



EUROPESE COMMISSIE

Brussel, 30.5.2012  
SWD(2012) 301 final

**WERKDOCUMENT VAN DE DIENSTEN VAN DE COMMISSIE**

**Beoordeling van de nationale hervormingsprogramma's en de stabiliteitsprogramma's  
2012 voor de**

**EUROZONE**

*bij*

**Aanbeveling voor een**

**AANBEVELING VAN DE RAAD**

**inzake de uitvoering van de globale richtsnoeren voor het economisch beleid van de  
lidstaten die de euro als munt hebben**

{COM(2012) 301 final}

1. Samenvatting.....	3
2. Actuele economische situatie en vooruitzichten .....	4
3. Grote economische uitdagingen en beleidsreacties.....	5
3.1. Herstellen en bewaren van stabiliteit .....	5
3.1.1. Financiële stabiliteit .....	5
3.1.2. Begrotingsbeleid.....	8
3.2. Onevenwichtigheden aanpakken en groei bevorderen.....	13
3.2.1. Interne onevenwichtigheden in de eurozone aanpakken.....	13
3.2.2. Structurele hervormingen om de groei en het aanpassingsvermogen te stimuleren.....	21
Euro Plus-Pact – beoordeling van de mate waarin de verplichtingen zijn nagekomen .....	22
4. De beleidscoördinatie in het eurogebied intensiveren.....	23
4.1. De crisis heeft tekortkomingen in de governance van de eurozone blootgelegd.....	25
4.2. De hervorming van de economische governance in de eurozone .....	26

## 1. SAMENVATTING

**De crisis in de eurozone heeft het afgelopen jaar de meest turbulente fase ooit doorgemaakt.** Deze werd gevoed door een vicieuze cirkel van soevereine schulden, de bankenproblematiek en de verslechterende economische vooruitzichten. Omdat de Europese banken heel wat overheidsschuld in portefeuille hebben, sloegen de twijfels omtrent de houdbaarheid van die schuldenlast over naar de banksector. De beperkte capaciteit van de banken om verliezen op te vangen, verergerde op zijn beurt de soevereine risico's omdat de overheid als ultieme redder van noodlijdende financiële instellingen werd gezien. En tot slot hebben de zwakke groeivoorzichten - verder afgezwakt door de particuliere en publieke schuldafbouw - de bezorgdheid aangewakkerd over de houdbaarheid van de schuld en de rendabiliteit van de banken, de schuldherfinancieringskosten de hoogte ingestuwd en zodoende de schuldhoudbaarheid op een zichzelf realiserende manier in het gedrang gebracht.

**De scherpste van de crisis was illustratief voor de kracht van grensoverschrijdende overloopeffecten in de eurozone.** Toen de schuldproblematiek in de eurozone in 2010 begon, ging het om een geïsoleerd geval. De crisis heeft zich sindsdien verspreid naar andere kwetsbare lidstaten en bracht diverse binnenlandse problemen, zoals macro-economische onevenwichtigheden of zwaktes in de banksector die zich hadden opgebouwd, aan de oppervlakte of verergerden deze. Uiteindelijk werden zelfs tot dan als financieel gezond beschouwde lidstaten besmet en kreeg de crisis een systemisch karakter in de tweede helft van 2011. Deze ontwikkeling toont hoe heftig de overloopeffecten in de eurozone kunnen zijn, vanwege de nauwe economische en financiële banden en de gemeenschappelijke beleidskaders, en dat er geen plaats is voor zelfgenoegzaamheid bij wie ogenschijnlijk buiten schot blijft.

**Krachtdadig politiek optreden om de vicieuze cirkel te doorbreken en het omkaderend beleid te versterken, hebben geholpen de crisis in te dammen.** In de *Routekaart voor stabiliteit en groei* van de Commissie van oktober 2011<sup>1</sup> werd een gezamenlijk plan van aanpak van de crisis uiteengezet dat de beleidsmakers tot richtsnoer voor hun hervormingsinspanningen diende. In het bijzonder werd overeenstemming bereikt over het tweede Griekse aanpassingsprogramma, op basis van een ordelijke herschikking van de overheidsschuld. Andere kwetsbare lidstaten, met name die welke aanpassingsprogramma's van de EU/het IMF uitvoeren, hebben ingrijpende beleidshervormingen in gang gezet. In de eurozone als geheel is de progressie van het consolidatieproces grosso modo volgens plan verlopen, ook al zijn er in sommige gevallen aanvullende maatregelen nodig. Deze nationale inspanningen zijn geflankeerd door acties op Europees niveau: EU-initiatieven met het grootste groeipotentieel worden versneld uitgevoerd; de financiële stabiliteitsmechanismen zijn qua omvang en reikwijdte versterkt; de banken hebben onder leiding van de Europese Bankautoriteit hun kapitaalbasis op een gecoördineerde manier verstevigd, en de Europese Centrale Bank heeft maatregelen genomen om de financieringsstress in de banksector te verminderen. Tot slot zijn verregaande hervormingen van de governance overeengekomen voor een nauwer toezicht op en een scherpere bewaking van het begrotingsbeleid en het economisch beleid.

**Een continue, gedecideerde beleidsaanpak van de opdoemende uitdagingen is noodzakelijk.** Door de hierboven beschreven beleidsmaatregelen was er in de eerste maanden van 2012 een aanzet tot verbetering, maar recentelijk nam de volatiliteit weer toe als gevolg van ongunstige macro-economische ontwikkelingen, aanhoudende twijfels omtrent het

---

<sup>1</sup> COM(2011) 669 definitief.

banksysteem en toenemende politieke onzekerheid in sommige lidstaten. Dit geeft aan dat de markten bijzonder gespannen en waakzaam blijven, en dat het vertrouwen nog zwak is. Het onderstreept tevens dat er zonder constante bijsturing van het beleid op het niveau van de lidstaten en de eurozone geen sprake kan zijn van verbetering. Van cruciaal belang is daarom dat de hervormingsinspanningen om de uitdagingen voor de eurozone op middellange en langere termijn aan te pakken, worden voortgezet, in het bijzonder om:

- de groei reeds op korte termijn aan te zwengelen en het groeipotentieel te vergroten, met name door de integratie en vrijmaking van de markt te versterken om in het bijzonder het particuliere spaarkapitaal te ontsluiten voor productieve investeringen en het concurrentievermogen te vergroten;
- de hoge schuldenlast in de openbare en de privésector op een doordachte manier af te bouwen tussen landen en sectoren, zonder de economische groei te verstikken; in het bijzonder:
  - die hoge overheidsschuld binnen het kader van geloofwaardige strategieën voor begrotingsconsolidatie op middellange termijn te verminderen en daarbij een goed evenwicht tussen consolidatie, hervormingen en groei te bewaren;
  - grote onevenwichtigheden tussen eurolanden te verkleinen via brede structurele hervormingen die het aanpassingsvermogen vergroten en een passend gedifferentieerd begrotingsbeleid;
- het financieel herstel voort te zetten en met name een gezonde banksector te waarborgen, die de economie op een gezonde manier kan financieren.

**De sterke overloopeffecten en onderlinge verwevenheid in de eurozone vereisen een krachtige economische governance en scherp economisch toezicht.** De doortastende hervormingen op het gebied van de economische governance van de eurozone die reeds in regels zijn gegoten en op het getouw staan, komen een heel eind tegemoet aan de eisen van krachtige governance en toezicht waaraan een monetaire unie onderworpen is en vormen een stevig fundament voor een stabiele en gezonde eurozone. Op middellange termijn zijn evenwel verdere stappen nodig om de architectuur van de EMU te voltooien.

## 2. ACTUELE ECONOMISCHE SITUATIE EN VOORUITZICHTEN

**De economische situatie in de eurozone is het afgelopen jaar gevoelig verslechterd.** Na een krimp eind 2011, stabiliseerde het bbp in de eurozone zich begin 2012. De verstoring van het vertrouwen als gevolg van de oplaaierende schuldcrisis, de stijgende olieprijs en de groeivertraging van de mondiale output drukken de groei.

**Alhoewel het acute risico op problemen in het bankwezen is geminderd dankzij prompt optreden eind 2011, blijven de economische vooruitzichten zwak.** Volgens de voorjaarsprognoses van de Europese Commissie zal het bbp in 2012 een zo goed als vlak verloop kennen (-0,3 %) en in 2013 een beperkte stijging (1,0 %) te zien geven. Dit bescheiden herstel is gebaseerd op een herstel van het vertrouwen en dus op de aanname dat de crisis onder controle wordt gehouden en dat de situatie op de financiële markten weer normaal wordt. Een uitbreiding van de crisis blijft effectief de grootste bedreiging en zou de negatieve spiraal van financiële problemen die overslaan naar de reële economie opnieuw in beweging kunnen brengen en de groeivoorzichten aanzienlijk kunnen drukken.

**De verwachting is dat de groeiverschillen tussen de eurolanden zullen voortduren.** Sinds het uitbreken van de wereldwijde economische en financiële crisis zijn er zichtbare

groeiverschillen tussen de eurolanden. De verwachting is dat deze zullen blijven bestaan in de periode waarop de prognoses betrekking hebben omdat de lidstaten die met een erfenis van interne en externe onevenwichtigheden worstelen, pas veel later weer met herstel zullen aanknopen dan de landen die minder structurele problemen kennen (zie ook paragraaf 3.2).

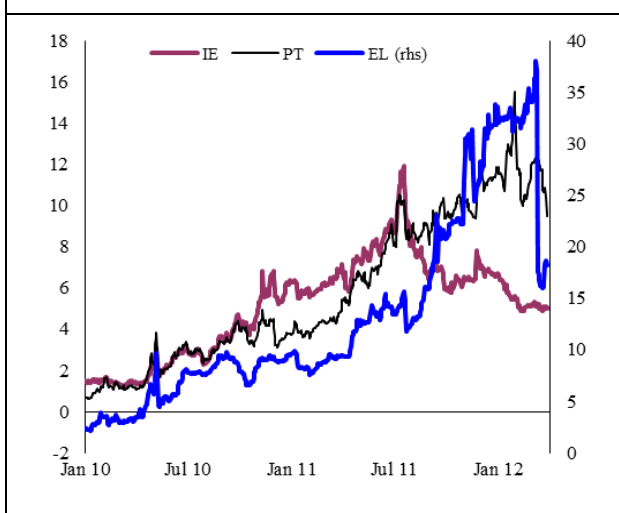
### 3. GROTE ECONOMISCHE UITDAGINGEN EN BELEIDSREACTIES

De eurozone staat voor een aantal met elkaar verstrengelde uitdagingen. Deze worden hierna besproken in twee punten die telkens de relevante beleidsterreinen en beleidsinstrumenten bestrijken. Paragraaf 3.1 heeft betrekking op de uitdagingen die verband houden met het financieel en begrotingsbeleid in de eurozone, paragraaf 3.2 op de uitdagingen die voortvloeien uit de lage groei en de grote macro-economische onevenwichtigheden. In elke afdeling worden de beleidsmaatregelen in de eurozone onder de loop genomen, met bijzondere aandacht voor de follow-up van de aanbevelingen die in 2011 tot de eurolanden werden gericht.

#### 3.1. Herstellen en bewaren van stabiliteit

##### 3.1.1. Financiële stabiliteit

**Grafiek 1. Renteverschil programmalanden (verschil van de 10-jarige rente ten opzichte van Duitsland)**

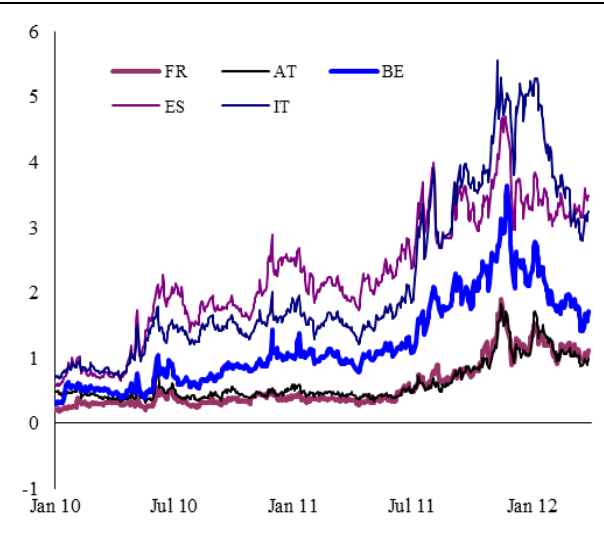


Bron: Reuters Ecowin

**De financiële sector heeft wereldwijd en in Europa harde klappen gekregen tijdens de crisis.** Door de algemene herwaardering van risico's naar aanleiding van de wereldwijde economische en financiële crisis kelderde de waarde van heel wat activa en kalfde de kapitaalbasis van de Europese banken af, waarvan een aantal door de overheid diende te worden gered. Tegen een achtergrond van economische recessie die de overheidsfinanciën in toenemende mate onder druk zette, waren deze reddingsoperaties in sommige gevallen zo omvangrijk dat de houdbaarheid van de betrokken overheidsfinanciën erdoor in het gedrang kwam. In combinatie met een herziening van de cijfers van de overheidsfinanciën in Griekenland ondermijnde dit in aanzienlijke mate het

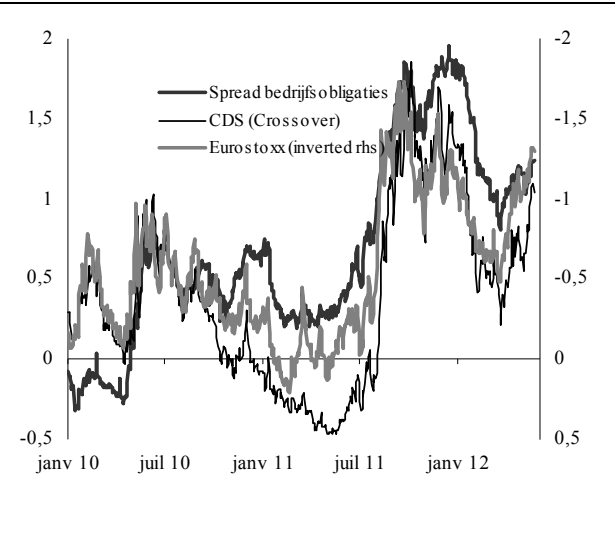
vertrouwen in overheidspapier van heel wat landen in de eurozone. De koersen van de obligaties van als kwetsbaar aangemerkte landen zakten, waardoor het vermogen van de banken, die vóór de crisis zwaar in deze obligaties hadden belegd (grafiek 1), verder slonk. Deze onderlinge verwevenheid van zwakke banken en zwakke landen heeft in een context van vertragende groei voor een gevaarlijke negatieve spiraal gezorgd. De verergerende crisis tastte het beleggersvertrouwen in de kwaliteit van de bankbalansen zwaar aan en maakte het voor de banken moeilijk om zich te financieren. De crisis kreeg een systemisch karakter in de tweede helft van 2011, toen de financiële stress oversloeg naar andere markten voor overheidspapier in de eurozone en daarbuiten, in het besef van de sterke overloopeffecten binnen de zone (grafieken 2 en 3).

