

Lessen uit de Verenigde Staten voor het institutioneel ontwerp van de EMU

P. Butzen
S. Cheliout
H. Geeroms

Inleiding

Reeds tijdens de voorbereiding van de overschakeling op de euro was men zich ervan bewust dat de meeste lidstaten van de EU minder goed dan de vijftig staten van de VS voldeden aan de criteria van een Optimale Muntzone (Optimal Currency Area of OCA). De graad van economische convergentie, de loon- en prijsflexibiliteit alsook de arbeidsmobiliteit tussen de toekomstige lidstaten van het eurogebied leken immers beperkter dan die tussen de VS-staten. De OCA-theorie stelt dat, bij ontstentenis van voldoende convergentie en flexibiliteit, een monetaire unie nood heeft aan solidariteit tussen de lidstaten via overdrachten, meestal vanuit een gemeenschappelijke begroting. In de OCA-theorie werd de financiële zijde van de economie aanvankelijk niet beschouwd, aangezien kapitaalbeperkingen toen nog zeer courant waren. Degelijk geïntegreerde financiële markten bieden echter een alternatief kanaal om idiosyncratische schokken op te vangen. Ook de oprichting van een gemeenschappelijk fonds voor de afwikkeling van faillerende banken zou een vorm van risicodeling (risk sharing) kunnen inhouden.

Hoewel de lidstaten van de EMU ongelijkmatig en onvoldedig aan de OCA-criteria voldeden, werd er toch voor gekozen om met de monetaire unie – op zijn minst een evenzeer politiek als economisch project, van start te gaan. Vooropgesteld werd dat – precies door het invoeren van de gemeenschappelijke munt – de voordelen van dit waardevolle project op termijn nog zouden toenemen en dat de nadelen zouden afnemen.

In combinatie met de gemeenschappelijke markt, die in principe begin 1993 voltooid had moeten zijn, zou de euro immers, naar verhoopt, de communautaire handel intensiveren, terwijl hij de convergentie tussen de lidstaten zou bevorderen en hij de financiële markten zou integreren. Er werd tevens aangenomen dat er aanpassingsmechanismen in werking zouden treden die onevenwichtigheden zouden corrigeren. Zo werd onder meer betoogd dat de effecten van een oververhitte economie, gepaard gaande met een hoge inflatie en tekorten op de lopende rekening, mettertijd zouden worden gecorrigeerd door de negatieve impact, op de groei, van een verlies aan concurrentievermogen. Voorts werd ervan uitgegaan dat eventuele verschillen qua landenrisico zich zouden weerspiegelen in de prijszetting van de overheidsschuld op de financiële markten. Dit zou op afdoende wijze begrotingsdiscipline afdwingen en besmettingseffecten beperken. De 'no bail-out'-clausule in het EU-Verdrag zou voor een dergelijke differentiatie door de financiële markten voldoende zijn.

Mede tegen de achtergrond van de verwachte voortgaande convergentie en in de veronderstelling van een gedifferentieerde prijszetting door de financiële markten, werd voor de EMU een unieke institutionele structuur opgezet waarbij het monetair beleid werd eengemaakt, terwijl het begrotings- en structureel beleid overwegend nationaal bleven. Het historisch voorstel van Pierre Werner voorzag in een meer gecentraliseerde economische coördinatie, maar de politieke wil voor deze belangrijke bevoegdheids-overdracht naar het Europese niveau bleek in de jaren negentig niet aanwezig te zijn. Ter vervanging van een vorm van Europese economische regering werd de coördinatie

van het begrotingsbeleid vastgelegd in Europese regels teneinde de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te garanderen. Voor het overig macro-economisch beleid, alsook voor het structureel economisch beleid, werd enkel in een 'zachte' vorm van coördinatie voorzien, zonder bindende regels en gebaseerd op het Verdragsartikel dat bepaalt dat de lidstaten hun economisch beleid als een zaak van gemeenschappelijk belang beschouwen. Ook het banktoezicht, de bankenafwikkeling en de depositobescherming bleven nationale bevoegdheden, met alleen maar een vrij zwakke en vrijblijvende coördinatie tussen de bevoegde nationale autoriteiten.

Zodra de euro was ingevoerd – waardoor het wisselkoersrisico tussen de landen van het eurogebied wegviel – trok de handel binnen het eurogebied, zoals verwacht, verder aan en kreeg de financiële integratie een extra impuls. Enkele hypothesen van vóór de start van de euro bleken achteraf beschouwd evenwel niet gefundeerd.

De gedifferentieerde prijszetting door de financiële markten kwam er niet; na de invoering van de euro convergeerden de rentetarieven zo goed als volledig naar de laagste rentetarieven, ondanks de uiteenlopende economische fundamentals en de landspecifieke risico's. De rentetarieven werden trouwens ook buiten het eurogebied en voor andere activa dan de overheidsschuld genivelleerd. Deze neerwaartse convergentie droeg in verscheidene eurolanden in hoge mate bij tot een overmatige schuldvorming door de overheid en/of de private sector.

Het aanpassingsmechanisme via het concurrentievermogen bleek bovendien, tegen de verwachtingen in, onvoldoende of in ieder geval te traag te werken, zodat op macro-economisch vlak de onevenwichtigheden ongehinderd bleven toenemen. De inzake economische coördinatie geldende regelgeving kon dit niet verhinderen, al was het maar omdat ze vaak te soepel of helemaal niet werd toegepast.

Aan financiële zijde was de verdieping van de gemeenschappelijke markt gepaard gegaan met omvangrijke, toenemende en blijkbaar zeer volatiele grensoverschrijdende bancaire kapitaalstromen. De liberalisering van de financiële regelgeving droeg er bovendien toe bij dat sommige banken zodanig gegroeid waren dat een reddingsoperatie door hun nationale overheid budgettair moeilijk haalbaar was geworden, terwijl Europa deze verantwoordelijkheid hoofdzakelijk bij de lidstaten had gelaten.

In een dergelijke onstabiele situatie begonnen vanaf eind 2009, naar aanleiding van de toenemende bezorgdheid over de Griekse overheidsfinanciën, de

rendementsverschillen op de overheidsschuld tussen sommige landen van het eurogebied sterk op te lopen. Dit mondde uit in de overheidsschuldencrisis van het eurogebied die vervolgens escaleerde door de vicieuze cirkel tussen banken en overheden.

Er werden meerdere ad-hocinstrumenten gecreëerd, maar de onrust op de financiële markten bedaarde slechts geleidelijk toen het Eurosysteem in de zomer van 2012 de outright monetaire transacties (OMT's) aankondigde. Deze maatregel beoogt evenwel geen duurzame oplossing voor de overheidsschuldencrisis, maar hij kan de beleidsmakers wel de tijd geven om het institutioneel design van de EMU bij te sturen en in de afzonderlijke lidstaten de onevenwichtigheden te corrigeren.

Ondertussen is er in beide domeinen flink voortgang geboekt en liggen er nieuwe voorstellen op tafel. Met het oog op eventuele, in dit verband te trekken lessen voor de EMU, worden in dit artikel belangrijke aspecten van een succesvolle monetaire unie, meer bepaald de Verenigde Staten, geanalyseerd. De Amerikaanse economie is immers vergelijkbaar qua omvang en graad van ontwikkeling. Voorzichtigheid is echter geboden; er zijn immers ook grote verschillen, meer bepaald het feit dat de Verenigde Staten een natiestaat zijn en het eurogebied slechts een unie van soevereine landen is.

Dit artikel is als volgt opgebouwd. In het eerste hoofdstuk worden de kenmerken van de Verenigde Staten en het eurogebied getoetst aan de criteria die de OCA-theorie naar voren schuift. In het tweede hoofdstuk wordt een vergelijking gemaakt tussen de bestaande bankenunie in de Verenigde Staten en die waarover in het eurogebied een akkoord werd bereikt. In hoofdstuk drie wordt nagegaan hoe de Amerikaanse budgettaire solidariteit verloopt en of dit mechanisme in Europa haalbaar is. Tot slot volgen enkele conclusies.

1. De Verenigde Staten en het eurogebied in het licht van de Optimum Currency Area-theorie

1.1 De Optimum Currency Area-theorie

Bij het bestuderen van monetaire unies wordt vaak verwezen naar de Optimum Currency Area-theorie (OCA). Deze theorie specificiert de voorwaarden waaraan een monetaire unie moet voldoen opdat de voordelen van de invoering van de gemeenschappelijke munt – bijvoorbeeld lagere transactiekosten – de nadelen zouden compenseren van het opgeven van een onafhankelijk monetair

beleid met verlies van rente en wisselkoers als beleidsinstrumenten om schokken op te vangen.

De OCA-theorie werd begin jaren zestig ontwikkeld door Mundell, McKinnon en Kenen. De OCA-literatuur is sedertdien geëvolueerd en kreeg in de aanloop naar de EMU opnieuw veel aandacht (Corsetti, 2008). Sommige waarnemers betwijfelden of een dergelijke heterogene groep van landen een succesvolle muntunie zou kunnen vormen. Die sceptische visie werd echter niet gedeeld door andere waarnemers die ervan uitgingen dat de EMU tussen de deelnemende landen een geleidelijke economische convergentie zou bewerkstelligen (endogene OCA), wat de slaagkansen van het project zou waarborgen. Het recente verleden heeft echter duidelijk de tekortkomingen in de institutionele opzet van de EMU blootgelegd. Hoewel uit de OCA-theorie veel lering kan worden getrokken, blijft de EMU een complex en door de tijd evolutief project dat vaak unieke oplossingen vergt.

1.1.1 De basiscriteria

Het al dan niet optimaal zijn van een monetaire unie kan worden nagegaan op basis van een aantal 'traditionele' criteria (Mongelli, 2008). Aan de hand van deze laatste kan worden uitgemaakt of de baten van een monetaire integratie groter zijn dan de ermee gepaard gaande kosten. Wordt aan die criteria voldaan, dan zal de impact van asymmetrische schokken beperkt blijven omdat de economische aanpassing, ondanks het verlies aan soevereiniteit inzake monetair beleid, vlot zal verlopen.

1. Idealiter vormen de deelnemende economieën een homogene groep, wat betekent dat ze een hoge mate van economische **convergentie** moeten vertonen. Gemeenschappelijke schokken zullen dan immers een vergelijkbare uitwerking hebben en economieën met een soortgelijke economische structuur zullen minder onderhevig zijn aan asymmetrische schokken. Meer integratie, en derhalve openheid, bevordert normaal gesproken het convergentieproces.
2. **Flexibele prijzen en lonen** zijn noodzakelijk om de resterende verschillen tussen de lidstaten van een monetaire unie te verkleinen en asymmetrische schokken op te vangen. Gelet op de geringere beleidsruimte als gevolg van het wegvallen van het instrument van de nominale wisselkoers, is voldoende flexibiliteit belangrijk om de door een negatieve schok getroffen landen in staat te stellen hun lonen en relatieve prijzen aan te passen teneinde hun concurrentievermogen te herstellen.

3. **Factormobiliteit inclusief arbeidsmobiliteit** kan de druk op lonen en prijzen in oververhitte regio's verlichten. Dit argument, dat oorspronkelijk werd aangevoerd door Mundell, is verwant met de theorie van de internationale handel, volgens welke de mobiliteit van de productiefactoren een herschikking van de middelen binnen een gebied mogelijk maakt. Voldoende arbeidsmobiliteit kan bijvoorbeeld voorkomen dat de werkloosheid in sommige regio's toeneemt als gevolg van een negatieve vraagschok, alsook dat in sommige gebieden waar de vraag stijgt, de inflatie onder opwaartse druk komt. Kapitaalstromen maken een betere bundeling van de beschikbare middelen (pooling of reserves) mogelijk, alsook een betere risicospreiding tussen de lidstaten: buitenlandse houders van activa van een land zullen deels eventuele schommelingen van de prijzen van die activa moeten dragen. Dankzij deze kapitaalstromen kunnen ook mogelijke tijdelijke nadelige schokken in een bepaald land worden opgevangen, bijvoorbeeld door kredietverlening van overschotlanden aan het getroffen land; zo maken ze een afvlakking mogelijk van de bestedingen van huishoudens en ondernemingen.

