot 13) ter bespreking op de voorjaarsbijeenkomst van de Europese Raad bevat geen exit strategie. Echter, hierbij passen wel enkele kanttekeningen. Ten eerste is er nauwelijks tijd geweest om min of meer betrouwbare schattingen van de omvang en aard van de nationale interventies te verkrijgen. Een goed overzicht van de staatssteun is beschikbaar sinds april 2009 (zie noot 4) en de eerste schattingen van de houdbaarheidseffecten van nationale begrotingssteun in de eurozone zijn deze zomer verschenen.³⁹ Ten tweede is de exit strategie in enge zin al enigszins gewaarborgd voor staatssteun: in de goedkeuringscriteria van de Commissie zijn heldere ijkpunten opgenomen die de tijdelijkheid en terugkeer beogen te verzekeren zoals de relatief korte termijn van de maatregelen (meestal tot eind 2010) en expliciete vereisten om terugkeer naar 'levensvatbaarheid' (bv. bij het verwijderen of isoleren van vergiftigde activa) te bevorderen.⁴⁰ Ten derde is het expansieve liquiditeitsbeleid van de ECB tot nu toe uitermate omzichtig geweest d.w.z. de exit strategie zit er a.h.w. ingebakken. De enorme liquiditeitsvoorziening geschiedt voor 3, 6 en 12 maanden tegen onderpand (te leveren door de banken) en de ECB is volledig vrij om wel of niet opnieuw liquiditeit te verschaffen na deze vervaldata. Het valt dus te verwachten dat de nu opgeblazen balans van de ECB geleidelijk weer zal krimpen.

39) Zie Europese Commissie, Quarterly Report on the Euro Area, Vol. 8/2, juli 2009, hoofdstuk 3, pp. 21 – 25.

40) Bv. in 2009/C72 is hoofdstuk 3 gewijd aan 'a return to viability' waar o.a. staat: "... Asset relief measures should form part of an overall effort to restore the viability of the banking sector, based on necessary restructuring"; ook in par. 53: "Long-term viability requires that the bank is able to survive without any State support, which implies clear plans for redeeming any State capital received and renouncing State guarantees".

Figuur 3 Verhoging staatsschuldratio's 2007-2010 (% BNP)



Bron: Quarterly Report on the Euro area, Vol. 8 n° 2 (2009); bewerking door de auteur

In de eurozone en de EU-27 dient wel een begrotingsvisie over langere termijn te worden ontwikkeld. Dit werk past uitstekend in de routineprocedures onder het verdrag. Het terugdringen van tekorten en bovenal van de staatsschuldratio's kan niet te lang worden uitgesteld, maar tegelijk niet te haastig worden aangevangen omdat anders besnoeiingen contra-cyclisch werken op de korte termijn. Drastische besnoeiingen dienen ook de marktinterventies (zoals garanties en kapitaalinjecties) niet sneller af te bouwen dan verantwoord is gezien de noodzaak van gezondmaking van de banken. De Europese Raad van 19/20 juni 2009 (par. 16) heeft expliciet om een ('geloofwaardige') exit strategie gevraagd, maar alleen in de context van de financiële markten problematiek.

8.4 Deflatie of toch (meer) inflatie?

Tenslotte een korte bespreking over de langere termijn verwachtingen voor de inflatie in het licht van de ruime geldpolitiek van de ECB. De huidige desinflatie is toe te schrijven aan de plotse val van de olie-, voedsel- en

grondstoffen prijzen tussen mid-2008 en mei 2009, alsmede aan de vraaguitval sinds de zomer van 2008. Volgens de BIS⁴¹ zijn de 5-jaar inflatieverwachtingen voor de eurozone stabiel op ongeveer 1,9% (o.a. wegens loonstijgingen) terwijl de korte termijn verwachtingen naar nul tenderen (i.t.t. de VS). Zolang het budgettaire beleid geloofwaardig blijft, en de onafhankelijkheid van de ECB is gewaarborgd, is het niet mogelijk dat de hogere schuldenlasten door kruipende inflatie langzaam in reële termen worden verlicht. Er zijn geen tekenen die er op zouden kunnen wijzen dat de ruime geldpolitiek van de ECB de inflatie zou aanwakkeren. Niet alleen kan de verruimde liquiditeit weer relatief spoedig inkrimpen, mocht dit nodig blijken, momenteel bereikt een groot deel van deze liquiditeit het bedrijfsleven bovendien niet of nauwelijks, omdat banken weinig scheutig zijn met krediet.⁴² Het lijkt eerder van belang te blijven letten op de hernieuwde stijging van oliën (bepaalde) grondstofprijzen.