**Grafiek 2. Renteverval geselecteerde lidstaten (verschil van de 10-jarige rente ten opzichte van Duitsland)**



Bron: Reuters Ecowin

**Grafiek 3. Indicatoren financieringskosten voor het bedrijfsleven in de eurozone**



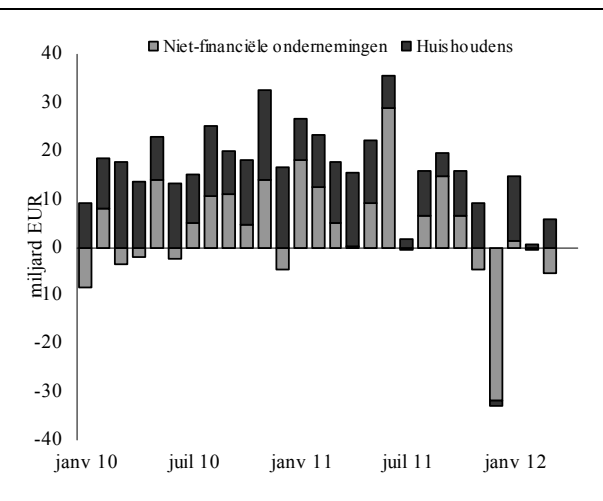
Noot: in standaardafwijkingen van de dagelijkse gemiddelden voor 2005-2011.  
Bron: Reuters Ecowin

**Beleidsmaatregelen die in de tweede helft van 2011 en begin 2012 werden genomen, hielpen het vertrouwen van de markten in de eerste maanden van 2012 te herstellen, maar de verbetering was slechts tijdelijk.** Met name de Very Long Term Refinancing Operations (VLTRO) op drie jaar van de ECB boden soelaas voor de acute herfinancieringsproblemen van de banken in de eurozone en zorgden voor toegang tot financiering op middellange termijn tegen een lage kostprijs. Om de markten gerust te stellen over het vermogen van de banken om schokken op te vangen en voldoende kapitaal aan te houden, keurde de Europese Raad tevens in oktober 2011 een Europees herkapitalisatieplan goed dat door de Europese Bankautoriteit (EBA) wordt gecoördineerd. Ook de over het geheel bezien positieve uitvoering van de EU-/IMF-programma's van financiële bijstand voor Portugal en Ierland droeg bij tot een verbeterd marktsentiment, evenals de ambitieuze hervormingsprogramma's in andere kwetsbare landen. Andere beleidsmaatregelen, zoals het akkoord over het tweede Griekse aanpassingsprogramma, de verdere versterking van de zogeheten brandmuren en de verscherping van het begrotingstoezicht, hadden een gunstige invloed op het sentiment ten aanzien van de economieën in de eurozone. Deze verbetering bleek helaas slechts tijdelijk en het beleggersvertrouwen kreeg opnieuw een deuk, wat aangeeft dat de financiële markten nog steeds erg broos zijn en het marktsentiment snel kan omslaan wanneer de uitvoering van adequate maatregelen hapert.

**Alhoewel het verder verkleinen van de verhouding tussen vreemd en eigen vermogen ("deleveraging") van de banken noodzakelijk is om het beleggersvertrouwen te herstellen, is het zaak ervoor te zorgen dat dit niet al te zeer ten koste gaat van de kredietverstrekking aan de economie.** De recente financieringskrapte en de voortdurende druk om het kapitaal te versterken, hebben de vrees gevoed dat de banken de kredietkraan al te zeer zouden dichtdraaien (grafiek 4). Omdat bankkrediet een voornamelijk financieringsbron is voor de reële economie in de eurozone, in het bijzonder voor kleine en middelgrote ondernemingen, zou een kredietcrisis zware gevolgen hebben voor groei en werkgelegenheid en uiteindelijk afbreuk kunnen doen aan het groeipotentieel als zij gedurende langere tijd aanhoudt. Om dat risico te counteren, is de nationale toezichthouders gevraagd erover te waken dat de plannen van de banken om hun kapitaalratio te verbeteren effectief tot een

stevigere kapitaalbasis leiden en niet tot overmatige deleveraging en verstoringen van de leningactiviteit. Er zijn momenteel geen indicaties dat het deleveragingproces te ver is doorgeschoten of ongeregeld verloopt, met ontwrichtingen voor de reële economie als gevolg. Achter het algemene beeld kunnen echter verschillende realiteiten op nationaal niveau schuilgaan want de situatie in de onderscheiden lidstaten is erg heterogeen.

**Grafiek 4: Bancaire kredietverlening aan de particuliere niet-financiële sector in de eurozone**



Noot: maandgegevens gecorrigeerd voor verkopen en securitisaties, en seizoengecorrigeerd.

Bron: ECB

**Het herwaarderen van vóór de crisis verworven probleemactiva is essentieel om de kredietstromen naar de economie te herstellen.** De aanhoudend lage rente, in combinatie met de afkeer van banken om verliezen te erkennen of beslag te leggen op eigendom, kan de neiging van banken aanwakkeren om leningen of andere probleemactiva onder zich te houden. Het uitstellen van de erkenning van verliezen kan een rem zetten op de kredietverlening aan meer kredietwaardige leners en op potentieel productieve investeringen, en de groei nadelig beïnvloeden. Daarom is het voor de gezondheid van zowel het banksysteem als de economie noodzakelijk dat risico's correct en transparant worden erkend en dat een tijdige herstructurering plaatsvindt.

**De uitzonderlijke liquiditeitsmaatregelen van de ECB hebben de banken ademruimte gegeven.** De VLTRO's hebben

de acute financieringskrapte in de banksector verminderd en zullen de banken in staat stellen de economie van krediet te voorzien als de economische situatie verbetert. De hoge rendementen van sommige overheidsobligaties hebben een aantal banken ertoe aangezet om opnieuw in binnenlands staatspapier te beleggen, waardoor de verstremgeling tussen banken en soevereine risico's toeneemt. Daarom is het van het opperste belang dat de banken de gelegenheid die de VLTRO's bieden, aangrijpen om financieel orde op zaken te stellen en hun balansen te herstructureren, en intussen de kredietverstrekking aan de economie op peil te houden, zodat de sector schokbestendiger is wanneer de VLTRO's aflopen.

**De afgelopen 12 maanden is de herstructurering van de financiële sector in de eurozone voortgezet.** In aansluiting op de vorig jaar aan de eurolanden gedane aanbeveling om de werking en de stabiliteit van het financieel systeem te verbeteren, zijn tal van landen tot herstructurering van hun financiële sector (CY, DE, ES, EL, IE, PT) en versterking van hun toezichthoudend kader (BE) overgegaan. In sommige gevallen (DE, SI) gaan de maatregelen evenwel niet ver genoeg of is er geen integrale aanpak.

**De crisis heeft het proces van financiële integratie vertraagd; ambitieuze stappen om de integratie te versnellen en te verdiepen zijn wellicht noodzakelijk.** Reeds vóór de crisis werd erkend dat het EU-model van grensoverschrijdend bankieren binnen het bestaande institutionele kader niet stabiel was, in het bijzonder wat betreft het toezicht en het beheer van bankcrisisen. Dit is bijzonder schadelijk gebleken binnen de monetaire unie, vanwege de nauwere financiële en reële banden en de verweving met de staatsschuld. Alhoewel de banken hun aanwezigheid over de grenzen heen tot dusver niet hebben afgebouwd, zijn er tekenen dat de grensoverschrijdende bedrijvigheid afneemt en dat zij zich achter de landsgrenzen terugtrekken. In het kader van de herstructurering van hun balansen hebben de banken een

aanvang gemaakt met het afstoten van niet tot het kernbedrijf behorende – vaak buitenlandse – activa, maar die desinvesteringen verlopen niet volgens een vast stramien. Tegenover deze trend van financiële desintegratie moet meer Europees overleg staan inzake kaderstructuren voor toezicht en crisismangement. Meer in het bijzonder zou sterkere integratie van de eurolanden op het gebied van toezichtstructuren en –methoden, grensoverschrijdend crisisbeheer en lastenverdeling, in de richting van een "bancaire unie" een belangrijke aanvulling zijn op de huidige EMU-structuur. Vanuit dezelfde optiek zou directe herkapitalisatie door het ESM kunnen worden overwogen om de link tussen banken en staatsschuld door te knippen.

### 3.1.2. *Begrotingsbeleid*

**Sinds het uitbreken van de crisis is de overheidsschuld in de eurozone fors gegroeid.** Daar waar de schuld niveaus en –trajecten van de eurolanden vóór de crisis aanzienlijke verschillen vertoonden, is er sinds het uitbreken ervan een stijging over de gehele linie. Voor een groot stuk komt dit doordat de economie en de financiële sector tijdens de wereldwijde economische en financiële crisis met omvangrijke financiële steun van de overheid zijn geholpen. Dat er vóór de crisis in een economische hoogconjunctuur te weinig is gedaan om de schuld te verlichten, heeft sommige landen evenwel ook kwetsbaarder gemaakt voor economische schokken. Sinds de crisis in 2007 de kop opstak, is de overheidsschuld in de eurozone met meer dan 20 procentpunten gestegen tot 88% van het bbp in 2011, met grote onderlinge verschillen tussen de lidstaten. Eerlijkheidshalve kan daarbij worden aangetekend dat, alhoewel het epicentrum van de schulden crisis onmiskenbaar in de eurozone ligt, zowel de VS als Japan grotere stijgingen en een hogere schuldquote laten optekenen (grafiek 5).

**Door een combinatie van factoren is het terugdringen van de hoge overheidsschuld sowieso een dringende opgave, en a fortiori in het kader van de monetaire unie van de eurozone.** Ten eerste is wellicht bij wijze van overdreven correctie voor de tot dan overheersende matheid, de risicoaversie op de markten voor staatspapier aanmerkelijk toegenomen nadat beleggers in het licht van de oplopende schuldquoten en de getemperde groeivoorzichten hun inschatting van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën bijstelden. Hierdoor schoten de financieringskosten voor sommige regeringen de hoogte in, waardoor die houdbaarheid voor de betrokken lidstaten reeds op middellange termijn in het gedrang kwam. Ten tweede zijn door de crisis verregaande overloopeffecten binnen de eurozone blootgelegd die het risico van een systeemcrisis vergroten, d.w.z. van een toestand waarbij ontwikkelingen in de eurozone als geheel meer invloed hebben op de beleggersperceptie van een lidstaat dan ontwikkelingen in het betrokken land zelf. En ten derde hebben de lasten van de vergrijzing consequenties voor de houdbaarheid van de begrotingen op langere termijn. Het omlaag brengen van de schuldquote in de meeste lidstaten vergt een dergelijke begrotingscorrectie dat deze niet mogelijk is zonder een duurzame en volgehouden begrotingsconsolidatiestrategie.

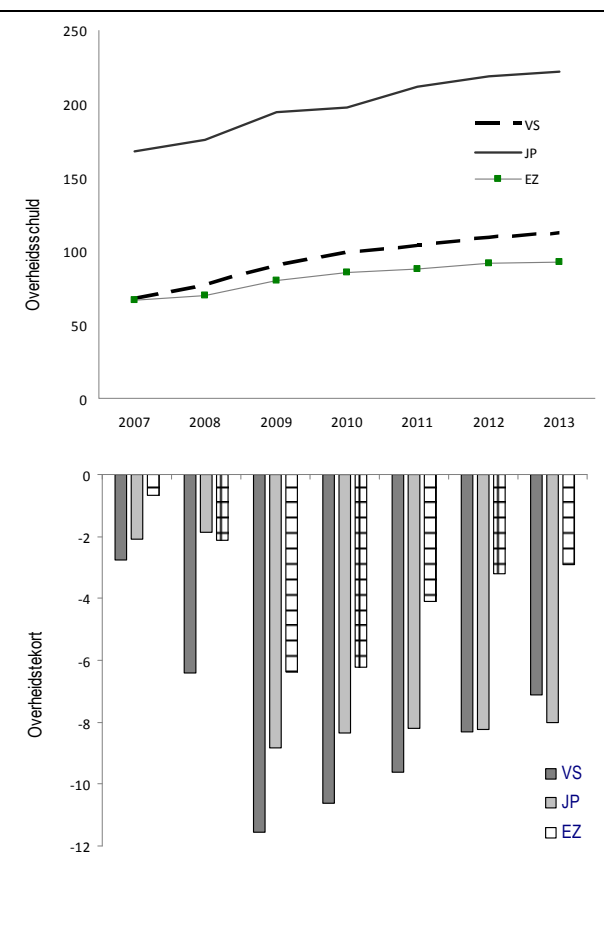
**Het proces van begrotingsconsolidatie in de eurozone is onderweg en de lidstaten leveren op dat vlak grote inspanningen.** Het nominale overheidstekort in de eurozone is met 2,1 procentpunten gedaald tot 4,1 % van het bbp in 2011. De overheidsschuld is evenwel verder toegenomen en bedroeg 87,2 % van het bbp. In de wetenschap dat de verhouding tussen het overheidstekort en het bbp (de tekortquote) werd gedrukt bij een vertragende groei van de output, betekent dit een niet te onderschatten consolidatie-inspanning. Het conjunctuurgezuiverde begrotingssaldo ging er 1 procentpunt op vooruit en bedroeg in 2011 3,4 % van het bbp. Hieruit blijkt dat de eurolanden grosso modo de structurele consolidatie-inspanningen hebben geleverd die in de actualiseringen van 2011 van hun stabiliteitsprogramma's voorop waren gesteld.



