

# Nouvelles évolutions de la gouvernance économique de l'Union européenne

E. De Prest  
H. Geeroms  
G. Langenus

## Introduction

Les années écoulées ont douloureusement démontré que la perte de confiance des marchés financiers à laquelle ont été confrontés certains pays de la zone euro a pu rapidement contaminer d'autres États membres, avant de finalement menacer le bon fonctionnement et la stabilité de l'ensemble de la zone euro.

Déjà en 2007, avant l'émergence de la crise financière, des positions vulnérables étaient apparues au sein de la zone euro. Faute de discipline budgétaire suffisante, plusieurs pays de la zone euro s'étaient retrouvés dans une situation initiale budgétaire plutôt défavorable. En outre, l'évolution de la compétitivité et de la demande intérieure dans la zone euro présentait de fortes divergences, et la situation dans certains États membres était devenue particulièrement fragile à la suite de pertes de compétitivité structurelles ou de bulles sur les marchés de l'immobilier, associées à l'accumulation de dettes par les ménages, ou encore en raison de la fragilisation du secteur bancaire. Les décideurs et les marchés financiers ont longtemps sous-estimé l'importance de ces déséquilibres macroéconomiques. La coordination des politiques économiques n'était pas à la hauteur des ambitions: les règles budgétaires faisaient l'objet d'une interprétation et d'une application trop souples, la surveillance macroéconomique de la politique structurelle était trop peu rigoureuse, les recommandations étant non contraignantes et les instruments en matière de contrôle du respect des règles en vigueur défaillants.

À l'issue de la crise financière de 2008-2009, il s'est toutefois avéré que ces déséquilibres avaient un effet déstabilisant.

Conscient de la gravité de la situation, le Conseil européen avait, dès le début de 2010, décidé de renforcer la gouvernance économique de l'Union européenne (UE), et notamment ses règles budgétaires. Le groupe de travail Van Rompuy a été créé, et la Commission européenne (CE) a formulé six propositions législatives qui ont été formellement approuvées à l'automne de 2011 sous une forme amendée par le Parlement européen et par le Conseil Ecofin («Six-Pack»). La CE a ensuite proposé deux textes législatifs supplémentaires afin de durcir la surveillance budgétaire («Two-Pack»). Par ailleurs, les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont conclu un nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire. Parallèlement à ces mesures de raffermissement de la gouvernance au sein de l'UE, divers mécanismes ont été mis en place depuis le début de 2010 dans le but d'endiguer la crise de la dette, et plusieurs États membres ont bénéficié d'un financement d'urgence de la part de l'UE et du Fonds monétaire international (FMI).

Le présent article donne un aperçu des initiatives prises au niveau institutionnel de l'UE depuis le début de la crise de la dette dans la zone euro.

# 1. Déséquilibres macroéconomiques dans la zone euro

## 1.1 Organisation institutionnelle de l'UEM

L'organisation institutionnelle de l'Union économique et monétaire (UEM) entre les pays de la zone euro est unique puisque la politique monétaire est unifiée alors que la politique budgétaire est en grande partie demeurée décentralisée.

Lors de la conception du cadre institutionnel de l'UEM, l'on était toutefois conscient de la nécessité de veiller à la soutenabilité des finances publiques ainsi qu'à une coordination contraignante des politiques. La coordination des politiques budgétaires et la surveillance des finances publiques ont été fixées dans des règles contraignantes, à savoir, d'une part, dans les articles du Traité sur l'UE relatifs à la nécessité d'éviter des déficits publics excessifs et à la procédure concernant les déficits excessifs et, d'autre part, dans les dispositions du pacte de stabilité et de croissance.

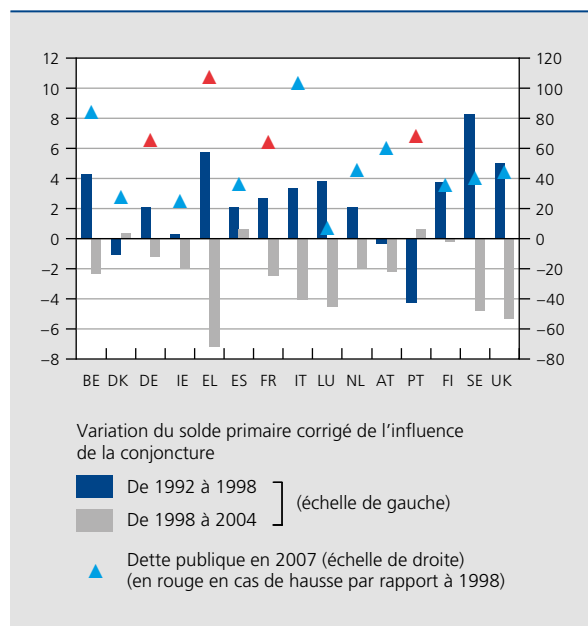
Par ailleurs, la politique structurelle, tout comme la politique budgétaire, a continué de relever de la compétence des États membres. Certes, ce domaine a aussi fait l'objet d'une certaine coordination des politiques, mais il s'agissait d'une forme de coordination « douce », dépourvue de règles contraignantes. La coordination a été organisée dans le cadre des grandes orientations des politiques économiques et des lignes directrices pour l'emploi, qui, à partir de 2005, ont été rassemblées dans les lignes directrices intégrées et qui, depuis 2010, jouent un rôle important dans la mise en œuvre de la stratégie Europe 2020.