9. Verandert de crisis het handelingsvermogen van de EU?

Er bestaat bij velen een diepgewortelde overtuiging dat de EU louter door interne of externe crises werkelijk kan verdiepen en/of verbreden. Hiervoor zijn uit de halve eeuw economische (en deels politieke) integratie beslist valide argumenten aan te dragen. Ook ditmaal kan de vraag gesteld worden of, en zo ja, hoe en in hoeverre de EU zelf verandert door de crisis?

Natuurlijk is deze interessante vraag enigszins speculatief. Harde empirische argumenten voor een antwoord zijn ongetwijfeld pas na diverse jaren te geven. Vandaar dat de discussie momenteel wellicht het beste te voeren is vanuit een stellingname, waarvoor enkele aanwijzingen zijn aan te voeren, met inachtneming van de strikte randvoorwaarden waaraan de evolutie van de Unie onderhevig is. De *stelling* luidt dat de Unie door deze diepe crisis incrementeel zal verdiepen. Dit is goed nieuws, maar het reikt lang niet ver genoeg. Ondanks de diepe voren die de crisis in Europa trekt en de niet geringe consequenties voor zeker nog een half decennium of meer, zal de EU op hoofdpunten gevangen blijven in het korset van de huidige bevoegdheden. Het gevolg is dat het handelingsvermogen van de Unie als geheel, van de Economische Unie (voor de EU-27) en van de Eurozone tekortkomingen zullen blijven vertonen die voor lief moeten worden genomen.

41) Bank of International Settlements, 2009, 79th Annual report, Basel, 29 juni 2009, p. 71, graph IV.10.

42) De ECB zou overigens wel de banken kunnen prikkelen daar meer aan te doen door voor het stallen van kort geld bij de ECB geen rente te betalen of zelfs een strafrente te berekenen.

De toelichting voor deze stelling kan het beste aanvangen bij de strikte randvoorwaarden voor elke evolutie van de Unie in het huidige tijdsgewricht. Na Maastricht is de Unie voortdurend en weinig succesvol met zichzelf en haar instituties bezig geweest, hetgeen weliswaar vier verdragswijzigingen heeft opgeleverd maar nauwelijks substantiële vooruitgang. Er zijn ongetwijfeld waardevolle aspecten te vermelden op institutioneel terrein (met als grootste winst de bevoegdheden van het Europees Parlement die viermaal incrementeel verruimd zijn) maar voor de crisis relevante verdiepingen zijn uitgebleven. Inmiddels is het politieke klimaat door herhaalde referenda in diverse lidstaten en daaruit gebleken vrees voor teveel “Brussel” (wat dat ook behelzen moge) danig gewijzigd. Gezien dit politieke klimaat en na vier verdragswijzigingen, is de Unie op dit ogenblik en in de nabije toekomst niet te verbeteren via verdere verdragswijzigingen, hoe goed beargumenteerd ook. Zelfs een zo diepe crisis kan deze constitutionele ijstijd niet ontdooien. Hierbij wreekt zich het feit dat in alle vier de verdragswijzigingen het sociaal-economische niet of nauwelijks aan bod is gekomen. Nu bepaalde tekortkomingen die alleen onder deskundigen werden besproken, onbarmhartig zijn blootgelegd door de crisis, zullen incrementele oplossingen moeten worden gevonden binnen de *bestaande* kaders. De klemmende vraag is dan in hoeverre deze kaders al zijn of kunnen worden opgerekt om toch het EU handelingsvermogen op deze punten te versterken.

Een reflectie over deze ‘oprekking’ kan geconcretiseerd worden m.b.t. een zestal aspecten.