**Uit de stabiliteitsprogramma's kan worden opgemaakt dat de consolidatie zal worden voortgezet.** Volgens de in de stabiliteitsprogramma's vervatte plannen zal het begrotingstekort in de eurozone dalen tot rond 3 % van het bbp in 2012 en tot onder 1 % van het bbp in 2015. Het vooruitzicht is dat de bruto overheidsschuld verder zal oplopen tot boven 90 % in 2012 om in 2015 te dalen tot circa 85 %, maar dat er binnen de programmahorizon nog grote verschillen inzake schuldniveau zullen blijven bestaan.

**Grafiek 5. Ontwikkeling van overheidsschuld en overheidstekort in de eurozone, de VS en Japan**

2007-2013 (% van het bbp)



Bron: diensten van de Commissie.

**De eurolanden moeten weliswaar hun overheidsfinanciën opnieuw houdbaar maken, maar begrotingsconsolidatie heeft ook kortetermijneffecten op de groei.** Begrotingsconsolidatie gaat gewoonlijk op korte termijn gepaard met een inkrimping van de economische activiteit. Deze effecten zullen nu – in een recessie na een financiële crisis - wellicht groter zijn dan tijdens een gewone conjunctuurvertraging omdat een groter deel van de gezinnen en de bedrijven moeilijker aan krediet geraakt en gevoeliger is voor veranderingen in inkomsten en winst dan in de rentetarieven. Bovendien is het monetair beleid reeds accommoderend en ondervindt het transmissiemechanisme hinder door de problemen in de banksector, zodat er weinig ruimte is voor een compenserende stimulans vanuit deze bron.

**De grootste beleidsuitdaging bestaat erin de begrotingsconsolidatie op een groeivriendelijke manier voort te zetten.** De hoge schuldenlast verlichten en tegelijkertijd de potentiële nadelige gevolgen van de consolidatie op de groei temperen, kan alleen met geloofwaardige groeivriendelijke consolidatieprogramma's op middellange termijn. Geloofwaardigheid van de consolidatie is daarbij een sleutelement: de nadelige effecten op korte termijn voor de groei blijken doorgaans beperkter te zijn wanneer wordt aangenomen

dat de consolidatie-inspanningen een blijvend resultaat zullen opleveren. De groeivriendelijkheid van consolidatie wordt bepaald door vier aspecten: i) landspecifiek tempo, ii) oordeelkundige samenstelling van de consolidatie-inspanning, met een duidelijke klemtoon op het aan banden leggen van uitgaven in verband met de vergrijzing, en iii) flankerende hervorming van de begrotingsinstellingen.

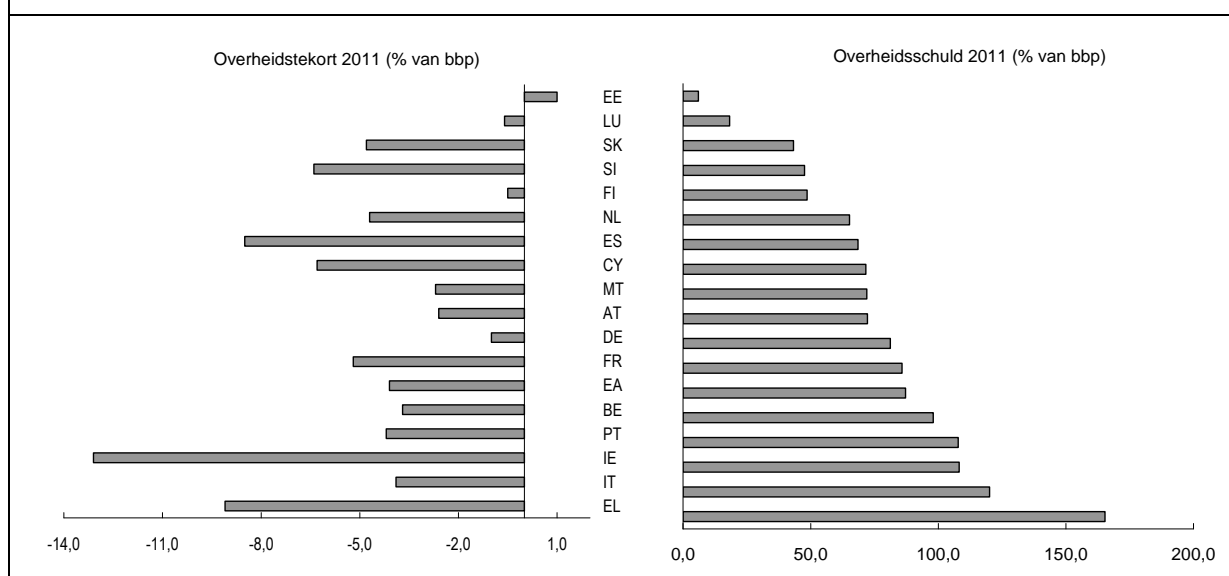
- (i) **De omvang van de begrotingsuitdaging is niet voor alle eurolanden gelijk en vraagt om een gedifferentieerd consolidatietempo.**

**Het Stabiliteits- en groeipact biedt een flexibel kader en regels om het gedifferentieerd consolidatietempo in goede banen te leiden.** De toepassing van de EU-begrotingsregels is

gebaseerd op analyse van de economische toestand en wet- en regelgeving, en op een overkoepelende beoordeling van de structurele houdbaarheid van de overheidsfinanciën. Het kader laat een objectief gedifferentieerde benadering van de lidstaten volgens hun begrotingsruimte en macro-economische situatie toe (grafiek 6). Doorslaggevend voor de tenuitvoerlegging van de regels is het oordeel dat wordt geveld over de begrotingsmaatregelen die de lidstaten nemen, met name over het structurele karakter ervan.

**De flexibiliteit waarin de EU-begrotingsregels voorzien, weerspiegelt zich in de exitstrategie voor de buitengewone begrotingsmaatregelen die zijn genomen om de weerslag van de crisis te verzachten.** Zo hebben lidstaten waaraan een hoge en potentieel oplopende risicopremie wordt aangerekend, niet veel speelruimte om van hun nominale begrotingsdoelen af te wijken, zelfs niet als de macro-economische omstandigheden slechter dan verwacht blijken te zijn. Andere lidstaten daarentegen, verkeren in een positie om de automatische stabilisatoren volop te spelen op het structureel aanpassingstraject.

**Grafiek 6. Overheidstekort en –schuld in 2011 in de eurolanden (in % van het bbp)**



Bron: Eurostat

**(ii) De samenstelling van de consolidatie-inspanning is essentieel waar het gaat om het minimaliseren van de nadelige effecten op de groei.**

**Van bevrozing van de uitgaven kan een sterke signaalwerking uitgaan.** Omdat consolidatiestrategieën die de uitgavenzijde aanpakken per definitie niet de gemakkelijkste weg zijn, geeft de keuze ervoor aan hoe sterk men zich committeert aan het terugdringen van begrotingstekorten. Het bevrozen van de uitgaven is dus een eerste vereiste voor geloofwaardigheid en om te voorkomen dat nog hogere risicopremies moeten worden betaald. Groeivriendelijke consolidatie vereist evenwel ook een prioritering van groeibevorderende overheidsuitgaven om het zo al wankele groeipotentieel van de economie in de eurozone niet te verzwakken. Overheidsinvesteringen zijn in dit verband van bijzonder belang omdat zij via de binnenlandse vraag reeds op korte termijn een groei-effect sorteren en op lange termijn een positief effect hebben op de aanbodzijde. Voornamelijk in de lidstaten die buitengewoon lage rentetarieven kennen is het zaak een beleid te voeren dat productieve investeringen aanmoedigt, aangezien het zeer waarschijnlijk is dat de particuliere en maatschappelijke opbrengsten hoger zullen liggen dan de financieringskosten. Daarnaast is het evenzeer belangrijk in het bijzonder erover te waken dat het geld van uitgavenprogramma's doeltreffend wordt besteed en op de juiste plaats terechtkomt.

**Gezien de omvang van de vereiste begrotingsaanpassing, zal die in heel wat lidstaten wellicht gedeeltelijk van de inkomstenzijde moeten komen.** Dit geldt in het bijzonder voor de lidstaten waar de vereiste forse consolidatie-inspanningen gepaard gaan met mogelijkheden om de inkomsten uit belastingen te verhogen of waar door de crisis uitgeholde belastinggrondslagen moeten worden hersteld. Er zijn verschillende manieren om de inkomsten uit belastingen te doen toenemen zonder de belastingtarieven als zodanig te verhogen. In eerste instantie moet aan een efficiëntere belastinginning en –administratie worden gedacht. Waar zulks ontoereikend is of de belastingdiscipline al groot is, dient een verruiming van de belastinggrondslag te worden overwogen. Het versterken van de discipline en verruimen van de belastinggrondslagen zijn sowieso goede uitgangspunten van het fiscaal beleid omdat zij de belastingheffing efficiënter en economisch billijker maken. Als laatste optie kan in sommige gevallen het verhogen van de belastingtarieven of het introduceren van nieuwe belastingen onvermijdelijk zijn. Het is dan zaak de mogelijke schadelijke effecten op de groei miniem te houden en voorrang te geven aan de minst nadelige belastingen, zoals verbruiksbelastingen of onroerendezaakbelasting.

**Passende fiscale maatregelen kunnen eveneens bijdragen tot groei en concurrentievermogen, en onevenwichtigheden in de economie verkleinen.** Het fiscaal beleid moet in het algemeen geconcentreerd worden op groeivriendelijke veranderingen in de structuur en de opzet van de bestaande belastingstelsels. Groei en concurrentievermogen ondervinden in het bijzonder meer nadelen van een verhoging van de belastingdruk op arbeid en kapitaal dan van andere soorten belastingen, zoals die op het verbruik en eigendom en milieuheffingen. Met name sommige eurolanden die hun concurrentiepositie drastisch moeten verbeteren, dienen hierop te letten. Ook de potentiële verdelingseffecten van wijzigingen in het fiscale beleid moeten zorgvuldig worden bestudeerd. Verlagen van de belastingdruk op arbeid moeten worden toegespitst op de meest kwetsbare arbeidsmarktgroepen, omdat deze vaak bijzonder zwakke prikkels hebben om te werken en de arbeidskosten betrekkelijk hoog zijn. In het bijzonder voor de eurozone geldt dat door de fiscale hervormingen ook iets moet worden gedaan aan de stimulansen om schulden aan te gaan die opgesloten liggen in de vennootschapsbelasting en in de onroerendezaakbelasting.

**De samenstelling van de consolidatie is niet altijd groeivriendelijk geweest.** De consolidatie-inspanningen zijn over het algemeen genomen aan de uitgavenzijde geleverd, maar daarbij zijn slechts door een paar lidstaten groeibevorderende posten zoals onderzoek en ontwikkeling (IT) en onderwijs (DE) ontzien. Andere (PT, IT) hebben de voorrang gegeven aan kapitaaluitgaven, met name door een groter beroep te doen op de EU-Structuurfondsen. In verschillende lidstaten (EE, FI) is de doeltreffendheid van de overheidsuitgaven verbeterd. Niet zelden zijn er ook maatregelen aan de inkomstenzijde genomen. Sommige lidstaten hebben ervoor gekozen de belastingen te verhogen, wat hier en daar heeft geleid tot een betere belastingstructuur en een verlichting van de belastingdruk op arbeid (IT). Vaker gingen de aanpassingen evenwel niet de gewenste richting uit en nam de belastingdruk op arbeid (AT, ES, FR) of op kapitaal (ES) toe, zonder dat andere, voor de groei minder nadelige mogelijkheden volledig werden benut. Nog andere maatregelen hadden betrekking op het verhelpen van scheeftrekkingen in de onroerendezaakbelasting (PT) of hogere verbruiksbelasting (FR), maar nergens waren er verschuivingen in de richting van milieuheffingen.

**De budgettaire impact van de vergrijzing opvangen, is de sleutel tot houdbare overheidsfinanciën.** Doordat de crisis de groei drukt, is de druk van de vergrijzing op de overheidsfinanciën nu groter dan verwacht. Uitgaande van het beleid zoals het thans is, wordt aangenomen dat het beslag van de overheidsuitgaven in verband met de vergrijzing op het bbp tegen 2060 met 4¾ procentpunten zal toenemen. Er zijn echter grote nationale verschillen

en met name België, Cyprus, Luxemburg, Malta, Nederland, Slovenië en Slowakije staan voor een uitdaging. Pensioenen vertegenwoordigen een zeer groot en stijgend deel van de overheidsuitgaven in de eurozone: ruim 12 % van het bbp nu, oplopend naar verwachting tot 14 % in 2060. Niet alleen in de lidstaten die de zwaarste pensioenlasten dragen, zouden hervormingen in de pensioensector, de gezondheidszorg en de langdurige zorg, de overheidsfinanciën op lange termijn houdbaar maken, de geloofwaardigheid van de huidige consolidatie-inspanningen versterken en bijdragen tot een groter beleggersvertrouwen.

**Er is vooruitgang wat de pensioenhervormingen betreft, maar die in de gezondheidszorg lopen achter.** Vanwege het schrikbeeld van de vergrijzing zijn in een meerderheid van de lidstaten het voorbije decennium de pensioenstelsels onder handen genomen om ze op een meer duurzame leest te schoeien. Dit proces is in het voorbije jaar voortgezet. De recente pensioenhervormingen in sommige eurolanden, met name in Griekenland, Italië en Spanje, hebben een duidelijk positief effect op de begrotingen. In heel wat gevallen zijn evenwel extra hervormingen noodzakelijk. Minder vooruitgang is geboekt op het vlak van de zorgstelsels, waar de uitdaging erin bestaat de noodzaak tot het verstrekken van universele gezondheidszorg en langdurige zorg in evenwicht te brengen met een toenemende vraag in verband met de vergrijzing, technologische ontwikkeling en hogere verwachtingen van patiënten in alle leeftijdscategorieën. Om te komen tot een efficiënter gebruik van de beperkte overheidsmiddelen én een kwalitatief hoogwaardige gezondheidszorg te verstrekken, moet er dus ingrijpend worden hervormd.