Financiële integratie mag echter geen substituut voor een permanente aanpassing zijn (bijvoorbeeld inzake prijzen en lonen) wanneer deze laatste noodzakelijk is; ze kan in dat geval het proces enkel vlotter helpen laten verlopen door ertoe bij te dragen de negatieve schok op de bestedingen af te zwakken. Sommige auteurs hebben ook nuances aangebracht en gewaarschuwd voor mogelijke destabiliserende effecten van de kapitaalstromen (bv. 'sudden stop').

4. Aan die criteria dient nog de **diversificatie van de productie en de consumptie** en, derhalve, van de uitvoer te worden toegevoegd, waardoor de impact van schokken op een enge productcategorie wordt beperkt.
5. **Correctiemechanismen op federaal niveau** – het niveau dat de deelnemende landen overkoepelt – kunnen de resterende verschillen helpen verkleinen, bijvoorbeeld overdrachten via een federale begroting.

1.1.2 De 'meta'-criteria

De 'klassieke' criteria kunnen moeilijk meetbaar blijken, waardoor het wellicht niet zo eenvoudig is om op grond van de opgetekende eigenschappen te besluiten tot het bestaan van een OCA. Zo heeft een tweede en meer recente golf van onderzoek uit de empirische literatuur nieuwe 'meta'-indicatoren belicht. Laatstgenoemde gaan over de overeenkomst tussen de impact van de schokken.

Ze trachten alle traditionele criteria te vatten via hun interacties. De onderliggende intuïtie is immers dat indien de weerslag van vraag- of aanbodschokken, alsook de snelheid van aanpassing bij de partners vergelijkbaar zijn, dat het prijskaartje voor het prijsgeven van monetaire soevereiniteit zou beperken.

1.1.3 Enkele beperkingen en kritische bedenkingen met betrekking tot de OCA-theorie

Naast de problemen inzake meetbaarheid, is het mogelijk dat de 'klassieke' eigenschappen van Optimale Muntgebieden moeilijk aan elkaar kunnen worden getoetst en ze soms in tegenovergestelde richtingen kunnen overhellen en zo tot weinig afdoende resultaten kunnen leiden ('inconclusiveness problem'). Een zeer open economie in termen van handelstromen met een groep partnerlanden zou bijvoorbeeld aangeven dat de invoering van vaste wisselkoersen met die landen gunstig voor haar zou zijn. Indien dat land niettemin eveneens een zeer lage mobiliteit van zijn productiefactoren, met name van arbeid, vertoont, zou volgens de OCA-theorie daarentegen een stelsel van zwevende wisselkoersen moeten worden aangehouden.

Bovendien zijn de 'klassieke' criteria bij constructie retrospectief; ze berusten op gegevens uit het verleden. Ze kunnen derhalve geen eventuele wijzigingen inzake voorkeur of beleidskeuzes, zoals het opzetten van monetaire eenmaking, weerspiegelen. Verscheidene auteurs hebben derhalve de vraag van het bestaan van 'endogene' effecten opgeworpen, het feit een gemeenschappelijke munt aan te nemen en daardoor een gunstig proces op gang te brengen dat mettertijd leidt tot nog meer convergentie tussen de landen (hypothese van endogeniteit). Bovendien brengt de instelling van een OCA duurzame en sterke (commerciële en politieke) verbintenissen van haar leden met zich, wat vooruitzichten biedt inzake investeringen en intensivering van de handelsbetrekkingen op langere termijn.

Die hypothese werd weerlegd in de specialisatietheorie van Krugman. Volgens deze laatste zullen landen die steeds meer geïntegreerd worden, zich doorgaans gaan specialiseren in goederen en diensten waarvoor ze een comparatief voordeel vertonen. Een toegenomen specialisatie impliceert een minder gediversifieerde productie, waardoor de landen kwetsbaarder worden voor asymmetrische schokken. In die hypothese heeft zulks tot gevolg dat voor het verlies aan soevereiniteit over het monetairbeleidsinstrument daarentegen een hoge prijs zou moeten worden betaald.

1.2 Een OCA-evaluatie van de Verenigde Staten en het eurogebied

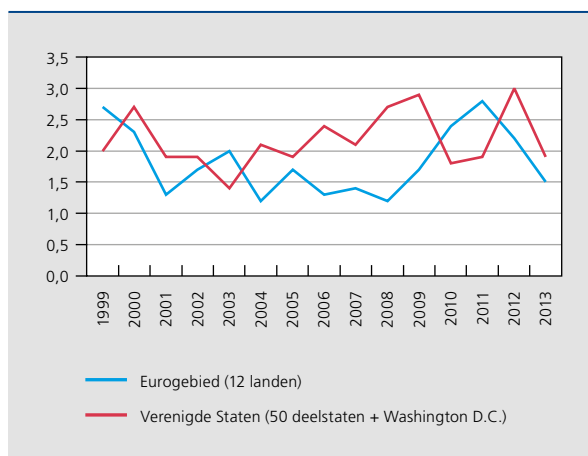
1.2.1 Economische convergentie

Deze dimensie kan worden gevat in een aantal indicatoren die nagaan hoe homogeen een monetaire unie is. Hiertoe worden de regionale cijfers van de lidstaten van een unie bestudeerd. Over het algemeen wordt aangenomen dat de Amerikaanse economie veel homogener is dan die van het eurogebied. Een snel overzicht van een aantal relevante variabelen ter zake toont evenwel aan dat de regionale verschillen in het eurogebied doorgaans vergelijkbaar zijn met die in de Verenigde Staten.

De groeiverschillen in het eurogebied, afgemeten aan de standaardafwijking van de bbp-groei van de lidstaten, waren de afgelopen decennia kleiner dan die in de Verenigde Staten. Tijdens de crisis bereikten de groeiverschillen in beide zones een piek (in het eurogebied als gevolg van de zware recessie die zich in de periferie van deze regio manifesteerde). In 2013 liepen de verschillen in bbp-groei in de twee gebieden terug tot een niveau vergelijkbaar met dat van vóór de crisis. De economische convergentie binnen een monetaire unie wordt vaak ook gemeten door voor een bepaalde periode de correlatie te berekenen tussen de bbp-groei van elk van de leden en die van de unie in haar geheel. Deze maatstaf tracht het synchroon verloop van conjunctuurcycli te vatten. Volgens deze maatstaf is de economische convergentie in de VS-staten algemeen beschouwd vergelijkbaar met die in de eurolanden.

GRAFIEK 1 VERSCHILLEN IN BBP-GROEI TUSSEN HET EUROGEBIED EN DE VERENIGDE STATEN

(standaardafwijking tussen landen (of deelstaten), in procentpunt van de groei)

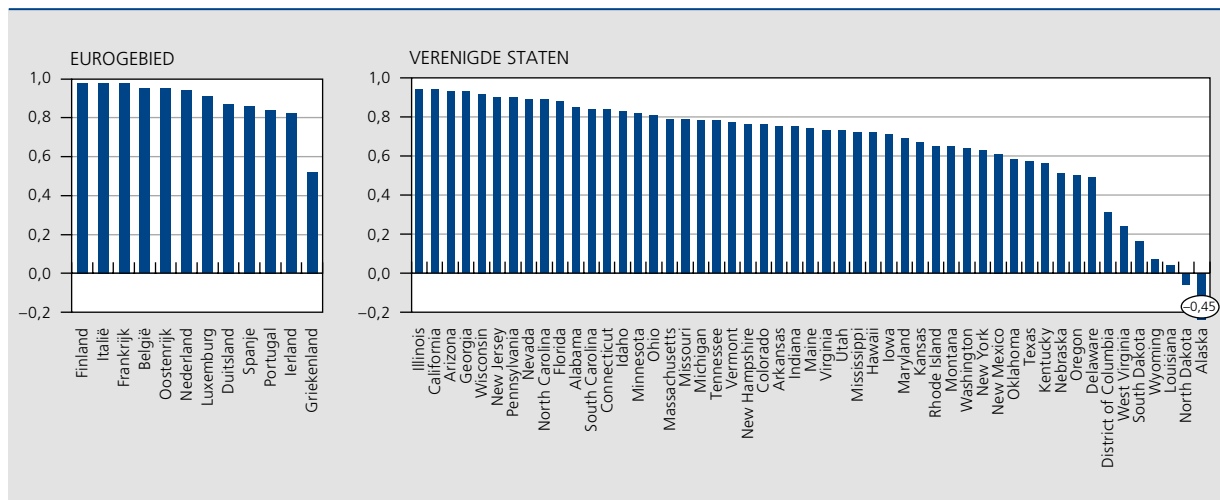


(1) Bronnen: EC, BEA.

GRAFIEK 2

SYNCHRONICITEIT VAN DE GROEI IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(correlatie tussen de groei van de landen (deelstaten) en die van het eurogebied (Verenigde Staten) in de periode 1999-2013)



(1) Bronnen: EC, BEA.

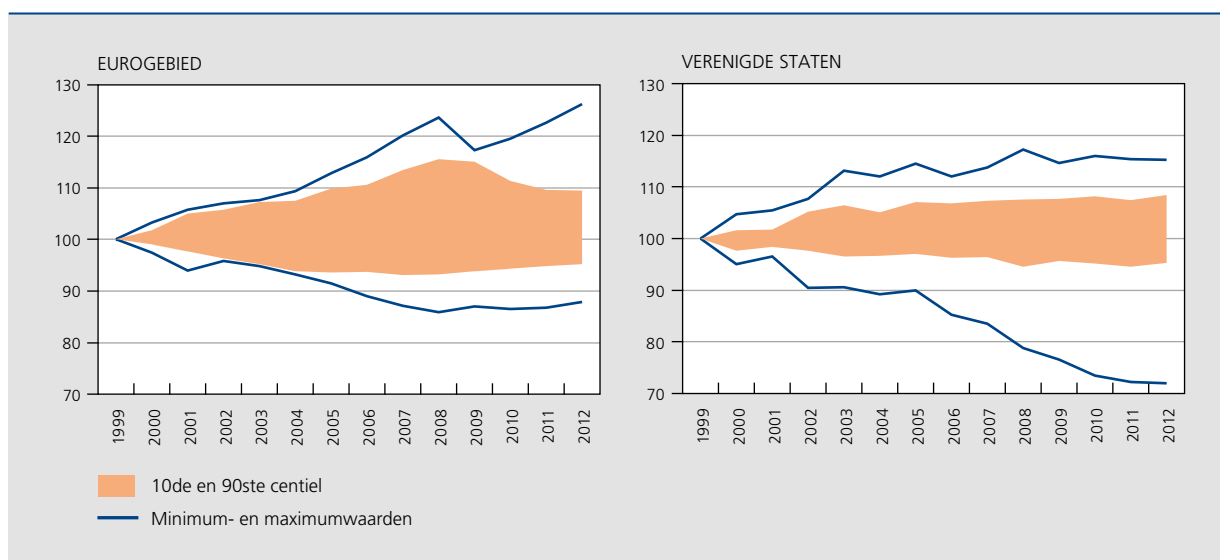
Terwijl de economische cycli in de Verenigde Staten en in het eurogebied (sinds de invoering van de EMU) een vrij analoog verloop vertonen, lijken regionale verschillen in elke zone daarentegen in de loop van de tijd te hebben aangehouden. De onderliggende oorzaken van de regionale verschillen in economische resultaten vertonen gelijkenissen in de twee gebieden. Met name de effecten van de crisis op de diverse landen van het eurogebied lieten een vergelijkbaar patroon optekenen met dat in

de afzonderlijke staten van de VS. De zwaarst getroffen landen en staten zijn degene waarin een aanvang werd gemaakt met het bijsturen van onevenwichtigheden of die waarvan sommige structurele problemen niet vóór de crisis waren aangepakt. In de Verenigde Staten hadden Nevada, Arizona, Florida of Californië een aanhoudende stijging van de vastgoedprijzen laten optekenen. Bij het uitbreken van de crisis stortten de vastgoedprijzen er in. Evenzo ontstond er in verscheidene landen van het

GRAFIEK 3

DYNAMIEK VAN DE ARBEIDSKOSTEN PER EENHEID PRODUCT IN HET EUROGEBIED EN IN DE VERENIGDE STATEN

(indexcijfers 1999 = 100)



(1) Bronnen: EC, BEA.

eurogebied vóór de crisis een vastgoedzeepbel (Spanje, Ierland). De verschillen in de regionale resultaten kunnen eveneens worden toegeschreven aan structurele factoren. In de Verenigde Staten is de regio van de Great Lakes sterk afhankelijk van de verwerkende nijverheid. Hierdoor is de groei er tijdens de afgelopen decennia aan de lage kant gebleven. Zo ook hadden sterke structurele rigiditeiten in sommige landen van het eurogebied (zoals Portugal) geleid tot lager dan gemiddelde groeicijfers.

