

# Nieuwe ontwikkelingen in de economische *governance* van de Europese Unie

E. De Prest  
H. Geeroms  
G. Langenus

## Inleiding

De afgelopen jaren is op pijnlijke wijze gebleken dat het verlies aan vertrouwen vanwege de financiële markten waarmee sommige landen van het eurogebied af te rekenen kregen, andere lidstaten snel kon besmetten en uiteindelijk de goede werking en de stabiliteit van het hele eurogebied in gevaar kon brengen.

Reeds in 2007, nog vóór het uitbreken van de financiële crisis, waren in het eurogebied kwetsbare posities ontstaan. De begrotingsdiscipline was ontoereikend, zodat meerdere eurolanden zich in een niet al te sterke budgettaire uitgangspositie bevonden. Daarenboven waren het verloop van het concurrentievermogen en dat van de binnenlandse vraag binnen het eurogebied scherp gaan divergeren en waren sommige lidstaten bijzonder kwetsbaar geworden als gevolg van structurele concurrentieverliezen of zeepbellen op de woningmarkten die gepaard gingen met de accumulatie van schulden door de huishoudens, of als gevolg van een broze banksector. De impact van deze macro-economische onevenwichtigheden werd door beleidsmakers en financiële markten jarenlang onderschat. De coördinatie van het economisch beleid tussen de lidstaten beantwoordde niet aan de verwachtingen: de begrotingsregels waren te soepel geïnterpreteerd en toegepast, het macro-economisch toezicht op het structureel beleid was te 'zacht' gebleken, met niet-bindende aanbevelingen en een gebrekkig instrumentarium om de naleving te monitoren. In de nasleep van de financiële crisis van 2008-2009 bleken

deze onevenwichtigheden echter destabiliserend te werken.

Zich bewust van de ernst van de situatie had de Europese Raad reeds begin 2010 beslist dat de economische *governance*, inclusief de begrotingsregels, van de Europese Unie (EU) moest worden versterkt. De Van Rompuy taskforce werd opgericht en de Europese Commissie (EC) formuleerde zes wetgevende voorstellen die in de herfst van 2011 in geamendeerde vorm door het Europees Parlement en de Ecofin-Raad formeel werden goedgekeurd (het 'sixpack'). De EC stelde vervolgens twee extra wetteksten voor om het begrotingstoezicht nog verder aan te scherpen (het 'twopack'). Voorts sloten de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië, een nieuw intergouvernementeel verdrag af voor Stabiliteit, Coördinatie en *Governance* in de Economische en Monetaire Unie. Parallel met deze acties ter versterking van de *governance* in de EU werden sedert begin 2010 ook diverse mechanismen ingesteld om de schulden crisis in te dijken en verkregen verschillende lidstaten een noodfinanciering van de EU en het Internationaal Monetair Fonds (IMF).

Dit artikel biedt een overzicht van de initiatieven die in de EU op institutioneel vlak zijn genomen sedert het uitbreken van de euroschuldencrisis.

# 1. Macro-economische onevenwichtig- heden in het eurogebied

## 1.1 Institutionele set-up van de Economische en Monetaire Unie

De institutionele set-up van de Economische en Monetaire Unie (EMU) tussen de landen van het eurogebied is uniek aangezien het monetair beleid eengemaakt is, terwijl het begrotingsbeleid grotendeels decentraal is gebleven.

Bij het uitwerken van het institutioneel kader van de EMU was men zich evenwel bewust van de noodzaak te waken voor de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en te zorgen voor een bindende beleidscoördinatie. De coördinatie van het begrotingsbeleid en het toezicht op de overheidsfinanciën werden vastgelegd in bindende regels, meer bepaald in de artikelen in het EU-verdrag over de noodzaak om buitensporige overheidstekorten te vermijden en in de bijbehorende procedure bij buitensporige tekorten alsook in de bepalingen in het stabiliteits- en groeipact.

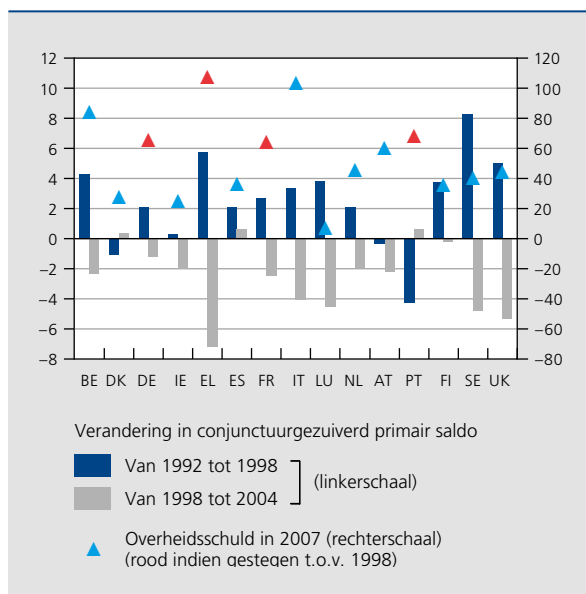
Het structureel beleid bleef overigens, net als het begrotingsbeleid, tot de bevoegdheid van de lidstaten behoren. Ook in dit domein was er weliswaar een zekere beleidscoördinatie voorzien, maar het ging daarbij om een 'zachte' vorm van coördinatie, zonder bindende regels. De coördinatie verliep in het kader van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid en van de richtsnoeren voor werkgelegenheid, die sinds 2005 samengebundeld zijn tot de geïntegreerde richtsnoeren en sedert 2010 een belangrijke rol spelen in de uitvoering van de Europa 2020-strategie.

Via hun stabiliteits- en convergentieprogramma's en hun nationale hervormingsprogramma's geven de lidstaten invulling aan dit begrotings- en macro-economisch kader.

## 1.2 Fiscal fatigue in de eerste jaren na de invoering van de euro

In principe moest de begrotingsdiscipline vanaf de invoering van de euro worden aangescherpt. Volgens de bepalingen van het stabiliteits- en groeipact, dat vanaf 1999 van toepassing was, dienden de resterende overheidstekorten immers te worden weggewerkt. De realiteit was echter anders. Nadat, in 1998, de beslissing was genomen over welke landen als eerste de euro zouden invoeren, werden de begrotingsteugels duidelijk gevierd. Deze 'fiscal fatigue' was vrij algemeen: op enkele uitzonderingen na verslechterde het conjunctuurgezuiverde primaire saldo van de lidstaten van 1998 tot 2004 in belangrijke mate. In heel wat gevallen werden

**GRAFIEK 1** FISCAL FATIGUE NA DE BESLISSING OVER DE INVOERING VAN DE EURO (in % bbp)



Bron: EC.

de begrotingsinspanningen die de zes voorgaande jaren waren geleverd om te voldoen aan de Maastricht-criteria en om de buitensporige tekorten weg te werken, grotendeels of volledig ongedaan gemaakt.

Wat de oorzaken van dit niet-toepassen van de begrotingsregels betreft, kan in eerste instantie worden verwezen naar de onbetrouwbaarheid van de begrotingsstatistiek in sommige landen (onder meer in Griekenland) en naar de te optimistische groeiverwachtingen, waardoor de omvang van de structurele tekorten werd onderschat. Voorts was er een hiaat in de regelgeving aangezien in het oorspronkelijk stabiliteits- en groeipact nergens eenduidig werd vastgelegd hoe snel de resterende tekorten moesten verdwijnen. Ten slotte waren er (terechte) twijfels over de vraag of de EU-begrotingsregels op een correcte manier zouden worden toegepast gelet op de ruime bevoegdheden van de Ecofin-Raad ter zake<sup>(1)</sup>.

Dit gebrek aan begrotingsdiscipline in de eerste jaren van de euro leidde al kort na de eeuwwisseling, toen de conjunctuur minder gunstig werd, tot een eerste – achteraf beschouwd – nog beperkte golf van buitensporige begrotingstekorten. De toepassing van de procedure bij buitensporige tekorten, vooral ten aanzien van relatief grote landen, verwaterde echter stelselmatig, waarbij de

(1) Voor een meer uitgebreide bespreking, zie het artikel 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis' (G. Langenus, Economisch Tijdschrift van de Nationale Bank van België, juni 2005).

Ecofin-Raad, ondanks de vaak zeer soepele houding van de EC, in bepaalde gevallen toch naliet de aanbevelingen van deze laatste op te volgen. Toen de Raad in november 2003 geen gevolg gaf aan de aanbevelingen van de EC om Frankrijk en Duitsland er officieel toe aan te sporen maatregelen te nemen om hun buitensporige tekorten weg te werken, kwam het tussen beide instellingen tot een juridisch conflict via een procedure bij het Europees Hof van Justitie en werd de procedure bij buitensporige tekorten tegen de twee betrokken lidstaten de facto opgeschort. Dat was meer algemeen ook het geval voor de volledige toepassing van het stabiliteits- en groeipact in afwachting van een herziening van de regels.

In 2005 werd het stabiliteits- en groeipact formeel herzien. De bezorgdheid van het ESCB over deze herziening stond toen in schril contrast met de positieve evaluatie door andere Europese beleidsinstanties, met inbegrip van de EC, die oordeelden dat het pact 'intelligenter' en 'flexibeler' werd. De Europese monetaire autoriteiten wezen vooral op de grotere complexiteit van de nieuwe regelgeving – met tal van uitzonderingsclausules en een algemene verlenging van de procedures – en op de sterke verruiming van de interpretatiemarges van de Raad.

(1) Hierbij moet wel worden opgemerkt dat Ierland toen al een beperkt conjunctuurgezuiverd tekort van 1,5% bbp liet optekenen, terwijl het begrotingsbeleid in Spanje in het volgende jaar fors zou worden versoepeld (met een afname van het conjunctuurgezuiverd primair saldo met bijna 6% bbp in 2008), o.m. via belangrijke belastingverlagingen.

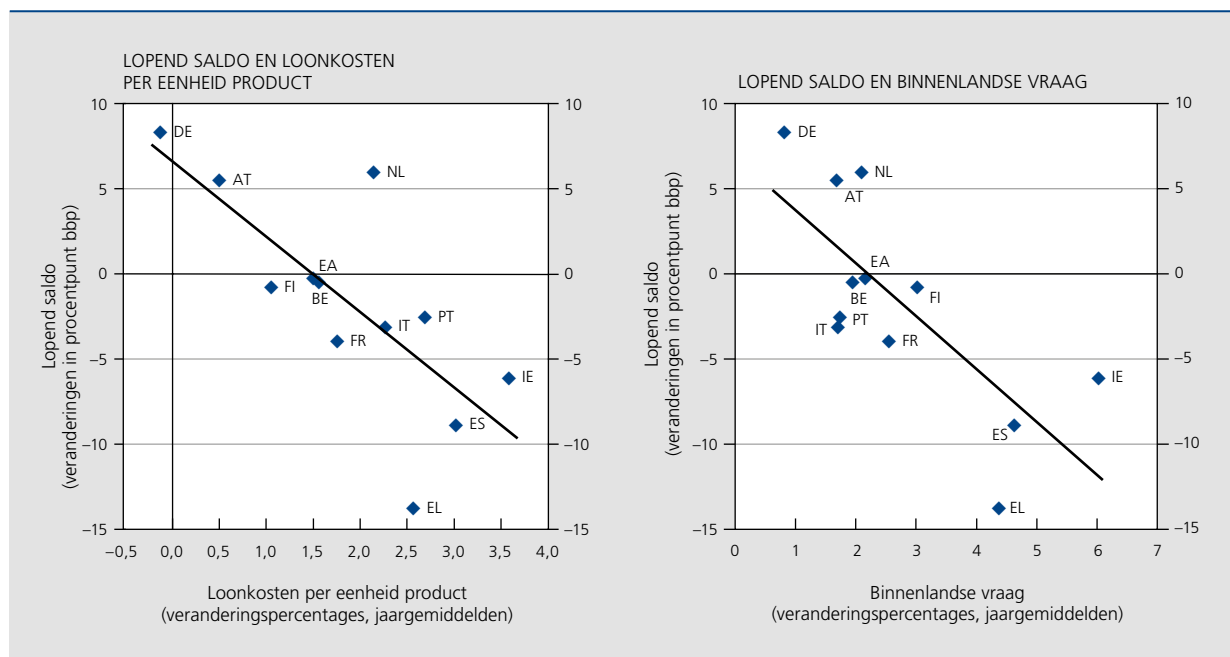
In de praktijk werd gretig gebruik gemaakt van de nieuwe 'soepelheid', bijvoorbeeld inzake het vastleggen van deadlines om buitensporige tekorten weg te werken. Voor geen enkel land is er zelfs maar sprake geweest van de wettelijk vastgestelde financiële sancties. Bij de aanvang van de recente Grote Recessie bevonden de meeste eurolanden zich dan ook in een niet al te sterke budgettaire uitgangspositie. Zo kampten de eurolanden in 2007 gemiddeld nog met een conjunctuurgezuiverd begrotingstekort van 1,9% bbp, terwijl de gemiddelde overheidsschuld nog opliep tot 66% bbp.

Tegelijk illustreert dit dat (zeker nominale) begrotingscijfers niet het enige kompas kunnen zijn voor de Europese *governance*: in b.v. Ierland en Spanje, twee lidstaten die later bijzonder zwaar zouden worden getroffen door de *sovereign debt crisis*, lag de overheidsschuld in 2007 nog ver onder de referentiewaarde<sup>(1)</sup>. In beide landen hadden zich wel andere macro-economische onevenwichtigheden opgebouwd.

### 1.3 Persistente interne en externe macro-economische onevenwichtigheden

In 2007, bij het uitbreken van de financiële crisis, kon een scherpe divergentie vastgesteld worden in het verloop van het concurrentievermogen en van de binnenlandse

GRAFIEK 2 MACRO-ECONOMISCHE EVENWICHTSVERSTORINGEN IN HET EUROGEBIED, 1999-2007<sup>(1)</sup>



Bron: EC.

(1) In de grafiek staan enkel de elf landen van het eurogebied met het grootste bbp in 2011 afzonderlijk vermeld.

vraag binnen het eurogebied en waren sommige landen bijzonder kwetsbaar geworden als gevolg van persistente macro-economische evenwichtsverstoringen. Sedert de invoering van de euro waren de arbeidskosten per eenheid product in sommige eurolanden relatief sterk opgelopen en was hun concurrentievermogen geleidelijk uitgehold. Tegelijkertijd nam de binnenlandse vraag in sommige van die landen, met name in Ierland, Spanje en Griekenland, opmerkelijk toe, wat vaak gepaard ging met een forse expansie van de kredietverlening aan de huishoudens en een verzwaring van hun schuldenlast tegen de achtergrond van, vooral in Ierland en Spanje, sterk aantrekkende woningprijzen. Daarenboven werden de kredietrisico's door de financiële instellingen vaak onderschat en in bepaalde landen, zoals in Ierland, was het banksysteem erg broos geworden. Tegelijkertijd hadden andere eurolanden, in het bijzonder Duitsland, grote concurrentiewinsten geboekt, terwijl de groei van de binnenlandse vraag en van de kredietverlening aan huishoudens er zeer matig was gebleven. Een en ander kwam tot uiting in – tussen de landen van het eurogebied – sterk uiteenlopende saldi op de lopende rekening van de betalingsbalans.