- (iii) **Hervormingen van de nationale begrotingskaders kunnen een belangrijke bijdrage leveren aan de consolidatie en de consolidatie-effecten op de groei verlichten.**

**Het verbeteren van de nationale begrotingsprocessen door beproefde beste praktijken over te nemen, zou de budgettaire beleidsvoering duurzaam ten goede komen.** Bovendien kunnen geloofwaardige begrotingskaders, die het verzekeren van budgettaire houdbaarheid als doel hebben, meer ruimte scheppen om de overheidsfinanciën hun stabiliserende rol op korte termijn te laten spelen. Als aan de verwachtingen van de markten wordt tegemoetgekomen met een geloofwaardige aanpak op middellange termijn, met andere woorden als de beleggers er vertrouwen in hebben dat de beleidsmakers de tekorten op middellange termijn zullen terugdringen, zullen die beleggers minder gevoelig zijn voor de kortetermijnfluctuaties van de budgettaire grootheden, waardoor er meer ruimte ontstaat voor stabiliserende beleidsmaatregelen. De rol van de nationale begrotingskaders en het EU-toezicht is daarbij van cruciaal belang.

**Bij de verbetering van de begrotingskaders is zichtbaar vooruitgang geboekt.** De meeste landen zijn begonnen belangrijke structurele elementen van hun budgettair raamwerk ingrijpend te hervormen en hebben nieuwe of strengere begrotingsregels vastgesteld (in sommige gevallen ingeschreven in de grondwet), hun meerjarenplanning verbeterd en begrotingsraden opgericht. Deze inspanningen moeten worden voortgezet en tastbare resultaten opleveren die het begrotingsproces versterken. Met name door de Richtlijn tot vaststelling van voorschriften voor begrotingskaders tegen eind 2012 om te zetten – zoals de staatshoofden en regeringsleiders van de eurozone hebben toegezegd – en het begrotingspact tijd uit te voeren, zou een ondubbelzinnig signaal worden afgegeven dat de eurozone de juiste mechanismen in stelling brengt voor een geloofwaardig en duurzaam proces van begrotingsconsolidatie.

**Het gezamenlijk uitgeven van schuldinstrumenten zou de begrotingsdiscipline en de solidariteit in de eurozone eveneens kunnen versterken.** Het creëren van een nieuw

marktsegment voor gezamenlijke emissies zou een oplossing bieden voor het schuld papier van heel wat eurolanden dat momenteel weinig aftrek vindt bij de beleggers. Via een dergelijk instrument, in welke vorm dan ook, zouden de deelnemende lidstaten zich vlotter kunnen herfinancieren tegen een rente die doorgaans lager zal zijn als gevolg van een lagere liquiditeitspremie en minder marktvolatiliteit. Diverse ideeën in die zin zijn naar voren gebracht, zoals het uitgeven van gemeenschappelijke obligaties in combinatie met een schuldaflossingsfonds - een suggestie van de Duitse Economische Adviesraad, verschillende vormen van stabiliteitsobligaties (groenboek van de Commissie) of het gezamenlijk uitgeven van kortlopend schuld papier (E-bills). Zelfs als voor de gezamenlijke emissies geen rol zou zijn weggelegd in het afwikkelen van de schuldcrisis, zou een dergelijk instrument toch bijdragen tot een doeltreffende financiële integratie doordat het de doorgifte van monetair beleid vergemakkelijkt en kwalitatief hoogwaardig onderpand ter beschikking stelt dat vlotter grensoverschrijdend kan worden gebruikt. De netto-effecten van gezamenlijke emissies zullen uiteindelijk maar positief zijn als de prikkels om de begrotingsteugels eventueel te laten vieren, kunnen worden weggenomen. Het met succes in praktijk brengen van het nieuwe economische governancekader dat is geïnstalleerd en waaraan verder wordt gewerkt, kan een belangrijke stap zijn richting de voorwaarden voor gezamenlijke uitgifte. De Commissie zal voorstellen doen nadat de resultaten van de raadpleging over haar groenboek zijn geanalyseerd.

## 3.2. Onevenwichtigheden aanpakken en groei bevorderen

### 3.2.1. *Interne onevenwichtigheden in de eurozone aanpakken*

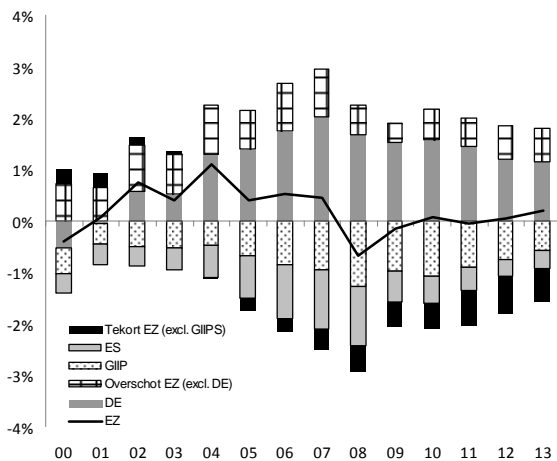
**Eén van de markante feiten van het eerste decennium van de eurozone is de geleidelijke toename van macro-economische onevenwichtigheden**, met de uitdijende verschillen inzake externe positie als meest in het oog lopende uiting. Sommige lidstaten zagen hun tekort op de lopende rekening de pan uit rijzen, terwijl andere omvangrijke overschotten opbouwden<sup>2</sup> (grafiek 7).

**De oplopende tekorten en overschotten op de lopende rekening waren het pendant van grootschalige kapitaalstromen in de eurolanden.** Kapitaalinstream was er overwegend voor de lidstaten waar de reële rendementen het hoogst leken. Deze kapitaalstromen weerspiegelden weliswaar ten dele gezonde inhaalbewegingen, vooral dan in de beginperiode, maar ook een in het algemeen verkeerde waardering van het kredietrisico, en zouden uiteindelijk leiden tot een slechte middelenallocatie in de ontvangende economieën en een significante component worden van onhoudbare macro-economische trends. Een deel van de kapitaalstromen werd afgeleid naar onproductieve bestedingen en voedde een exploderende binnenlandse vraag, die in sommige eurolanden gepaard ging met een ongebreidelde groei van de kredietverlening, oplopende schulden in de particuliere en/of openbare sector en een zeepbel op de huizenmarkt (grafiek 8).

---

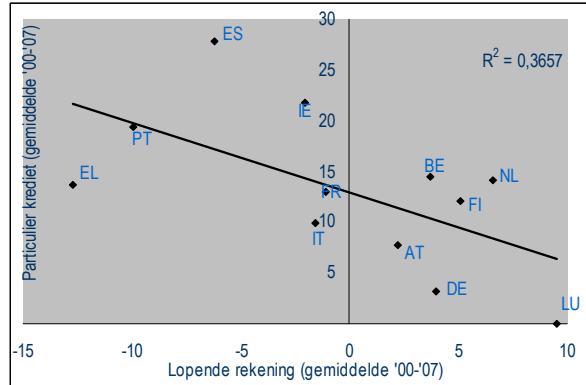
<sup>2</sup> Zie voor nadere informatie bv. Quarterly Report on the Euro Area, No. 1/2009, Europese Commissie; European Economy No. 1/ 2010, Surveillance of intra-euro area competitiveness and imbalances, Europese Commissie.

**Grafiek 7. Ontleding van de ontwikkeling van de lopende rekening in de eurozone**



Bron: diensten van de Commissie.

**Grafiek 8. Externe en interne onevenwichtigheden vóór de crisis**

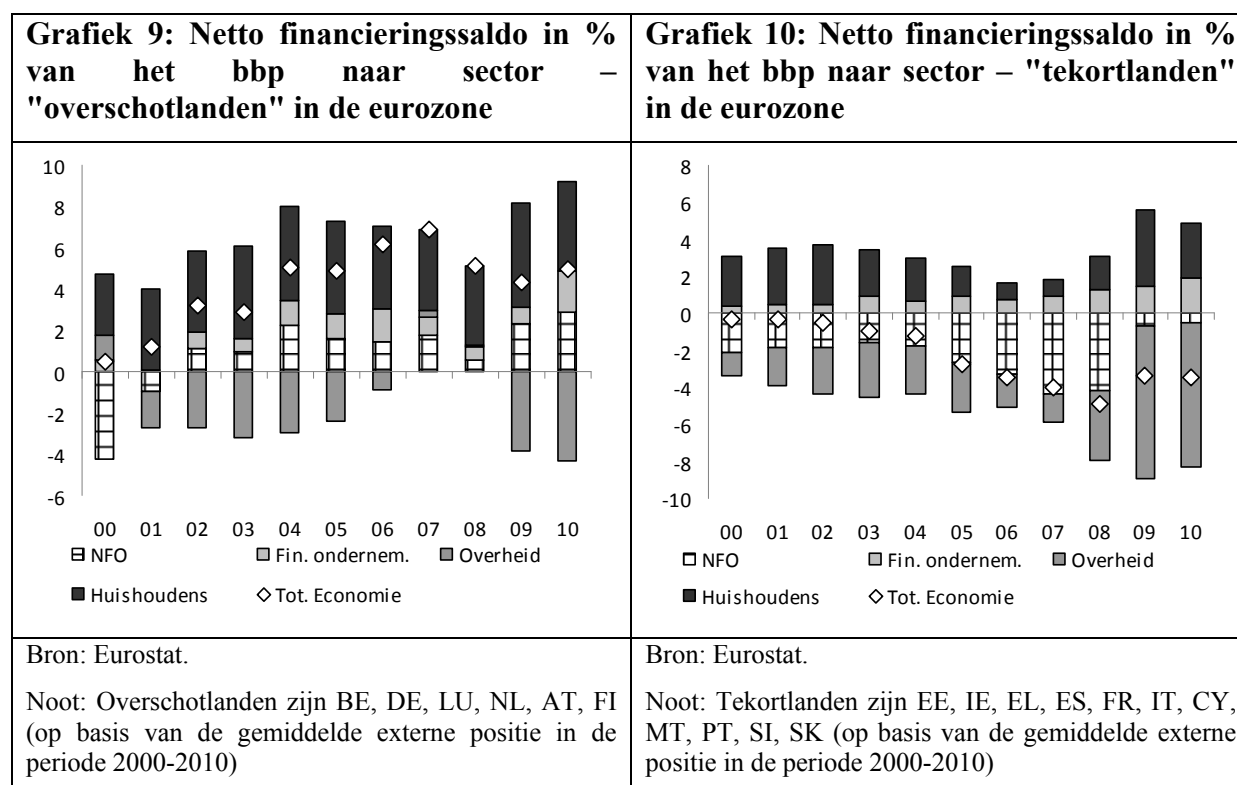


Bron: diensten van de Commissie.

Noot: Particuliere kredieten (transacties) als % van het bbp en lopende rekening, gemiddelden voor 2000-2007

**De verschillen in externe positie binnen de eurozone waren in het verleden hoofdzakelijk te wijten aan uiteenlopende ontwikkelingen in de particuliere sector** (grafieken 9 en 10). Een blik op het netto financieringssaldo volgens sector in overschot- en tekortlanden in de eurozone leert dat vooral de niet-financiële particuliere sector verantwoordelijk was voor de uitdijende verschillen in externe positie vóór het uitbreken van de crisis. Alhoewel het saldo van de overheidssector in tekortlanden iets negatiever was dan in overschotlanden, was hun aandeel in de totale onevenwichtigheden doorgaans beperkter dan dat van de particuliere sector<sup>3</sup>. De ontwikkelingen in de rest van de particuliere sector wezen evenwel op toenemende verschillen: terwijl het financieringssaldo van de particuliere sector in overschotlanden gemiddeld genomen verbeterde, liet het in tekortlanden een geleidelijke verslechtering zien tot 2007. Het nettosaldo van de sector huishoudens was zowel in de overschot- als in de tekortlanden gemiddeld positief gedurende de gehele periode, maar was in de laatstgenoemde heel wat kleiner en verslechterde bovendien in de aanloop naar de crisis. Niet-financiële ondernemingen waren netto-ontleners in de tekortlanden en werden nettoleners in de overschotlanden. De crisis heeft een belangrijke consolidatiegolf van de particuliere portefeuilles, zowel van de huishoudens als van de niet-financiële ondernemingen, op gang gebracht, en dit niet alleen in de tekortlanden, maar ook in die welke overschotten op de lopende rekening vertonen.

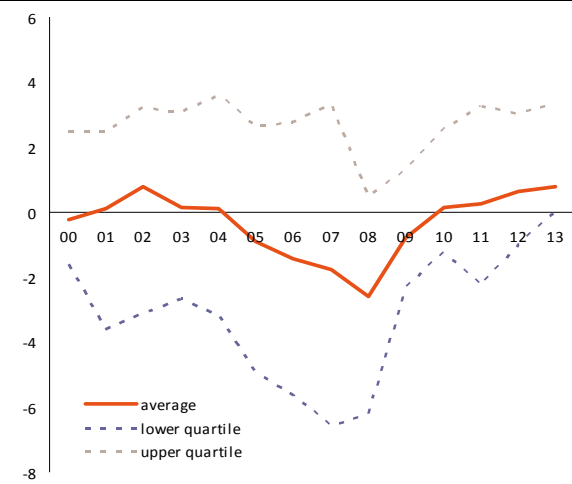
<sup>3</sup> Het netto financieringssaldo van de financiële sector was eveneens relatief bescheiden en grosso modo vergelijkbaar, wat te maken heeft met de intermediaatiefunctie van de financiële instellingen.



**De crisis zorgde voor een ombuiging van de hierboven beschreven trends en de onevenwichtigheden in de lopende rekeningen in de eurozone zijn sindsdien aanmerkelijk verkleind.** De spreiding tussen de onevenwichtigheden op de lopende rekening is nu ten opzichte van het hoogste punt aanzienlijk afgenomen. De kloof ("gap") tussen de werkelijke saldi van de lopende rekeningen en de "norm", volgens een aantal basisfactoren, is substantieel verkleind (grafiek 11). In de jaren voor de crisis werden voor een meerderheid van landen saldi van de lopende rekening opgetekend die onder het niveau lagen dat op grond van de onderliggende factoren mocht worden verwacht. Omdat de grootste correctie tot op dat moment plaatsvond aan de kant van de overschotlanden, schommelde de gemiddelde gap van de lopende rekening rond het nulpunt en werd aansluitend positief. Alhoewel de slinkende tekorten in belangrijke mate verband hielden met een dalende binnenlandse vraag en invoer, was er bij de tekortlanden ook sprake van een begin van betere exportresultaten. Volgens de voorjaarsprognoses van de Commissie zullen hun marktaandeelen qua uitvoer meer stijgen dan die van de overschotlanden.