In het eurogebied convergeerden vóór de start van de EMU ook de loonkosten per eenheid product. Sinds 1999 is de regionale spreiding van die loonkosten in het algemeen slechts ietwat kleiner in de Verenigde Staten. Tegelijkertijd bestaat er in de beide zones nog een grote maximale spreiding; uit de gedetailleerde gegevens blijkt dat er in de beide unies regio's zijn waar de verandering van de loonkosten per eenheid product persistent boven of onder het gemiddelde uitkomt.

De conclusie inzake economische convergentie is dus dat er in een goed functionerende monetaire unie zoals de Verenigde Staten verschillen blijven bestaan en dat die verschillen doorgaans vergelijkbaar zijn met die in het eurogebied. Economische heterogeniteit is dus kennelijk geen argument voor de negatieve houding ten opzichte van de levensvatbaarheid van het eurogebied.

1.2.2 Flexibiliteit

Een monetaire unie met onderlinge verschillen tussen de leden of die getroffen wordt door een asymmetrische schok, maar die qua mobiliteit van de productiefactoren en loon/prijsvorming voldoende flexibel is, kan het wegvallen van de wisselkoers en het monetair beleid als aanpassingsmechanismen opvangen.

Wat de factor arbeid betreft, voldoet het eurogebied veel minder dan de Verenigde Staten aan de flexibiliteitsvoorwaarden. Uit een vergelijking van de gegevens voor het jaar 2006, concluderen Gakova en Dijkstra (2008) dat de migratie tussen de Amerikaanse staten *grosso modo* tweemaal groter is dan die tussen landen van de EU, of zelfs nog meer indien de EMU in aanmerking wordt genomen. De arbeidsmobiliteit in de EMU is mettertijd echter enigszins toegenomen. Volgens Van Beers et al (2014), die een periode tot 2012 behandelen, blijft het vermogen om dankzij arbeidsmobiliteit nadelige werkgelegenheidsschokken op te vangen groter in de Verenigde Staten dan in Europa, maar de laatste jaren is het verschil toch afgenomen.

De grotere interne arbeidsmobiliteit in de Verenigde Staten wordt verklaard door een aantal factoren waaronder institutionele factoren (een gedeeltelijk federale

sociale zekerheid, minder gereguleerde arbeidsmarkten, eenvoudige transactieprocedures op de woningmarkt), culturele factoren (verhuizen maakt deel uit van de Amerikaanse identiteit, gebruik van dezelfde taal) en demografische factoren (jongere bevolking).

Inzake loonflexibiliteit bestaan tussen de landen van het eurogebied grote verschillen. Uit een recente en veel geciteerde studie blijkt echter dat, in tegenstelling tot de wijdverspreide opinie dat er meer flexibiliteit is in de Verenigde Staten, het verschil met het eurogebied niet zo groot is (Dickens et al., 2007). Een studie van de ECB over het verloop van de consumenten- en producentenprijzen leert dat deze in het eurogebied wel veel rigider zijn dan in de Verenigde Staten (ECB, 2005).

Kapitaalstromen ondersteunen de economische integratie en kunnen, net als een mobiele factor arbeid, voor voldoende flexibiliteit zorgen om schokken op te vangen. Sinds de oprichting van de EMU is het bezit van grensoverschrijdende activa fors toegenomen. Het bezit van met name schuldpapier, maar ook van door lidstaten onderling aangehouden grensoverschrijdende aandelen is aanzienlijk gegroeid (Van Beers et al., (2014)). Een dergelijk verloop is niet typisch voor de EMU, aangezien ook de financiële integratie op internationaal niveau toegenomen is. Nochtans was deze ontwikkeling markanter in de EMU. In het bijzonder de buitenlandse bankactiva maken een belangrijk onderdeel van de grensoverschrijdende activa uit. De internationalisering van de bankinstellingen van de EMU gebeurde via het kanaal van de interbancaire financiering en in geringe mate door middel van directe kredietverlening aan consumenten van andere landen (Sapir en Wolff, 2013). Deze laatste markt blijft op nationaal niveau nog relatief gesegmenteerd (ECB, 2014). In de Verenigde Staten, waar de bankmarkt aanvankelijk sterk gesegmenteerd was, hebben opeenvolgende golven van deregulering en de opheffing van geografische beperkingen aanleiding gegeven tot een intensivering van de financiële stromen tussen de staten⁽¹⁾. Volgens Morgan et al. (2004), is het aandeel van de activa in het bezit van in verscheidene staten aanwezige bankgroepen snel verzesvoudigd (van 10% in 1975 tot 60% in 1994)⁽²⁾. Anders dan in de Verenigde Staten, heeft de vermenigvuldiging van bankergroeperingen in Europa geleid tot

(1) Tot in de jaren zeventig resulteerde het bestaan van restrictieve wetten met betrekking tot de bankactiviteiten in de Verenigde Staten in een sterke geografische fragmentatie, die *grosso modo* overeenstemde met 50 verschillende markten. Vervolgens vond een dereguleringsbeweging plaats dankzij de geleidelijke invoering van diverse wetswijzigingen en van wetten die bankactiviteit toestonden in verschillende staten tegelijkertijd. Die overgang naar een banksysteem 'tussen staten' werd in 1994 afgerond met de goedkeuring van de Reigle-Neale Act (Ghironi en Stebunovs (2010)).

(2) Volgens de auteurs is dit percentage na 1994 nog forsere kunnen stijgen vanwege de aanhoudende fusies tussen grote bankgroepen (bv. tussen de Bank of America en NationsBank in 1998); de auteurs merken evenwel op dat het voor de jaren na 1994 bijzonder moeilijk wordt om de bankactiva per staat accuraat te meten.

het ontstaan van grote groepen, die elkaar voornamelijk op de wholesalemarkt beconcurreren. De retailmarkt is daarentegen overwegend nationaal gebleven.

In een ander onderdeel van de economische literatuur wordt de financiële integratie gemeten vanuit de – ruimere – invalshoek van de kapitaalmobiliteit. In een zone met een reeds gevorderde integratie kunnen de kapitaalstromen vrij tussen de leden circuleren en zodoende de overschotten kanaliseren naar landen met een financieringsbehoefte, zoals dat het geval is geweest in het eurogebied⁽¹⁾. Vanwege gegevensbeperkingen is een dergelijke oefening voor Amerikaanse staten haast onmogelijk en verschillende auteurs hanteren indirecte maatstaven die de vergelijking met het eurogebied bemoeilijken.

Verscheidene recente empirische bijdragen⁽²⁾ hebben desalniettemin de rol van de financiële integratie als stabilisator van macro-economische schokken onderzocht en de voor de Verenigde Staten en de EMU verkregen resultaten vergeleken. Hoewel de financiële markten in de EMU sedert het jaar 2000 tot aan de crisis zich hebben uitgebreid, spelen ze al met al een veel minder belangrijke rol bij het opvangen van schokken dan in de Verenigde Staten. Door de crisis zijn de private kapitaalstromen zelfs omgeslagen, vooral in de perifere landen van de EMU, terwijl andere schokabsorptiekanalen, zoals de publieke kapitaalstromen of spaartegoeden, de rol hebben overgenomen. In de Verenigde Staten dragen de financiële markten reeds geruime tijd in hoge mate bij tot tot de aanpassing van macro-economische schokken.

1.2.3 Correctiemechanismen op federaal niveau

Als een economie door een asymmetrische schok wordt getroffen en de factormarkten die schok niet of onvoldoende snel kunnen absorberen, dan nog is een monetaire unie levensvatbaar op voorwaarde dat er op federaal niveau voldoende solidariteit of 'schokdempende capaciteit' is. Dit veronderstelt meestal een grotere integratie in de richting van een begrotingsunie. In hoofdstuk 4 wordt de huidige mate van begrotingsintegratie in het eurogebied ten opzichte van de VS gedetailleerd besproken.

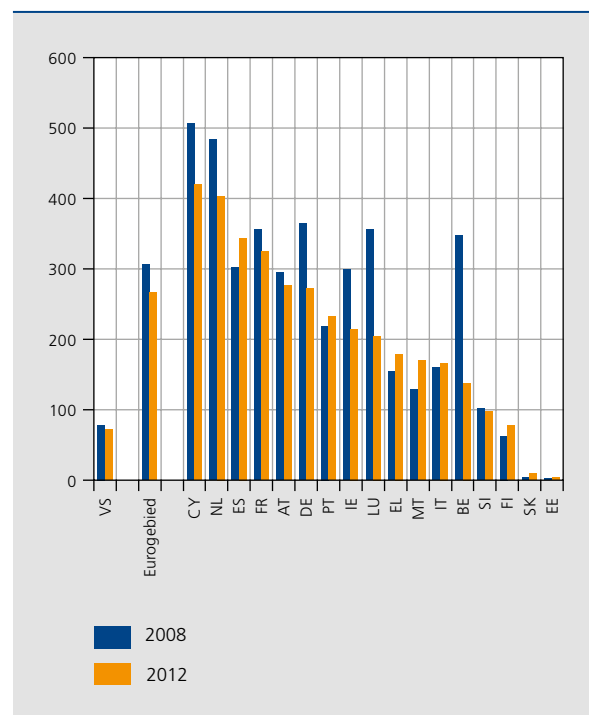
2. De bankenunie

2.1 Het bancaire landschap in de Verenigde Staten en in het eurogebied

De financiële en de eurocrisis hebben in het eurogebied een aantal belangrijke zwakheden aan het licht gebracht, met name de verwevenheid tussen banken en hun nationale overheden. Die verwevenheid heeft mede het probleem van de financiële fragmentatie veroorzaakt en de financiering van een aantal economieën bemoeilijkt (de Sola Perea en Van Nieuwenhuyze, 2014). Dankzij diverse factoren bestaat dit probleem kennelijk niet in de Verenigde Staten.

Om te beginnen, staan de lidstaten van het eurogebied zelf in voor de steun aan en, indien nodig, voor de afwikkeling van hun banken. In de Verenigde Staten is dat evenwel een federale bevoegdheid en de centrale overheid beschikt ook over ruime middelen om noodlijdende banken te redden. Een aantal lidstaten in het eurogebied werd dan ook veel zwaarder dan de federale overheid in de Verenigde Staten getroffen door de reddingsoperaties

GRAFIEK 4 OMVANG VAN DE AMERIKAANSE EN DE EUROPESE BANKEN⁽¹⁾
(activa, in % bbp)



Bron: ECB, Banking Structures Report, 2013.

(1) Niet-geconsolideerde gegevens, dus zonder de buitenlandse dochterondernemingen.

(1) EC (2014), de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze (2014).

(2) Asdrubali et al. (1996), Balli et Sorensen (2007), Afonso et Furceri (2008), Furceri et Zdzienicka (2013), Kalemli-Ozcan et al. (2014).

van de banken, temeer daar deze laatste in het eurogebied gemiddeld veel groter zijn dan die in de Verenigde Staten. In de beide muntzones zijn ongeveer 6 000 banken actief, maar de activa van de banken in het eurogebied bedroegen eind 2012 266 % bbp, tegen slechts 72 % bbp in de Verenigde Staten. Zowel in deze laatste als in het eurogebied als geheel slonken de bankactiva in procenten bbp na de financiële crisis, hoewel sommige landen van het eurogebied, voornamelijk vanwege de zware impact van de recessie op hun bbp, nog een lichte toename optekenden. Hoewel het geringer balanstotaal van de Amerikaanse banken deels wordt verklaard door verschillende boekhoudregels, bewijst een en ander toch voornamelijk dat de Amerikaanse economie fundamenteel anders wordt gefinancierd dan die van het eurogebied. In dit laatste staan de banken in voor iets meer dan 60 % van de financiering van ondernemingen en gezinnen terwijl dat in de Verenigde Staten minder dan 25 % is.