Verondersteld werd dat in het eurogebied afdoende aanpassingsmechanismen werkzaam waren die dergelijke onevenwichtigheden zouden corrigeren. Zo werd ervan uitgegaan dat de effecten van een buitensporige binnenlandse vraag die gepaard gaat met een hoge inflatie en tekorten op de lopende rekening, na verloop van tijd zouden worden gecorrigeerd door de negatieve impact die een verlies aan concurrentievermogen op de groei zou uitoefenen. Achteraf is echter gebleken dat dergelijke aanpassingsmechanismen onvoldoende (snel) werkten, zodat het macro-economisch evenwicht in verschillende landen van het eurogebied persistent verstoord raakte.

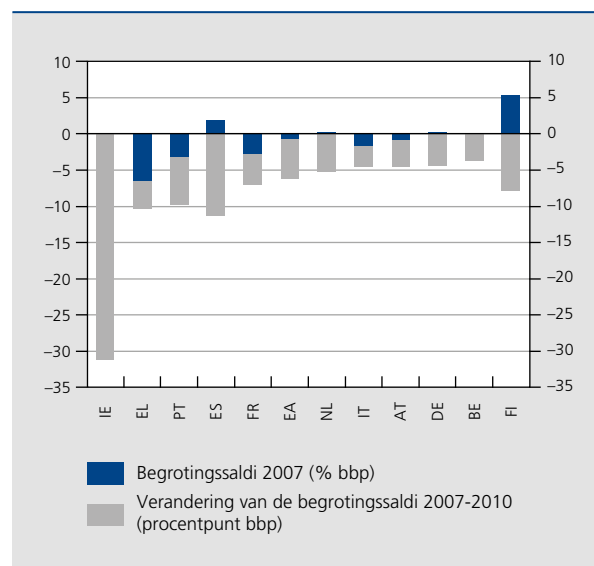
Het structureel beleid, van zijn kant, bleek niet in staat dergelijke ernstige binnen- en buitenlandse macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied te voorkómen of, indien nodig, te corrigeren. Op het niveau van de EU waren de methoden voor coördinatie blijkbaar te 'zacht': de aanbevelingen waren niet bindend, het institutioneel kader bevatte onvoldoende toezichtinstrumenten en het was onvoldoende gefocust op het ontstaan van macro-economische onevenwichtigheden en op de potentiële overloopeffecten daarvan op andere lidstaten. In de nasleep van de financiële crisis zou blijken dat het hieruit voortvloeiende *benign neglect* de stabiliteit in het eurogebied in gevaar kon brengen.

#### 1.4 Impact van de financiële crisis

De crisis, die medio 2007 inzette en in september 2008 omsloeg in een mondiale crisis, bracht in de landen waar de expansie al te zeer op schulden had berust, een aanpassingsproces op gang waardoor de binnenlandse vraag verzwakte en de lopende tekorten verkleinden, evenwel ten koste van een forse groeivertraging. Ook moesten regeringen in het eurogebied als gevolg van de crisis ingrijpende begrotingsmaatregelen nemen om de ernst van de recessie zoveel mogelijk in te perken. Indrukwekkende stimuleringsplannen vulden de automatische stabilisatoren aan om een ineenstorting van de economische bedrijvigheid te verhinderen. In een aantal landen, in het bijzonder Ierland, waar de financiële sector aan zware risico's was blootgesteld, moest de overheid ingrijpen ter ondersteuning van de banken. Een en ander had een zeer negatieve invloed op de begrotingssituatie, waarvan de uitgangspositie in verschillende landen reeds niet al te gunstig was.

De financiële markten reageerden op de dramatische verslechtering van de overheidsfinanciën in een aantal eurolanden door de houdbaarheid van de begrotingsposities steeds meer in twijfel te trekken. Dit resulteerde in een sterk opwaartse herziening van het risico op de overheidsschuld, wat de rendementen op overheidsobligaties van een aantal lidstaten opdreef. Vanaf begin 2010 werden de rentever verschillen op de overheidsschuld van sommige

**GRAFIEK 3** IMPACT VAN DE FINANCIËLE CRISIS OP DE BEGROTINGEN IN HET EUROGEBIED <sup>(1)(2)</sup>



Bron: EC.

(1) In de grafiek staan enkel de elf landen van het eurogebied met het grootste bbb in 2011 afzonderlijk vermeld.

(2) De landen zijn gerangschikt volgens de grootte van hun begrotingstekort in 2010.

eurolanden ten opzichte van de Duitse Bund fors groter, tegen de achtergrond van de toenemende bezorgdheid over de betrouwbaarheid van de statistieken en over de houdbaarheid van de overheidsschuld in Griekenland. De onrust breidde zich vervolgens uit naar andere kwetsbare landen in het eurogebied die, in uiteenlopende mate, een hoge overheidsschuld combineerden met chronische tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans of met een bijzonder broos bankstelsel.

Sedert mei 2010 werden bijgevolg verschillende mechanismen ingesteld om de schulden crisis in te dijken en om in de toekomst te voorkómen dat dergelijke crisissen zouden uitdijen. Naast de noodfinanciering die Griekenland in staat stelde om in het kader van een driejarig programma € 110 miljard te lenen, werden in mei 2010 ook het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) en de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFFS) in het leven geroepen. Deze mechanismen werden aanvankelijk ingesteld voor een periode van drie jaar (tot juni 2013) en moesten voorwaardelijke financiële bijstand verlenen aan landen die moeilijkheden ondervinden om zich te financieren. De financieringscapaciteit van beide mechanismen bedroeg in totaal € 500 miljard. Het IMF werd bij de financiële bijstand nauw betrokken, met zijn deelname aan de uitwerking van de kredietverleningsvoorwaarden en aan het toezicht op de reddingsplannen alsook met een extra inbreng van € 250 miljard. Ierland en Portugal verkregen steunfinanciering via deze nieuwe mechanismen, respectievelijk in november 2010 en in mei 2011. Aanvankelijk zou een permanent mechanisme, het Europees stabiliteitsmechanisme (ESM), vanaf juli 2013 de rol van de EFFS en het EFSM overnemen bij het verstrekken van financiële bijstand aan lidstaten van het eurogebied. In december 2011 besloten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied evenwel de inwerkingtreding ervan te vervroegen, met juli 2012 als streefdatum. Eind maart 2012 werd het plafond voor de gezamenlijke EFFS/ESM-kredietverleningscapaciteit opgetrokken tot € 700 miljard.

De grensoverschrijdende besmetting toont aan dat het gebrek aan vertrouwen op de financiële markten niet beperkt bleef tot de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, maar dat ook twijfels waren gerezen over de goede werking van de EMU zelf. De beleidscoördinatie op Europees niveau was immers niet in staat gebleken onevenwichtigheden van verschillende aard te voorkómen of te corrigeren, en tijdens de financiële crisis werd duidelijk dat, in het licht van de sterke economische en financiële integratie in het eurogebied, de instabiliteit in één land snel kan doorwerken in andere landen. Op die manier kon de cohesie en de stabiliteit van het eurogebied als geheel in het gedrang komen.

## 2. Versterking van de economische governance in de EU

De Europese Raad en de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied, die zich bewust waren van de ernst van de situatie, namen reeds vanaf maart 2010 een aantal belangrijke initiatieven. Ze toonden zich bezorgd over de overheidsfinanciën die weer op een houdbaar pad moesten worden gebracht en bepaalden dat de coördinatie van het economisch beleid moest worden versterkt.

Op grond hiervan werd een taskforce opgericht die werd voorgezeten door de permanente voorzitter van de Europese Raad en die daarom meestal de Van Rompuy taskforce wordt genoemd. In nauwe samenwerking met de EC werkte deze taskforce voorstellen uit om de Europese begrotingsregels aan te scherpen en de Europese macro-economische toezichts- en coördinatieprocedures uit te breiden. Ook werd voorgesteld de timing van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteits- en convergentieprogramma's beter op elkaar af te stemmen in het kader van een zogenoemd Europees semester.

Eind september 2010 had de EC al zes wetgevende voorstellen (vijf verordeningen en één richtlijn) – later aangeduid als het 'sixpack' – geformuleerd ter aanpassing van het regelgevend kader. Op basis van deze voorstellen en het eindverslag van de Van Rompuy taskforce, en na intense onderhandelingen tussen de EC, de Raad en het Europees Parlement (de zogenoemde dialoog), keurde het Europees Parlement op 28 september 2011 de nieuwe regelgeving van het zogeheten 'sixpack' goed, terwijl de Ecofin-Raad zijn goedkeuring verleende op 4 oktober. De formele bekrachting door de Raad volgde op 8 november. De regelgeving werd van kracht op 13 december 2011 en was bijgevolg reeds in het Europees semester 2012 van toepassing. Hoewel dit een stap voorwaarts betekende in het vlak van de Europese beleidscoördinatie, dient er wel te worden op gewezen dat, tijdens het langdurig onderhandelingsproces, de oorspronkelijke voorstellen door de Raad fel waren afgezwakt.

Een cruciale politieke beslissing in dat verband was het akkoord dat de Duitse bondskanselier en de Franse president reeds op 18 oktober 2010 in Deauville hadden bereikt en waarbij het automatisch in werking treden van sancties zoals de Van Rompuy taskforce dat had gepland en zou voorstellen aan de Europese Raad, zou worden ingeperkt. De EC en de Europese Centrale Bank hadden zich, net als voorheen Duitsland, voorstander getoond van meer automatische sancties. De Europese Centrale Bank toonde zich dan ook teleurgesteld over een aantal elementen van het Deauville-akkoord. Hetzelfde gold voor

het Europees Parlement, dat gedurende de dialoog nog enkele correcties kon aanbrengen.

De verdere escalatie van de schulden crisis deed de EC en de Raad echter vrij snel besluiten dat verdere stappen in de hervorming van de economische *governance* wenselijk waren.

Eind november 2011 reeds stelde de EC twee nieuwe wetteksten voor (het 'twopack') om het begrotingstoezicht in het eurogebied nog te verstrengen. Over deze wetteksten wordt bij het opstellen van dit artikel nog onderhandeld in het kader van de dialoog tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC.

Voorts hebben de EU-lidstaten, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk en Tsjechië, een nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie' afgesloten met als doel de begrotingsdiscipline verder te versterken – dit aan de hand van meer automatische sancties en een strenger toezicht (het zogenoemde *fiscal compact* of 'begrotingspact') – en de economische politiek van de lidstaten nog meer te coördineren. Indien een voldoende aantal lidstaten het heeft geratificeerd, zal het op 1 januari 2013 in werking treden.

## 2.1 Nieuwe regelgeving in het 'sixpack'

### 2.1.1 Versterking van de begrotingsdiscipline

Vier van de zes wetgevende teksten van de nieuwe EU-regelgeving inzake *governance* in het 'sixpack' hebben betrekking op de overheidsfinanciën. Zowel de preventieve als de corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact zijn grondig gewijzigd. Voorts zijn de beslissingsprocedures aangepast en zijn er minimale voorwaarden opgelegd waaraan de nationale begrotingskaders van de EU-lidstaten zullen moeten voldoen.

#### a) Preventieve regels van het stabiliteits- en groeipact

Een van de belangrijkste problemen bij de implementatie van het stabiliteits- en groeipact was dat de preventieve regels – die gericht zijn op het bereiken van een begrotingssituatie die '*close to balance or in surplus*' is (vóór de hervorming van 2005) of de landspecifieke middellange-termijndoelstelling<sup>(1)</sup> (MTO, sinds de hervorming van 2005) – de lidstaten in onvoldoende mate hebben aanzet tot begrotingsdiscipline.

De verplichting om een landspecifieke 'veilige' middellange-termijndoelstelling te bereiken, blijft bestaan, alsmede

de definitie van de gepaste snelheid waarmee deze doelstelling moet worden bereikt (een jaarlijkse verbetering van het structureel saldo met 0,5 % bbp als *benchmark* of met meer dan 0,5 % bbp voor landen met een overheids-schuld die hoger is dan 60 % bbp of verhoogde risico's voor de houdbaarheid van die schuld). De voortgang naar de middellange-termijndoelstelling zal in de nieuwe regelgeving evenwel in een ruimer kader ('*overall assessment*') worden beoordeeld, waarbij het verloop van het structureel saldo nog wel het referentiepunt blijft, maar ook de uitgavengroei wordt beschouwd. In dat verband werd het concept van een 'voorzichtige uitgavengroei' ingevoerd.

Hiervoor wordt een referentiegroei van het potentiële bbp op middellange termijn gebruikt maar wordt een onderscheid gemaakt tussen de lidstaten die hun middellange-termijndoelstelling reeds hebben bereikt en de lidstaten waarvoor dat nog niet het geval is. Voor eerstgenoemde lidstaten mag de uitgavengroei de potentiële bbp-groei niet overschrijden, voor de andere lidstaten moet de uitgavengroei lager liggen dan de potentiële bbp-groei, waarbij de neerwaartse afwijking wordt afgestemd op de vereiste convergentie(snelheid) naar de middellange-termijndoelstelling. In beide gevallen wordt gecorrigeerd voor de budgettaire impact van maatregelen aan de ontvangstenzijde: belastingverhogingen laten bv. een hogere uitgavengroei toe, terwijl maatregelen ter vermindering van de overheidsontvangsten de uitgavengroei nog verder beperken.

Het uitgavenconcept waarvoor de nieuwe uitgavenregel geldt, wordt evenwel op een beperkende wijze gedefinieerd. Er wordt geen rekening gehouden met de rentelasten, de conjuncturele component van de werkloosheidsuitgaven en alle uitgaven inzake EU-programma's die worden gefinancierd met EU-fondsen.

Afwijkingen van het aanpassingstraject naar de landspecifieke middellange-termijndoelstelling leiden in principe tot een vroegtijdige waarschuwing en, later, eventueel tot sancties (cf. infra), maar dan enkel indien ze 'significant' zijn. De definitie van een 'significante' afwijking houdt rekening met een numerieke maatstaf – een begrotings-impact van minstens 0,5 % bbp in een bepaald jaar of minstens gemiddeld 0,25 % bbp in twee opeenvolgende jaren (en dit voor afwijkingen inzake de daling van het structureel tekort of voor de uitgavengroei) – maar laat ruimte voor interpretatie. Zo kan worden rekening gehouden met buitengewone gebeurtenissen buiten de

(1) Deze doelstelling wordt door de lidstaten zelf voorgesteld maar moet voldoen aan drie vereisten, m.n. 1) een veiligheidsmarge t.o.v. de tekortgrens van 3 % bbp inhouden (op basis van *minimum benchmarks* berekend door de EC); 2) een snelle voortgang naar een houdbare begrotingspositie verzekeren (ook rekening houdend met de begrotingsimpact van de vergrijzing); en 3) voldoende budgettaire manoeuvreerruimte bieden voor bv. publieke investeringen.

invloedsfeer van de lidstaat die een grote impact op de begrotingspositie hebben en met een zware conjuncturele neergang. Verder wordt de afwijking niet beoordeeld als significant (en heeft zij dus verder geen institutionele gevolgen) indien de begrotingspositie al beter was dan de middellangetermijndoelstelling en het bereiken van die doelstelling aan het eind van de periode beschreven door het stabiliteits- of convergentieprogramma niet in gevaar komt. Lidstaten die, ten opzichte van de middellangetermijndoelstelling, al een zekere begrotingsruimte hebben opgebouwd, kunnen die dus aanwenden om het budgettaire beleid te versoepelen. Ten slotte wordt ook rekening gehouden met structurele hervormingen die op korte termijn een negatieve weerslag kunnen hebben op de begrotingsposities maar de houdbaarheid van de openbare financiën op lange termijn verbeteren op voorwaarde dat een veiligheidsmarge ten opzichte van de 3 % bbp-grens voor het deficit in acht wordt genomen en dat de afwijking van het aanpassingspad naar de middellangetermijndoelstelling tijdelijk is en beperkt blijft tot de directe begrotingsimpact van de hervorming. Hierbij gaat speciale aandacht uit naar pensioenhervormingen (bv. de overgang naar kapitalisatiestelsels) maar worden ook niet nader omschreven hervormingen bedoeld die de potentiële economische groei verbeteren.