Les programmes de stabilité et de convergence des États membres et leurs programmes nationaux de réforme concrétisent ce cadre budgétaire et macroéconomique.

## 1.2 Fatigue budgétaire dans les premières années qui ont suivi l'introduction de l'euro

En principe, la discipline budgétaire devait être renforcée à partir de l'introduction de l'euro, étant donné que, selon les dispositions du pacte de stabilité et de croissance, en vigueur depuis 1999, il convenait de résorber les déficits publics subsistants. Or, la réalité était tout autre. Une fois la liste des pays qui seraient les premiers à adopter l'euro arrêtée en 1998, l'on a observé un net relâchement de la discipline budgétaire. Cette fatigue budgétaire était assez généralisée : à quelques exceptions près, le solde primaire des États membres corrigé de l'influence de la conjoncture s'est fortement dégradé de 1998 à 2004. Dans nombre

**GRAPHIQUE 1** FATIGUE BUDGÉTAIRE APRÈS LA DÉCISION PORTANT SUR L'INTRODUCTION DE L'EURO (pourcentages du PIB)



Source : CE.

de cas, les efforts budgétaires consentis au cours des six années précédentes pour remplir les critères de Maastricht et résorber les déficits excessifs ont été anéantis en grande partie, voire complètement.

En ce qui concerne les causes de cette non-application des règles budgétaires, l'on peut tout d'abord invoquer l'absence de fiabilité des statistiques budgétaires dans certains pays (notamment la Grèce) et des prévisions de croissance trop optimistes, impliquant une sous-estimation des déficits structurels. En outre, la réglementation était lacunaire, dans la mesure où le pacte initial de stabilité et de croissance ne précise pas clairement le délai accordé pour corriger les déficits subsistants. Enfin, des doutes ont été émis (à juste titre) quant à la bonne application des règles budgétaires de l'UE, eu égard aux larges compétences du Conseil Ecofin en la matière<sup>(1)</sup>.

Cette absence de discipline budgétaire au cours des premières années de l'euro a entraîné, peu après le changement de millénaire, lorsque la conjoncture s'est dégradée, une première vague, encore limitée, de déficits budgétaires excessifs. La mise en œuvre de la procédure de déficit excessif, surtout en ce qui concerne les grands pays membres, s'est toutefois diluée de manière

(1) Pour une analyse plus détaillée, l'on se référera à l'article intitulé « Le pacte de stabilité et de croissance : une histoire mouvementée » (G. Langenus (2005), BNB, Revue économique, juin).

systématique, le Conseil Ecofin s'abstenant même, dans certains cas, de suivre les recommandations pourtant très souples de la CE. Lorsque, en novembre 2003, le Conseil n'a pas donné suite aux recommandations de la CE, qui voulait sommer officiellement la France et l'Allemagne de prendre des mesures pour corriger leurs déficits excessifs, les deux institutions n'ont pu éviter un conflit juridique via une procédure auprès de la Cour de justice européenne, de sorte que la procédure de déficit excessif à l'encontre de ces deux États membres – et, plus généralement, toute la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance, dans l'attente d'une révision des règles – a été suspendue de facto.

En 2005, le pacte de stabilité et de croissance a fait l'objet d'une révision formelle. L'inquiétude que le SEBC manifestait quant à cette révision s'inscrivait en vif contraste avec l'évaluation positive d'autres autorités européennes, dont la CE, lesquelles avançaient que le pacte devenait « plus intelligent » et « plus flexible ». Les autorités monétaires européennes pointaient surtout la complexité accrue de la nouvelle réglementation (nombreuses clauses d'exception et allongement général des procédures) et le net élargissement des marges d'interprétation du Conseil.