**Ook aan de overschotzijde vindt herschikking plaats, zij het in mindere mate.** Sinds 2007 hebben alle overschotlanden hun overschotten aanzienlijk verminderd. Met name in Duitsland is de samenstelling van de groei in het recente verleden merkbaar veranderd. De binnenlandse vraag werd de belangrijkste groeimotor van de output en steeg in 2011 bijna 2 procentpunten sneller dan in de eurozone als geheel. Ook de arbeidskosten per eenheid product stegen in 2011 sneller dan gemiddeld in de eurozone en de recente loononderhandelingen wijzen eveneens verder in die richting. Volgens de voorjaarsprognoses van de Commissie wordt verwacht dat deze trends zich zullen voortzetten binnen de prognosehorizon.

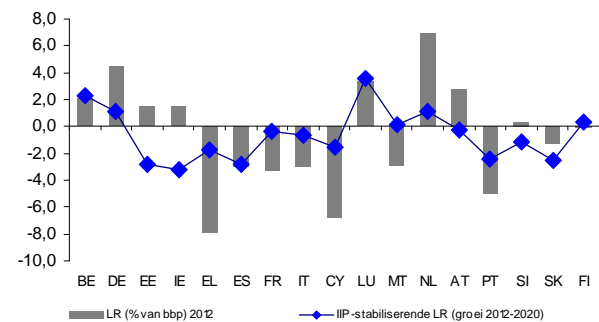
**Grafiek 11. Ontwikkeling van de 'gaps' van de lopende rekening in de eurozone**



Bron: Europese Commissie

Noot: de 'gaps' van de lopende rekening geven het verschil aan tussen het werkelijke niveau van de lopende rekening en de 'norm', volgens de benadering van Salto en Turrini (2010).

**Grafiek 12. Werkelijk saldo lopende rekening (LR) en IIP-stabiliserend LR-saldo (2012-2020)**



Bron: Europese Commissie

Noot: Het IIP-stabiliserend LR-saldo is het saldo dat nodig is om de verhouding tussen de NIIP en het bbp constant te houden gelet op de groeivoorzichten voor 2012-2020.

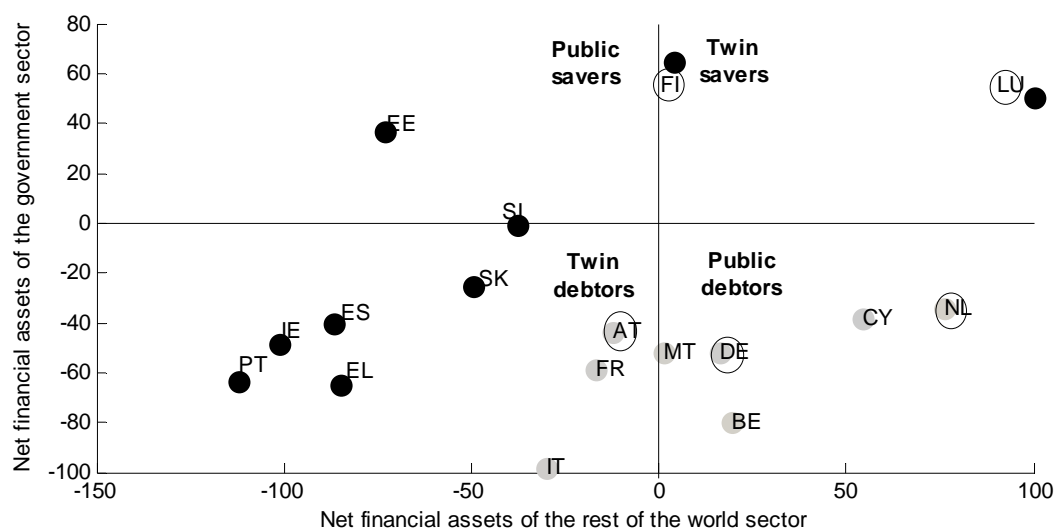
**Met het oog op de toekomst is de hamvraag of de geconstateerde verbetering van de onevenwichtigheden structureel is of zal omslaan wanneer de conjunctuur weer aantrekt.** Er zijn indicaties dat minstens een deel van het geconstateerde evenwichtsherstel van structurelere aard en dus waarschijnlijk betrekkelijk stabiel is. Wanneer aan de recente correcties een herbeoordeling van de inkomstenverwachtingen en de risicopremies ten grondslag ligt, en niet alleen maar een conjuncturele outputdaling, kunnen ze duurzaam blijken. Vanwege de hoge schulden op het buitenland die de meeste tekortlanden hebben, zal de druk van de markten om bij te sturen de komende jaren sterk blijven en lijkt het onwaarschijnlijk dat de ingrepen op de betalingsbalans worden teruggedraaid. Ook is de te leveren consolidatie-inspanning doorgaans groter in de tekortlanden dan in de overschotlanden, zodat de bijdrage van de overheid aan het herstel waarschijnlijk op langere termijn zal zijn. Tot slot gaat de bijsturing in heel wat tekortlanden gepaard met veranderingen in de relatieve prijzen, wat een eerste vereiste is voor de noodzakelijke reallocatie van middelen in de respectieve economieën.

**Alhoewel de correctie aan de tekortzijde omvangrijk mag worden genoemd, zijn er aanwijzingen dat zij onvolledig is geweest in de landen die het grootste tekort op de lopende rekening hadden.** Niettegenstaande er vaak een ingrijpende aanpassing op het niveau van de stromen is geweest, torsen sommige van de betrokken landen nog altijd zeer hoge schulden op het buitenland zoals blijkt uit de netto internationale investeringsposities (NIIP) in verhouding tot het bbp. Gelet op het hoge peil van de nettoverplichtingen en de zwakke groeidynamiek, zijn verdere verbeteringen van de lopende rekening, en in het bijzonder van de handelsbalansen, nodig om de trend van de NIIP/bbp-ratio's te doen dalen (grafiek 10). Rekening houdende met de groeivoorzichten voor het komende decennium, zou de buitenlandse schuldenlast van Griekenland, Frankrijk, Italië, Cyprus, Malta en Portugal verder oplopen als de tekorten op de lopende rekening op het huidige peil blijven. Dit hoeft niet per definitie een bedreiging te vormen voor de externe houdbaarheid in landen



zoals Frankrijk die een gunstige externe positie hebben, maar betekent wel een bijkomend blok aan het been voor landen die reeds een hoge externe schuld torsen.

**Grafiek 13. Financieel vermogenssaldo van de overheidssector in de eurolanden (% van het bbp), 2010**



Bron: Eurostat

Noot: het netto financieel vermogen (NFA) is het saldo van financiële vorderingen en verplichtingen. De NFA-posities zijn het pendant in de nationale rekeningen van de netto internationale investeringsposities (NIIP) en maken het mogelijk op de spaar-investeringsbalansen per sector te bekijken. De situatie in de eurolanden worden in de grafiek weergegeven vanuit drie perspectieven: 1) de verhouding tussen de NFA-positie van de huishoudens en die van de ondernemingen ("dekkingsgraad"), die aangeeft in hoeverre de binnenlandse particuliere besparingen toereikend zijn om in de behoeften van ondernemingen te voorzien. Een lichte kleur betekent volledige dekking en een donkere kleur onvolledige dekking. Er wordt a priori van uitgegaan dat ondernemingen gemiddeld netto-investeerder zijn (negatieve NFA) en huishoudens nettospaarders (positieve NFA), terwijl financiële ondernemingen gemiddeld intermediair zijn (NFA-positie in evenwicht); 2) de overheids-NFA geeft een indicatie van de rol van de overheid bij het opvullen van een eventueel besparingstekort in de particuliere sector (een minteken betekent netto-overheidsverplichtingen); 3) de NFA-positie van de algemene economie t.o.v. de rest van de wereld legt het verband de interne positie en de externe behoeften/mogelijkheden van de economie (een minteken betekent netto externe verplichtingen). Surpluslanden zijn omcirkeld.

**De noodzakelijke verbetering van de lopende rekening om de externe schuldpositie te stabiliseren of af te bouwen, noopt vaak tot nog ambitieuzere verbeteringen van de handelsbalansen.** Dit komt door de negatieve nettobetalingen van inkomsten uit investeringen die deze landen verschuldigd zijn, d.w.z. te betalen rente op buitenlandse leningen, uit te keren dividenden op buitenlandse investeringen en andere factorbetalingen aan het buitenland. Aangezien schulden aan het buitenland de voornaamste factor zijn van de saldi van de inkomensrekeningen, zijn deze betrekkelijk persistent. Tot dusver heeft de correctie in de tekortlanden zich grotendeels voltrokken via mutaties op de handelsbalans, die op hun beurt grotendeels het gevolg waren van een dalende invoer als gevolg van contracties van de binnenlandse vraag. Om hun externe positie opnieuw houdbaar te maken, moeten landen als Griekenland, Spanje, Cyprus en Portugal hun handelstekorten (inclusief netto-overdrachten) ombuigen in overschotten om de betrekkelijk hoge negatieve saldi van de inkomensrekeningen te compenseren. Hiervoor zullen zij onder andere hun concurrentievermogen aanzienlijk moeten verbeteren om de vóór de crisis geleden verliezen goed te maken. Cruciaal is hierbij dat erop wordt toegezien dat de loonontwikkelingen

bijdragen tot het herwinnen van het vermogen om op arbeidskosten te concurreren en dat maatregelen worden getroffen om de productmarkten minder rigide te maken. Om te vermijden dat de werkloosheid oploopt, moeten de maatregelen om de aanpassing van prijzen en kosten te ondersteunen geflankeerd worden door hervormingen die de herverdeling van middelen over bedrijven en sector vergemakkelijken. In de eerste plaats zullen arbeidskrachten en kapitaal moeten worden verschoven van de niet-verhandelbare bedrijvigheid, die vóór de crisis uitdijde, naar de exportsector. Hervormingen van de arbeidsmarkt volgens het principe van flexizekerheid zijn daarvoor in het bijzonder geschikt. De hoge schuldenlast in de tekortlanden onderstreept ook hoe belangrijk de externe financieringsvoorwaarden voor die lidstaten zijn, aangezien zij door hun omvangrijke schulden op het buitenland gevoeliger zijn voor veranderingen in de financieringskosten. Structurele hervormingen die de onderliggende problemen van de onevenwichtigheden aanpakken, in combinatie met vooruitgang bij het herstellen van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën, zullen helpen het vertrouwen van de financiële markten terug te winnen en de kosten voor de financiering van bestaande verplichtingen op een draaglijk peil te houden.

**In tegenstelling tot tekorten op de lopende rekening, geven lang aangehouden grote overschotten op de lopende rekening geen aanleiding tot twijfels omtrent de houdbaarheid van de buitenlandse schuld of de financieringscapaciteit van de betrokken landen.** Duurzame overschotten zijn te verantwoorden als zij het gevolg zijn van exogene factoren, zoals de aanwezigheid van natuurlijke rijkdommen, of van de concurrentiekracht van de ondernemingen, of voortvloeien uit structurele economische kenmerken die het spaar- en investeringsgedrag bepalen (bv. landen met een verouderende bevolking kunnen ervoor opteren vandaag te sparen, d.w.z. een overschot op de lopende rekening te hebben, om een daling van de consumptie in de toekomst te vermijden. Het kan evenwel ook voorkomen dat lang aangehouden grote overschotten op de lopende rekening veroorzaakt worden door minder positieve factoren die verband houden met de werking van de markten, bv. met de manier waarop de financiële sector middelen verdeelt, of door een beleid dat de binnenlandse vraag en investeringskansen frustreert. Wanneer dat laatste het geval is, zouden hervormingen die de binnenlandse vraag en het groeipotentieel helpen te versterken, de welvaart in de betrokken lidstaat ten goede komen. Het verkleinen van het overschot aan binnenlandse besparingen ten opzichte van investeringen, zou bovendien heilzaam kunnen zijn voor andere eurolanden, die niet beschikken over het wisselkoersinstrument om aanhoudende onevenwichtigheden van de lopende rekening te corrigeren, al is de omvang en de impact van dergelijke groei-overloopeffecten behoorlijk onzeker.

**Een grondigere analyse van de economieën met een overschot leert daarenboven dat de sectorale samenstelling van hun externe posities, en bijgevolg het potentieel voor externe correcties, zeer heterogeen is.** Uit een eerste onderzoek van de economieën met een overschot in de eurozone blijkt dat er betrekkelijk wat verschillen zijn inzake de situatie van de onderscheiden economische sectoren (grafiek 13).

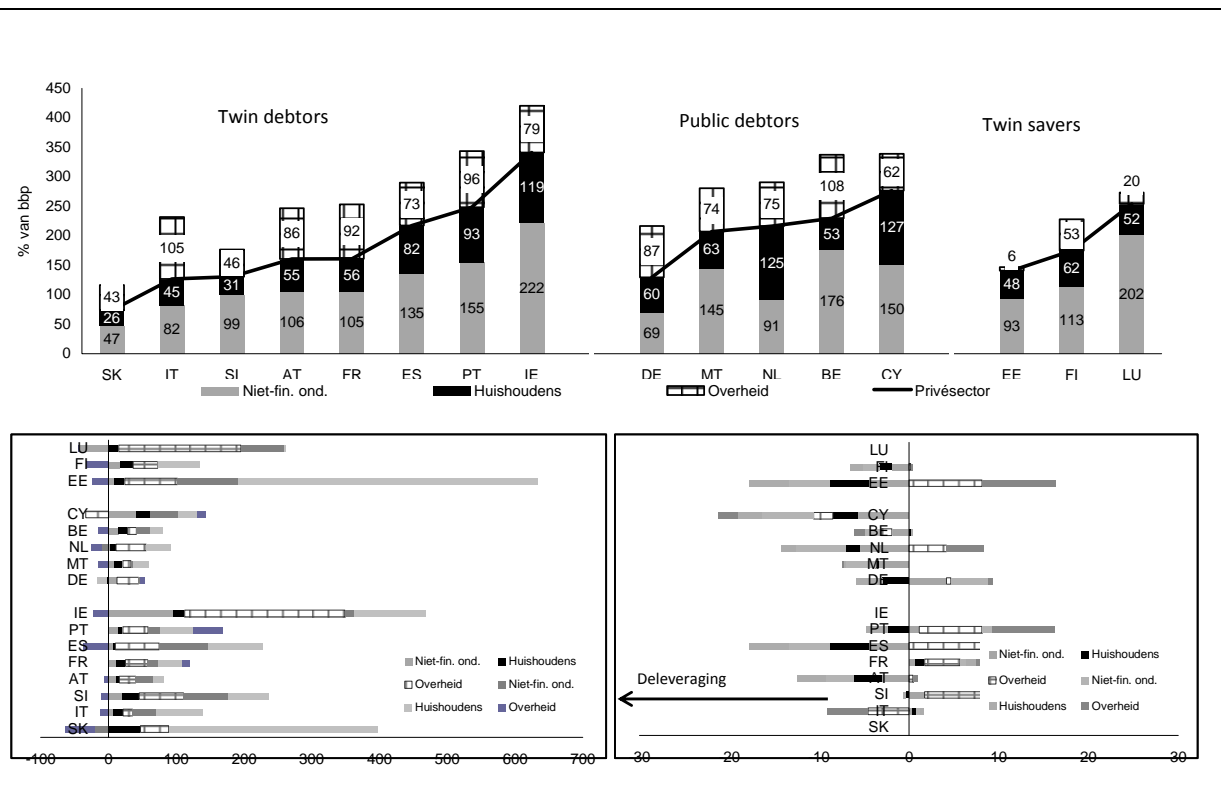
- Wat de overheidssector betreft, hadden Finland en Luxemburg in 2010 over het geheel een positieve financiële positie, d.w.z. dat hun overheid meer activa dan verplichtingen had. Dit komt door een combinatie van een relatief lage schuldenlast en veel activa uit kapitaaldeckingsstelsels, hoofdzakelijk afkomstig van de belegging van werknemerspensioenen. In Oostenrijk, Duitsland en Nederland had de overheid nettoverplichtingen (nettodebiteur (net "public debtors") in grafiek 13), hoofdzakelijk als gevolg van de hoge brutoschuld (grafiek 14).