#### b) Corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact

Wat de corrigerende regels van het stabiliteits- en groeipact betreft, is de belangrijkste, of toch de meest in het oog springende wijziging de operationalisering van het schuld criterium, naast het bestaande deficit criterium. Het schuld criterium maakte in feite al vóór het stabiliteits- en groeipact deel uit van het *EU-governance framework* als één van de convergentiecriteria uit het toenmalige Verdrag betreffende de Europese Unie (Maastricht-criteria): indien de overheidsschuld hoger ligt dan de referentiewaarde van 60 % bbp, moet de schuldratio in voldoende mate afnemen en die referentiewaarde in een bevredigend tempo benaderen. In principe kon tegen lidstaten die hier niet aan voldeden, de procedure bij buitensporige tekorten worden opgestart, ook al bleef hun begrotingstekort onder de 3 % bbp-grens. De daling die als 'voldoende' en de convergentie die als 'bevredigend' wordt beschouwd, werden echter nooit nader gedefinieerd, waardoor dit criterium de facto onwerkbaar was.

In de nieuwe regelgeving wordt de vereiste convergentiesnelheid naar de referentiewaarde nu cijfermatig bepaald: als referentie wordt een gemiddelde jaarlijkse afname van de schuldratio met één twintigste van het positieve verschil met de referentiewaarde van 60 % genomen. Deze daling moet zich voordoen in ofwel de drie laatste jaren waarvoor gegevens beschikbaar zijn, ofwel het laatste jaar

waarvoor gegevens beschikbaar zijn en de twee volgende jaren (volgens de ramingen van de EC).

Het niet-naleven van deze numerieke schuldregel leidt echter niet automatisch tot het opstarten van de procedure bij buitensporige tekorten. Net zoals bij een begrotingstekort dat uitstijgt boven 3 % bbp, moet de EC een verslag opmaken waarin de toestand wordt geëvalueerd. Daarbij moet in de eerste plaats rekening worden gehouden met de impact van de conjunctuur op de schulddeductie: een lagere nominale groei remt de schulddaling immers af. Voorts moet een lijst van 'relevante factoren' worden beschouwd, waarbij expliciet wordt verwezen naar met name het gevolgde aanpassingspad naar de middellangetermijndoelstelling, het peil van het primair saldo, de houdbaarheid van de overheidsschuld, de kwaliteit van het nationale begrotingskader, de bestaande waarborgen en de omvang van de financiële activa (o.m. deze opgebouwd in het kader van operaties ter ondersteuning van andere lidstaten of de financiële sector). De lidstaat in kwestie mag overigens zelf wijzen op bijkomende elementen die 'relevant' zijn voor de beoordeling van de naleving van de criteria inzake begrotingstekort en overheidsschuld.

#### c) Beslissingsprocedures en sancties

Naast de wijzigingen in het preventieve en het corrigerende luik van het stabiliteits- en groeipact werden ook de beslissingsprocedures en de sancties aangepast om de toepassing van de begrotingsregels te verbeteren. Het belangrijkste probleem in het verleden was immers niet dat er te weinig of onvoldoende duidelijke begrotingsregels waren, maar dat die regels, zoals aangegeven, in ontoereikende mate werden toegepast. Zoals voorheen hebben mogelijke financiële sancties enkel betrekking op de landen van het eurogebied, niet op de overige lidstaten.

Een van de algemene doelstellingen van het nieuwe *governance*-kader is het vergroten van het automatische karakter van de procedures. Daartoe wordt voor het eigenlijk en formeel opleggen van sancties een nieuwe stemprocedure ingevoerd waarbij de Raad aanbevelingen van de EC enkel binnen een heel strak tijdschema (10 dagen) en bij gekwalificeerde meerderheid kan verwerpen, terwijl zij vroeger expliciet met gekwalificeerde meerderheid moesten worden aangenomen. Deze zogeheten Reverse Qualified Majority Voting (RQMV) wordt eenmaal in het preventieve en tweemaal in het corrigerende luik van het pact ingevoerd.

Zoals reeds vermeld, kunnen de lidstaten voortaan effectief worden bestraft indien zij de regels uit het preventieve luik van het pact niet naleven, iets wat vroeger

niet kon. Bovendien berust de beslissingsbevoegdheid inzake het vroegtijdig signaleren van begrotingsafwijkingen nu bij de EC, ook al is dat slechts het begin van een procedure die door de Raad moet worden voortgezet. Eventuele sancties in het preventieve luik worden immers in principe opgestart met de bovenvermelde vroegtijdige waarschuwing, namelijk indien de EC van oordeel is dat de convergentie naar de middellangetermijndoelstelling ontoereikend is, waarbij ze, zoals vermeld, ook rekening houdt met de uitgavengroei. Het feit dat de EC zelf tot een dergelijke waarschuwing kan besluiten, is een kleine maar ons inziens belangrijke wijziging ten opzichte van de vroegere regelgeving, krachtens welke ze het geven van een dergelijke waarschuwing enkel kon aanbevelen, waarna deze aanbeveling expliciet door de Raad moest worden goedgekeurd, wat soms niet gebeurde.

Uiterlijk één maand na een dergelijke waarschuwing dient de Ecofin-Raad de situatie te onderzoeken en een aanbeveling te richten tot de bewuste lidstaat om de nodige beleidsmaatregelen te nemen. Hierbij wordt een expliciete deadline van maximaal vijf maanden opgelegd, die kan worden teruggebracht tot drie maanden indien de EC de situatie als bijzonder ernstig en dringend inschat. Gedurende die periode moet de lidstaat verslag uitbrengen aan de Raad inzake de genomen maatregelen.

Wanneer de lidstaat deze aanbeveling van de Raad niet opvolgt – of bijvoorbeeld aangekondigde maatregelen niet uitvoert –, kan de Raad, op aanbeveling van de EC, bij gekwalificeerde meerderheid vaststellen dat er geen effectief gevolg werd gegeven. In dat geval moet de EC binnen een tijdspanne van 20 dagen aan de Raad aanbevelen een sanctie in de vorm van een rentedragend deposito op te leggen dat 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar belooft. Deze aanbeveling kan door de Raad enkel worden verworpen via de bovenvermelde RQMV-procedure; ze kan door de Raad ook worden gewijzigd bij gekwalificeerde meerderheid<sup>(1)</sup>. Wanneer de Raad, op aanbeveling van de EC, besluit dat de begrotingsafwijking niet langer bestaat, worden het deposito en de interest aan de lidstaat overgemaakt.

Wat het corrigerende luik van het pact betreft, wordt de sanctieregeling eveneens aangepast. Deze sanctie kan evolueren van een renteloos deposito tot een eigenlijke boete, in beide gevallen opnieuw beperkt tot 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar.

Ten laatste 20 dagen nadat de Raad, op aanbeveling van de EC, besloten heeft dat er een buitensporig tekort bestaat, moet de EC aan de Raad aanbevelen een renteloos deposito op te leggen. Deze aanbeveling kan opnieuw enkel via de RQMV-procedure worden verworpen. Indien

het preventieve luik van het pact goed heeft gewerkt, is aan de bewuste lidstaat, nadat deze geen gevolg heeft gegeven aan een vroegtijdige waarschuwing, op dat ogenblik reeds een rentedragend deposito opgelegd. In dat geval wordt het rentedragend deposito uiteraard omgezet in een renteloos deposito. Indien nog geen rentedragend deposito was opgelegd, kan onmiddellijk tot een renteloos deposito worden besloten op voorwaarde dat de niet-naleving van de begrotingsregels 'bijzonder ernstig' van aard is.

De procedure die daar kan op volgen inzake het opleggen van een boete, verloopt grotendeels zoals in de vroegere regelgeving. Alleen wordt voor het eigenlijk opleggen van een boete – op aanbeveling van de EC, uiterlijk 20 dagen nadat de Raad op aanbeveling van de EC beslist heeft dat er geen effectief gevolg is gegeven aan de aanbevelingen om het buitensporig tekort weg te werken – opnieuw gebruik gemaakt van de RQMV-procedure<sup>(2)</sup>. Wanneer de Raad, op aanbeveling van de EC, beslist dat het buitensporig tekort niet meer bestaat, wordt het uitstaand deposito aan de lidstaat overgemaakt.

Een cruciale eerste stap in de hele procedure die eventueel kan leiden tot het opleggen van verplichte deposito's of een boete, is de vaststelling dat de lidstaat in kwestie geen effectief gevolg heeft gegeven aan de aanbevelingen van de Raad of dat er een buitensporig tekort bestaat. Vooral bij de beoordeling van de effectieve respons van de lidstaat beschikt de Raad over nogal wat interpretatievrijheid. Zonder deze initiële stappen kunnen er geen deposito's of boetes worden opgelegd. Precies voor deze beslissingen wordt de bevoegdheid van de Raad slechts gedeeltelijk (rentedragend deposito in het preventieve luik) of helemaal niet (renteloos deposito en boete in het corrigerende luik) gewijzigd ten opzichte van de vroegere regels. Dat is meteen één van de voornaamste punten van kritiek op de nieuwe regelgeving.

In de nieuwe regelgeving wordt ook nog een nieuwe sanctie ingevoerd, meer bepaald een boete voor het voorleggen van misleidende statistieken betreffende het begrotingstekort of de overheidsschuld. Een dergelijke boete blijft opnieuw beperkt tot 0,2 % van het bbp van het voorgaande jaar en kan slechts worden opgelegd na grondig onderzoek door de EC, waarbij de lidstaat in kwestie moet worden gehoord. Het dient niet noodzakelijk om bewust gemanipuleerde begrotingscijfers te gaan, ook ernstige nalatigheid kan in principe tot een dergelijke boete leiden. Deze boete wordt via de 'oude'

(1) Nadat de aanbeveling door de Raad op deze wijze is aangenomen, kan de EC op gemotiveerd verzoek van de lidstaat wel nog aanbevelen het deposito te verminderen of zelfs af te schaffen.

(2) Opnieuw kan de EC op gemotiveerd verzoek van de lidstaat wel nog aanbevelen het deposito of de boete te verminderen of zelfs af te schaffen.



stemmingsprocedure – en dus niet via RQMV – opgelegd: een aanbeveling van de EC ter zake moet door de Ecofin-Raad expliciet bij gekwalificeerde meerderheid worden aangenomen.

#### d) Nationale begrotingskaders

Ten slotte worden in een nieuwe EU-richtlijn ook bepaalde minimumeisen opgelegd betreffende de nationale begrotingskaders. Deze minimumeisen blijven vrij vaag, maar ze beogen een grotere consistentie tussen de nationale en de Europese regels en instellingen; daarbij moeten de principes van de Europese regelgeving (zoals meerjarenplanning, numerieke begrotingsregels, enz.) in voldoende mate worden overgenomen in het nationale institutionele kader. Het gaat daarbij hoofdzakelijk over de volgende aspecten van het nationale begrotingskader:

- om te beginnen, moeten er tijdig voldoende betrouwbare statistieken beschikbaar zijn voor de follow-up van de uitvoering van de begroting (monitoring-aspect). Deze begrotingscijfers moeten de hele overheidssector omvatten, dit teneinde te vermijden dat er in deelsectoren van de overheid ongemerkt begrotingsproblemen groeien. Voorts moeten deze statistieken intern worden gecontroleerd en het voorwerp uitmaken van een onafhankelijke audit. Ter herinnering: naar aanleiding van de vele problemen in verband met de correctheid van de begrotingscijfers van de lidstaten heeft Eurostat ter zake in juli 2010 reeds (ruimere) auditbevoegdheden gekregen;
- vervolgens moeten de lidstaten ‘gepaste’ numerieke begrotingsregels – inzake tekort en/of schuld – invoeren, waarbij wordt voorzien in correctiemechanismen mochten de regels worden overtreden<sup>(1)</sup>. Er worden geen verplichtingen opgelegd met betrekking tot de wettelijke basis voor deze regels (grondwet, gewone wet, richtsnoer van de huidige regering). Wél wordt aangegeven dat de naleving van die regels moet worden gecontroleerd door onafhankelijke instellingen (of instellingen met een functionele autonomie ten opzichte van de overheid), wat een impliciete verwijzing is naar de begrotingsraden die in heel wat landen bestaan. Andere verplichtingen, bijvoorbeeld over hoe de leden van een dergelijke begrotingsraad moeten worden aangeduid en welke precieze bevoegdheden een dergelijke raad moet hebben, zijn er echter niet;
- voorts moeten lidstaten, indien dat nog niet het geval is, een gedetailleerde planning opstellen met het oog op het bereiken van de in het stabiliteits- of convergentieprogramma vastgelegde middellangetermijndoelstelling. Deze planning mag niet ‘vrijblijvend’ zijn; ze

moet gebaseerd zijn op realistische ramingen van de belangrijkste ontvangsten- en uitgavencategorieën en ze moet tevens aanduiden hoe de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn wordt beïnvloed door de te nemen maatregelen;

- ook aan de begrotingsprocedures worden bepaalde eisen gesteld, in het bijzonder inzake de macro-economische en budgettaire ramingen die hiervoor worden gehanteerd. Deze ramingen moeten realistisch of voorzichtig zijn. Significante afwijkingen ten opzichte van de ramingen van de EC moeten duidelijk worden gemotiveerd en de gehanteerde methodologie moet transparant zijn en het voorwerp uitmaken van regelmatig technisch overleg met de EC;
- tot slot wordt in de bovenvermelde richtlijn bepaald dat landen gepaste coördinatiemechanismen moeten invoeren tussen alle deelsectoren van de overheid. Deze mechanismen dienen alle relevante aspecten van begrotingsplanning te betreffen, van de eigenlijke begrotingsramingen tot de naleving, door de gezamenlijke overheid, van de bovenvermelde begrotingsregels.

De nodige aanpassingen aan de nationale begrotingskaders moeten in principe gebeuren tegen eind december 2013.