De veel geringere bancaire intermediatie in de Verenigde Staten heeft twee oorzaken:

1. Om te beginnen zijn de kapitaalmarkten er belangrijker dan in het eurogebied: de aandelenmarkten en de markt voor bedrijfsobligaties zijn er sterker ontwikkeld, mede als gevolg van het grotere belang van de private pensioenfondsen;
2. de geringere rol van de banken in de Verenigde Staten wordt ook verklaard door de grotere omvang van 'shadow banking': in hun geheel beschouwd, komen de meer ontwikkelde hedge en equity funds, money market funds en investment funds in de Verenigde Staten niet veel lager uit dan de activa van de banksector zelf. Daarnaast speelt het 'originate-to-distribute'-model een belangrijke rol via, onder meer, de wijdverspreide uitgifte van asset backed securities⁽¹⁾ door de banken. Bovendien (her)financieren de overheidsge subsidieerde instellingen, Fannie Mae en Freddie Mac, meer dan de helft van de hypotheekleningen.

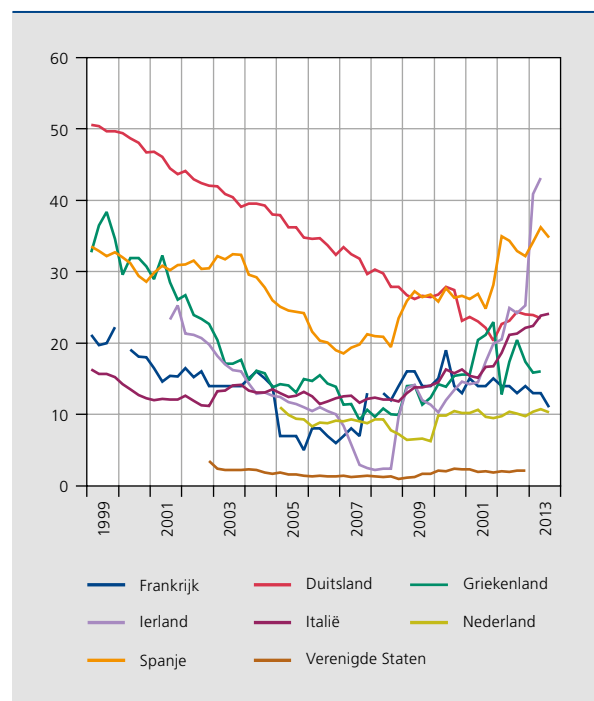
Een tweede fundamenteel probleem in het eurogebied is de aanzienlijke blootstelling van de Europese banken aan de schuld van de eigen soevereine staat; die blootstelling schommelt tussen 10 % à 15 % van de nationale overheidsschuld (Frankrijk en Nederland), 24 % (Duitsland en Italië) en zelfs 36 % in Spanje, tegen amper méér dan 2 % in de Verenigde Staten waar deze schuld voornamelijk wordt gefinancierd door het buitenland, niet-bancaire financiële instellingen, gezinnen en de centrale bank. In de

(1) Asset Backed Securities, of ABS, zijn financiële instrumenten, waarbij een portefeuille van activa het zakelijk onderpand vormt en de kasstroom genereert. Een belangrijk voordeel van ABS is dat zij, door samenvoeging van minder liquide activa, de verhandelbaarheid ervan verbeteren en op die manier de financiering via de markt mogelijk maken.

sterke lidstaten (Duitsland en Nederland) is die blootstelling sinds de eurocrisis stabiel gebleven of zelfs afgenomen, maar dat geldt zeker niet voor de zwakkere landen, waaronder de programmalanden Ierland, Griekenland en Spanje, alsook Italië. Bovendien gaat het in het eurogebied om blootstelling aan de schuld van de eigen lidstaat, terwijl in de Verenigde Staten de banken vooral blootstaan aan de schuld van de federale overheid die, in tegenstelling tot die van sommige zwakkere eurolanden, door de financiële markten als zeer kredietwaardig wordt beschouwd. Zoals in het volgende hoofdstuk meer gedetailleerd wordt toegelicht, is de schuld van de staten in de VS immers beperkt qua omvang, namelijk 10 à 20 % bbp, dit vanwege de frequente toepassing van balanced budget rules op het niveau van de staten. Bovendien worden banken er niet echt aangemoedigd om die schuld in hun portefeuilles op te nemen aangezien ze bij het bepalen van hun kapitaalvereisten niet als risicovrij wordt beschouwd. Tot slot heeft Paul De Grauwe (2011) aangetoond dat de financiering van de overheidsschuld in een land dat de controle over zijn eigen munt heeft verloren, veel kwetsbaarder is voor een plotse ommekeer van de kapitaalstromen dan in een land dat nog een eigen munt heeft, met mogelijke gevolgen voor de marktwaardering van die overheidsschuld en voor de balansen van de banken.

GRAFIEK 5 BLOOTSTELLING VAN DE BANKEN AAN DE SCHULD VAN DE EIGEN OVERHEID

(in % van de door de binnenlandse banken aangehouden overheidsschuld van een land)



Bron: Bruegel.

Bij een negatieve schok brengen de nationale afwikkeling en financiering van noodlijdende banken, versterkt door de grootte van de banken uit het eurogebied en door het feit dat die banken zwaar zijn blootgesteld aan de overheidsschuld van hun eigen land, een neerwaartse spiraal op gang tussen overheden en banken: wordt een overheid als minder solvabel aangezien, dan worden de banken van dat land evenzeer als minder solvabel beschouwd omdat de mogelijkheden waarover hun overheid beschikt om hen te redden, kleiner en het risico op verliezen voor de bank groter worden. Omgekeerd: kan een bank minder solide balansen voorleggen, dan vergroot het gevaar dat de overheid moet interveniëren, met negatieve gevolgen voor de schuld/bbp-ratio en de kredietwaardigheid van de overheid in kwestie. Dit alles heeft consequenties voor de werking van de financiële markten in het eurogebied. Reeds vóór de financiële crisis was de graad van financiële integratie tussen de lidstaten niet optimaal, en zeker niet wat mag worden verwacht van een goed functionerende gemeenschappelijke markt. De banken in het eurogebied zijn immers overwegend 'nationale banken' gebleven en hetzelfde geldt voor de financiële markten (Sapir en Wolff, 2013). Aan die ontoereikende financiële integratie in het eurogebied liggen elementen van heterogene regelgeving ten grondslag zoals verschillende belastingstelsels, regels inzake corporate governance of faillissementswetgeving, maar vooral ook een gedecentraliseerd systeem van toezicht op en afwikkeling van banken. De financiële en eurocrisis hebben de fragmentatie evenwel fors opgevoerd: de – onder meer interbancaire – grensoverschrijdende kapitaalstromen droogden op, het aandeel van de overheids- en ondernemingsobligaties in de portefeuilles van niet-ingezetenen verkleinde en de financieringskosten van banken begonnen sterker te divergeren. Dit alles ondermijnde de goede werking van de monetaire transmissie en had nefaste gevolgen voor de financiering van de economie van de zwakke lidstaten (de Sola Perea M. en C. Van Nieuwenhuyze, 2014).

In het eurogebied komt het er vóór alles op aan de viciuze cirkel tussen zwakke banken en zwakke overheden te doorbreken. Hieraan kan in de eerste plaats worden bijgedragen door een betere spreiding van de overheidsschuld over bancaire en niet-bancaire portefeuilles zoals in de Verenigde Staten. Sommigen (onder meer Weidmann, 2014) oordelen in dit verband dat er aan de concentratie van de overheidsschuld bij de banken limieten moeten worden opgelegd. Een alternatief zou kunnen zijn dat, bij het bepalen van de kapitaalvereisten van de banken, deze activa als niet risicoloos worden beschouwd, zoals dat trouwens ook in de Verenigde Staten het geval is voor de schuldbewijzen van de staten. Iedere overgang dient hoe dan ook zeer geleidelijk te gebeuren teneinde op de markten onrust te vermijden.

Daarnaast is er, net als in de Verenigde Staten, behoefte aan een meer gecentraliseerd toezicht op de financiële instellingen en een meer federaal stelsel om noodlijdende banken te helpen of af te wikkelen. Ook de aanbevelingen in het van eind 2012 daterende rapport-Van Rompuy (Towards a genuine economic and monetary union) behelsden deze elementen, naast het uitwerken van een eengemaakt depositogarantiestelsel. De eerste stappen in de richting van deze 'bankenunie' zijn gezet. Ze worden verderop besproken aan de hand van een vergelijking met de huidige institutionele opzet in de Verenigde Staten.

2.2 Prudentieel toezicht

Het prudentieel toezicht in de Verenigde Staten is een complex systeem dat mettertijd zo gegroeid is en vooral na de financiële crisis nog sterk is gewijzigd. Net zoals dat in het eurogebied het geval is voor het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme (Single Supervisory Mechanism – SSM) werken in de Verenigde Staten, vanwege het grote aantal financiële instellingen, federale toezichthouders (de rol van de ECB in het SSM) en lokale toezichthouders (state supervisors) samen.

De Federal Deposit and Insurance Corporation (FDIC), die ook een cruciale rol speelt in het afwikkelen van banken (zie hieronder) houdt toezicht op 63 % van alle Amerikaanse banken, die samen goed zijn voor slechts 17 % van alle bankactiva. Het Office of the Comptroller of the Currency (OCC), een onafhankelijk bureau van de US Treasury, en de Fed, die sinds de Dodd-Frank Act van 2010 de bevoegdheid heeft over alle systeemkritische instellingen, controleren 36 % van de banken en spaarbanken, die echter meer dan 80 % van de bankactiva vertegenwoordigen. Banken die onder de FDIC vallen, maar die als 'veilig' worden bestempeld en relatief klein zijn, kunnen volledig door state supervisors worden gecontroleerd met de eindverantwoordelijkheid bij de FDIC; het gaat hierbij om een vrij beperkt aantal lokale banken met weinig activa. Een punt van kritiek op het Amerikaans systeem is wel dat banken in sommige gevallen vrij kunnen kiezen tussen een state supervisor en een federal supervisor, wat aanleiding kan geven tot 'toezichtsarbitrage' en de keuze voor de meest soepele instantie. Bovendien zijn er in de Verenigde Staten verschillende federale instanties bevoegd.

In het SSM houdt de ECB rechtstreeks toezicht op bijna 120 grote, systeemkritische banken die samen goed zijn voor om en nabij 85 % van de bankactiva van het eurogebied. Het operationeel prudentieel toezicht in de Verenigde Staten gebeurt meer dan in het eurogebied op federaal niveau. De ECB is echter wel verantwoordelijk

voor alle banken; ze kan immers te allen tijde beslissen banken te controleren die, wat de meeste toezichtstaken betreft, onder de bevoegdheid van de nationale toezichthouder blijven.

Het opstarten van het SSM gaat gepaard met een uitgebreide beoordeling (comprehensive assessment) van de banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB vallen; die beoordeling omvat onder meer een activakwaliteitsbeoordeling (asset quality review) en een stresstest. In afwachting van de publicatie van de resultaten ervan, in oktober 2014, wordt vastgesteld dat de banken van het eurogebied zich (blijven) herkapitaliseren en dat het vertrouwen in de banken verbetert, wat de bedoeling van deze oefening is. De ervaring van de Verenigde Staten leert ook dat regelmatige geloofwaardige stresstests belangrijk zijn om dat vertrouwen te bestendigen. Sommigen zijn van oordeel dat ook in het eurogebied voor een groep van systeemkritische banken jaarlijks stresstests zouden moeten worden georganiseerd (Nouy, 2014).