- Bij de surpluslanden springt Oostenrijk eruit vanwege de (overigens zeer beperkte) nettoverplichtingen tegenover de rest van de wereld niettegenstaande het land in het verleden overschotten op de lopende rekening had opgebouwd.
- Als we naar de situatie van de particuliere sector kijken, zien we een soortgelijke groepering van landen. De particuliere sector in Oostenrijk, Duitsland en Nederland is de belangrijkste financier van de economie. In Oostenrijk en Duitsland sparen de gezinnen genoeg om de ontleningen van het bedrijfsleven te compenseren, wat gedeeltelijk (in het geval van Oostenrijk) of volledig de nettoverplichtingen van de overheid compenseert. In Nederland bedraagt de particuliere spaarquote nagenoeg nul en zorgt het bedrijfsleven voor de financiering van de rest van de economie (positieve nettolener). Voor Finland en Luxemburg is de dekking slechts gedeeltelijk (zie noot bij grafiek 13).

**De sectorale verschillen tussen de overschotlanden zullen het correctiepatroon in de komende jaren bepalen.** De sectorale verschillen in financiële positie en de mogelijke verwevenheid van de sectoren kunnen een weerslag hebben op de afbouw ("deleveraging") van de externe posities. In het bijzonder de wisselwerking tussen de spaar-investeringsbalans van de overheid en de particuliere sector onder invloed van de druk om af te bouwen, zal de externe positie de komende jaren bepalen:

- In de overschotlanden waar de overheid nettoverplichtingen heeft, mag worden verwacht dat de begrotingsconsolidatie zal bijdragen tot negatieve effecten op de groei en opwaartse druk op de externe positie. Grafiek 14 geeft de (niet-geconsolideerde) brutoschuld van de overheidssector, die in 2011 ruim 75% van het bbp bedroeg voor Duitsland, Oostenrijk en Nederland (bovenste helft) en voornamelijk werd opgebouwd in de laatste vier jaar (onderste helft).

**Grafiek 14. Brutoschuld in de eurolanden: sectorale verdeling**



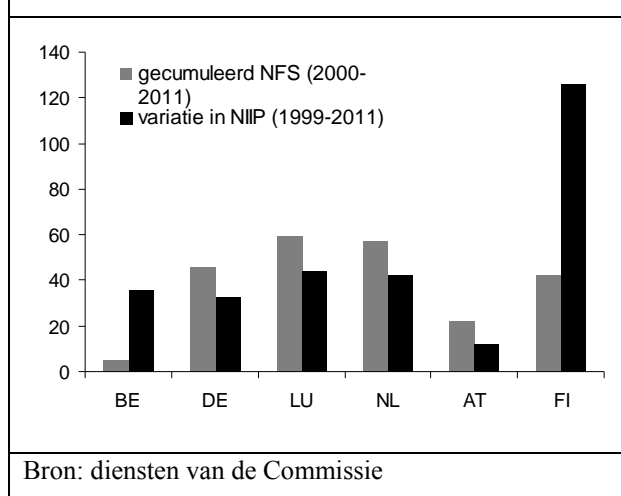
Bron: Eurostat.

Noot: De cijfers over de overheidsschuld in de grafiek hebben betrekking op effecten met uitzondering van aandelen (F3) en leningen (F4) en zijn niet-geconsolideerd omwille van de vergelijkbaarheid met de cijfers voor de particuliere sector. Zij verschillen dus van de gegevens die worden meegedeeld in het kader van het EU-begrotingstoezicht. Bovenste helft: niveaus 2011 (% van het bbp); onderste helft: variatie 2007-2010 en 2010-2011, procentpunten van het bbp. Gegevens voor 2011 berekend voor de eerste drie kwartalen; niet beschikbaar voor Ierland en Luxemburg.

- Welke impact de consolidatie in de overheidssector op de economie en op de externe balans heeft, zal afhangen van de wisselwerking met de druk op de particuliere sector om het schuldniveau af te bouwen. Dit betekent enerzijds dat landen waar de schuldenlast van de particuliere sector betrekkelijk laag is, ruimte hebben om de binnenlandse vraag en investeringen te laten stijgen ter compensatie van de gevolgen van de consolidatie bij de overheid, zoals het geval is voor Duitsland, dat in het decennium vóór de crisis een langdurige fase van deleveraging heeft doorgemaakt. Dat is vooral belangrijk wanneer overschotten op de lopende rekening te maken hebben met een zwakke particuliere vraag en de zwakke binnenlandse consumptie en investeringen symptomen zijn van tekortkomingen in de werking van specifieke economische sectoren, zoals de diensten. In dat geval kunnen de overschotten op de lopende rekening erop wijzen dat de bevolking van de betrokken landen “beneden haar stand” leeft. Structurele hervormingen waarmee die tekortkomingen worden verholpen, zullen essentieel zijn om de getemperde binnenlandse vraag aan te wakkeren en de economieën concurrerender te maken. Anderzijds zullen landen met veel schulden in de particuliere sector (“debt overhang”), zoals Nederland, waarschijnlijk te maken krijgen met druk, naast die op de overheidssector, om die schuldenlast af te bouwen, wat de effecten op de groei en de opwaartse druk op de externe positie zal versterken.

- "Overheidsspaarders" tot slot, die netto-activa hebben, zullen wellicht minder druk om af te bouwen ervaren, omdat de overheidssector een buffer vormt voor balanssaneringsoperaties in de particuliere sector.

**Grafiek 15. Netto financieringssaldo en IIP**



Een aantal andere vragen betreffende de overschotlanden moet nader worden onderzocht. Zo is het opmerkelijk dat in sommige overschotlanden de internationale investeringspositie niet is verbeterd niettegenstaande dat zij voortdurend substantiële overschotten op de lopende rekening hebben. Dit kan voor een stuk gevolg zijn van waarderingseffecten in verband met wisselkoersbewegingen, en verschillen in de samenstelling en waardering van buitenlandse activa en passiva, maar kan ook erop wijzen dat kapitaal is uitgevoerd naar onrendabele

beleggingen en vragen doen rijzen omtrent de efficiëntie van de financiële sector om de meest productieve bestemming voor middelen te zoeken<sup>4</sup>. De gecumuleerde overschotten op de lopende rekening in Duitsland, Nederland en Oostenrijk zijn sinds 2000 bijvoorbeeld aanzienlijk groter dan de variatie van hun netto internationale investeringspositie in dezelfde periode, al moet daarbij worden aangetekend dat die periode wereldwijd werd gekenmerkt door een verkeerde waardering van risico's. (grafiek 15).

Zoals de bovenstaande analyse leert, moeten de aard, de intensiteit en de richting van de verhoudingen tussen tekorten en overschotten in de eurozone nader worden onderzocht wat betreft de manier waarop de overschotlanden kunnen bijdragen tot het algemeen herstel van het evenwicht. De Commissie is voornemens hieraan een specifieke studie te wijden in het najaar van 2012.

### 3.2.2. Structurele hervormingen om de groei en het aanpassingsvermogen te stimuleren

**Hardnekkige groeiverschillen, in het bijzonder gekoppeld aan een hoge schuldenlast, zorgen voor problemen binnen het kader van een monetaire unie.** De economische voorjaarsprognoses van de Commissie laten zien dat de groei zich ongelijk blijft ontwikkelen, en dat de lidstaten waar een aanpassing bezig is, achterblijven. Het is evenwel waarschijnlijk dat de aanpassing tot voorbij de prognosehorizon zal duren, waardoor het risico bestaat dat de groei-ongelijkheid bestendig wordt. In een monetaire unie is dat een probleem, in het bijzonder wanneer de landen met zwakke groei een hoge schuldenlast hebben, aangezien trage groeiers een hogere reële rente moeten betalen, wat het schuldenprobleem nog verder verergert.

**De groeizwakte als gevolg van schuldafbouw komt bovenop een al langer bestaand probleem van geringe potentiële groei in de eurozone.** Het groeipotentieel van de eurozone was vóór de crisis reeds betrekkelijk zwak en de crisis heeft de trends nog eens extra

<sup>4</sup> Alhoewel er geen aanwijzing is dat het financieel systeem van landen met een blijvend overschot op de lopende rekening structureel minder goed presteert op het gebied van kapitaalallocatie dan dat van landen met een blijvend tekort op de lopende rekening.

aanzienlijk versterkt. Op middellange termijn worden potentiële groeipercentages van 0,8 % verwacht. Ter vergelijking: begin de jaren 2000 was dat rond 2¼ %. Deze neerwaartse ontwikkeling betekent dat de economische prestaties van de eurozone in een betrekkelijk korte periode aanzienlijk zijn verslechterd. De belangrijkste onderliggende reden hiervoor is een sterke neerwaartse druk op de groei van de totale factorproductiviteit, die in belangrijke mate kan worden verklaard door dalende groeicijfers voor menselijk en kenniskapitaal.

**De eurozone als geheel staat daarom voor de tweevoudige uitdaging de groei op middellange en lange termijn te herstellen én te versterken.** De groei moet reeds op middellange termijn weer worden aangezwengeld, want anders worden schuldafbouw en evenwichtsherstel veel moeilijker te verwezenlijken. Terzelfder tijd moet het proces van schuldafbouw in diverse sectoren zorgvuldig worden beheerd om de negatieve weerslag op de groei te beperken en andere nadelige consequenties te vermijden. Alhoewel de uitdagingen en bijgevolg de urgentie van de reactie groter zijn in de tekortlanden, mogen de risico's voor de gehele eurozone, die voortkomen uit de blijvende groei-ongelijkheid en onevenwichtigheden, niet uit het oog worden verloren.

**Structurele hervormingen die voor toegankelijker en flexibeler markten zorgen, kunnen de groei stimuleren en aanpassing vergemakkelijken.** In sommige landen is er veel particulier spaargeld opgebouwd en worden investeringen uitgesteld vanwege sterke belemmeringen van regelgevende aard in sommige sectoren. Er zijn bijgevolg mogelijkheden om het spaaroverschot te ontsluiten en investeringen aan te moedigen, en zodoende groei te bewerkstelligen door middelen van liberalisering die het betreden en verlaten van afgeschermdes sectoren moeten vergemakkelijken. Toegankelijker markten vergroten het aanpassingsvermogen, vergemakkelijken met andere woorden het herverdelen van productiefactoren over sectoren - in het bijzonder van niet-verhandelbare naar verhandelbare sectoren - en vergroten het prijs en niet-prijsconcurrentievermogen. Zonder afbreuk te doen aan de noodzakelijke begrotingsconsolidatie, moet daarom voorrang worden gegeven aan productieve overheidsbestedingen. Hervormingen van de loonvormingsmechanismen kunnen ertoe bijdragen dat de lonen beter aan de ontwikkeling van de productiviteit kunnen worden aangepast en de marge voor reële loonsaanpassingen vergroten. Wijzigingen in de arbeidsbeschermingswetgeving kunnen ertoe bijdragen dat middelen sneller over de sectoren worden herverdeeld en aanpassingen bevorderen in landen met grote tekorten op de lopende rekening. Een verlaging van de belasting op arbeid en een daadwerkelijk actief arbeidsmarkt- en werkgelegenheidsbeleid kan meer banen helpen scheppen, in het bijzonder in het licht van het risico op het ontstaan van langdurige werkloosheid.

#### **EURO PLUS-PACT – BEOORDELING VAN DE MATE WAARIN DE VERPLICHTINGEN ZIJN NAGEKOMEN**

Begin 2011 sloten de eurolanden *plus* Bulgarije, Denemarken, Letland, Litouwen, Polen en Roemenië het Euro Plus-pact. De lidstaten verbonden zich er daarbij toe om hervormingen door te voeren op vier gebieden: het verbeteren van het concurrentievermogen, het verhogen van de arbeidsparticipatie, het bevorderen van de houdbaarheid van de overheidsfinanciën en het versterken van de financiële stabiliteit. Zij erkenden dat pragmatische coördinatie van het belastingbeleid een essentieel onderdeel is van een nauwere coördinatie van het economisch beleid en zegden erin toe gestructureerde besprekingen te voeren over aangelegenheden van het belastingbeleid. De hervormingsverbintenissen van de deelnemende lidstaten worden vertaald in hun stabiliteits- of convergentieprogramma en in hun nationaal hervormingsprogramma.

De lidstaten hebben in 2011 werk gemaakt van het merendeel van de verplichtingen op de beleidsterreinen waarop het pact betrekking heeft. De mate van nakoming verschilde evenwel aanzienlijk van lidstaat tot lidstaat en van het ene beleidsterrein tot het andere. Slechts enkele lidstaten zijn al hun verplichtingen nagekomen. Vaak deed de regering de nodige wetgevingsvoorstellen, maar liep de goedkeuring vertraging op, bv. vanwege de debatten in het nationale parlement of onderhandelingen met de sociale partners.