#### 2.1.2 Toezicht op de macro-economische onevenwichtigheden: Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden (PMO)

Teneinde macro-economische onevenwichtigheden in de EU in de toekomst te voorkomen en, indien nodig, te corrigeren, moesten het economisch toezicht en de beleidscoördinatie, die voorheen vooral op het begrotingsbeleid waren gericht, uitgebreid worden met een nieuw formeel toezichtskader.

De nieuwe Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden (PMO) is gebaseerd op twee van de zes wetgevende teksten van het ‘sixpack’. Ze betreffen, enerzijds, het identificeren, voorkómen en corrigeren van macro-economische evenwichtsverstoringen en, anderzijds, een sanctieregeling.

Net als bij de begrotingsregels wordt gestreefd naar meer automatisme bij de beslissingen op basis van de omgekeerde gekwalificeerde meerderheidsregel (RQMV). De toepassing van de twee verordeningen zal een eerste

(1) De bepalingen betreffende de numerieke begrotingsregels zijn niet van toepassing op het Verenigd Koninkrijk.

maal na drie jaar en vervolgens om de vijf jaar worden beoordeeld.

De verordening betreffende de preventie en correctie van macro-economische onevenwichtigheden is van toepassing op alle lidstaten van de Europese Unie, zij het gedifferentieerd tussen de landen van het eurogebied en de andere EU-lidstaten. De tweede verordening, namelijk die met betrekking tot de sancties, geldt enkel voor de landen van het eurogebied.

Sommige lidstaten hadden er op aangedrongen dat alleen de landen met een tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans onder strenger toezicht zouden worden geplaatst. Het Europees Parlement heeft echter meer symmetrie in het mechanisme geïntroduceerd. Niettemin is bepaald dat de nood aan beleidsactie vooral hoog is in de lidstaten met hardnekkige tekorten op de betalingsbalans en met een verlies aan concurrentiekracht, hoewel ook lidstaten die grote lopende overschotten accumuleren maatregelen moeten nemen die de binnenlandse vraag en het groeipotentieel helpen versterken. Bovendien werd in de Ecofin-Raad van 8 november 2011 toegelicht dat aanzienlijke en persistente overschotten op de lopende rekening, in tegenstelling tot tekorten, geen aanleiding geven tot bezorgdheid over de houdbaarheid van de externe schuld of over het financieringsvermogen waardoor de goede werking van het eurogebied zou kunnen bedreigd worden, en dat dergelijke surplusen niet zullen resulteren in sancties.

De evenwichtsverstoringen zullen in verschillende fasen worden aangepakt. Om te beginnen, zijn er de detectie van de onevenwichtigheden (waarschuwingmechanisme), alsook preventieve maatregelen om een ernstig onevenwicht te voorkómen en, vervolgens, indien zich toch ernstige onevenwichtigheden zouden hebben ontwikkeld, het corrigeren ervan via de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden. Eventueel kunnen, zoals bepaald in de tweede verordening, sancties worden toegepast.

#### a) Preventief luik van het macro-economisch toezicht

Teneinde onevenwichtigheden vroegtijdig op te sporen, wordt gebruik gemaakt van een waarschuwingmechanisme. Dit mechanisme maakt gebruik van een zogenaamd scorebord met drempelwaarden. De resultaten mogen echter niet op mechanische wijze worden geïnterpreteerd, maar moeten worden gecombineerd met een beoordeling door de EC die, indien nodig, ook gebruik maakt van informatie van buiten het scorebord. Een overschrijding van de drempelwaarden wijst dus niet noodzakelijkerwijs op het bestaan van macro-economische onevenwichten. De EC moet jaarlijks een

zogeheten waarschuwingmechanismeverslag (WMV) opstellen met daarin de resultaten van het scorebord en haar beoordeling.

Het jaarlijks waarschuwingmechanismeverslag van de EC en de bespreking ervan door de Ecofin-Raad en de Eurogroep worden ingepast in het jaarlijks multilateraal toezicht dat wordt uitgeoefend in het kader van het Europees semester.

Het scorebord bestaat uit een beperkt aantal macro-economische en macro-financiële indicatoren en uit de bijbehorende drempelwaarden die het mogelijk moeten maken onevenwichtigheden op te sporen, niet alleen op korte termijn maar ook die welke voortvloeien uit structurele en lange termijntrends. Het scorebord wordt regelmatig beoordeeld. Indien nodig worden de indicatoren en drempelwaarden aangepast in het licht van mogelijke wijzigingen in de aard van de macro-economische evenwichtsverstoringen.

De indicatoren betreffen om te beginnen interne evenwichtsverstoringen, onder meer die met betrekking tot de schulden van de overheid en van de private sector, alsook de ontwikkelingen op de vastgoedmarkt, het verloop van het krediet aan de private sector en de werkloosheid. Tevens moeten externe onevenwichtigheden kunnen worden opgespoord, zoals die met betrekking tot het verloop van de lopende rekening van de betalingsbalans, de netto buitenlandse investeringspositie, de reële effectieve wisselkoers, de uitvoermarktaandeelen en het concurrentievermogen.

Voor de huidige samenstelling van het scorebord en de drempelwaarden wordt verwezen naar de evaluatie in dit artikel van het eerste waarschuwingmechanismeverslag van de EC, dat de start vormde voor de PMO in het Europees semester 2012 (cf. infra). Uit dat verslag blijkt dat, krachtens het compromis tussen de Raad en het Europees Parlement betreffende de symmetrische behandeling, zowel boven- als onderdrempelwaarden worden toegepast inzake de lopende rekening van de betalingsbalans en inzake de reële effectieve wisselkoers. De differentiatie tussen de landen van het eurogebied en de andere EU-lidstaten komt tot uiting in de verschillende drempelwaarden die worden gebruikt voor de reële effectieve wisselkoers en de nominale loonkosten per eenheid product.

Indien na de bespreking van het WMV door de Ecofin-Raad of – voor de landen van het eurogebied – door de Eurogroep zou blijken dat zich in bepaalde landen macro-economische evenwichtsverstoringen (kunnen) voordoen, of nog, indien er zich onverwachte significante

economische ontwikkelingen voordoen die een dringende analyse vereisen, zal de EC een diepgaande evaluatie van de landen in kwestie voorbereiden. Dit onderzoek moet gericht zijn op het analyseren van landenspecifieke omstandigheden en het moet gebaseerd zijn op een ruime waaier van economische variabelen.

Als de EC na haar diepgaande evaluatie macro-economische onevenwichtigheden vaststelt, dan kan de Raad, op aanbeveling van de EC, een aanbeveling tot de lidstaat richten betreffende de vereiste preventieve beleidsrespons. Deze moet worden getoetst in het kader van het Europees semester.

#### **b) Corrigerend luik van het macro-economisch toezicht: procedure bij buitensporige onevenwichtigheden**

Stelt de EC na haar diepgaande evaluatie evenwel 'buitensporige' onevenwichtigheden vast, dan kan de Raad, op aanbeveling van de EC, een aanbeveling tot de lidstaat richten waarin een buitensporige onevenwichtigheid wordt vastgesteld en corrigerende maatregelen worden aanbevolen, alsook een termijn waarbinnen de lidstaat een plan met corrigerende maatregelen dient voor te leggen.

Binnen de twee maanden na voorlegging van het plan, moet het door de Raad, op basis van een rapport van de EC, worden beoordeeld. Volstaat het, dan wordt het goedgekeurd en wordt een timing voor het toezicht bepaald. Beslist de Raad evenwel dat de maatregelen of het tijdschema niet volstaan, dan moet de lidstaat normaliter binnen de twee maanden een nieuw plan met corrigerende maatregelen indienen.

De lidstaat moet regelmatig verslag uitbrengen over de vooruitgang die hij met zijn corrigerende actie boekt. De EC ziet toe op de uitvoering ervan. Op basis van een verslag van de EC velt de Raad een oordeel:

- beslist de Raad dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen heeft genomen, dan wordt de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden geacht op het goede spoor te zitten en wordt zij opgeschort, maar het toezicht wordt voortgezet overeenkomstig de afgesproken timing;
- heeft de lidstaat niet de vereiste corrigerende maatregelen genomen, dan besluit de Raad, op aanbeveling van de EC en via RQMV, tot niet-naleving van de corrigerende actie. Hij richt dan een aanbeveling tot de lidstaat met daarin nieuwe termijnen voor corrigerende maatregelen.

Beslist de Raad dat in de lidstaat in kwestie niet langer sprake is van buitensporige onevenwichtigheden, dan wordt de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden afgesloten.

#### **c) Sancties**

De beslissingen tot sancties worden door de Raad genomen op basis van een aanbeveling van de EC en via RQMV.

De volgende sancties zijn mogelijk:

- een jaarlijkse boete wanneer de Raad binnen eenzelfde procedure bij buitensporige onevenwichtigheden tweemaal na elkaar heeft aanbevolen dat het actieplan met corrigerende maatregelen niet volstaat;
- een rentedragend deposito indien de Raad beslist dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen niet heeft genomen;
- een jaarlijkse boete wanneer de Raad binnen eenzelfde onevenwichtighedenprocedure tweemaal na elkaar beslist dat er sprake is van 'niet-naleving', dat de lidstaat de vereiste corrigerende maatregelen dus niet heeft genomen. Het rentedragend deposito dat vroeger in de procedure werd opgelegd, zal meer bepaald worden omgezet in een boete.

Zowel het rentedragend deposito als de boete bedraagt in principe 0,1 % van het bbp van het voorgaande jaar van de lidstaat in kwestie.

## **2.2 Europees semester**

Het beter op elkaar afstemmen van de timing van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteits- en convergentieprogramma's in het kader van een zogenoemd Europees semester was een van de eerste aanbevelingen van de Van Rompuy taskforce. Het eerste Europees semester vond reeds plaats in 2011.

Het Europees semester impliceert dat het toezicht op de begrotingen en de overige macro-economische en structurele ontwikkelingen voortaan zal verlopen in het kader van een cyclus van versterkte *ex ante* beleidscoördinatie. Bestaande procedures, zoals die in het kader van het stabiliteits- en groeipact en de globale richtsnoeren voor het economisch beleid, blijven juridisch gescheiden maar worden qua timing gealigneerd.

Wat de timing betreft, start de cyclus van het Europees semester met een horizontaal overzicht, de zogenoemde Annual Growth Survey, waarin gemeenschappelijke economische uitdagingen worden geïdentificeerd en waarin de strategische oriëntatie van het beleid wordt vastgelegd. Dit alles wordt in het voorjaar op de Europese top goedgekeurd. Rekening houdend met deze strategische keuzen stellen de lidstaten in het voorjaar hun stabiliteits- en convergentieprogramma's alsook hun nationale hervormingsprogramma's op. Deze programma's worden in april ingediend en worden vervolgens, in juni en juli, parallel beoordeeld door de EC en de Raad. Dit impliceert dat zij hun richtlijnen formuleren op het ogenblik dat de belangrijke budgettaire beslissingen in de meeste landen nog worden voorbereid. Hierdoor zullen het toezicht in de Europese Unie en de nationale budgettaire procedures beter kunnen worden gesynchroniseerd.

De nieuwe Procedure Macro-economische Onevenwichtigheden wordt qua timing ingepast in het Europees semester. De EC publiceert haar waarschuwingsmechanismeverslag in februari. Het Economic Policy Committee (EPC) bereidt vervolgens de discussie in de Raad voor. Omstreeks medio mei publiceert de EC haar diepgaande evaluatie.

### 2.3 Euro Plus-pact

In maart 2011 bereikten de staatshoofden en regeringsleiders van het eurogebied alsook die van zes andere EU-lidstaten overeenstemming over het Euro Plus-pact. Dit pact is bedoeld om de economische pijler van de EMU extra te versterken en de coördinatie van het economisch beleid op een nieuw kwaliteitsniveau te brengen. De voornaamste doelstelling van het pact is een verbetering van het concurrentievermogen ten behoeve van een grotere mate van convergentie.

De lidstaten die het pact onderschreven hebben, verbinden er zich toe jaarlijks concrete maatregelen te nemen die tijdens de daaropvolgende twaalf maanden moeten worden uitgevoerd. Deze maatregelen worden ook in de stabiliteits- of convergentieprogramma's en in de nationale hervormingsprogramma's opgenomen. De bedoeling van het Euro Plus-pact is de lidstaten ertoe te bewegen zich concreet te committeren aangezien de in de nationale hervormingsprogramma's aangekondigde maatregelen vaak redelijk vaag en vrijblijvend bleven.

**TABEL 1** OVERZICHT VAN HET NIEUW EU-KADER INZAKE GOVERNANCE

	Sixpack	Twopack	VSCG <sup>(1)</sup>
Wat?	5 EU-verordeningen en 1 EU-richtlijn	2 EU-verordeningen (in onderhandeling)	Internationaal verdrag
Wie?	EU27 (met enig onderscheid tussen euro- en andere landen)	Eurolanden	EU25 (zonder UK en CZ)
Startdatum	13 december 2011	richtdatum: zomer 2012 (na 'trialoog')	bij ratificatie door minstens 12 eurolanden (doel: januari 2013)
Inhoud	<ul style="list-style-type: none"> <li>aangescherpt en uitgebreid begrotingstoezicht (o.m. operationeel schuld criterium en uitgavenregel)</li> <li>ruimer macro-economisch toezicht</li> <li>nieuwe beslissingsprocedures</li> <li>minimumeisen voor nationale begrotingskaders</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>nog ingrijpender begrotingstoezicht en coördinatie in het eurogebied</li> <li>onafhankelijke nationale instellingen zien toe op naleving begrotingsregels</li> <li>precies tijdschema voor jaarlijkse begroting en voorafgaand onderzoek door EC</li> <li>strenger toezicht voor landen met 'financiële problemen' (automatisch bij ontvangen van steun)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>restrictie op structureel tekort, bij voorkeur in de grondwet</li> <li>verbintenis van eurolanden om aanbevelingen van de EC in het kader van de buitensporige-tekortenprocedure in principe te aanvaarden<sup>(2)</sup></li> <li>rol voor het Europees Hof van Justitie</li> <li>voorziet in grotere coördinatie</li> </ul>

Bron: NBB.

(1) Verdrag voor Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie (Treaty on Stability, Coordination and Governance in the Economic and Monetary Union). Naar de daarin vervatte begrotingsaangelegenheden wordt vaak verwezen met de term *fiscal compact*.

(2) De eurolanden verbinden er zich toe een aanbeveling van de EC m.b.t. het bestaan van een buitensporig tekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid deze aanbeveling verwierpt.

## 2.4 Twopack

De term 'twopack' verwijst naar twee verordeningen, die op 23 november 2011 door de EC werden voorgesteld en die het begrotingstoezicht voor de landen van het eurogebied verder moeten aanscherpen. Na onderzoek in het kader van de dialoogprocedure tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC, zouden de twee verordeningen ten vroegste in de zomer van 2012 hun definitief beslag krijgen en van kracht worden.