Ten eerste is er wijdverspreide overeenstemming over de noodzaak van *nadere centralisatie van prudentieel toezicht* over financiële instellingen, zeker in geval van een kleine vijftig instellingen die aanzienlijke grensoverschrijdende activiteiten hebben in de interne markt. Dit volgt rechtstreeks uit het beruchte financiële trilemma dat financiële integratie, financiële stabiliteit en (toch) nationaal toezicht (met als ultieme consequentie, het aanspreken van het fiscale vermogen om groots te kunnen ingrijpen) niet samen kunnen gaan. Indien de eerste twee prevaleren (wie wil er terug naar financiële fragmentatie; wie ziet geen prioriteit in financiële stabiliteit na deze crisis?) betekent dat onherroepelijk nadere centralisatie van toezicht. Think-tanks schrijven dat al vele jaren en tal van academici (maar bv. ook het Turner Review in het VK) roepen het momenteel. Het De Larosière rapport gaat in die richting maar niet erg ver. De Commissie en de conclusies van het voorzitterschap (19/20 juni 2009) lijken ferner. Evenwel, het voorstel van de Commissie⁴³ is op De Larosière gebaseerd “... as opposed to solutions such as full centralisation of supervision at the EU level, on which there is no consensus”.

43) COM (2009) 252, p. 12; zie noot 14.

Voor de geoefende lezer is de worsteling duidelijk: zo spreekt de Commissie van “... linking national supervisors into a strong Community framework”(p. 8), betitelt ze het ESFR als ‘autoriteiten’ (met rechtspersoonlijkheid i.p.v. comités) met “... increased responsibilities, defined legal powers and greater authority ... and help settle possible disputes between national supervisors”(p. 9). Deze krachtige voorstelling van zaken kan echter niet verhullen dat ware centralisatie wordt vermeden. Wel moet gezegd dat de Commissie een reeks van technische voorstellen doet die, bij volledige uitvoering, ongetwijfeld het ESFR werk gemakkelijker en effectiever zullen maken.⁴⁴ De taal van de Europese Raad van 19/20 juni 2009 bevestigt dit op heldere wijze: “... ESFR should have binding and proportionate decision-making powers in respect of whether supervisors are meeting their requirements under a single rule book and relevant Community law and in the case of disagreement...”(par. 20).

Het tweede aspect betreft het ontberen van elke vorm van *crisismanagement*. Zelfs nu het ESFR niet waarlijk gecentraliseerd blijkt, zal toch op EU niveau (en niet louter op nationaal niveau) een financiële crisis aangevat moeten kunnen worden met tevoren overeengekomen scenarios en de financiering ervan. Hoewel het zgn. budgettaire vermogen bij de lidstaten ligt, moet het in rustige tijden a.h.w. in blauwdruk deels kunnen worden geëuropeïseerd; scenario’s worden pas operationeel bij een acute crisis (maar dan ook zeer snel). Voor de hand ligt het idee van een EU fonds (via de EIB of anderszins, bv. door speciale EU obligaties) dat door de lidstaten expliciet wordt gedekt (de lidstaten zijn tevens de bewindvoerders en eigenaren van het EIB). Zo’n fonds valt dus buiten de EU begroting; de omvang van het fonds zou, afhankelijk van de situatie, tot enkele malen het totaal van de EU begroting kunnen oplopen. In beginsel zal het meeste geld hiervan terugvloeien, wellicht zal het fonds er zelfs aan verdienen. Scenarios, zeker voor grensoverschrijdende banken, dienen klaar te liggen en niet meer onderhandelbaar zijn op hoofdpunten. Fondsen dienen ook niet gebruikt te worden voor een ‘bail-out’ in de eurozone maar om bij ‘systeembanken’ (bv. too big to fail, of actief in vele EU landen) te kunnen ingrijpen op een wijze die de werking van de interne markt (en de andere banken daarin) niet schaden. Momenteel is de situatie eigenlijk pervers: lidstaten hebben razendsnel moeten ingrijpen en de EU is vervolgens gedwongen om dat middels staatssteun te controleren en te beheersen, terwijl er geen EU coördinatie mechanismen (en besluitvorming) bleken te bestaan die meteen

44) Zoals bindende technische en toezichtnormen alsmede richtsnoeren voor interpretatie, steun bij meningsverschillen tussen toezichthouders en uiteindelijk een besluit dat bindend is – indien een kwestie van implementatie, dan kan dat onder Meroni (zie eerder) –, directe interventie bij een inbreuk op EU recht in deze (en dan kan de Commissie eventueel naar het EHJ stappen), direct toezicht op de rating agencies en bevoegdheden in crisissituaties (bv, short selling verbieden).

het EU belang hadden kunnen behartigen. Financiële integratie vereist onherroepelijk een EU crisisinstrumentarium.