2.3 Bankenafwikkeling

Inzake bankenafwikkeling is de institutionele opzet in de Verenigde Staten eenvoudig: de FDIC vervult er de centrale rol. In de Europese Unie is het afwikkelingsproces complexer. Het wordt er op twee niveaus geregeld: de Richtlijn tot herstel en afwikkeling van kredietinstellingen en beleggingsondernemingen (Banking Resolution and Recovery Directive – BRRD), die in april 2014 werd goedgekeurd en begin 2015 van kracht wordt, regelt de bankenafwikkeling voor de gehele Europese Unie van 28 lidstaten, terwijl het Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme (Single Resolution Mechanism – SRM) deze regels coherent en gecentraliseerd toepast voor alle banken die onder het SSM vallen. Binnen het SRM geldt een soortgelijke werkverdeling als in het SSM. Voor banken die onder rechtstreeks toezicht van de ECB vallen⁽¹⁾, worden de beslissingen genomen door een Gemeenschappelijke Afwikkelingsraad (Single Resolution Board – SRB), en de nationale afwikkelingsautoriteiten blijven verantwoordelijk voor de overige banken. Deze regeling is gebaseerd op een Verordening (in het najaar van 2014 nog te stemmen door het Europees Parlement), terwijl het bijbehorende Gemeenschappelijk Bankenafwikkelingsfonds (Single Resolution Fund – SRF) juridisch gesteund is op een intergouvernamenteel akkoord. Dit laatste werd op 21 mei 2014 door 26 lidstaten ondertekend – met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Zweden –, maar het moet nog worden

bekrachtigd; tevens moet nog een akkoord worden bereikt over de precieze verdeling van de bijdragen van de banken. Op een aantal punten zijn er duidelijke verschillen tussen het Amerikaans en het Europees systeem:

inzake besluitvorming: in de Verenigde Staten is de FDIC verantwoordelijk voor het initiatief tot afwikkeling, samen met de FED en het OCC; de uitvoering ligt bij de FDIC, waar de beslissingen worden genomen door een Board of Directors, die uit vijf federale leden bestaat. In de Verenigde Staten wordt zowel preventief ingrijpen als afwikkeling bijna automatisch getriggered op basis van een door de FDIC ontwikkeld systeem, namelijk het Prompt Corrective Action of PCA, dat 'kapitaalzones' vaststelt waarbinnen moet worden opgetreden. Als de Risk Weighted Assets (RWA) kapitaalratio onder de 6% uitkomt, kan de toezichthouder onder meer het management vervangen en andere corrigerende acties opleggen; daalt de ratio tot onder de 2%, dan neemt de FDIC de instelling automatisch over.

In het eurogebied is de besluitvorming complexer, blijven de lidstaten een rol spelen en bestaat er geen automatisme. De SRB bestaat uit vijf 'Europese' leden plus de vertegenwoordigers van de nationale afwikkelingsautoriteiten. De meeste beslissingen worden voorbereid in een bestuursvergadering (executive session) waarin de 'Europese' leden plus de vertegenwoordigers van de lidstaat van de bewuste bank zitting hebben. De plenaire vergadering blijft verantwoordelijk voor beslissingen die een zware impact hebben op het afwikkelingsfonds en ze kan beslissingen van de executive session verwerpen, bijvoorbeeld die krachtens welke het afwikkelingsfonds de toestemming krijgt om te lenen. Elke lidstaat beschikt over een vetorecht als het beslissingen betreft die zijn budgettaire soevereiniteit zouden aantasten.

De ECB brengt ter kennis dat een bank faillieert of kan failleren, maar de SRB kan ook zelf het afwikkelingsproces starten. Vervolgens bepaalt deze Board op welke wijze de afwikkeling zal verlopen: welke instrumenten, hoeveel steun uit het afwikkelingsfonds, enz....

Dit complex systeem is het resultaat van een compromis tussen de Raad en het Europees Parlement, en het wijkt af van het oorspronkelijk voorstel dat, in het kader van een meer gecentraliseerd mechanisme, in een sterkere rol voor de Commissie voorzag. In de praktijk zal moeten blijken hoe goed het huidige compromis in periodes van financiële stress functioneert.

Inzake bail-in: in de beide bankenunies geldt een regeling waarbij een bank in de eerste plaats, dat betekent vooraleer de overheid intervenueert, gered wordt door

(1) Alsook alle cross-border banken die moeten worden afgewikkeld en de banken die een beroep doen op het Gemeenschappelijk Afwikkelingsfonds of het Europees Stabiliteitsmechanisme.

inlevering van de aandeelhouders en de andere schuldeisers; via deze 'redding van binnenuit' (bail-in) worden de kosten voor de belastingbetaler vermeden of toch beperkt. Globaal beschouwd, worden ongeveer dezelfde principes toegepast, met name dat van 'no creditor worse off', wat impliceert dat de schuldeisers geen zwaarder verlies mogen lijden dan bij normale faillissementsprocedures. De BRRD en het SRM bepalen wel dat private crediteuren van een bank in principe ten belope van minimaal 8% van de passiva aan de redding van de bank moeten bijdragen vooraleer het nationaal afwikkelingsfonds of het SRF mogen interveniëren of er een andere vorm van overheidssteun mag worden verleend; daartoe moeten de bankbalansen een minimum aan dergelijk passiva bevatten. In de Verenigde Staten bestaat een dergelijke minimumdrempel van aanspreekbare passiva niet.

Inzake afwikkelingsfonds: het afwikkelingsfonds van de FDIC, het Deposit Insurance Fund (DIF), dient zowel voor bankenafwikkeling als voor depositobescherming. Het wordt vooruitgefinancierd door de banken op basis van een bijdrage die sterk gerelateerd is aan hun systemisch karakter. Het is de bedoeling een fonds op te bouwen ten belope van 1,15% van het depositobedrag dat gedekt is door het depositogarantiestelsel (de zogenoemde gedekte deposito's); dat cijfer zou oplopen tot 1,35% in 2020 en tot 2% in de jaren nadien. Dit laatste percentage zou een fonds opleveren van zowat \$ 81 miljard of ongeveer 0,6% van het balanstotaal van de banken. De BRRD verplicht de lidstaten een fonds op te bouwen met een target van 1,0% van de gedekte deposito's, terwijl de Richtlijn inzake het Depositogarantiestelsel de nationale depositogarantiefondsen een target van 0,8% van de gedekte deposito's oplegt. Ook in het Europees systeem worden de bijdragen gerelateerd aan de omvang van de balansen, gecorrigeerd voor parameters die te maken hebben met het systeemrisico. Beide fondsen mogen worden samengevoegd. Ze moeten in tien jaar tijd hun 'steady state'-niveau bereiken, dat betekent tegen 2025. 1,8% van alle gedekte deposito's zou ongeveer 0,3% van het balanstotaal van de banken uitmaken. De nationale afwikkelingsfondsen, beschouwd als onderdelen van het SRF, zullen vanaf begin 2016 geleidelijk worden samengevoegd zodat ze tegen 2024 1% van de gedekte deposito's zullen uitmaken.

Inzake opvangmechanisme (fiscal backstop): om het verschil tussen het Europees en het Amerikaans afwikkelingsmechanisme in te schatten, is de kredietlijn waarover de FDIC bij de Amerikaanse Schatkist beschikt en die \$ 100 miljard bedraagt (maar die, indien nodig, kan worden opgetrokken tot \$ 500 miljard) van essentieel belang. Het opzet is dat in tijden van crisis (een gebeurtenis die, per definitie, noch qua tijdstip noch qua omvang

kan worden voorzien) de FDIC leent via het DIF en de schulden achteraf door de banksector laat terugbetalen. De geloofwaardigheid van de FDIC wordt dus door de Treasury ondersteund. Naast deze faciliteit hebben de Verenigde Staten, gelet op de omvang van de tijdens de financiële crisis benodigde financiële steun aan de banken, het Troubled Asset Relief Programme (TARP) opgezet op basis van de Emergency Economic Stabilisation Act van eind 2008. Dat programma had meerdere doelstellingen, maar was in feite een fiscal backstop ad hoc. Het initieel budget voor het TARP bedroeg \$ 700 miljard, maar het werd verlaagd tot \$ 475 miljard. Er mag dus worden geconcludeerd dat de stabiliteit van de Amerikaanse banken gegarandeerd wordt door een – in feite onbegrensd – opvangmechanisme dat qua grootte beantwoordt aan wat de omstandigheden vereisen.

In het eurogebied is dat nog niet het geval. Het SRM voorziet momenteel niet in een opvangmechanisme, maar de Raad van 18 december 2013 gaf wel aan hierover een akkoord te willen bereiken vóór het einde van de overgangsfase van het SRF (dus vóór 2024), zodat de leencapaciteit van het SRF kan worden opgevoerd; op dit ogenblik lopen de visies echter nog sterk uiteen. De belangrijkste belemmering voor een effectieve fiscal backstop voor het SRF is uiteraard dat het eurogebied geen eigen begroting en geen eigen leencapaciteit heeft. Enkel het Europees Stabiliteitsmechanisme (European Stability Mechanism – ESM) zou desnoods als dusdanig kunnen fungeren. Tijdens de overgangsfase – zolang het SRF niet op kruissnelheid is –, is overbruggingsfinanciering wel mogelijk via nationale middelen, via leningen tussen de nationale onderdelen en, indien nodig, via het ESM, maar dan wel via een lening aan de bewuste lidstaat. Als alle andere mogelijkheden zijn uitgeput, kan het ESM als ultima ratio een bank rechtstreeks herkapitaliseren (dus zonder de overheidsschuld van het land in kwestie te belasten) ten belope van maximaal € 60 miljard.

Inzake effectiviteit van de bankenafwikkeling: de vlugge en effectieve vereffening van zombie- en failliete banken is belangrijk voor het herstel van de kredietverlening aan de economie, terwijl de budgettaire kosten voor de overheden geringer uitvallen.

In die zin wordt vaak verwezen naar de betere resultaten van de Verenigde Staten, waar de FDIC sinds de financiële crisis 484 banken heeft afgewikkeld, terwijl dat er in de Europese Unie naar schatting slechts een honderdtal zouden zijn, waarvan zo'n vijftig in het eurogebied⁽¹⁾. De gemiddelde omvang van een Amerikaanse afgewikkelde bank is \$ 1,4 miljard; kleine banken zijn dus vooral via het

(1) Bronnen: FDIC jaarverslagen en Open.economics.net.

DIF afgewikkeld, terwijl voor het herstel en de afwikkeling van de grotere banken overheidsmiddelen via het TARP werden aangewend. Sinds 2009 zijn er in de Verenigde Staten geen banken meer die federale overheidssteun ontvangen, terwijl dat aantal in de EU nog steeds aanzienlijk, ofschoon dalend is. Een en ander lijkt er toch wel op te wijzen dat de Amerikaanse banksector de financiële crisis van 2007-2008 sneller te boven is gekomen. Dit zou voornamelijk verklaard worden door, met name, het feit dat de Verenigde Staten in het verleden geloofwaardiger stresstests hebben uitgevoerd (IMF, 2013) en dat het banktoezicht en de bankenafwikkeling centraler zijn georganiseerd, wat moet zorgen voor een meer neutrale benadering die vrij is van onder meer nationale budgettaire overwegingen.

2.4 Depositogarantie

Een depositogarantieregeling helpt een bankrun te voorkomen. Het Amerikaans systeem is vergelijkbaar met dat van de Europese Unie: het gewaarborgd bedrag ligt met \$ 250 000 per deposito en per bank wel hoger dan de minimale € 100 000 in de Europese Unie. Verscheidene EU-lidstaten garanderen echter een hoger – soms zelfs onbeperkt – bedrag. Gerelateerd aan het bbp/hoofd ligt de garantie in de Verenigde Staten bovendien slechts ongeveer 40 % hoger dan de € 100 000 in de Europese Unie. In de Verenigde Staten wordt de waarborg gedekt via het hierboven toegelicht federaal DIF. In de Europese Unie voorziet het nieuw Depositogarantiestelsel (DGS), zoals reeds vermeld, in een vooruitgefinancierd fonds op het niveau van de lidstaten. Eerdere voorstellen uit het rapport-Van Rompuy om een gemeenschappelijk depositogarantiefonds te starten op het niveau van de Europese Unie of op dat van het eurogebied staan niet langer op de politieke agenda.