De eerste ontwerp-verordening heeft tot doel de begrotingsprocedures in de eurolanden te versterken en te streamlijnen, alsook supplementaire monitoring- en rapporteringsverplichtingen op te leggen in geval van een buitensporig tekort. Wat het eerste punt betreft, wordt onder meer een gemeenschappelijke begrotingskalender vastgelegd: begrotingsontwerpen, inclusief de belangrijkste parameters van de begrotingen van de lagere overheden, moeten in principe worden opgesteld tegen 15 oktober van het voorgaande jaar, waarna zij tegen eind november door de EC zullen worden onderzocht. De eurogroep zal de beoordeling door de EC bespreken en die beoordeling kan, indien gevraagd, ook worden voorgesteld aan het Parlement van de lidstaat; de begrotingen moeten uiterlijk tegen eind december van het voorgaande jaar worden goedgekeurd, ofschoon ook in noodprocedures moet worden voorzien, mocht dat, buiten de wil van de overheid om, onmogelijk blijken. Voorts geldt voortaan ook de verplichting dat de begrotingen gebaseerd moeten zijn op onafhankelijke macro-economische ramingen; wat het toezicht op de naleving van de numerieke begrotingsregels betreft, is een belangrijke rol weggelegd voor onafhankelijke begrotingsraden en er wordt voor schuld-uitgiften een ex ante rapporteringsverplichting ingevoerd ten opzichte van de EC en de eurogroep.

De tweede ontwerp-verordening stelt een verscherpt toezicht in voor eurolanden die financiële bijstand van de Europese noodfondsen aanvragen of waarvoor de EC oordeelt dat ze zware problemen hebben inzake financiële stabiliteit, problemen die wellicht negatieve externe effecten zullen hebben op andere eurolanden of op het eurogebied. Hierbij wordt de huidige aanpak voor de 'programmalanden' (Griekenland, Ierland en Portugal) in hoge mate geïnstitutionaliseerd. Belangrijk is dat één artikel uit de ontwerp-verordening voorziet in de verplichting, voor een euroland dat 'onvoldoende middelen' heeft of dat zware problemen ondervindt bij de uitvoering van het opgelegde aanpassingsprogramma, om de EC om 'technische bijstand' te verzoeken; de EC kan daartoe, samen met andere lidstaten en internationale instellingen, een groep van experts samenstellen, die permanent in het bewuste land aanwezig kunnen zijn. Dit lijkt een eerste

stap te zijn naar de mogelijke opheffing van de nationale soevereiniteit ingeval een euroland een beleid voert dat nadelige effecten heeft voor andere lidstaten en er, om welke reden ook, niet in slaagt een internationaal aanpassingsprogramma uit te voeren.

## 2.5 Verdrag voor Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie

Tijdens de EU-top van 8 en 9 december 2011 toonden alle lidstaten van de EU, met uitzondering van het Verenigd Koninkrijk, zich bereid een nieuw 'begrotingspact' aan te gaan en hun economisch beleid nog sterker te coördineren. Het nieuwe pact was bedoeld om de begrotingsdiscipline verder te verstrengen, met meer automatische sancties en een scherper toezicht. Voorts zouden de lidstaten hun economisch beleid coördineren. Deze afspraken werden vastgelegd in een nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de Economische en Monetaire Unie' dat in de marge van de Europese Raad begin maart 2012 door 25 EU-lidstaten werd ondertekend (alle lidstaten behalve het Verenigd Koninkrijk en Tsjechoë). Het zal in werking treden op 1 januari 2013 op voorwaarde dat het geratificeerd is door ten minste 12 lidstaten van het eurogebied. Het is enkel bindend voor de lidstaten van het eurogebied (die het geratificeerd hebben); voor de andere lidstaten wordt het bindend eens zij de euro ingevoerd hebben of reeds vroeger, op hun verzoek.

Het 'begrotingspact' is het budgettaire luik van het nieuwe verdrag. De belangrijkste bepaling van dit pact is dat de overheidsbegroting in evenwicht moet zijn of een surplus moet vertonen. Deze bepaling wordt geacht te zijn nageleefd als het jaarlijks structureel begrotingssaldo op het niveau ligt van de landenspecifieke doelstelling op middellange termijn, met dien verstande dat dit saldo niet lager mag uitkomen dan een tekort van 0,5 % bbp<sup>(1)</sup>. Er moet snel worden geconvergeerd naar de landenspecifieke doelstelling op middellange termijn, waarbij het aanpassingstraject door de EC zal worden voorgesteld.

Wijkt het jaarlijks structureel begrotingssaldo significant af van de doelstelling op middellange termijn of van het aanpassingstraject dat naar dit doel leidt, dan zal er automatisch een correctiemechanisme in werking treden, waarbij de betrokken lidstaat verplicht is de afwijking tijdens een welbepaalde periode te corrigeren. Alleen in 'uitzonderlijke omstandigheden' mag het saldo

(1) Voor landen waar de overheidsschuld significant lager is dan 60 % bbp en de risico's inzake de houdbaarheid van de overheidsschuld gering zijn, wordt deze ondergrens verlaagd tot 1 % bbp.

– tijdelijk – afwijken van de voornoemde doelstelling of van het aanpassingstraject. In geval van betwisting tussen de EC en een lidstaat zal het Europees Hof van Justitie uitspraak doen.

Deze nieuwe regels moeten worden opgenomen in de nationale wetgeving – bij voorkeur in de grondwet of in een andere wet die de naleving volledig verzekert – en uiterlijk één jaar na de vankrachtwording van het intergouvernementeel verdrag in werking treden. Indien een lidstaat die het verdrag ondertekend heeft, vaststelt – onafhankelijk of op basis van een EC-verslag hierover – dat een land de nieuwe regels niet op passende wijze in de nationale wetgeving heeft geïntegreerd, dan kan hij bij het Europees Hof van Justitie een procedure aanhangig maken. Het oordeel van het Hof is dan bindend en het Hof kan passende maatregelen opleggen. Als een lidstaat vervolgens – onafhankelijk of op basis van een oordeel van de EC – vaststelt dat de door het Europees Hof van Justitie opgelegde maatregelen niet zijn nagekomen, dan kan die lidstaat opnieuw klacht indienen bij het Hof en vragen financiële sancties op te leggen. Het Hof kan in dat geval een boete opleggen van maximaal 0,1 % bbp.

Voorts wordt herhaald dat als de overheidsschuld hoger uitvalt dan 60 % bbp, deze moet worden gereduceerd naar rato van een twintigste per jaar van het verschil tussen het eigenlijke schuldniveau en 60 % bbp.

Lidstaten waarvoor een buitensporigtekortprocedure loopt, moeten een budgettair en economisch partnershipsprogramma opstellen met daarin de maatregelen die nodig zijn voor een duurzame correctie van het buitensporig tekort. Het indienen van dat programma bij de EC en de Raad en de monitoring ervan vinden plaats tegen de achtergrond van de bestaande toezichtprocedures van het stabiliteits- en groeipact. Voorts worden de regels van de buitensporigtekortprocedure voor de lidstaten van het eurogebied aangescherpt. De eurolanden verbinden er zich toe een aanbeveling van de EC inzake het bestaan van een buitensporig overheidstekort steeds te aanvaarden, tenzij een gekwalificeerde meerderheid zich daartegen zou verzetten. Door de EC voorgestelde of aanbevolen maatregelen en sancties worden gesteund, tenzij een gekwalificeerde meerderheid zich daartegen verzet.

Om de emissie van nationale schuldtitels beter te kunnen coördineren en plannen, moeten de lidstaten hierover ex ante rapporteren aan de EC en aan de Raad.

Behalve het 'begrotingspact' omvat het nieuw verdrag ook een luik over de economische beleidscoördinatie en *governance* in het eurogebied, dat voorziet in 'Euro Summit'-bijeenkomsten ten minste tweemaal per jaar.

Ten slotte wordt in de consideransen van het nieuw verdrag nog bepaald dat financiële bijstand door het ESM slechts zal worden verleend op voorwaarde dat het nieuw verdrag wordt geratificeerd en dat de bewuste begrotingsregels tijdig worden omgezet in de nationale wetgeving.

Bij gebrek aan unanimiteit tussen de lidstaten impliceert het nieuw intergouvernementeel 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie' dus geen herziening van het EU-verdrag. Het is evenwel de bedoeling dat, binnen de vijf jaar na de inwerkingtreding ervan, de nodige stappen worden ondernomen om dit intergouvernementeel verdrag op nemen in het wettelijk kader van de EU. Op die manier moet kunnen worden vermeden dat zich buiten het EU-verdrag nieuwe institutionele kaders en een parallelle beleidscoördinatie zouden ontwikkelen. Het is bovendien noodzakelijk dat de institutionele actoren van de EU waaraan het nieuw intergouvernementeel verdrag belangrijke taken toewijst, namelijk de EC en het Europees Hof van Justitie, de EU op basis van de EU-regelgeving als een geheel vertegenwoordigen, en dus niet slechts een deel van de lidstaten.

### 3. Beoordeling van de nieuwe regels inzake economische *governance*

Het nieuw *governance*-kader is slechts gedeeltelijk in werking getreden. Het is dus nog te vroeg om het nu reeds in zijn totaliteit te beoordelen. Hieronder volgen enkele algemene beschouwingen over het 'sixpack', dat eind 2011 van kracht werd, alsook over het nieuw 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de EMU', gevolgd door een evaluatie van de bevindingen van het eerste 'waarschuwingsmechanismeverslag'.

#### 3.1 Eerste overwegingen over het 'sixpack' en het VSCG

De nieuwe begrotingsregels in het 'sixpack' zijn in ieder geval een stap in de goede richting. Vooral het meer dwingende karakter van het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact, met inbegrip van de bepalingen betreffende een mogelijke sanctionering, alsook de scherpere aandacht voor de nationale begrotingskaders en de juistheid van de begrotingsstatistieken zijn positieve elementen. Wat de macro-economische evenwichtsverstoringen betreft, was er, zoals hierboven aangetoond, dringend nood aan een betere regelgeving op Europees niveau. Nochtans gaat het niet om de vereiste *quantum leap* die nodig is om het risico op verdere macro-economische en budgettaire ontsparingen te minimaliseren.

Zo valt het op dat het grotere automatische karakter van de nieuwe begrotingsregels in werkelijkheid nogal tegenvalt. Het valt te betwijfelen of de beperkte verschuiving van de beslissingsbevoegdheid van de Ecofin-Raad naar de EC in elk geval zal leiden tot een betere toepassing van de regels.

Zoals reeds vermeld, wordt – wat de begrotingsregels betreft – de RQMV-procedure enkel ingevoerd voor de formele stap betreffende het opleggen van een sanctie. De bevoegdheden van de Ecofin-Raad inzake het nemen van de vereiste voorafgaande beslissing (geen effectieve beleidsreactie of het bestaan van een buitensporig tekort) worden daarentegen vrijwel niet gewijzigd. Enkel bij het beoordelen van de vraag of een lidstaat de aanbevelingen van de Raad in het kader van het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact effectief heeft gevolgd, wordt een nieuwe, gecompliceerde stemprocedure ingevoerd. In de dialoogonderhandelingen had het Europees Parlement erop aangedrongen dat de RQMV-procedure in veel hogere mate zou worden gevolgd dan wat werd beoogd in de voorstellen van de EC en door de Raad, maar uiteindelijk is de vroegere stemprocedure slechts in beperkte mate bijgesteld. Het gaat om een dubbele stemming. Om te beginnen, moet de Ecofin-Raad, net zoals vroeger, bij gekwalificeerde meerderheid de aanbeveling van de EC aannemen dat er, na een vroegtijdige waarschuwing, geen effectief gevolg is gegeven aan de aanbevelingen van de Raad. Gebeurt dat niet – en het oordeel dat er aan de aanbevelingen geen effectief gevolg is gegeven blijft bestaan –, dan kan de EC na één maand een nieuwe aanbeveling richten aan de Raad. Deze tweede aanbeveling wordt dan als aangenomen beschouwd, tenzij de Raad ze binnen een tijdspanne van tien dagen bij gewone meerderheid expliciet verwerpt (*reverse simple majority voting*).

Voor de beide andere beslissingen die noodzakelijkerwijs aan een sanctie voorafgaan, blijft alles bij het oude: de Ecofin-Raad moet ter zake expliciet, bij gekwalificeerde meerderheid, een aanbeveling van de EC aannemen. Zo niet kunnen deze sancties niet worden opgelegd. Het is bijgevolg niet volkomen onredelijk te vermoeden dat de Ecofin-Raad, in de wetenschap dat de verdere voortgang van de procedure meer automatisch zal verlopen, nog 'voorzichtiger' zal zijn bij het nemen van deze voorafgaande beslissingen.

Ook in de PMO is RQMV vooral voorbehouden voor het opleggen van sancties: voor de Raadsbeslissing inzake het vaststellen van 'buitensporige' onevenwichtigheden is niet in RQMV voorzien, evenmin als voor het preventieve luik van de PMO. Anders dan in de begrotingsregels – bij vaststelling van het uitblijven van effectieve

beleidsactie – wordt bij niet-naleving van de corrigerende actie wél via RQMV gestemd.

Voorts wordt de regelgeving veel ingewikkelder, wat nadelig kan zijn voor de effectiviteit en de snelheid van de toepassing ervan. Een uitbreiding van het aantal regels leidt niet noodzakelijkerwijs tot een meer eenduidig en coherent toezicht. Wat meer bepaald de PMO betreft, moet rekening worden gehouden met de ruime problematiek van de macro-economische evenwichtsverstoringen. De onevenwichtigheden hebben betrekking op vele aspecten van de economie, die elkaar wederzijds beïnvloeden. Vanwege de complexiteit van de problematiek was het inderdaad niet wenselijk de evaluatie van mogelijke onevenwichtigheden te beperken tot een automatische lezing van het scorebord. Op dit ogenblik ligt echter een regelgeving voor die veelal ruimte biedt voor interpretatie en uiteindelijk vrij ingewikkeld is geworden.

Daarnaast zijn er nog enkele specifieke vragen. Wat het preventieve luik van de begrotingsregels betreft, is het bv. nog onduidelijk hoe de nieuwe uitgavenregel precies zal worden toegepast. Zo is het inschatten van de potentiële economische groei een belangrijke technische moeilijkheid bij het ramen van de structurele begrotingsaldi en, dus, de beoordeling van het aanpassingstraject naar de middellangetermijndoelstelling. Bovendien zal het voor de EC allerminst eenvoudig zijn om de begrotingsimpact van de ontvangstenmaatregelen, die nodig zijn om de toegestane uitgavengroei te bepalen, nauwkeurig en objectief te ramen. Zeker door in de uitgavenregel geen rekening te houden met de rentelasten, zal het naleven van die regel mogelijkerwijs niet altijd de vereiste afbouw van het structureel tekort tot stand brengen.