Het derde aspect is de positie en *rol van de ECB*. Zoals vermeld heeft daar de incrementele wijziging al plaats gevonden. Bovendien zal de ECB in de ESRB een belangrijke functie vervullen.

Ten vierde is de wenselijkheid van een doordacht *kader voor budgettaire coördinatie* – iets dat geheel ontbrak – aangetoond. Men kan natuurlijk de krakkemikkigheid van de lopende coördinatie aan de kaak stellen maar er bestond nou eenmaal niets en art. 99 EG blinkt uit in vaagheid. Zo'n kader hoeft geen 'gouvernement economique' te impliceren. Wel dient het helder te zijn wanneer de Commissie of de voorzitter van de Raad (want het gaat immers om nationale begrotingen) budgetcoördinatie in recessies kunnen agenderen en welke opties er in de gereedheidskist worden opgenomen. Maar ook hier geldt dat er voor zo'n coördinatie geen dwingende rechtsgrond bestaat en deze daarmee van politieke plechtankers afhangt. Kernpunt blijft de gezamenlijkheid van expansieve begrotingen (wegens wegleffecten) en randvoorwaarden die impliciet protectionisme voorkomen. Verder zal voor de eurozone een strakker kader moeten gelden. Bij coördinatie behoort een exitstrategie en hoofdbeginselen ervan dienen tevoren vast te staan. Op dit ogenblik zijn er, naar schrijver bekend is, geen voorstellen voor een dergelijk coördinatiekader.

In de vijfde plaats zou men incrementele vooruitgang kunnen verwachten in de organisatie van *de Eurogroep*. De Eurogroep levert een schril contrast op met de ECB: waar de ECB alert en inventief gereageerd heeft op diverse wijzen, bleef en blijft de Eurogroep in wezen onzichtbaar en onhoorbaar. Het is de facto een 'goed weer' caucus gebleken die op basis van collegialiteit en het besef van ieders belang in een stabiele en sterke euro redelijk functioneert, maar de visie noch kaders en handelingsvermogen heeft ontwikkeld voor andere dan reguliere begrotingskwesties, laat staan een crisis. De bijtende kritiek van von Hagen & Pisany⁴⁵ kan dan ook onderschreven worden: "... the assumption was too often that instability can only result from fiscal irresponsibility. Yet, the two euro-area countries where a bubble burst ... [Spain and Ireland, JP] ... were both paragons of fiscal rectitude. This is a clear indication that the existing framework for surveillance and coordination is inadequate ...". Deze auteurs wijzen, terecht, op de noodzaak het gezamenlijke toezicht (in de zin van surveillance) op andere criteria en indicatoren te stoelen zodat bv. zowel overschotlanden (waaronder Nederland en Duitsland) als tekortlanden m.b.t. de lopende rekening de aanpassingsprocessen in de eurozone beter dienen te laten verlopen. De Eurogroep kan en mag dit niet alleen aan de Commissie overlaten – het

45) J. von Hagen & J. Pisani Ferry, 2009, Economic and monetary affairs, in: A. Sapir, ed., Memos to the new Commission, Bruegel, Brussel, 1 september, p. 24.

gezamenlijk belang in 'hun' euro vraagt om pro-actieve samenwerking. Er is echter nog geen initiatief bekend dat de Eurogroep beter toerust.

Ten zesde speelt het al lang bestaande probleem van de vertegenwoordiging, maar bovenal van de wens om invloed, zelfs leiderschap, uit te oefenen in de internationale economische organisaties. Deze *wereldwijde economische governance* wijzigt zich in hoog tempo door de BRIC landen en enkele andere meer zeggenschap te geven bv. in de G-20 en het IMF. De EU steunt dat. Triest genoeg blijkt de Unie zelf niet in staat haar zeggenschap te consolideren zoals in handelsonderhandelingen reeds lang het geval is. Er is geen officieel voorstel gedaan om het IMF institutioneel te wijzigen zodat de EU als zodanig *een* (hoofd)stem krijgt, waarschijnlijk omdat de bevoegdheden van de Unie niet geheel toereikend zijn. Niettemin vormt dat niet de ware reden – die is immers gelegen in weigering van grote lidstaten om hun eigen zetel op te geven. Toch gaat het in financiële kwesties over globale convergentie in regelgeving en standaarden alsmede samenwerking aangaande (macro prudentieel) toezicht en financiële stabiliteit. Het IMF gaat tevens over steeds meer geld. De uitbreiding van de quotas met zo'n \$ 500 miljard wordt o.a. gefinancierd met \$ 100 miljard van 'de' EU, in feite de lidstaten. Steeds kost het moeite om de EU met een effectieve stem te laten spreken, als het hoe dan ook al lukt; om het over strategisch leiderschap en initiatieven helemaal niet te hebben. De EU doet zich daar geweldig tekort.