Met het SSM en het SRM zet het eurogebied een belangrijke stap in de richting van een volwaardige bankenunie, zoals die bestaat in de Verenigde Staten. Dit bevordert de financiële stabiliteit, onder meer omdat de negatieve wisselwerking tussen banken en nationale overheden wordt doorbroken. De Europese bankenunie is geen exacte kopie van haar Amerikaanse tegenhanger, maar eerder een constructie sui generis, waarin nog een belangrijke rol weggelegd blijft voor de nationale toezichthouders en afwikkelingsautoriteiten. Er moet ook nog een akkoord worden bereikt over aspecten zoals een gemeenschappelijk depositogarantiefonds en een fiscal backstop voor het afwikkelingsfonds.

De oprichting van een bankenunie is een essentiële, maar niet de enige bouwsteen voor de voltooiing van een

eengemaakte financiële markt. Ook in andere domeinen moet de bestaande regelgeving verder worden geharmoniseerd teneinde de financiële markten in de Europese Unie beter te integreren zodat kapitaal vrij naar zijn meest optimale bestemming kan stromen en risico's over de landsgrenzen heen worden gespreid (risk sharing). Een verder reikende financiële integratie zou tevens bevorderlijk zijn voor de ontwikkeling van de kapitaalmarkten en in het eurogebied kunnen leiden tot een evenwichtiger financieringsmix en risicospreiding met een groter aandeel voor niet-bancaire financieringsbronnen. Aanvullend op deze vorm van risk sharing, zouden overdrachten tussen de lidstaten via een 'begroting van het eurogebied' ook kunnen zorgen voor een verzekeringsmechanisme dat de impact van asymmetrische, landspecifieke schokken temperert (fiscal risk sharing). Het volgende hoofdstuk handelt over de begrotingsunie in de Verenigde Staten en over de mogelijkheden voor verdere begrotingsintegratie in het eurogebied.

3. De begrotingsunie

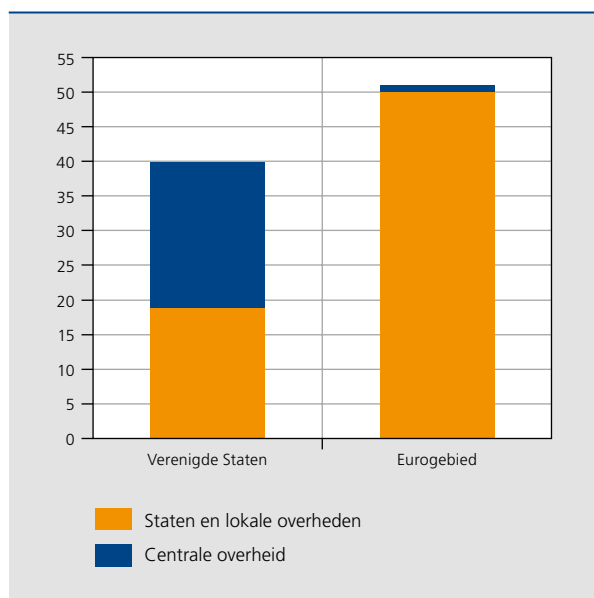
De Verenigde Staten worden soms als voorbeeld aangevoerd om het eurogebied te voorzien van een volwaardige begroting teneinde asymmetrische schokken op te vangen en de stabiliteit van de Unie in haar geheel te verstevigen. Ook de theorie over de Optimale Muntzones (zie hierboven) pleit voor een belangrijke stabilisator via begrotingsoverdrachten in een monetaire unie die wordt gekenmerkt door rigide arbeidsmarkten en een geringe arbeidsmobiliteit.

De Verenigde Staten hebben immers een aanzienlijke federale begroting; in 2012 bedroeg ze 21 % bbp. De uitgaven en inkomsten van de centrale overheid liggen in de Verenigde Staten hoger dan die van de staten en van de lokale overheid. In de EU, daarentegen, bedraagt de begroting slechts 1 % bbp en ze wordt voor 85 % gefinancierd via bijdragen van de lidstaten, terwijl die lidstaten zelf bijna 50 % bbp uitgeven.

De federale uitgaven in de Verenigde Staten worden voor een groot gedeelte besteed aan de werking van de federale overheidsdiensten en aan overheidsinvesteringen en defensie, maar het leeuwendeel ervan is bedoeld om de impact van idiosyncratische schokken op individuele staten af te zwakken. De meeste sociale uitkeringen, namelijk de basispensioenen en een deel van de gezondheidszorg, zijn immers afkomstig van de federale overheid, waardoor kan worden vermeden dat ze in een individuele staat moeten worden bijgestuurd teneinde de impact van economische schokken op de eigen ontvangsten of uitgaven van die staat te compenseren. De federale overheid beschikt

GRAFIEK 6 OVERHEIDSUITGAVEN IN DE VERENIGDE STATEN EN IN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

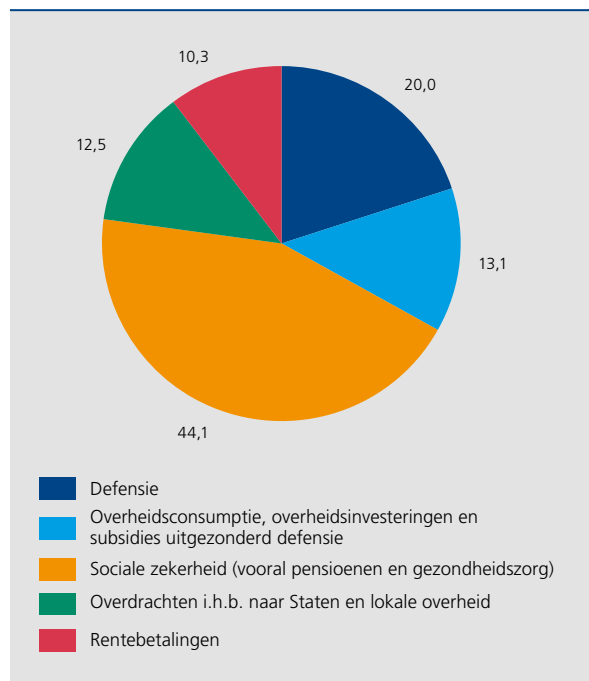
(in % bbp, 2012)



Bronnen: OECD Fiscal Decentralisation Database, eigen berekeningen op basis van de betalingen van de EU aan de lidstaten.

(1) Voor het eurogebied zijn de centrale uitgaven exclusief de crisismechanismen (bilaterale leningen aan Griekenland, EFSM, EFSF, ESM).

GRAFIEK 7 UITGAVEN VAN DE FEDERALE OVERHEID IN DE VERENIGDE STATEN



Bron: Bureau of Economic Analysis.

hiermee over een efficiënt instrument om op subfederaal niveau negatieve inkomensschokken op te vangen. De werkloosheidsuitkeringen worden weliswaar voornamelijk betaald door de staten, maar bij zware schokken worden deze werkloosheidsstelsels toch vaak aangevuld met ad-hocprogramma's van de federale overheid. Zo werd in 2008 het Emergency Unemployment Compensation programme in het leven geroepen voor staten met een bijzonder hoge werkloosheid. De overdrachten van de federale overheid naar de staten en naar de lokale overheden, de 'Grants-in-aid to state and local governments', behelzen meer dan honderd programma's waarmee de federale overheid het lokaal beleid mee financiert en dus mee bepaalt.

De werking van de automatische stabilisatoren via de socialezekerheidsuitgaven biedt de Amerikaanse staten dus een verzekeringsmechanisme tegen eigen risico's (fiscal risk sharing).

Fiscal risk sharing in de Verenigde Staten verloopt echter in eerste instantie via de federale overheidsontvangsten; die belopen ongeveer 55 % van de totale geconsolideerde overheidsontvangsten. De werking van de automatische stabilisatoren zorgt ervoor dat de economische subjecten van de staten die door een negatieve schok worden getroffen, minder bijdragen tot de centrale begroting, terwijl

de bijdragen van die van de staten met een gunstiger economische situatie relatief groter zijn. Meer concreet zijn in de Verenigde Staten de inkomsten van de federale overheid voornamelijk afkomstig van de meest conjunctuurgevoelige belastingcomponent, namelijk de inkomstenbelastingen (personen- en vennootschapsbelasting); die van de staten bestaan vooral uit taksen op de omzet en voor een deel uit personenbelastingen; die van de lokale overheid komen vooral uit vastgoedbelastingen.

Dankzij de regels inzake 'balanced budget' die de meeste Amerikaanse staten hebben ingevoerd, is hun schuld beperkt gebleven tot minder dan 25 % bbp. De Amerikaanse overheidsschuld, die in 2013 104,3 % bbp bedroeg, is dan ook voornamelijk een zaak van de federale overheid.

In schril contrast met de situatie in de Verenigde Staten kunnen de reeds schaarse gemeenschappelijke begrotingsmiddelen in de Europese Unie slechts voor een zeer klein gedeelte eventueel asymmetrische schokken opvangen. Dat is onder meer het geval voor het Europees Globaliseringsfonds met € 150 miljoen uitgaven per jaar; de uitgaven van de Unie zijn immers overwegend overdrachten aan de landbouw, langetermijnoverdrachten voor regionale ontwikkeling en subsidies aan ondernemingen voor R&D. De EU-begroting wordt voor minder dan 15 %

gefinancierd door douane- en landbouwheffingen en voor bijna 85 % door bijdragen van de lidstaten op basis van hun aandeel in de btw-belastingbasis en in het BNI van de Unie. Dit laatste gedeelte is dus gekoppeld aan het verloop van het bbp maar, gelet op de beperkte omvang van de EU-begroting en het mogelijk asynchroon verloop van de bijdragen en de conjunctuurcyclus, is de stabiliserende functie ervan gering. Dat de uitgaven voor het cohesiebeleid in de armere lidstaten geconcentreerd zijn en de rijkere lidstaten een groter aandeel hebben in de bijdragen aan de begroting, leidt grosso modo tot een overdracht van de rijke naar de armere lidstaten. Die overdracht wordt echter grotendeels bepaald door het niveauverschil in bbp per hoofd van de bevolking en bovendien hebben conjunctuurverschillen geen invloed op de respectieve overdrachten. De EU-begroting is dus amper in staat om schokken op te vangen; ze heeft hooguit een beperkt herverdelend effect. Bovendien moet de EU-begroting steeds in evenwicht zijn en de Europese Unie kan enkel lenen voor een beperkt aantal specifieke uitgaven zoals de Balance of Payments Facility. De recente harde onderhandelingen tussen de lidstaten (inzonderheid tussen de nettobetalers en de anderen) en tussen de Raad en het Europees Parlement over de meerjarenbegroting (Meerjarig Financieel Kader of MFK) hebben duidelijk aangetoond dat er momenteel geen bereidheid bestaat om de solidariteit tussen de lidstaten via deze begroting te vergroten. Bij de mid-term review van het MFK en bij het geplande debat over de invoering van echte eigen middelen voor de Unie in 2016 zou eventueel wel rekening kunnen worden gehouden met een vorm van anticyclische bijdragen.

In het eurogebied zijn weliswaar crisismechanismen ingesteld via welke de lidstaten van het eurogebied door middel van bilaterale leningen (het Griekse hulpprogramma), de EU-begroting (EFSM), overheidsgaranties (EFSF) of een kapitaalparticipatie (ESM) ten belope van ongeveer 4 % bbp van het eurogebied financiële bijstand hebben verleend aan in moeilijkheden geraakte lidstaten. Van essentieel belang bij (fiscal) risk sharing is evenwel het ex ante karakter. Daardoor worden de lasten van een asymmetrische schok immers over de lidstaten verdeeld en worden de financiële markten, vóór zich nefaste scenario's voordoen waarbij de besmetting om zich heen grijpt, geholpen in hun risicobeoordeling.