Wat het corrigerende luik van de begrotingsregels betreft, rijst de vraag wat de precieze toegevoegde waarde zal zijn van de schuldregel. Uiteraard is het geenszins ongepast een grotere budgettaire inspanning op te leggen aan hogeschuldlanden. De keuze om dat te doen via een nieuwe rechtstreekse, numerieke restrictie op het schuldverloop (veeleer dan via een strengere restrictie op het begrotingssaldo) brengt echter heel wat moeilijkheden met zich. Het verloop van de geconsolideerde bruto-schuld (Maastricht-concept) wordt immers niet alleen door het begrotingssaldo bepaald, maar ook door de nominale bbp-groei en tekort-schuldaanpassingen (zoals veranderingen in financiële activa, wisselkoersverschillen, verschillen tussen kasstromen en ontvangsten en uitgaven volgens de ESR95-methodologie, enz.). In principe moeten al deze factoren in rekening worden gebracht bij het beoordelen van het schuldverloop: hoe zal bijvoorbeeld de naleving van het schuld criterium worden ingeschat als de schulddaling hoofdzakelijk het gevolg is van verkopen

van financiële activa (waarbij de nettoschuld en de houdbaarheid van de overheidsfinanciën niet worden beïnvloed)? De lijst van 'relevante factoren' – die veel ruimer is dan de conjunctuur en de bovenvermelde tekort-schuld-aanpassingen – maakt het er absoluut niet eenvoudiger op het schuld criterium eenduidig toe te passen. Al met al is het waarschijnlijk dat, in een normale conjuncturele situatie en bij normale tekort-schuldaanpassingen, een begrotingssaldo dat de middellangetermijndoelstelling benadert (zoals voorgeschreven in het preventieve luik van het stabiliteits- en groeipact), automatisch de vereiste schuldreductie impliceert. De toegevoegde waarde van deze nieuwe schuldregel is dan ook relatief.

Tot slot zij vermeld dat de vereisten voor de nationale begrotingskaders in de bovenvermelde richtlijn op heel wat punten vaag blijven. Verschillende individuele lidstaten gaan veel verder in het versterken van de nationale begrotingsregels en -instellingen.

Het nieuwe 'Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en governance in de Economische en Monetaire Unie', van zijn kant, loopt grotendeels parallel met het in het kader van de 'sixpack'-regelgeving gewijzigde stabiliteits- en groeipact; het overlapt het zelfs, maar versterkt het niettemin. Zo moeten in de nationale wetgeving, op grondwettelijk of een daarmee vergelijkbaar niveau, de middellangetermijndoelstellingen voor het structureel begrotingssaldo alsook een automatisch correctiemechanisme worden vastgelegd. De bepaling dat de lidstaten de voorstellen en aanbevelingen van de EC in het kader van de buitensporig tekortprocedure zullen volgen – tenzij door een gekwalificeerde meerderheid verzet wordt aangetekend –, is bovendien strenger dan de vergelijkbare bepalingen in het 'sixpack'. Nadeel is wel dat het 'begrotingspact' in het nieuwe verdrag de complexiteit van de *governance*-regels nog lijkt te vergroten.

### 3.2 Het eerste waarschuwingsmechanismeverslag van februari 2012

In februari 2012 publiceerde de EC voor het eerst haar waarschuwingsmechanismeverslag, de eerste stap in de 'Procedure inzake de Macro-economische onevenwichtigheden'. Dit verslag is, zoals hierboven toegelicht, gebaseerd op een reeks relevante indicatoren en drempels, het zogeheten scorebord.

(1) De programmalanden ontvangen steun van het EFFS, het EFSM of bilaterale leningen (Griekenland, Ierland en Portugal), ofwel betalingsbalanssteun van de EU (Roemenië).

#### 3.2.1 Bevindingen van het eerste waarschuwingsmechanismeverslag

Het eerste scorebord was gebaseerd op gegevens van eind 2010. Als belangrijkste pijnpunten, die voor tal van lidstaten relevant zijn, vermeldt het scorebord: grote saldi op de lopende rekening (hoewel deze recentelijk ietwat zijn afgenomen), het feit dat de netto externe passiva omvangrijk blijven, het verlies van aandeel op de exportmarkten en de schuldenlast van huishoudens en ondernemingen, alsook van de overheden. Ook de prijsstijgingen op de woningmarkten werden voor een aantal landen als problematisch bestempeld, hoewel op dit gebied een correctie aan de gang is.

Verschillende indicatoren overschrijden de drempelniveaus, en kleuren dus voor heel wat landen rood:

- 15 van de 27 lidstaten vertonen een netto internationale investeringspositie die in procenten bbp té negatief is, of een verlies van aandeel op de exportmarkten, of een schuld van de private sector die in procenten bbp té hoog is; in verschillende gevallen doet zich een combinatie van de drie onevenwichtigheden voor;
- in 14 lidstaten stijgt de overheidsschuld uit boven 60 % bbp;
- voor 11 lidstaten is de onevenwichtigheid op de lopende rekening rood aangestipt; 9 lidstaten overschrijden de tekortdrempel van –4 % bbp en 2 lidstaten overschrijden de overschotdrempel van +6 % bbp;
- behalve deze vaak vastgestelde onevenwichtigheden wordt een aantal keren een ingrijpende wijziging opgetekend in de reële effectieve wisselkoers, in de nominale arbeidskosten per eenheid product alsook in de werkloosheidsgraad, terwijl één of twee maal de stijging van de huizenprijzen en de kredietstroom naar de private sector in het rood zijn aangegeven.

Aan de hand van dit scorebord heeft de EC 12 lidstaten geselecteerd die grondig moeten worden geanalyseerd (*in-depth-review*). De programmalanden<sup>(1)</sup> – Ierland, Griekenland, Portugal en Roemenië – werden uitgesloten omdat ze reeds onder verhoogd toezicht staan. Onder de geselecteerde lidstaten bevinden zich 7 eurolanden (België, Cyprus, Finland, Frankrijk, Italië, Slovenië en Spanje), en 5 niet-eurolanden (Bulgarije, Denemarken, Hongarije, Zweden en het Verenigd Koninkrijk).

Deze landen overschrijden ten minste 3 drempels, of 2 drempels ingeval de overschrijding aanzienlijk is. Met uitzondering



TABEL 2

## WAARSCHUWINGSMECHANISMEVERSLAG: HET SCOREBORD VOOR 2010

	Externe onevenwichtigheden en concurrentievermogen					Interne onevenwichtigheden				
	Gemiddelde op 3 jaar van het saldo op de lopende rekening in % bbp	Netto internationale investeringspositie in % bbp	Mutatie in % van de reële effectieve wisselkoers, gedeleerd met de HICP (3 jaar)	Mutatie in % van het aandeel in de exportmarkten (5 jaar)	Mutatie in % van nominale eenheidsloonkost (3 jaar)	Jaarlijkse mutatie in % van gedefleerde huizenprijzen	Kredietstroom private sector in % bbp	Schuld private sector in % bbp	Overheids-schuld in % bbp	Werkloosheidsgraad (gemiddelde op 3 jaar)
Drempels	-4 / +6 %	-35 %	±5 % & ±11 % <sup>(1)</sup>	-6 %	+9 % & +12 % <sup>(1)</sup>	+6 %	15 %	160 %	60 %	10 %
BE	-0,6	77,8	1,3	-15,4	8,5	0,4	13,1	233	96	7,7
BG	-11,1	-97,7	10,4	15,8	27,8	-11,1	-0,2	169	16	7,5
CZ	-2,5	-49,0	12,7	12,3	5,1	-3,4	1,7	77	38	6,1
DK	3,9	10,3	0,9	-15,3	11,0	0,5	5,8	244	43	5,6
DE	5,9	38,4	-2,9	-8,3	6,6	-1,0	3,1	128	83	7,5
EE	-0,8	-72,8	5,9	-0,9	9,3	-2,1	-8,6	176	7	12,0
IE	-2,7	-90,9	-5,0	-12,8	-2,3	-10,5	-4,5	341	93	10,6
EL	-12,1	-92,5	3,9	-20,0	12,8	-6,8	-0,7	124	145	9,9
ES	-6,5	-89,5	0,6	-11,6	3,3	-3,8	1,4	227	61	16,5
FR	-1,7	-10,0	-1,4	-19,4	7,2	5,1	2,4	160	82	9,0
IT	-2,8	-23,9	-1,0	-19,0	7,8	-1,4	3,6	126	118	7,6
CY	-12,1	-43,4	0,8	-19,4	7,2	-6,6	30,5	289	62	5,1
LV	-0,5	-80,2	8,5	14,0	-0,1	-3,9	-8,8	141	45	14,3
LT	-2,3	-55,9	9,1	13,9	0,8	-8,7	-5,3	81	38	12,5
LU	6,4	96,5	1,9	3,2	17,3	3,0	-41,8	254	19	4,9
HU	-2,1	-112,5	-0,5	1,4	3,9	-6,7	-18,7	155	81	9,7
MT	-5,4	9,2	-0,6	6,9	7,7	-1,6	6,9	212	69	6,6
NL	5,0	28,0	-1,0	-8,1	7,4	-3,0	-0,7	223	63	3,8
AT	3,5	-9,8	-1,3	-14,8	8,9	-1,5	6,4	166	72	4,3
PL	-5,0	-64,0	-0,5	20,1	12,3	-6,1	3,8	74	55	8,3
PT	-11,2	-107,5	-2,4	-8,6	5,1	0,1	3,3	249	93	10,4
RO	-6,6	-64,2	-10,4	21,4	22,1	-12,1	1,7	78	31	6,6
SI	-3,0	-35,7	2,3	-5,9	15,7	0,7	1,8	129	39	5,9
SK	-4,1	-66,2	12,1	32,6	10,1	-4,9	3,3	69	41	12,0
FI	2,1	9,9	0,3	-18,7	12,3	6,8	6,8	178	48	7,7
SE	7,5	-6,7	-2,5	-11,1	6,0	6,3	2,6	237	40	7,6
UK	-2,1	-23,8	-19,7	-24,3	11,3	3,4	3,3	212	80	7,0

Bron: EC.

(1) Voor de landen van het eurogebied, respectievelijk de andere landen van de EU.

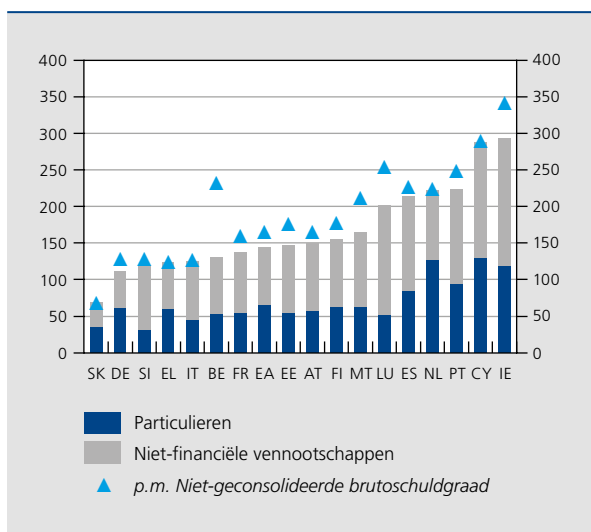
van de programmalanden laten Spanje en Cyprus het grootste aantal overschrijdingen optekenen, namelijk 6.

Wat het overschot op de lopende rekening betreft, overschrijden zowel Luxemburg als Zweden de bovengrens van 6 % bbp. Overeenkomstig de conclusies van de Ecofin-Raad van 8 november 2011 werd dit evenwel niet beschouwd als iets dat aanleiding geeft tot bezorgdheid omtrent de houdbaarheid van de externe schuld of over het financieringsvermogen waardoor de goede werking van het eurogebied zou kunnen bedreigd worden.

### 3.2.2 Evaluatie van het scorebord en eerste waarschuwingsmechanismeverslag

De selectie van indicatoren en de manier waarop de drempels werden berekend, zijn uiteraard onderhevig aan kritiek, maar de discussie hierover vond plaats vóór de eerste toepassing van het scorebord. Dit laatste is nu aanvaard door Raad en Parlement, hoewel het niet uitgesloten is dat, zoals hierboven vermeld, de lijst van indicatoren en de drempels in de toekomst wordt herzien. Bovendien is niet enkel de keuze van de indicatoren van belang, maar ook de precieze definitie ervan.

**GRAFIEK 4** GECONSOLIDEERDE BRUTOSCHULDGRAAD VAN DE NIET-FINANCIËLE PRIVATE SECTOR <sup>(1)</sup>  
(gegevens eind 2010; in % bbp)



Bron: EC.  
(1) Particulieren en niet-financiële vennootschappen, totaal van de kredieten en de effecten ongerekend aandelen.

Zo kunnen de gegevens over de private schuld erg misleidend zijn wanneer ze worden berekend op basis van niet-geconsolideerde gegevens, zoals nu het geval is. Voor een aantal landen, waaronder Malta, Luxemburg en Ierland, maar vooral België, is er een kloof tussen niet-geconsolideerde en geconsolideerde gegevens.

Voor België, bijvoorbeeld, is dat te wijten aan de sterke vertegenwoordiging van multinationale ondernemingen die hun interne financiële stromen vanuit België regelen. Hierdoor is de niet-geconsolideerde schuld van de sector van de niet-financiële ondernemingen in België zeer hoog. Eind 2010 beliep ze 180 % bbp, tegen 78 % bbp op geconsolideerde basis.

Niet-geconsolideerde gegevens zijn nuttig om zich een beeld te vormen van de financieringsstructuur van de sector. De leningen tussen ondernemingen onderling – in het bijzonder tussen ondernemingen die tot dezelfde groep behoren – zijn doorgaans stabiel dan bankkredieten, terwijl het eraan verbonden risico kleiner is.

Een geconsolideerde indicator lijkt nochtans relevanter om de potentiële risico's van macro-onevenwichtigheden te analyseren, wat de bedoeling moet zijn van de PMO. Gaat men uit van geconsolideerde gegevens, dan bevindt de schuldquote van de niet-financiële ondernemingen zich in België op min of meer hetzelfde niveau als die in het eurogebied. De overeenkomstige schuldquote

van de gehele Belgische niet-financiële private sector belooft slechts 131 % bbp, tegen een gemiddelde van 147 % bbp voor het eurogebied.

Een ander punt van kritiek is dat de selectie van de lidstaten die aan een diepgaande evaluatie worden onderworpen als arbitrair kan worden ervaren: soms worden landen geselecteerd die de drempel voor twee indicatoren overschrijden, terwijl soms vier indicatoren in het rood nodig zijn. Bij acht lidstaten kleuren drie waarden rood, maar alleen België werd voor de diepgaande evaluatie geselecteerd. De EC voert uiteraard een algemene beoordeling uit, waarbij ze niet aan alle overschrijdingen eenzelfde weging moet toekennen.

Tot slot worden in het waarschuwingsmechanismeverslag 2012 gegevens gehanteerd die dateren van eind 2010 en dus op het ogenblik van de beoordeling achterhaald kunnen zijn. Door de gegevens van 2011 te gebruiken in plaats van die van 2010, blijkt voor een aantal lidstaten reeds een merkbare verbetering inzake het tekort op de lopende rekening (Malta, Slowakije en Spanje) en de veranderingen in de arbeidskosten per eenheid product (Estland, Griekenland, Italië, Oostenrijk en Slowakije). Andere indicatoren, daarentegen, zijn in bepaalde landen verslechterd, bijvoorbeeld het werkloosheidscijfer in Spanje. Hieruit blijkt duidelijk dat het scorebord slechts een momentopname is. In de regelgeving is dan ook bepaald dat de interpretatie in een ruimer kader moet gebeuren.