Samenvattend blijkt dat de EU aanzienlijke incrementele vooruitgang uit de crisis kan halen indien de lidstaten dat echt willen. De redenen ervoor zijn overtuigend en de harde economische kern van de EU zal er beter van worden; financiële crises worden doeltreffender voorkomen en eerder in de kiem gesmoord; de effecten op de reële economie kunnen dan gemakkelijker beteugeld worden. De huidige stand van zaken reflecteert die vooruitgang evenwel nog lang niet. Het krachtige en effectieve optreden van de ECB is eigenlijk tot nu toe het enige duidelijke. Men kan evenzeer hoop putten uit de heldere ondersteuning door de Europese Raad van de toezichtvoorstellen van de Commissie, zowel micro- als macro prudentieel, maar deze wetgeving wacht nog een interessante herfst. Bij crisismanagement, budgettaire coördinatie, de Eurogroep en globale governance is nog nauwelijks beweging waar te nemen. Of de nieuwe kaders voor staatssteun aan banken, tot nationalisatie toe, ook kunnen worden gekarakteriseerd als incrementele vooruitgang (in de zin van verdieping), is minder duidelijk, al heeft de Commissie hier goed werk verricht.

10. Conclusies

De financiële crisis heeft pijnlijk duidelijk gemaakt dat onvolledige dekking in regelgeving, inconsistente en te zwakke nadruk op risicomanagement, halfbakken arrangementen in micro toezicht en het ontbreken van heldere verantwoordelijkheden op het terrein van systeemrisico's enorme kosten met zich mee kunnen brengen. De ternauwernood voorkomen ineensstorting van het financiële systeem heeft precies de druk veroorzaakt waaronder allerlei rigide standpunten, over wat de EU wel en niet kan of moet doen, 'vloeibaarder' zijn geworden. De EU kan nu een ambitieus programma van reguleringsverbeteringen bereiken dat enkele jaren geleden nog ondenkbaar was. Deze zegeningen moet men tellen; ze zijn niet gering. Ook heeft de ECB opvallende toegevoegde waarde voor stabiliteit en 'lender of last resort' ingebracht. Tevens is de hoedsterfunctie van de Commissie van de interne markt redelijk goed overeind gebleven ondanks tsunami-achtige vloedgolven van steunverlening. Het gezamenlijke internationale optreden van de Unie in de G-20 en het IMF is met enige moeite, en onder de extreme druk van de crisis, overeind gebleven d.w.z. tot nu toe. Niettemin schiet de EU zichzelf in de voet met de blijvende versplintering van de vertegenwoordiging in deze organen: initiatief en leiderschap zijn uitermate lastig uit te voeren en hun geloofwaardigheid is al gauw het slachtoffer.

Toch blijft er een probleem knagen dat in de huidige constellatie geen heuse oplossing heeft. Dat probleem wordt het financiële "trilemma" van de interne markt genoemd: financiële integratie, financiële stabiliteit en nationaal toezicht kunnen niet alle drie tegelijk gerealiseerd worden. Aangezien de eerste twee niet ter discussie staan, moet de derde vervangen worden door EU toezicht, met tanden en met fiscale middelen. De tanden (dus bovenschikkende conflictbeslechting tussen nationale toezichthouders en EU sancties, etc.) kunnen wel eens botsen met de Meroni doctrine (dat zou een verdragswijziging betekenen en daar heeft niemand zin in), terwijl de fiscale middelen bij de lidstaten berusten (en dat verzwakt het centralisatie argument zolang daar geen slimme en waterdichte oplossing voor wordt gevonden). Hoe krachtiger naar uniformering van regulering en van toepassing van toezichtbeginselen wordt gestreefd, hoe geringer dit probleem in de praktijk zal zijn. Dit geldt tevens voor het ESFR: hoe beter het functioneert (bv. met effectieve 'peer pressure' en transparantie), hoe minder knellend het trilemma. Maar het blijft behelpen, met alle risico's van dien.