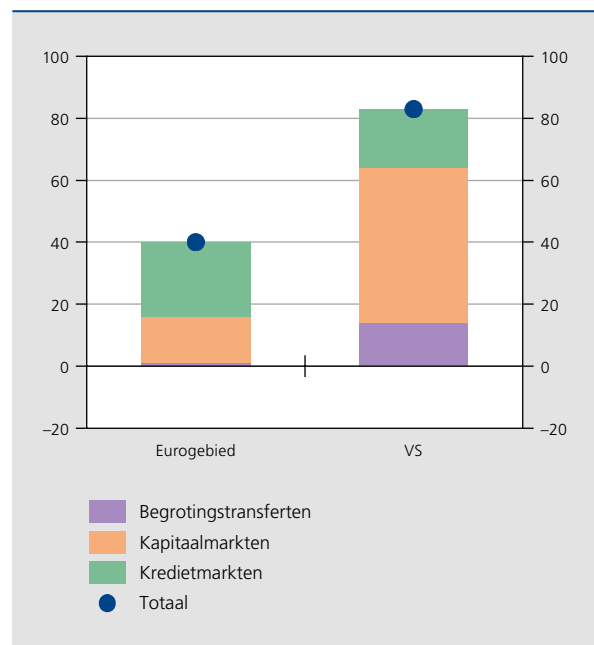
Aangezien momenteel sneller kan worden geïnterveneerd, is het bestaan op zich van deze hulpfondsen reeds een vooruitgang ten opzichte van de situatie aan het begin van de eurocrisis, maar het is geen vervanging voor de ex ante mechanismen van fiscal risk sharing.

Bescherming tegen idiosyncratische schokken via de overdracht van budgettaire overheidsmiddelen moet

niet noodzakelijk zeer omvangrijk zijn. Zo zou fiscal risk sharing in de Verenigde Staten goed zijn voor slechts ongeveer 15 procentpunt van de circa 80 % belopende totale risk sharing (Allard et al., 2014). Het zijn de financiële markten die zouden zorgen voor het overgrote deel van de inkomensbescherming tegen risico's. Dat is echter wel ongerekend het federaal bankenafwikkelingsfonds en een eventuele extra fiscal backstop die kunnen worden ingezet om lokale banken in tijden van crisis te redden. In het eurogebied schat het IMF de totale risk sharing veel geringer in, namelijk slechts 40 % (eveneens ongerekend het SRF). Fiscal risk sharing is er zogoed als onbestaand. De bescherming tegen inkomensschokken via de kapitaalmarkten is beperkter dan in de Verenigde Staten en voor zover de financiële markten bescherming bieden tegen inkomensschokken verloopt dit vooral via de kredietmarkten (grensoverschrijdende bankactiviteit). Zoals de recente euroschuldencrisis heeft aangetoond, is dit een minder stabiel kanaal van risk sharing aangezien de internationale kredietmarkten in tijden van onrust de neiging hebben op te drogen.

Een effectieve bankenunie, inclusief een geloofwaardige fiscal backstop, en vlot functionerende Europese kapitaalmarkten kunnen reeds in hoge mate bijdragen tot het temperen en opvangen van asymmetrische schokken. Ze kunnen dus zowel tot risk reduction als tot risk sharing

GRAFIEK 8 RISK SHARING VIA DE FINANCIËLE MARKTEN OF VIA DE OVERHEID
(in % van een inkomensschok die wordt opgevangen)



Bron: IMF.

leiden (Geeroms en Karbownik, 2014). Het lijkt dus minder waarschijnlijk dat de begroting van een lidstaat een uitzonderlijk zware schok in de financiële sector zoals die van 2008 alleen te verwerken krijgt.

Bovendien voorzien de regels van het Stabiliteits- en groeipact, zoals die ook zijn opgenomen in het Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en bestuur in de Economische en Monetaire Unie, in een ruime marge voor een anticyclisch begrotingsbeleid, op voorwaarde dat ze worden toegepast en de lidstaten zich dus dicht in de buurt bevinden van hun middellangetermijndoelstelling van een structureel evenwicht of overschot en hun overheidsschuld op een houdbaar pad is gebracht. Op die manier kunnen de lidstaten in vette jaren een buffer aanleggen voor magere jaren. Toch blijft het, volgens velen, wellicht nuttig om daarbovenop over een mechanisme van fiscal risk sharing te kunnen beschikken, bijvoorbeeld door een deel van het nationaal begrotingsbeleid over te hevelen naar het Europees niveau zodat de werking van de automatische stabilisatoren niet beperkt blijft tot het nationaal niveau, maar er rekening kan worden gehouden met de oversijpelingseffecten van het begrotingsbeleid naar andere lidstaten. Veeleer dan solidariteitsoverwegingen, is het inperken van de negatieve effecten van een asymmetrische schok op andere lidstaten vaak de voornaamste reden voor fiscal risk sharing.

Een dergelijk mechanisme kan in principe bijdragen tot een stabielere unie. Ook in het rapport-Van Rompuy wordt een 'begrotingscapaciteit' (fiscal capacity) voorgesteld. Daaromtrent werden enkele concrete suggesties geformuleerd⁽¹⁾: sommigen hebben het idee ontwikkeld van een fonds waaruit lidstaten die een negatieve schok ondergaan, kunnen putten en dat zou worden vooruitgefinancierd door alle lidstaten (het Rainy Day Fund van de Tommaso Padoa-Schioppa Group, 2012) of enkel door de lidstaten die de begrotingsregels overtreden (het Europees Monetair Fonds van Mayer en Gros, 2010). Een ander voorstel betreft een mechanisme waarbij lidstaten met een werkloosheidsgraad onder het structureel niveau een deel van de werkloosheidsvergoedingen zouden betalen van landen die worden getroffen door een negatieve schok, die de werkloosheid boven haar structureel niveau tilt. In principe zou een dergelijk systeem geen aanleiding geven tot permanente overdrachten, maar gedurende de conjunctuurcyclus eerder budgettair neutraal zijn (Trésor, 2014).

(1) Voor een duidelijk overzicht, zie Wolff B.G. (2012), A Budget for Europe's Monetary Union, Bruegel Policy Contribution, December.

(2) Zo gingen in het begin van de negentiende eeuw de staten op grote schaal lenen, wat resulteerde in een hoge schuld. In de veronderstelling dat hun schuld impliciet door de federatie werd gewaarborgd, vroegen tal van staten om een federale bail-out. Het Congres weigerde echter zodat in 1840 verscheidene staten hun betalingsverplichtingen niet langer konden nakomen en ze pijnlijke aanpassingsmaatregelen moesten nemen (Bordo et al., 2011).

Opdat een 'fiscal risk sharing'-mechanisme werkbaar en politiek haalbaar zou zijn, moeten twee belangrijke voorwaarden vervuld zijn.

Om te beginnen, moet worden uitgesloten dat slecht beleid (bad policy) beloond wordt door overdrachten, met andere woorden, 'moral hazard' moet vermeden of in ieder geval tot een minimum beperkt kunnen worden. Er mag enkel worden verzekerd tegen 'bad luck'. Dat geldt voor alle beleidsdomeinen. Inzake het begrotingsbeleid, bestaan er twee opties om budgettaire discipline op te leggen.

De eerste optie is een geloofwaardige 'no bail-out' en een begrotingsdiscipline die door de financiële markten wordt afgedwongen. De ervaring van de Verenigde Staten heeft echter geleerd dat aan bepaalde voorwaarden moet voldaan zijn opdat 'no bail-out'-regels goed zouden werken als basis voor begrotingsdiscipline op subfederaal niveau. Zo zullen deze regels voor de financiële markten enkel geloofwaardig zijn als de potentiële besmettingseffecten naar andere staten alsook de behoefte aan ex post financiële bijstand vanuit het federale niveau en de overige staten zo beperkt mogelijk blijven. Een en ander veronderstelt dat zelfs indien een staat niet langer financieringsmiddelen vindt en hij zijn betalingsverplichtingen niet meer kan nakomen, de financiële stabiliteit niet in het gedrang komt en er bovendien voor de lokale bevolking te allen tijde een minimum aan overheidsdiensten en sociale uitkeringen verzekerd blijft zodat de door de crisis veroorzaakte financieel-economische en sociale kosten onder controle kunnen worden gehouden. In tegenstelling tot de situatie in het eurogebied vormt, volgens medewerkers van het IMF, de reeds bestaande fiscal risk sharing tussen de federale overheid en de staten precies de basis voor de geloofwaardigheid van de 'no bail-out'-regel in de Verenigde Staten. Bovendien werd het 'no bail-out'-principe er in het verleden effectief toegepast⁽²⁾. De meeste Amerikaanse staten hebben in hun wetgeving tevens balanced budget regels opgenomen teneinde de financiële markten extra van hun kredietwaardigheid te overtuigen. Een dergelijk mechanisme vereist wel een relatief omvangrijke centrale begroting en een verrijkende politieke integratie, wat in een natiestaat zoals de Verenigde Staten uiteraard eenvoudiger is dan in het eurogebied.

De tweede optie is dat de centrale overheid regels oplegt die ze voorts ook voldoende kan afdwingen. In de Europese Unie zou men zelfs kunnen denken aan een minister van Financiën voor het eurogebied (Trichet, 2011) of een Budgetkommissar (Schäuble, 2012). Dit vereist evenwel een ruime soevereiniteitsoverdracht van de lidstaten en roept vragen op inzake democratische

legitimiteit. Daartoe is ook een verderreikende politieke integratie noodzakelijk. Een andere mogelijkheid is het streng controleren van centraal afgesproken regels door een onafhankelijke instelling. De afgelopen jaren is de economic governance van de Unie reeds grondig herzien via, onder meer, het sixpack en het twopack. De Europese Commissie werd op dat ogenblik reeds een belangrijker rol toevertrouwd bij het toezicht op de begrotingsregels en bij de nieuwe procedure ter voorkoming van macro-economische onevenwichtigheden. De Raad behield in het besluitvormingsproces evenwel een cruciale stem. Meer bevoegdheden toekennen aan een onafhankelijke instelling zou bevorderlijk kunnen zijn voor de doeltreffendheid van beide procedures en het risico op 'bad policy' beperken.

De tweede belangrijke voorwaarde voor een 'risk sharing'-mechanisme is dat de unie geen unie van permanente overdrachten wordt ('Transferunion'). Dit betekent dat een permanente inkomenshervdeling enkel mogelijk is binnen duidelijk afgebakende grenzen. De inkomenshervdeling via het Europees Cohesiebeleid is daar een voorbeeld van: het gaat om een beperkt bedrag dat door de gehele Europese Unie in het MFK en in de jaarlijkse begroting is vastgelegd, en de overdrachten zijn gekoppeld aan voorwaarden inzake bestedingen en medefinanciering; de Europese Commissie voorziet bovendien in monitoring en beoordeling.

De grote moeilijkheid bij dit alles is het bepalen van 'bad policy' en 'bad luck'. Triviale oplossingen stoten vaak op beperkingen. Zo tracht het Franse voorstel van een werkloosheidsuitkeringsschema dit onderscheid te maken door enkel de cyclische werkloosheid – die verondersteld wordt het gevolg te zijn van 'bad luck' – als basis te nemen voor de gemeenschappelijke betaling van de werkloosheidsvergoedingen; het deel van de werkloosheidsvergoedingen dat verband houdt met de structurele werkloosheid is dan het gevolg van 'bad policy' (bv. een te rigide arbeidsmarkt) en moet nationaal worden gefinancierd. Om de cyclische en de structurele component te bepalen, zijn echter verschillende methoden mogelijk waarover vooraf overeenstemming moet worden bereikt.

Conclusie

In dit artikel wordt een vergelijking gemaakt tussen het eurogebied en de Verenigde Staten teneinde lessen te trekken voor de voltooiing van de EMU. De Verenigde Staten voldoen beter, hoewel niet perfect, aan de criteria van de OCA en ze hebben niet de schuldencrisis meegeemaakt waardoor het eurogebied werd getroffen, mede doordat de Verenigde Staten federale instellingen hebben

waarover de EMU helemaal niet of slechts gedeeltelijk beschikt.