De vooruitgang was het grootst inzake de hervormingen om de concurrentiekracht te vergroten en in het bijzonder om het ondernemingsklimaat te verbeteren. De lidstaten vereenvoudigden de administratieve formaliteiten voor ondernemingen en introduceerden nieuwe diensten. De meeste lidstaten kwamen hun verbintenis na om onderwijs en innovatie te bevorderen, bv. om meer financiële middelen uit te trekken voor universiteiten en onderzoekinstellingen. Minder vooruitgang werd opgetekend inzake het toelaten van meer concurrentie in de dienstensector en het herzien van de loonvormingsmechanismen, zowel in de particuliere als in de overheidssector.

De lidstaten zetten voorts hervormingen in gang om de arbeidsparticipatie te vergroten en de belastingdruk op arbeid te verminderen. Er is minder gedaan om een leven lang leren te bevorderen en clandestien werk aan banden te leggen.

De lidstaten kwamen hun verplichtingen na om de houdbaarheid van de overheidsfinanciën te vergroten en wetgevingsvoorstellen in te dienen voor de pensioenstelsels en de nationale begrotingsregels. In heel wat gevallen liep de goedkeuring van de nieuwe wetgeving vertraging op en werd de inwerkingtreding uitgesteld. De lidstaten die streefcijfers inzake tekorten of schuld hadden vooropgesteld, slaagden er gewoonlijk in hun verplichtingen na te komen.

De hervormingen van de financiële sector gaven een gemengd beeld te zien, en in slechts enkele lidstaten werden de regulering van en het toezicht op de sector effectief verscherpt. De lidstaten beschermden eveneens de financiële stabiliteit door maatregelen te nemen om de structuur van de economie te diversifiëren.

De Europese Raad van maart 2012 nodigde de lidstaten uit om in hun nationale hervormingsprogramma en hun stabiliteits- of convergentieprogramma aanvullende verplichtingen op te nemen, die strekken tot een klein aantal essentiële, tijdige en meetbare hervormingen ter verwezenlijking van de doelstellingen van het pact. Verschillende lidstaten gingen op die uitnodiging in en stelden nieuwe verplichtingen voor.

Deze zijn relevant voor het bereiken van de doelstellingen van het pact. De meeste ervan hebben een timing en zijn meetbaar, aan de hand van duidelijke doelen die binnen de komende twaalf maanden moeten worden gehaald. Vaak hebben de lidstaten ook de verwachte kosten en baten van hun maatregelen aangegeven. In vele gevallen gaat het evenwel om plannen waarvan de uitvoering al loopt.

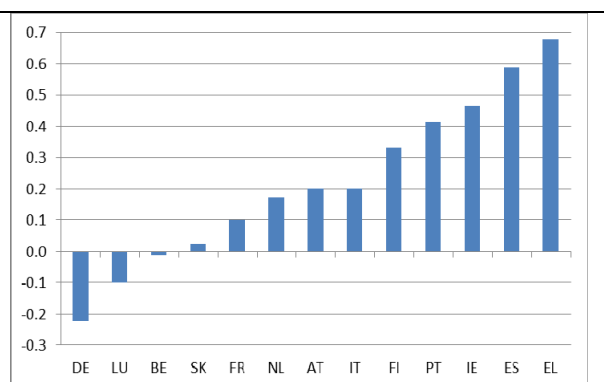
Zoals in het pact staat, zal de Commissie in het kader van het Europees Semester toezicht blijven houden op de nakoming van de verplichtingen. Zij zal komend voorjaar verslag uitbrengen over de geboekte vooruitgang in de werkdocumenten van haar diensten met de landenbeoordelingen.

**In de huidige context van zwakke groei, krappe begrotingen en sociale spanningen moet de hervormingsdynamiek gaande worden gehouden.** Parallel met de groeivriendelijke begrotingsconsolidatie en investeringen om competenties te vergroten, dient voorrang te worden gegeven aan hervormingen die i) reeds op middellange termijn een positieve weerslag op de groei hebben en ii) geen grote begrotingsuitgaven meebrengen. De meeste hervormingen van wet- en regelgeving voldoen aan deze voorwaarden: overgereguleerde

sectoren toegankelijker maken, kost de begroting niets. Dat geldt ook voor hervormingen om het ondernemingsklimaat te verbeteren en voor de meeste hervormingen van de arbeidsmarkt, bijvoorbeeld wat de loononderhandelingen of de arbeidsbescherming betreft, of het versterken van de prikkels om te werken. De productiviteitseffecten van dergelijke hervormingen kunnen worden versterkt door een flankerend actief arbeidsmarkt- en competentiebeleid. Insgelijks hebben pensioenhervormingen een tweevoudig positief effect op de overheidsfinanciën en op de groei, doordat zij impliciet de overheidsschuld verminderen en de houdbaarheid en het arbeidsaanbod vergroten, ook al zijn die effecten niet op korte termijn zichtbaar. Daarnaast moeten de eurolanden, gezien hun specifieke uitdagingen, koplopers zijn wat de toepassing betreft van sommige EU-brede instrumenten, zoals de eengemaakte markt of de dienstenrichtlijn. Alhoewel de impact op de begroting beperkt is, mag de politieke prijs van dergelijke hervormingen niet worden onderschat. Dit is een argument, niet om de hervormingen achterwege te laten, maar om de lasten ervan evenwichtig te spreiden over de bevolking en ook de armoedeproblematiek aan te pakken, in het besef dat de crisis degenen die reeds kwetsbaar waren onevenredig zwaar heeft getroffen.

**Het gemeenschappelijk monetair beleid en de sterke grensoverschrijdende overloopeffecten pleiten voor een intensievere coördinatie van structurele hervormingen in de eurozone.** Structurele hervormingen zijn fundamenteel in een monetaire unie, waar vanwege het ontbreken van het instrument van het monetaire beleid op nationaal niveau en de vaste wisselkoers binnen het gebied de aanpassing grotendeels via de markten moet plaatsvinden. Gelet op de krachtige overloopeffecten in de eurozone is intensieve coördinatie, bv. het vooraf met elkaar bespreken van belangrijke beleidsplannen met mogelijks grote overloopeffecten, een noodzaak om afdoend te reageren op grotere externe druk om te hervormen.

**Grafiek 16. "Voor meer groei"-aanbevelingen van de OESO, evolutie van het reactievermogen van de OESO-eurolanden**



Bron: OESO, "Voor meer groei"

De vooruitgang die de voorbije twaalf maanden bij het doorvoeren van structurele hervormingen in de eurozone werd geboekt hing samen met de intensiteit van de door de markten uitgeoefende druk (grafiek 16). De programmalanden en een aantal kwetsbare landen lanceerden ambitieuze hervormingen, met name van de arbeidsmarkten en de financiële markten en in de sectoren voor zakelijke diensten, de netwerkindustrieën en in het algemeen mededingingskader. In andere landen daarentegen, was het hervormingstempo traag. Recentelijk in werking getreden of goedgekeurde hervormingen van de arbeidsmarkt, onder

andere inzake de loonvormingsmechanismen, in een aantal landen (BE, CY, ES, IT, EL, IE, LU) zijn belangrijke stappen om de aanpassing van die arbeidsmarkt aan schokken soepeler en evenwichtiger te laten verlopen. De belangrijkste lopende of voorgenomen hervormingsprocessen dienen in wetten te worden gegoten, effectief te worden uitgevoerd en zo nodig een vervolg te krijgen in de vorm van aanvullende maatregelen. Als gevolg van belastinghervormingen is de belastingdruk op arbeid evenwel gestegen in verschillende eurolanden (AT, ES, FR). Enkele eurolanden hebben de uitgaven voor onderzoek en



ontwikkeling (IT) of onderwijs (DE) verhoogd, maar dat was geen algemene trend. Slechts enkele lidstaten hebben hervormingen doorgevoerd om de concurrentie in de detailhandelssector te vergroten (IT, IE) of om ongerechtvaardigde beperkingen inzake professionele dienstverlening op te heffen (IT, IE, PT, EL), terwijl in andere, waaraan vorig jaar aanbevelingen waren gedaan, de hervormingen stokten of niet ver genoeg gingen.

**De uitvoering van de eengemaakte markt en de dienstenrichtlijn was betrekkelijk goed, zij het ongelijk.** Het is van belang dat bij de uitvoering van de dienstenrichtlijn vooruitgang is geboekt. De eurolanden waar tot vóór de komst van de richtlijn hoge drempels voor een eengemaakte dienstenmarkt bestonden, hebben deze in het algemeen aanzienlijk verlaagd. Sommige (ES, SK) hebben bijzonder grote vooruitgang geboekt, maar andere (AT, MT) hebben beduidend minder ijver aan de dag gelegd.

#### 4. DE BELEIDSCOÖRDINATIE IN HET EUROGEBIED INTENSIVEREN

##### 4.1. De crisis heeft tekortkomingen in de governance van de eurozone blootgelegd

**Gedurende lange tijd werd economische flexibiliteit gezien als een cruciaal instrument voor correctie in de EMU.** In de oorspronkelijke EMU-architectuur werd een supranationaal monetair beleid gecombineerd met nationale economische beleidsvoering, gecoördineerd op EU-niveau. Er was in de geschiedenis geen vergelijkbaar voorbeeld voor deze constructie waaraan de merites konden worden getoetst. Volgens de academische literatuur over "optimum currency areas" zouden de vatbaarheid van de zone voor asymmetrische macro-economische schokken en de mate waarin zij deze schokken via economische flexibiliteit kon opvangen, twee kritieke factoren voor haar duurzaamheid. De economische flexibiliteit op het niveau van de afzonderlijke lidstaten is sinds de invoering van de euro doorgaans gering geweest, en de crisis heeft getoond dat een monetaire unie inzake aanpassingsvermogen soms hogere eisen kan stellen dan oorspronkelijk werd gedacht.

**De markten hebben tijdens de eerste tien jaar van de EMU onvoldoende disciplinerend gewerkt.** Op mondiaal niveau daalden de nominale rentetarieven en de landspecifieke risicopremies waren nagenoeg onbestaande, wat het nemen van grotere risico's in de hand werkte. In de eurozone werd deze trend in de eerste plaats versterkt door de opheffing van het valutarisico tussen de lidstaten. Ten tweede wordt de beleidsrente door de ECB vastgesteld op een voor de gehele eurozone identiek nominaal peil, terwijl er tussen de lidstaten onderling aanzienlijke inflatieverschillen bleven. Dit leidde tot grote verschillen in de reële rentetarieven, die op hun beurt de instroom van kapitaal voedden en aanleiding gaven tot prijszeepbellen in bepaalde activa en een overschatting van de macro-economische prestaties.

**Door tekortkomingen in het macro-economisch toezicht en de sturing, zowel op nationaal als op EU-niveau, werden de verkeerde allocatie van middelen en de daarmee samenhangende macrofinanciële onevenwichtigheden niet vroeg genoeg ontdekt en onvoldoende adequaat aangepakt door het beleid.** Ogenschoijnlijk sterke macro-economische prestaties in de gehele eurozone vóór de crisis verborgen de onderliggende structurele problemen in de overheidsfinanciën en de macro-economische fundamente<sup>5</sup>. Het SGP werd op het niveau van de Raad laks uitgevoerd. Daarenboven bleven analyse, ontwerp en uitvoering van het economisch beleid verdeeld en werd er onvoldoende rekening gehouden met de interactie tussen begrotingsaspecten en ruimere macro-economische

---

<sup>5</sup> Zelfs de hervormingen van het Stabieliteits- en groeipact in 2005, die tot doel hadden beter rekening te houden met conjunctuurgebonden omstandigheden, leden onder conceptuele tekortkomingen waar het ging om het onderscheiden van trendmatige groei en conjunctuur.

onevenwichtigheden (zeepbellen in de prijzen van activa, concurrentievermogen en ontwikkelingen inzake externe leningen). Er werd onvoldoende toezicht gehouden op andere dan begrotingsaspecten, waardoor de macro-economische onevenwichtigheden zich ongecontroleerd konden ontwikkelen.

**De dynamiek waarmee een 'goed' evenwicht omsloeg in een 'slecht' werd tijdens de crisis nog versterkt door de grensoverschrijdende overloopeffecten.** Beleggers concludeerden uit de problemen die één economie had om de staatsschuld te financieren kennelijk dat landen die economische en financiële relaties met haar onderhielden, uiteindelijk met eenzelfde verkrapping van de markt voor overheidspapier zouden worden geconfronteerd. In de eerste fase van de crisis werden deze grensoverschrijdende besmettingseffecten nog vergroot door de afwezigheid van passende financiële vangnetten. Niet alle negatieve overloopeffecten waren overigens puur speculatief of een kwestie van vertrouwen. Via de intensieve handelsrelaties in de eurozone verspreidden de voor de groei nadelige consequenties van de slinkende vraag in één land zich naar de handelspartners doordat de invoer daalde. Voorts betekent de hogere graad van financiële integratie in de eurozone sinds het begin van de EMU dat lidstaten meer aan elkaar blootgesteld zijn, waardoor een verslechtering in één lidstaat leidde tot grotere risico's voor de partnereconomieën in de eurozone.

#### **4.2. De hervorming van de economische governance in de eurozone**

**Sinds het uitbreken van de crisis werken de EU en de eurozone aan een grootschalige versterking van de economische governance.** De reeds doorgevoerde en op het getouw staande hervormingen zijn erop gericht de geïdentificeerde tekortkomingen in het toezicht op het economisch beleid aan te pakken door middel van integratie van het toezicht voor verschillende beleidsterreinen; een betere timing van de beleidsadvisering om impact te hebben op de nationale beleidsvorming; krachtigere prikkels en een verruiming van het toezicht om de macro-economische onevenwichtigheden te bestrijken. Specifiek voor de eurozone zijn handhavingsmechanismen geïntroduceerd.

**In het kader van het Europees Semester wordt het toezicht geïntegreerd op de terreinen van economisch beleid die door de Europa 2020-strategie worden bestreken en op de preventieve onderdelen van het Stabiliteits- en groeipact en de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden, en worden beleidsrichtsnoeren aan de lidstaten gegeven voordat zij de laatste hand leggen aan hun begrotingen en economische hervormingsplannen.** De nieuwe benadering van geïntegreerd toezicht vervat in het Europees Semester staat garant voor een meer overkoepelende beoordeling van het macro-economisch, structureel en werkgelegenheidsbeleid. Zij heeft onder andere geleid tot een meer systematische beoordeling van de bedreigingen voor het uitgestippelde begrotingstraject die voortkomen uit de opbouw van macro-economische onevenwichtigheden, zoals vastgoedzeepbellen of ongebreidelde kredietgroei. Tevens zorgt zij voor een kader voor intensievere coördinatie van en multilateraal toezicht op het werkgelegenheids- en sociaal beleid.