Eind mei 2012 stelde de EC haar diepgaande evaluaties (*in-depth-reviews*) van twaalf lidstaten voor. De EC komt tot de conclusie dat er macro-economische onevenwichtigheden zijn die preventief dienen te worden aangepakt en van nabij te worden opgevolgd. Tevens stelt ze vast dat de correctie van deze onevenwichtigheden reeds aan de gang is, wat tot uiting komt in de daling van de tekorten op de lopende rekening, de convergentie van de loonkosten per eenheid product, het inkrimpen van overmatige kredietverlening of de correctie van de woningprijzen. In meerdere gevallen echter blijven de gecumuleerde interne en externe onevenwichtigheden een belangrijke uitdaging, bijvoorbeeld wat betreft de private schuld en de overheidsschuld.

Alhoewel volgens de EC in geen enkele van de twaalf lidstaten buitensporige onevenwichtigheden aanwezig zijn, differentieert de EC toch tussen de twaalf landen. Spanje en Cyprus behoren tot de meest zorgwekkende gevallen, gevolgd door Frankrijk, Hongarije, Italië en Slovenië. België wordt gecatalogeerd in de minst zorgwekkende groep van de twaalf lidstaten onderworpen aan een diepgaande evaluatie; voor België wordt vooral gewag gemaakt van het verlies aan concurrentievermogen en

van de hoge overheidsschuld, terwijl, terecht, gesteld wordt dat het hoge niveau van de niet-geconsolideerde private schuld niet op risico's duidt omdat de geconsolideerde schuld vrij laag is.

## Conclusie

De macro-economische onevenwichtigheden die zich sinds de start van de euro in sommige lidstaten hebben geaccumuleerd, zijn door het vroegere stabiliteits- en groeipact en structureel economisch beleid, nooit terdege aangepakt.

In mei 2010 culmineerden deze onevenwichtigheden in een crisis, toen Griekenland de facto de toegang tot de financiële markten verloor, en het land een beroep moest doen op internationale financiële steun. Hierdoor diende de EU snel te besluiten tot bilaterale overheidsfinanciering van de Griekse soevereine schuld en tot de oprichting van twee tijdelijke financiële steunmechanismen die vanaf medio 2012 zullen worden opgevolgd door het permanent Europees stabiliteitsmechanisme, het ESM.

Tegelijkertijd werd op het hoogste politieke niveau besloten het kader voor economische beleidscoördinatie in de EU te versterken.

Het was de ambitie om, aan de hand van een reeks automatisch bindende regels, te voorkómen dat in de EU-lidstaten, en in het bijzonder in het eurogebied, macro-economische onevenwichtigheden zouden ontstaan of, als dat toch het geval zou zijn, ze sneller en krachtiger weg te werken. Reeds in december 2011 trad de nieuwe regelgeving van het zogenoemde 'sixpack' in werking, dat niet alleen het vroegere stabiliteits- en groeipact versterkte, maar ook de belangrijke procedure van de macro-economische onevenwichtigheden in het leven riep.

Tijdens het besluitvormingsproces zorgden nationale politieke overwegingen voor een gedeeltelijke afzwakking van de oorspronkelijke voorstellen inzake een meer automatische besluitvormingsprocedure van het 'sixpack', wat door het Europees Parlement deels werd rechtgezet. Er

waren ook nieuwe initiatieven zoals het Euro Plus-pact en, belangrijker nog, het nieuwe Verdrag voor stabiliteit, coördinatie en *governance* in de Economische en Monetaire Unie, waaronder het *fiscal compact*. Ook worden in het kader van de dialoogprocedure tussen de Raad, het Europees Parlement en de EC twee nieuwe verordeningen besproken, namelijk het 'twopack', waarbij de lidstaten van het eurogebied hun ontwerpbegroting aan de EC moeten voorleggen, die het recht heeft ze te beoordelen op basis van de Europese begrotingsregels.

In tegenstelling tot de hervorming van 2005 van het stabiliteits- en groeipact zijn de recente en lopende wijzigingen van het EU-kader inzake *governance* onmiskenbaar een belangrijke stap in de goede richting. De regelgeving is echter wel veel ingewikkelder geworden, in die zin dat een uitbreiding van het aantal regels niet noodzakelijkerwijs een eenduidiger en coherenter toezicht oplevert. Bovendien overlappen de initiatieven elkaar enigszins en behalve communautaire worden ook intergouvernementele methoden gebruikt, waardoor het geheel nog complexer wordt.

De wijze waarop het nieuwe *governance*-kader ten uitvoer zal worden gelegd, zal bepalend zijn voor de geloofwaardigheid ervan. Een strikte implementatie van de procedures, en eventueel sancties, kunnen daartoe bijdragen. Ook nationaal *ownership*, onder meer door de parlementen van de lidstaten, is voor deze geloofwaardigheid van belang.

Tijdens de afgelopen twee jaar heeft de EU meer dan tijdens het vorige decennium vooruitgang geboekt inzake de verdere uitbouw van de 'economische pijler' van de Economische en Monetaire Unie. Op die manier werd een deel van de weg afgelegd in de richting van de EMU zoals Pierre Werner die in zijn rapport van 1970 uittekende. De weg is echter nog niet volledig afgelegd. Er zullen nog nieuwe belangrijke stappen nodig blijken, die gepaard zullen moeten gaan met de overdracht van meer soevereiniteit naar het Europees niveau teneinde Europa in staat te stellen de onevenwichtigheden die de euroschuldencrisis hebben veroorzaakt, te voorkómen en te verhelpen.

## Bibliografie

EC (2011a), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on common provisions for monitoring and assessing draft budgetary plans and ensuring the correction of excessive deficit of the Member States in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2011b), Proposal for a Regulation of the European Parliament and of the Council on the strengthening of economic and budgetary surveillance of Member States experiencing or threatened with serious difficulties with respect to their financial stability in the euro area, Brussels, 23 November.

EC (2012a), Report from the Commission: Alert Mechanism Report. Report prepared in accordance with Articles 3 and 4 of the Regulation on the prevention and correction of macro-economic imbalances, Brussels, 14 February.

EC (2012b), In-Depth Review for Belgium in accordance with Article 5 of Regulation (EU) No 1176/2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances, Brussels, 31 May.

EC (2012c), Provisional version of recommendation for Council recommendation on Belgium's 2012 national reform programme and delivering a Council Opinion on Belgium's stability programme for 2012-2015, Brussels, 31 May.

EU (2011a), Regulation (EU) No 1173/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the effective enforcement of budgetary surveillance in the euro area.

EU (2011b), Regulation (EU) No 1174/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on enforcement measures to correct excessive macroeconomic imbalances in the euro area.

EU (2011c), Regulation (EU) No 1175/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 amending Council Regulation (EC) No 1466/97 on the strengthening of the surveillance of budgetary positions and the surveillance and coordination of economic policies.

EU (2011d), Regulation (EU) No 1176/2011 of the European Parliament and of the Council of 16 November 2011 on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.

EU (2011e), Council Regulation (EU) No 1177/2011 of 8 November 2011 amending Regulation (EC) No 1467/97 on speeding up and clarifying the implementation of the excessive deficit procedure.

EU (2011f), Council Directive 2011/85/EU of 8 November 2011 on requirements for budgetary frameworks of the Member States.

ECB (2011a), 'The reform of economic governance in the euro area – essential elements', *Monthly Bulletin*, March.

ECB (2011b), 'Stronger EU Economic Governance Framework comes into force', *Monthly Bulletin*, December.

ECB (2012), 'A Fiscal Compact for a stronger Economic and Monetary Union', *Monthly Bulletin*, May.

European Council (2011a), Conclusions of the Heads of State or Government of the Euro Area of 11 March, Brussels.

European Council (2011b), Conclusions of the European Council of 8-9 October 2011, Brussels.

European Council (2012a), Conclusions of the European Council of 30 January 2012, Brussels.

European Council (2012b), Conclusions of the European Council of 1-2 March 2012, Brussels.

Franco-German Declaration of Deauville (2010), Monday, 18 October.

Langenus G. (2005), 'Het stabiliteits- en groeipact: een bewogen geschiedenis', NBB, *Economisch Tijdschrift*, juni.

Task Force on Economic Governance (2010), *Strengthening Economic Governance in the EU*, Report of the Task Force to the European Council, Brussels, 21 October.

Treaty on stability, coordination and governance in the economic and monetary union, March 2012.

# Summaries of articles

## Economic projections for Belgium – Spring 2012

The current economic situation in the euro area is causing serious concern. While the measures adopted by the European authorities since the end of 2011 did temporarily ease the uncertainty and financial tensions at the beginning of 2012, renewed nervousness on the sovereign debt markets and among the economic agents has emerged in recent months, owing to the very worrying situation in the countries undergoing significant budgetary adjustments and/or radical restructuring of their economy. The resulting contagion is affecting financial institutions in the euro area.

The projections for 2012 and 2013 presented in the article are based on the assumption that these tensions will ease, on the premise that the euro area crisis does not grow any worse and does not have irreparable repercussions on systemic financial institutions. External demand is assumed to strengthen gradually, with interest rates remaining low, while the oil price is expected to record a modest fall.

In the euro area, the economic situation should gradually improve in the second half of 2012, and the recovery should strengthen in 2013. Significant divergences between countries are expected to persist. Inflation is projected to decline gradually, the main factor being the expected fall in oil prices.

Since mid-2011, the Belgian economy has felt the effects of the worsening financial tensions and deteriorating economic situation in the euro area. GDP growth is forecast to reach just 0.6 % in 2012, rising to 1.4 % in 2013. The outlook is slightly more favourable than for the euro area as a whole. In the absence of any adjustment having a major impact on domestic demand, activity in Belgium, in Germany's wake, continues to exhibit some resilience, as was the case during the 2008-2009 recession.

The slowdown in activity in 2012 followed by a moderate revival in 2013 should be directly reflected in the employment market, where only 3 300 additional jobs are forecast to be created in net terms in 2012, and just over 27 000 in 2013. The weakness of job creation is also due to the budget restraint which the new government has introduced for the federal authorities and health care. Unemployment is expected to rise to 7.5 % in 2012 and 7.7 % in 2013.

Since peaking in mid-2011, inflation has fallen steadily in Belgium and should continue to ease, averaging 2.6 % in 2012 and 1.5 % in 2013, the main factor being the expected fall in oil prices. Before subsiding in 2013, underlying inflation is set to remain high in 2012 owing to the effect of the increase in certain indirect taxes and the rise in labour costs, which should still be strong.

The general government deficit is projected to fall to 2.8% in 2012, deteriorating slightly thereafter, and rising to 3.1% in 2013. The public debt is set to rise significantly in 2012, to 98.9% of GDP, owing to exogenous factors relating to the Greek rescue package and participation in the European Stability Mechanism, and is projected to record a smaller increase in 2013 to reach 99.2% of GDP.

JEL codes: E17, E25, E37, E66

Key words: Belgium, macroeconomic projections, Eurosystem

### What can we and can't we infer from the recourse to the deposit facility?

In the wake of the two longer-term refinancing operations with a maturity of three years conducted in December 2011 and February 2012, amounts placed on the Eurosystem's deposit facility surged to unprecedented high levels of around € 800 billion. The article clarifies how this high recourse to the deposit facility should be interpreted.

First, daily changes in the amounts being placed on the deposit facility should not necessarily be interpreted as daily changes in stress on the interbank market as there is a seasonal pattern in the use of the deposit facility. That seasonal pattern stems from the fact that Eurosystem counterparties have to meet a reserve requirement on an average basis. Hence, it is better to watch the money market liquidity surplus, defined as the sum of the recourse to the deposit facility and the current account holdings in excess of the required reserves, as a proxy for the central bank's intermediation role on the money market.

Second, high recourse to the deposit facility is an automatic corollary to increased central bank liquidity provision because the relationship between the central bank and commercial banks can be seen as a closed system. Hence, as illustrated by some examples, large amounts being placed on the deposit facility are not informative as to whether or not the liquidity is actually "being put to use", for instance, to grant credit to the non-financial sector or to pay back maturing bank debt. A number of examples illustrate this.

JEL codes: E52, E58

Key words: Eurosystem, deposit facility, monetary policy implementation

### Monetary policy in the US and the euro area during the crisis

The article aims to present and analyse the policy responses of the Federal Reserve and the Eurosystem during the various stages of the economic and financial crisis that began in the summer of 2007. It also looks at the relationship between monetary policy and budgetary policy, and attempts to shed some light on the challenges of conducting monetary policy at the present time.

In the context of the crisis, the Federal Reserve and the Eurosystem made profound changes to the conduct of their monetary policy. In order to prevent the collapse of the financial system and to support economic activity, they decided on rapid and substantial cuts in their key interest rates, which reached historic lows. Moreover, they adopted numerous non-standard measures to provide liquidity and purchased assets on a massive scale, broadening their role as intermediary and considerably expanding the size of their balance sheets. Whilst each of the central banks significantly revised the operational framework of its monetary policy, the initial circumstances of how monetary policy was conducted and the predominance of the non-banking financial sector in financing the economy in the United States resulted in more substantial changes in the case of the Federal Reserve.

The scale of the crisis and the rapid progression of events justify to a great extent the unprecedented extension of central banks' activities during the last few years. It should be borne in mind, however, that monetary policy has its limits. Whilst the high level of excess liquidity at the present time is not a direct threat to price stability, conducting an accommodating monetary policy over a long period may in fact entail numerous risks.

JEL codes: E44, E52, E58, E61, E63

Key words: monetary policy, budgetary policy, Federal Reserve, Eurosystem, economic and financial crisis, sovereign debt crisis, non-standard measures, euro area, United States, independence

### Reform of the Special Finance Act for the Communities and Regions

On 10 October 2011, eight parties with a special majority in the federal parliament concluded an agreement on the sixth reform of the Belgian State. The article presents the two most important aspects of the reform from an economic and budgetary point of view, namely the transfer of new powers from federal level to the federated entities, and the revision of the Special Finance Act for the Communities and Regions of 16 January 1989. The agreement on the revision of the Finance Act mostly concerns principles and mechanisms.

The powers transferred represent around 4.4% of GDP. These transfers come under social security rather than federal government, and more powers are devolved to the Communities and Community Commissions – institutions with no fiscal powers of their own – than to the Regions.

For the Regions, one of the main changes pursuant to the new draft Finance Act concerns the greater fiscal autonomy accorded to them in regard to personal income tax. For their new powers, the Regions also receive additional resources allocated according to a fiscal key. Finally, a national solidarity allowance is maintained, but the detailed arrangements are modified.

Likewise, the Communities receive additional resources for their new powers, but they are allocated on the basis of demographic keys. The resources available to the Communities for their old powers are being restructured.

There is also a transitional mechanism to neutralise the effects of the reform for the various entities when it comes into force, and to limit the scale of the effects during the first decade. Separately from this mechanism, the Brussels institutions are to be refinanced and the agreement includes a higher contribution from the federated entities towards the budgetary cost of ageing.