De economische crisis kan beter door de lidstaten bestreden worden dan door de EU die daar weinig middelen voor heeft. Coördinatie neemt remmingen voor bestedingsimpulsen weg en helpt eveneens om fiscale ontsporingen (d.w.z. extreme lasten voor de volgende generaties belastingbetalers) te voorkomen. Wel is gebleken dat, bij ontstentenis van een EU budget van enige macro-economische betekenis en bij de onwil om deze fors te vergroten (de argumenten voor een groot EU budget zijn ook niet zo sterk), de macro-economische coördinatie in geval van crises in kaders en

beleidsscenario's dient te worden voorbereid lang voor de volgende recessie. De door de Commissie en (formeel) door de Europese Raad benadrukte Lissabon strategie om door te gaan met allerlei hervormingen op nationaal niveau lijkt weinig belangstelling te krijgen in deze lastige tijden. Teneinde versneld uit de crisis op te veren (door hervatting van de groei) en om de eurozone soepeler deze schok te laten verwerken,⁴⁶ zou de aandacht hiervoor echter niet moeten verslappen.

Naast deze algemenere conclusies is eveneens kort ingegaan op zorgelijke beleidsproblemen van specifieke aard. De problemen van de Mediterrane landen hebben weliswaar niet geheel dezelfde wortels, maar zij worden momenteel toch gezien als een zwakke stee in de eurozone. Wel is de markt eindelijk het SGP te hulp geschoten in de beprijzing van obligaties van landen met hoge schuldratio's; een gezonde ontwikkeling. De Mediterrane landen hebben ook grote moeite met de interne aanpassing in de eurozone waardoor hardnekkige tekorten op de lopende rekening blijven bestaan; een aanwijzing van zwak concurrentievermogen. Voor Centraal Europa is de uitbundige inhaalgroei bruut onderbroken. Met voor sommige landen een extreme val van het inkomen en IMF steun, zal de crisis de inhaalgroei enkele jaren uitstellen of vertragen. Toch valt niet te ontkomen aan de conclusie dat een aantal landen (en de privé sector) roekeloos beleid hebben gevoerd alsof de lessen uit de Azië-crisis van 1997 niet zijn geleerd. Verder begint het belang van een werkzame exit-strategie langzaam door te dringen tot de EU. De soms geuite vrees dat de enorme liquiditeitsvoorziening door de ECB op den duur tot inflatie zal leiden lijkt momenteel geen basis te hebben.

Ten slotte is ingegaan op de vraag of de EU door de crisis verdiept. Omdat verdragswijziging nu ondenkbaar is, zal het van oprekking van bestaande kaders moeten komen. De ECB is daar goed in geslaagd. De potentie om de interne markt van financiële diensten en kapitaal beter te reguleren en er toezicht op te houden, vooral grensoverschrijdend, is zeker ook aanwezig, al zal de centralisatiegedachte alleen op een complexe en onvolledige wijze kunnen worden gerealiseerd. Op een aantal andere punten zijn eveneens zinvolle mogelijkheden tot nadere verdieping, maar de EU lijkt moeilijk of niet in staat om dienovereenkomstig te handelen: het gaat om crisismanagement, budgetcoördinatie, de Eurogroep en de EU positie in het proces globale economische governance. Een krachtige nieuwe Commissie die (meer en eerder) het initiatief neemt, tezamen met een leiderschapsfiguur als Raadsvoorzitter onder het Lissabon verdrag, zou deze verdieping waarschijnlijk enigszins kunnen bevorderen. Het lijkt allemaal niet radicaal, toch zou het de harde kern van de EU integratie goed doen.

46) Zie voor de betekenis van hervormingen voor het beter functioneren van de eurozone, J. Pelkmans, L. Acedo Montoya & A. Maravalle, 2008, How product market reforms lubricate shock adjustment in the euro area, Economic Papers no. 341, DG EcFin, October, zie http://ec.europa.eu/economy_finance.