**Het toezicht op en de coördinatie van het begrotingsbeleid zijn drastisch verscherpt.** Door de "sixpack"-maatregelen inzake economische governance zijn zowel de preventieve als correctieve onderdelen van het SGP versterkt. Zij omvatten een kwantitatieve definitie van een "significante afwijking" van de MTD's of van het aanpassingstraject richting die doelstellingen, en een referentiepercentage voor de inwerkingtreding van het schuld criterium van de buitensporigtekortprocedure. Een belangrijke noviteit is de stemming in de Raad bij omgekeerde gekwalificeerde meerderheid voor de meeste sancties. Tot slot worden door het

sixpack ook minimumvereisten vastgesteld voor alle belangrijke aspecten van de nationale begrotingskaders.

**Verdere versterking van het begrotingstoezicht staat op stapel.** De voorgestelde *Verordening betreffende gemeenschappelijke bepalingen voor het monitoren en beoordelen van ontwerpbegrotingsplannen en voor het garanderen van de correctie van buitensporige tekorten van de lidstaten van de eurozone* vormt een aanvulling op het sixpack. Het is de bedoeling essentiële stappen bij de opstelling van de nationale begrotingen beter te synchroniseren en ervoor te zorgen dat voor de nationale begrotingsprocessen minimumkwaliteitsnormen in acht worden genomen. Daarnaast wordt het begrotingstoezicht *ex ante* verder versterkt en gewaarborgd dat bij de voorbereiding van de nationale begrotingen terdege rekening wordt gehouden met de EU-beleidsaanbevelingen. Bij het *Verdrag inzake Stabiliteit, Coördinatie en Bestuur in de Economische en Monetaire Unie* zijn door de eurolanden en acht andere lidstaten verbintenissen aangegaan om het budgettaire en economisch toezicht nog verder uit te breiden. In het bijzonder hebben de verdragsluitende partijen zich ertoe verbonden in hun nationale wetgeving een regel in te schrijven dat de begroting structureel in evenwicht moet zijn, met een automatisch correctiemechanisme dat in werking treedt bij een significante afwijking.

**In het kader van de procedure voor macro-economische onevenwichtigheden is systematisch economisch toezicht geïntroduceerd voor alle terreinen die aanleiding zouden kunnen geven tot schadelijke onevenwichtigheden.** Het risico dat zich macro-economische onevenwichtigheden ontwikkelen wordt beperkt door middel van een systematische monitoring en preventieve aanbevelingen. Om de beleidsaanbevelingen kracht bij te zetten, wordt voorzien in de mogelijkheid sancties op te leggen wanneer grootschaligere risico's zouden worden waargenomen. In haar eerste Waarschuwingsmechanismeverslag<sup>6</sup> wees de Commissie zeven eurolanden aan (en vijf niet-eurolanden) die te kampen hebben met potentieel schadelijke macro-economische onevenwichtigheden, zoals een verslechterende concurrentiepositie, een hoge schuldenlast of correcties van zeepbellen in de prijzen van activa. Aan deze lidstaten is een diepgaande evaluatie ("in-depth review" - IDR)<sup>7</sup> gewijd, waarin de onevenwichtigheden meer in detail zijn onderzocht.

**Uit deze diepgaande evaluaties is gebleken dat zeven eurolidstaten te kampen hebben met macro-economische onevenwichtigheden die tot een beleidsactie nopen.** De ontdekte macro-economische onevenwichtigheden in de zeven eurolanden hebben evenwel geen buitensporig karakter. De IDR's brachten bevestiging dat de correctie aan de gang is, getuige de teruglopende tekorten op de lopende rekening, de krimpende kredietstromen of de gecorrigeerde huizenprijzen. Dat neemt niet weg dat de onevenwichtigheden alles bijeengenomen een enorme uitdaging vormen voor heel wat eurolanden. Er moet, gezien de hoogte ervan, dringend werk worden gemaakt van de afbouw van de externe, particuliere en publieke schuldenlast, wat de komende jaar een negatieve weerslag zal hebben op de groei. Uit de evaluaties komt duidelijk naar voren hoe verschillend de situaties zijn waarin de betrokken eurolanden zich bevinden en blijkt de noodzaak van een landspecifieke aanpak.

**Het nieuwe EU-toezichtkader voor de financiële sector heeft bij het aanpakken van de versnippering inzake het nationaal toezicht reeds een cruciale rol gespeeld.** In januari 2011 trad een nieuwe toezichtstructuur in de EU in werking. De belangrijkste nieuwigheid is het Europees Comité voor systeemrisico's, dat moet zorgen voor een Europa-brede kijk op en analyse van macroprudentiële risico's. De raad maakt de mechanismen voor vroegtijdige waarschuwing doeltreffender door een verbeterde interactie tussen het micro- en

<sup>6</sup> COM(2012) 68 final van 14.2.2012.

<sup>7</sup> SEC(2012) 150-161.

macroprudentieel niveau en door risicobeoordelingen te maken die door de bevoegde autoriteiten in beleidsacties kunnen worden omgezet. De oprichting van drie Europese toezichthoudende autoriteiten<sup>8</sup> in het kader van de hervorming omvat ook een betere coördinatie tussen de nationale toezichthouders, en onder andere bindende besluiten op grond waarvan deze laatste verplicht zijn actie te ondernemen als daartoe aanleiding is en een gerichte samenwerking aan een gemeenschappelijk reglement via de ontwikkeling van technische normen voor de bij wet vastgestelde gebieden. De nieuwe structuur draagt ook bij tot een vollediger uitwisseling van informatie en ideeën in een vroeger stadium.

**De totstandbrenging van robuuste financiële stabilisatiemechanismen voor de eurozone betekende eveneens een belangrijke stap voorwaarts in de governance van de eurozone.**

Met de oprichting van de Europese faciliteit voor financiële stabiliteit (EFSF) en het Europees financieel stabilisatiemechanisme (EFSM) in mei 2010 is een belangrijke leemte in de institutionele structuur van de eurozone opgevuld. Beide onderdelen van het Europees vangnet zijn evenwel slechts tijdelijk en per 1 juli 2012 zal het permanente Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) in het leven worden geroepen. Eind maart 2012 werd het gezamenlijke plafond voor de kredietverleningscapaciteit van het ESM en de EFSF opgetrokken tot 700 miljard EUR, waardoor, tezamen met de middelen van het EFSM en de Griekse kredietfaciliteit, een totale capaciteit van 800 miljard EUR beschikbaar is.

**Werkbare besluitvormingsafspraken zijn essentieel voor een doeltreffende tenuitvoerlegging van het versterkte toezichtkader voor de eurozone.**

De Eurogroep en de Eurotop hebben in dit verband een bijzondere verantwoordelijkheid. Op de top van de eurozone in oktober 2011 zijn enkele eerste beslissingen genomen om de besluitvormingsstructuur in de Eurogroep te versterken. Sommige daarvan zijn reeds in praktijk gebracht, zoals het organiseren van geregelde topbijeenkomsten van de eurozone met een vaste voorzitter en de invoering van een permanent voorzitterschap voor de werkgroep "Eurogroep".

**In de toekomst kunnen aanvullende hervormingen betreffende de economische governance worden overwogen om de institutionele structuur van de EMU te vervolledigen.**

De tot dusver doorgevoerde veranderingen hadden in sommige gevallen betrekking op aangelegenheden die traditioneel tot de nationale soevereiniteit behoorden. Soms zijn met deze veranderingen de mogelijkheden die het Verdrag betreffende de werking van de EU biedt, volledig benut. De vraag is overigens of intensievere coördinatie van het economisch beleid zal volstaan of dat er vooruitgang moet worden geboekt in de richting van een nauwere integratie van de economische beleidsvorming. Het belang van deze vraag is door de crisis onderstreept. Op middellange termijn kan het momentum voor nauwere integratie in de monetaire unie toenemen, in het bijzonder als de recentelijk doorgevoerde veranderingen inzake governance succesvol zijn, en kan het wederzijds vertrouwen tussen de partners in de eurozone vergroten.

---

<sup>8</sup> De Europese Bankautoriteit, de Europese Autoriteit voor verzekeringen en bedrijfspensioenen, en de Europese Autoriteit voor effecten en markten.

Groeï en werkgelegenheid							Concurrentievermogen						Overheidsfinanciën						Financiële stabiliteit																
Bbp per capita in KKS	Bbp-groei-prognose	Werkgelegenheidsgraad	Langdurige werkloosheid*	Jongerenwerkloosheid (<25)*	Arbeids-participatie*	Nominale arbeidskosten per eenheid product*			Nominale loon per werknemer*		Saldo lopende rekening*	Markt-aandeel uitvoer (goederen + diensten)*	Overheids-schuld*	Saldo overheids-begroting*	Totale belasting-druk	Houdbaarheids-indicator (S2)*	Gemiddel-de leeftijd bij uit-treding*	Levens-verwach-ting*	Particu-liere schuld*	Niet-perfor-mante leningen	Rente-verschil op lange termijn met Duitsland	Rende-ment eigen ver-mogen													
						Totale economie	Diensten	Maak-sector	Overheid	Privé-sector													% van bbp	variatie in %	% van bbp	Totaal belasting-en als % van bbp	Hoog cijfer = geringe houdbaar-heid	2009 of meest recente	Op 60 jaar	% van bbp	%	Procent-punten	%		
						Niveau, EU27=100	Jaarlijkse variatie	Leeftijds-groep 15-64	% van actieve bevolking														%	Jaarlijkse variatie					% van bbp	variatie in %	% van bbp	Totaal belasting-en als % van bbp	Hoog cijfer = geringe houdbaar-heid	2009 of meest recente	Op 60 jaar
2010	2012	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011	2011
BE	119	0,0	61,9	3,5	18,7	66,7	2,7	3,0	-1,4	3,5	3,2	2,1	5,0	98,0	-3,7	45,7	7,5	61,6	23,6	242	4,1	1,7	6,9												
DE	118	0,7	72,5	2,8	8,6	77,2	1,4	2,0	-2,1	3,2	2,8	5,3	5,2	81,2	-1,0	40,0	1,8	62,2	23,5	129	2,5	:	9,1												
EE	64	1,6	65,1	7,1	22,3	74,7	0,8	5,0	-8,9	3,9	0,0	5,1	7,4	6,0	1,0	33,2	2,1	62,6	20,9	142	8,9	:	25,8												
IE	128	0,5	59,2	8,6	29,4	69,4	-4,1	:	:	:	:	-3,9	4,6	108,2	-13,1	30,0	6,7	64,1	23,9	287	11,6	5,1	-2,5												
EL	90	-4,7	55,6	8,8	44,4	67,7	-3,0	-0,9	-5,1	-4,6	-4,3	-9,9	4,9	165,3	-9,1	33,7	2,1	61,5	23,6	125	8,8	17,2	-43,5												
ES	100	-1,8	57,7	9,0	46,4	73,7	-1,9	-0,1	-3,6	-0,7	1,5	-3,4	4,2	68,5	-8,5	32,6	4,3	62,3	25,0	216	4,6	3,3	8,1												
FR	108	0,5	63,8	4,0	22,9	70,4	1,8	:	:	:	:	-2,7	4,9	85,8	-5,2	45,5	2,2	60,0	25,4	160	4,4	1,1	9,0												
IT	101	-1,4	56,9	4,4	29,1	62,2	1,0	1,3	2,8	0,2	2,2	-3,1	5,4	120,1	-3,9	42,3	-2,8	60,1	24,6	126	8,8	3,2	4,3												
CY	99	-0,8	68,1	1,6	22,4	74,0	2,0	0,8	0,7	1,2	1,4	-10,7	7,4	71,6	-6,3	36,2	5,5	62,8	23,8	:	7,6	5,2	-3,8												
LU	271	1,1	64,6	1,4	15,6	67,9	3,2	4,7	-3,4	1,8	1,8	7,1	4,2	18,2	-0,6	37,9	9,8	59,4	23,8	:	0,4	0,2	9,3												
MT	83	1,2	57,6	3,0	13,7	61,6	0,8	:	:	0,2	0,2	-1,4	4,4	72,0	-2,7	35,3	6,1	60,3	24,1	214	1,6	2,5	5,8												
NL	133	-0,9	74,9	1,5	7,6	78,4	0,7	1,5	-2,5	0,8	1,9	7,2	5,2	65,2	-4,7	38,8	7,9	63,5	23,6	:	2,2	0,4	7,3												
AT	126	0,8	72,1	1,1	8,3	75,3	1,3	3,4	-4,5	3,7	3,0	1,8	5,9	72,2	-2,6	43,6	3,7	60,9	23,8	161	4,0	1,0	7,8												
PT	80	-3,3	64,2	6,2	30,1	74,1	-0,8	:	:	:	:	-5,0	3,9	107,8	-4,2	36,1	-1,2	62,6	23,1	249	3,1	11,2	4,6												
SI	85	-1,4	64,4	3,6	15,7	70,3	0,4	0,4	-0,8	0,0	2,0	-1,4	5,5	47,6	-6,4	38,1	7,5	59,8	23,1	131	12,1	3,3	1,7												
SK	74	1,8	59,5	9,2	33,2	68,9	-0,6	4,5	-7,6	-0,9	2,9	2,1	6,2	43,3	-4,8	29,0	8,6	58,8	19,9	76	3,9	3,1	15,1												
FI	115	0,8	69,0	1,7	20,1	74,9	1,0	1,1	0,7	0,5	4,0	-0,3	7,7	48,6	-0,5	42,8	4,9	61,7	23,7	174	0,9	0,5	8,2												
EA	108	-0,3	64,2	4,6	20,8	71,5	0,8	:	:	:	:	0,2	5,1	88,0	-4,1	40,5	2,4	61,2	24,0	:	:	2,2	:												
EU	100	0,0	64,3	4,1	21,4	71,2	0,9	:	:	:	:	0,1	5,2	83,0	-4,5	39,9	2,9	61,4	23,2	:	:	2,0	:												

\* Variabelen vermeld in de tekst betreffende het Euro Plus-pact in de conclusies van de Europese Raad van maart 2011.

Noot: waarden afkomstig van de voorjaarsprognoses 2012 van de Commissie

Bronnen: diensten van de Commissie, Eurostat, ECB