De stabiliteit van de muntzone die het eurogebied is, zou er om te beginnen op vooruit kunnen gaan indien de lidstaten beter zouden voldoen aan de criteria van een optimale muntzone; dit vereist flexibelere goederen- en arbeidsmarkten en een grotere regionale arbeidsmobiliteit. Daarnaast moet de gemeenschappelijke markt verder worden verdiept en moeten economische onevenwichtigheden worden voorkomen die besmettingseffecten op andere lidstaten teweeg kunnen brengen. Bij ontstentenis van een gemeenschappelijk economisch beleid zoals in de Verenigde Staten, is er behoefte aan een afdwingbare nationaalbeleidscoördinatie. Daartoe zijn sinds een aantal jaar de nodige instrumenten voorhanden; het sixpack en het twopack kunnen eventueel nog worden verrijkt, maar nu moeten vooral de uit het Europees Semester voortvloeiende landspecifieke aanbevelingen daadwerkelijk in de praktijk worden gebracht. Het gaat daarbij om een probleem van ownership en politieke verantwoordelijkheid voor de stabiliteit en de welvaart van het eigen land en van de Europese Unie als geheel.

Er moet absoluut worden voorkomen dat een Europese schuldencrisis zoals die van 2010 zich zou herhalen. Daartoe moet in de eerste plaats de bankenunie worden voltooid. Er is ter zake grote vooruitgang geboekt met het Gemeenschappelijk Toezichtsmechanisme, met de uitgebreide beoordeling van de banken die daaronder vallen en met het opzetten van een Gemeenschappelijk Afwikkelingsmechanisme. Door een verdragswijziging zouden de beide taken van de ECB, het monetair beleid en het prudentieel toezicht, wel volledig van elkaar kunnen worden gescheiden en zou ook de verzekeringssector onder gemeenschappelijk toezicht kunnen worden gebracht. Het afwikkelingsmechanisme moet worden voltooid door de instelling van een fiscal backstop en ook de derde pijler van de bankenunie, een gemeenschappelijk depositogarantiestelsel, kan in het eurogebied negatieve financiële schokken helpen vermijden. In het kader van het principe van vrij kapitaalverkeer moeten de financiële markten ook verder worden verdiept via de uitbouw, naast een bankenunie, van een echte kapitaalunie. Dit houdt in dat de economie, net als in de Verenigde Staten, meer via niet-bancaire kanalen wordt gefinancierd, wat onder meer vereist dat de nationale regelgeving verder wordt gestroomlijnd en dat nieuwe financiële instrumenten worden gecreëerd, waarop een passend toezicht wordt uitgeoefend en die, door aan potentiële investeerders voldoende informatie te verschaffen, ook de kmo's kunnen helpen financieren. Op die manier zal de noodzakelijke risk sharing tussen de lidstaten meer via financiële kanalen verlopen en is er minder behoefte aan

begrotingsoverdrachten, die in de Europese Unie bovendien politiek moeilijk liggen.

Voor de resterende noodzaak van risicodeling beschikken de Verenigde Staten over een belangrijke vorm van schuldmutualisering en over een federale begroting die economische schokken kan helpen opvangen. Die zijn evenwel het resultaat van twee eeuwen politieke integratie, meer bepaald sinds Hamilton de eerste federale overheidsschuld creëerde. Het eurogebied heeft zijn gemeenschappelijk monetair beleid onmiddellijk, en met succes, geïmplementeerd, maar op dit ogenblik mag niet worden verwacht dat de achttien Europese natiestaten binnen een relatief korte tijdsperiode voldoende stappen zullen zetten naar een politieke unie, wat wellicht noodzakelijk is voor de uitgifte van gemeenschappelijke schuld en voor een akkoord over een omvangrijke begroting voor het eurogebied of over enig ander schokopvangend mechanisme.

Een gemeenschappelijke schulduitgifte is een panacee voor diverse eurokwalen. Ze zou tevens het

monetairbeleidsinstrumentarium uitbreiden maar, net als overdrachten, gaat ze gepaard met het probleem van moral hazard en met de moeilijkheid om 'bad policy' en 'bad luck' van elkaar te onderscheiden. Zolang daar geen afdoende oplossing voor wordt gevonden, mag er worden van uitgegaan dat deze instrumenten politiek taboe blijven. Een rigoureuze uitvoering van de aanbevelingen in het kader van het Europees Semester kan de economische convergentie tussen landen bevorderen en zou ook het politieke draagvlak kunnen verbreden om rijkere lidstaten tot meer solidariteit aan te zetten. Monetaire unies hebben een centrale begroting omdat het ook politieke unies zijn; het eurogebied is op die historische regel een uitzondering. Het eurogebied kan zonder federale begroting overleven; de marges die de Europese begrotingsregels inhouden – op voorwaarde dat deze laatste zowel in goede als in slechte economische tijden worden nageleefd – maken het mogelijk economische schokken via de nationale begrotingen op te vangen en daar zal een goed functionerende banken- en kapitaalunie in hoge mate toe bijdragen.

Bibliografie

- Afonso A. en D. Furceri (2008), 'EMU enlargement, stabilisation costs and insurance mechanisms', *Journal of International Money and Finance*, 27(2), 169-187.
- Allard C. et al. (2013), *Toward a Fiscal Union for the Euro Area*, IMF Staff Discussion, Note 1309, September.
- Alvarez L.J. et al. (2005), *Sticky prices in the euro area, A summary of new micro evidence*, ECB Working Paper 563, December.
- Asdrubali P., B.E. Sorensen en O. Yosha (1996), 'Channels of interstate risk sharing: United States 1963-1990', *The Quarterly Journal of Economics*, 111(4), 1081-1110, November.
- Balli F. en B. E. Sorensen (2007), *Risk sharing among OECD and EU countries: The role of capital gains, capital income, transfers, and saving*, MPRA Working Paper 10223, December.
- Bordo M. D., et al. (2011), *A Fiscal union for the euro: some lessons from history*, NBER Working Paper 17380, September.
- Buch C. M. (2000), *Financial market integration in the US: lessons for Europe?* Kieler Arbeitspapiere 1004, September.
- Coene L. en G. Langenus (2013), 'Belgium: Promoting Fiscal Discipline in a Federal System', in George Kopits, *Restoring Public Debt Sustainability*, Oxford University press, December.
- Corsetti G. (2008), *A modern reconsideration of the theory of OCA*, EC, Economic Papers 308, February.
- De Grauwe P. (2011), *The governance of a fragile eurozone*, KULeuven and CEPS, April.
- de Sola Perea M. en Ch. Van Nieuwenhuyze (2014), 'Financiële integratie en fragmentatie in het eurogebied', *NBB, Economisch Tijdschrift*, 109-137, juni.
- Dickens W.T. et al. (2007), 'How wages change: micro evidence from the international wage flexibility project', *Journal of Economic Perspectives*, Spring.
- Draghi M. (2014), *Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament*, Introductory statement, Strasbourg, 14 June.
- EC (2012), *A Blueprint for a deep and genuine Economic and Monetary Union – Launching a European Debate*, November.
- EC (2014), *Communication to the European parliament and the Commission on Long term Financing of the European economy*, 27 March.
- ECB (2013), *Intra-Euro area trade linkages and external adjustment*, ECB Monthly Bulletin, 59-74, January.
- ECB (2013), *Financial Integration in Europe*, April.
- ECB (2013), *Banking Structures Report*, November.
- ECB (2014), *Financial Integration in Europe*, April.
- Eichengreen B. (2014), *The eurozone crisis: the theory of optimum theory bites back*, Notenstein White Papers, March.
- Epstein R. en M. Rhodes (2014), *International in Life, National in Death? Banking Nationalism on the Road to Banking Union*, Paper prepared for the ECPR meeting in Salamanca, 10-15 April.

European Council (2012), *Towards a Genuine Economic and Monetary Union*, Report by the President of the European Council, in collaboration with the Presidents of the EC, the Eurogroup and the ECB, December.

Feld L. P., J. Haucap, W. Möschel, V. Wieland en B. U. Wigger (2012), *Wie viel Koordinierung braucht Europa?*, Stiftung Marktwirtschaft, Kronberger Kreis Studien 55.

Furceri D. en A. Zdzienicka (2013), *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism?*, IMF Working Paper 198, September.

Gakova Z. en L. Dijkstra (2008), *Labour mobility between the regions of the EU-27 and a comparison with the USA*, EU Regional Policy, Note 02.

Geeroms H. (2009), *The Idea of a European Debt Agency, Commemorative Book for the 80 Years Jubilee of Roman Głowacki*, 116–123.

Geeroms H., W. Moesen en S. De Corte (2011), *The European Union at a crossroads: an action plan*, CES, December.

Geeroms H., S. Ide en F. Naert (2014), *The European Union and the Euro. How to Deal with a Currency Built on Dreams?*, Intersentia.

Geeroms H. en P. Karbownik (2014), *How to complete the EU's Banking Union?*, Documentatieblad Financiën, 1^{ste} kwartaal, nr. 1.

Ghironi F. en V. Stebunovs (2010), *The domestic and international effects of interstate US banking*, Boston College Working Papers in Economics, 765.

Gros D. (2013), *Banking Union rather than Fiscal Union, Visions for Economic Policy Coordination in Europe*, 63–71, June.

Kalemli-Ozcan S., E. Luttini en B. Sorensen (2014), 'Debt Crises and Risk-Sharing: The Role of Markets versus Sovereigns', *Scandinavian Journal of Economics*, 116(1).

Kaminsky G. (2005), *International Capital Flows, Financial Stability and Growth*, DESA Working paper 10.

Kenen P. (1969), 'The Optimum Currency Area: An Eclectic View', in R.A. Mundell en A.K. Swoboda, *Monetary Problems of the International Economy*, University of Chicago Press.

Lane P. (2013), *Capital flows in the Euro area*, EC, Economic Papers 497, April.

Laubach T. (2005), *Fiscal Relations Across Levels of Government in the United States*, OECD Economics Department, Working Paper 462.

Mc Kinnon R. (1963), 'Optimum Currency Areas', *American Economic Review* 52.

Mayer Th. en D. Gros (2010), *Towards a Euro(pean) Monetary Fund*, CEPS Policy Briefs, 17 May.

Mongelli F.P. (2008), *European economic and monetary integration and the optimum currency area theory*, EC Economic Papers 302, February.

Morgan D., B. Rime en Ph. E. Strahan (2004), *Bank integration and state business cycles*, Stockholm Institute for Financial Research, SIFR Research Report Series 30.

Nouy D. (2014), Interview met Der Spiegel, 30 June.

Ong Li L. en C. Pazarbasioglu (2013), *Credibility and Crisis Stress Testing*, IMF Working Paper 178, August.

- Pisany-Ferry J., E. Vihriälä en G. B. Wolff (2013), *Options for a Euro-area fiscal capacity*, Bruegel, 10 January.
- Rockoff H. (2000), *How long did it take the United States to become an optimal currency area?*, NBER Historical Paper 124, April.
- Sapir A. en G. B. Wolff (2013), *The neglected side of banking union: reshaping Europe's financial system*, Note presented at the informal ECOFIN, Vilnius, 14 September.
- Schäuble W. (2012), *Zukunft der Währungsunion: Masterplan für den Euro*, Spiegel online, 16 oktober.
- Tommaso Padoa-Schioppa Group (2012), *Completing the Euro: a Roadmap Toward fiscal Union in Europe*, 26 June.
- Trésor-Eco (2014), *Une assurance chômage pour la zone euro*, lettre 132, juin.
- Trichet J.-C. (2011), *Remarks at the farewell event*, speech, Frankfurt am Main, 19 oktober.
- Van Beers N. et al. (2014), *Cross-country insurance mechanisms in currency unions: an empirical assessment*, Bruegel working paper 04, March.
- Weidmann J (2014), *Speech to the German-British Chamber of Commerce Annual Dinner*, London, 23 July.
- Wolff B. G. (2012), *A budget for Europe's monetary union*, Bruegel policy contribution, 3 december.