As it stands, the agreement on State reform does not solve the issue of the various entities' participation in the necessary consolidation of Belgian public finances. It is therefore important to determine the sharing of the consolidation efforts needed to restore a balanced budget in Belgium by 2015, to specify the arrangements for the participation by the federated entities and, in that connection – as stipulated by the agreement – to finally set certain Finance Act variables, such as the reference amounts for the transfer of powers and their variation parameters.

Jel codes: H11, H70, H74

Key words: public finance, fiscal, Belgian State reform, Special Finance Act, Communities and Regions



## Asset formation by households during the financial crisis

The article presents a microeconomic analysis of asset formation by Belgian households and the impact which the financial crisis has had on that. For the first time, data from a survey of households' financial behaviour are used. The survey data are a useful addition to the existing macroeconomic information. During the crisis, many households deserted equities in favour of bank accounts, and bank accounts in favour of real estate. On the other hand, there were some households which actually invested more in equities during this period. Many households also transferred funds between various bank accounts, and some households avoided particular assets altogether. The survey offers direct information on households' attitudes to financial risk and demographic and socio-economic characteristics that play a role in these movements. Some specific portfolio choices which households have made since the beginning of the financial crisis can be pointed up. First, there were noticeably large numbers of transfers between accounts with financial institutions, probably partly owing to the mounting mistrust of such accounts and of certain financial institutions in particular. Secondly, positions in equities and equity funds were reduced in many cases, whereas there were still some households wanting to invest more in these assets. Therefore, not all Belgian investors were averse to (calculated) financial risk. Real estate continues to play a clear role as a safe haven. Many households withdrew cash from bank accounts in order to invest in real estate, and it seems that few households intend to retreat from it.

JEL codes: D14, G11

Key words: household finance, asset formation, financial crisis, household survey

## New developments in economic governance in the European Union

In the past few years it has become painfully clear that the financial markets' loss of confidence confronting certain euro area countries can swiftly spread to other Member States, ultimately threatening the orderly functioning and stability of the euro area as a whole.

Back in 2007, before the financial crisis, vulnerable positions had become apparent within the euro area. In the absence of adequate fiscal discipline, the initial budgetary position of several euro area countries was not very strong. Moreover, there were wide divergences in competitiveness and domestic demand within the euro area, and the situation in some Member States had become particularly fragile owing to structural losses of competitiveness or property market bubbles combined with the accumulation of household debts, or because of the vulnerable state of the banking sector. Decision makers and financial markets have long underestimated the importance of these macroeconomic imbalances. The coordination of economic policies fell short of the ambitions: the way in which the fiscal rules were interpreted and applied was too flexible, and the macroeconomic surveillance of structural policy was insufficiently rigorous. However, following the financial crisis of 2008-2009, it became apparent that these imbalances had a destabilising effect.

Aware of the seriousness of the situation, the European Council had already at the beginning of 2010 decided to strengthen the economic governance of the European Union (EU), including its fiscal rules. The Van Rompuy task force was set up, and the European Commission (EC) drafted six legislative proposals which were formally approved in amended form by the European Parliament and the Ecofin Council in the autumn of 2011 (the "Six-Pack"). The EC then proposed two additional regulations to ensure more rigorous budgetary surveillance (the "Two-Pack"). In addition, the EU Member States – except for the United Kingdom and the Czech Republic – concluded a new intergovernmental treaty on stability, coordination and governance in the Economic and Monetary Union. In parallel with these measures to strengthen governance within the EU, various mechanisms have been set up since the beginning of 2010 to contain the debt crisis, and a number of Member States have received emergency funding from the EU and the International Monetary Fund.

Key words: economic governance in the EU, stability and growth pact, macroeconomic imbalance procedure

JEL codes: E61, E62

# Abstracts from the Working Papers series

## 218. Economic importance of air transport and airport activities in Belgium – Report 2009, by X. Deville, S. Vennix, December 2011

The study assesses the economic importance of air transport and airport activities in Belgium in terms of employment, value added and investment over the period 2007-2009. The sector considered embraces not only business directly connected with air transport, but also all the activities which take place on site at the six Belgian airports (Antwerp, Brussels, Charleroi, Kortrijk, Liège, Ostend). The direct and indirect effects of the sector are estimated respectively on the basis of microeconomic data (mainly obtained from the Central Balance Sheet Office) and macroeconomic data (from the National Accounts Institute). The study also includes an analysis of the social balance sheet and certain ratios on the basis of Central Balance Sheet Office information.

In 2009, the air transport sector thus defined generated over € 6.1 billion in direct and indirect value added (or 1.8 % of Belgium's GDP), and provided direct or indirect employment for 80 300 people in full-time equivalents (or 2 % of domestic employment in FTE). Brussels Airport was the most affected by the decline in global traffic in 2009, as a result of the economic crisis: in that year, it ceased to be Belgium's principal cargo airport, ceding that position to Liège Airport. However, the national airport still ranks first in the passenger market, accounting for almost three-quarters of traffic in 2010, despite the exponential growth of traffic at Charleroi Airport. Together, these two airports accounted for almost 97 % of passenger traffic passing through Belgium in 2010.

## 219. Comparative advantage, multi-product firms and trade liberalisation: An empirical test, by C. Fuss, L. Zhu, January 2012

The paper investigates how economies of scope in multi-product firms interact with comparative advantage in determining the effect of trade liberalisation on resource reallocation, using Belgian manufacturing firm- and firm-product-level data over the period 1997-2007. The authors first provide evidence on industry integration induced by multi-product firms producing simultaneously in multiple industries and on the extent to which industry integration occurs between industries that have different degrees of comparative advantage. They then examine the impact of opening up trade with low-wage countries on both inter- and intra-industry resource reallocation, taking into account heterogeneity in the integration rate across sectors and industries. Their results indicate that, within more closely integrated sectors, trade liberalisation with low-wage countries leads to less reallocation from low-skill-intensity (comparative-disadvantage) industries to high-skill-intensity (comparative-advantage) industries, both in terms of employment and output. More integrated

industries experience less skill upgrading after trade liberalisation with low-wage countries. Furthermore, within sectors with a low integration rate, trade liberalisation with low-wage countries induces relatively more aggregate total factor productivity (TFP) and average firm output growth in comparative-advantage industries than in comparative-disadvantage industries, in line with the prediction made by Bernard, Redding and Schott (2007), while the opposite is true in highly integrated sectors. Decomposition of the industry-level aggregate TFP changes reveals that the result is mainly driven by reallocation between incumbent firms within industries. Overall, the results are highly consistent with the predictions of the Song and Zhu (2010) model.

#### 220. Institutions and export dynamics, by L. Araujo, G. Mion, E. Ornelas, February 2012

The authors study the role of contract enforcement in shaping the dynamics of international trade at the firm level. They develop a theoretical model to describe how agents build reputations to overcome the problems created by weak enforcement of international contracts. They find that, all else equal, exporters start their business activities with higher volumes and remain as exporters for a longer period in countries with better contracting institutions. However, conditional on survival, the growth rate of a firm's exports to a country decreases with the quality of the country's institutions. These predictions are tested using a rich panel of Belgium exporting firms from 1995 to 2008 to every country in the world. The authors adopt two alternative empirical strategies. In one specification, firm-year fixed effects are used to control for time-varying firm-specific characteristics. Alternatively, selection is modelled more explicitly with a two-step Heckman procedure using "extended gravity" variables as exclusion restrictions. Results from both specifications support the predictions. Overall, the findings suggest that weak contracting institutions cannot be regarded simply as an extra sunk or fixed cost to exporting firms; they also significantly affect firms' trade volumes and have manifold implications for firms' dynamic patterns in foreign markets.

#### 221. Implementation of EU legislation on rail liberalisation in Belgium, France, Germany and The Netherlands, by X. Deville, F. Verduyn, March 2012

The study provides a detailed and easy-to-read overview of railway liberalisation in Belgium and the three neighbouring countries. The European Union's liberalisation Directives are often complex and implemented in very specific ways in the different Member States. The analysis goes into some detail about the Commission's underlying motives and economic theories for letting network industries, which had previously been regarded as natural monopolies, convert into competitive enterprises with the separation of infrastructure from operations.

The study takes a look at the impact of the European rail liberalisation Directives in Belgium and its neighbours – France, Germany and the Netherlands. There are considerable variations in the way in which the Directives are applied. This is reflected in the way in which the infrastructure was separated from the transport services within the railway companies, and in the degree of market opening in freight and passenger transport.

The analysis shows that the dominance of the former monopolists in the different Member States means that private rail operators still face major obstacles. The financial analysis of the railway companies reveals wide variations in economic performance. The combination of better balance sheet figures and a bigger domestic market means that some major players in Europe are financially better off, giving them superiority over the smaller railway companies. This raises the question whether these circumstances will ultimately lead to distortion of competition.

## 222. Tommaso Padoa-Schioppa and the origins of the euro, by I. Maes, March 2012

Tommaso Padoa-Schioppa was one of the great architects of the euro. He is remembered in particular as co-rapporteur for the Delors Committee and as a founding member of the European Central Bank's Executive Board. For Padoa-Schioppa, becoming Director-General of the European Commission's DG II (from 1979 to 1983), was a defining moment in his career and life. This period is the main focus of this paper. At the Commission, Padoa-Schioppa's main priority was the European Monetary System, which was launched in March 1979. He was closely involved in several projects to strengthen the EMS, to improve economic policy convergence and the position of the ECU. The other main objective for Padoa-Schioppa was the strengthening of DG II's analytical capacity, especially its model-building capacity and its links with the academic world. As such, he played a crucial role in the professionalisation of economics at the Commission and in preparing DG II for the important role it would play in the EMU process. At the Commission, Padoa-Schioppa also became immersed in several European networks. Of crucial importance here were his contacts with Jacques Delors. This would be of major importance for his further career, becoming one of the architects of the single currency.

## 223. (Not so) easy come, (still) easy go? Footloose multinationals revisited, by P. Blanchard, E. Dhyne, C. Fuss, C. Mathieu, March 2012

The paper revisits the hypothesis surrounding the "footloose" nature of multinational firms (MNFs). Using firm-level data for Belgium over the period 1997-2008, the authors rely on a Probit model and take into account the endogeneity of the determinants of firm exit. Their results may be summarised as follows. First, the unconditional exit probability of MNFs is lower than that of domestic firms. Second, controlling for firm and sector characteristics – firm age, total factor productivity, sunk costs, size, competition on the product market, sector-level value added growth, and sector dummies – the difference between the exit probability of MNFs and domestic firms becomes positive. Third, the results show that MNFs are less sensitive to sunk costs and size than domestic firms, which may be interpreted as lower exit barriers due to greater possibilities of relocating tangible and intangible assets to foreign affiliates.

## 224. Asymmetric information in credit markets, bank leverage cycles and macroeconomic dynamics, by A. Rannenberg, April 2012

The paper adds a moral hazard problem between banks and depositors, along the lines of Gertler and Karadi (2011), to a Dynamic Stochastic General Equilibrium (DSGE) model with a costly state verification problem between entrepreneurs and banks as in Bernanke, Gertler and Gilchrist (1999, BGG). This modification amplifies the response of the external finance premium and the overall economy to monetary policy and productivity shocks. It enables the model to match the volatility and correlation with output of the external finance premium, bank leverage, entrepreneurial leverage and other variables in US data better than a BGG-type model. A reasonably calibrated simulation of a bank balance sheet shock produces a downturn of a magnitude similar to the "Great Recession".

## Conventionele tekens

€	euro
\$	VS-dollar
bv.	bijvoorbeeld
d.m.v.	door middel van
n.	niet beschikbaar
p.m.	pro memorie
r	raming van de Bank
t.o.v.	ten opzichte van

# Lijst van afkortingen

## Landen

BE	België
DE	Duitsland
EE	Estland
IE	Ierland
EL	Griekenland
ES	Spanje
FR	Frankrijk
IT	Italië
CY	Cyprus
LU	Luxemburg
MT	Malta
NL	Nederland
AT	Oostenrijk
PT	Portugal
SI	Slovenië
SK	Slowakije
FI	Finland
EA	Eurogebied
BG	Bulgarije
CZ	Tsjechië
DK	Denemarken
LV	Letland
LT	Litouwen
HU	Hongarije
PL	Polen
RO	Roemenië
SE	Zweden
UK	Verenigd Koninkrijk
EU25	Europese Unie, ongerekend Verenigd Koninkrijk en Tsjechië
EU27	Europese Unie
VS	Verenigde Staten

## Andere

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
ADSEI	Algemene Directie Statistiek en Economische Informatie (Federale Overheidsdienst Economie, KMO, Middenstand en Energie)
AIG	American International Group
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility
BBP	Bruto binnenlands product
BIS	Bank for International Settlements
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
CPI	Consumptieprijsindex
CREG	Commissie voor de Regulering van de Elektriciteit en het Gas
EC	Europese Commissie
ECB	Europese Centrale Bank
EDP	Excessive Deficit Procedure
EFFS	Europese faciliteit voor financiële stabiliteit
EFSM	Europees financieel stabilisatiemechanisme
ELA	Emergency Liquidity Assistance
Eonia	Euro Overnight Index Average
EMU	Economische en Monetaire Unie
EPC	Economic Policy Committee
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees stabiliteitsmechanisme
ESR	Europees Systeem van Rekeningen
EU	Europese Unie
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FPB	Federaal Planbureau
FOD	Federale overheidsdienst
FOMC	Federal Open Market Committee (Verenigde Staten)
GSE	Government-Sponsored Enterprise
HICP	Geharmoniseerde consumptieprijsindex
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INR	Instituut voor de Nationale Rekeningen
Libor	London Interbank Offered Rate
LSAP	Large-Scale Asset Purchases
MBS	Mortgage-Backed Securities
MFI	Monetaire Financiële Instellingen
MTO	Middellangetermijndoelstelling
NAVO	Noord-Atlantische Verdragsorganisatie
NBB	Nationale Bank van België
NBER	National Bureau of Economic Research
NFO	Niet-financiële ondernemingen



OESO	Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling
OIS	Overnight Index Swap
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PMO	Procedure voor Macro-economische Onevenwichtigheden
PSI	Private Sector Involvement
QE	Quantitative Easing
Q&A	Questions and answers
RQMV	Reverse Qualified Majority Voting
RSZ	Rijksdienst voor sociale zekerheid
RVA	Rijksdienst voor Arbeidsvoorziening
SMP	Securities Markets programme
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TSLF	Term Securities Lending Facility
VSCG	Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Governance in de Economische en Monetaire Unie
WMV	Waarschuwingsmechanismeverslag

Nationale Bank van België  
Naamloze vennootschap  
RPR Brussel – Ondernemingsnummer: 0203.201.340  
Maatschappelijke zetel: de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel  
[www.nbb.be](http://www.nbb.be)



Verantwoordelijk uitgever

Jan Smets

Directeur

Nationale Bank van België  
de Berlaimontlaan 14 – BE-1000 Brussel

Contactpersoon voor het Tijdschrift

Luc Dufresne

Secretaris-generaal

Tel. +32 2 221 24 96 – Fax +32 2 221 30 91  
[luc.dufresne@nbb.be](mailto:luc.dufresne@nbb.be)

© Illustraties: Nationale Bank van België  
Omslag en opmaak: NBB AG – Prepress & Image  
Gepubliceerd in juni 2012