Dans la pratique, la nouvelle « souplesse » a été amplement exploitée, notamment lors de la fixation des délais pour résorber les déficits excessifs. Pour aucun État membre les sanctions financières prévues par la réglementation n'ont été ne fut-ce qu'évoquées. La plupart des pays de la zone euro se sont dès lors retrouvés dans une situation budgétaire plutôt défavorable au début de la récente Grande Récession. Ainsi, en 2007, les pays de la zone euro accusaient encore, en moyenne, un déficit budgétaire corrigé de l'influence de la conjoncture de 1,9 % du PIB, tandis que la dette publique moyenne s'élevait toujours à 66 % du PIB.

Par ailleurs, cela illustre que les positions budgétaires (surtout en termes nominaux) ne peuvent constituer les seuls indicateurs de la gouvernance européenne: en Irlande et en Espagne, par exemple, deux États membres qui allaient être durement touchés par la crise de la dette publique, la dette publique s'établissait, en 2007, bien en deçà de la valeur de référence<sup>(1)</sup>. D'autres déséquilibres macroéconomiques s'étaient néanmoins constitués dans ces deux pays.

(1) À cet égard, il convient de noter que l'Irlande affichait déjà un déficit corrigé de l'influence de la conjoncture limité à 1,5 %, tandis que la politique budgétaire de l'Espagne allait nettement s'assouplir au cours de l'année suivante (avec une diminution du solde primaire corrigé de l'influence de la conjoncture de près de 6 % du PIB en 2008), notamment grâce à d'importantes réductions d'impôts.

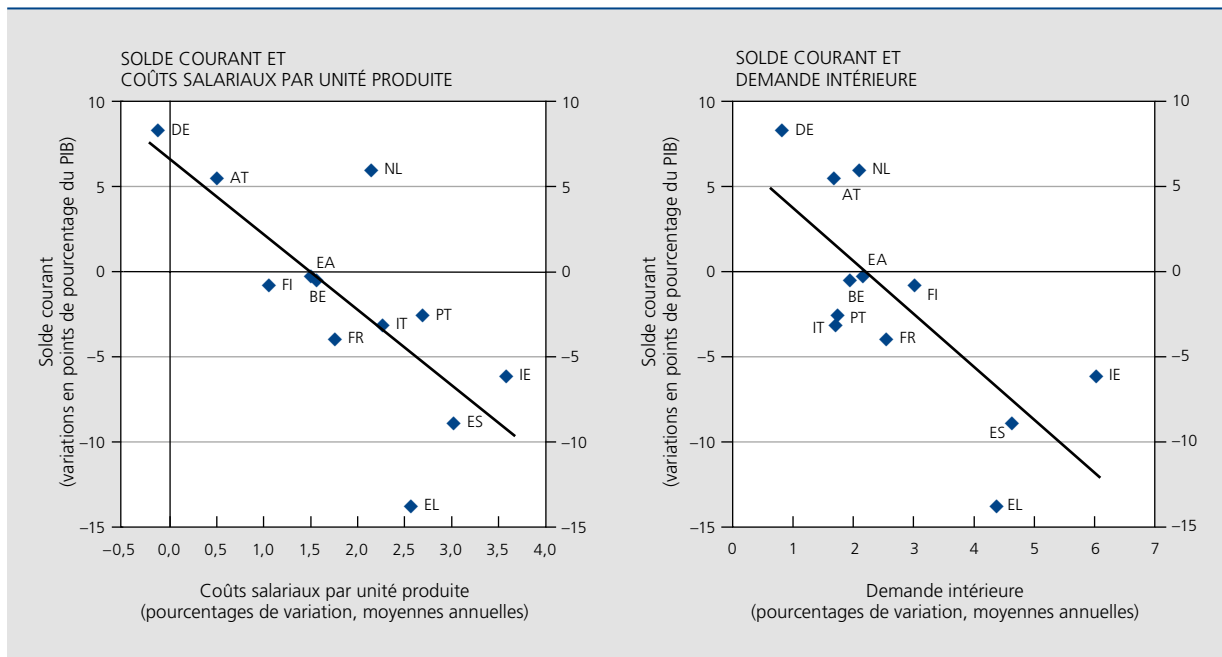
### 1.3 Déséquilibres macroéconomiques internes et externes persistants

En 2007, lorsqu'a éclaté la crise financière, l'on a pu constater une forte divergence de l'évolution de la compétitivité et de la demande intérieure au sein de la zone euro, certains pays étant devenus particulièrement vulnérables en raison de déséquilibres macroéconomiques persistants. Depuis l'introduction de l'euro, les coûts salariaux par unité produite avaient, dans certains États membres de la zone euro, accusé une forte augmentation relative, leur compétitivité s'étant peu à peu érodée. Parallèlement, la demande intérieure a enregistré une nette progression dans certains de ces pays, en l'occurrence en Irlande, en Espagne et en Grèce, avec souvent à la clé une forte expansion des octrois de crédits aux ménages, ainsi qu'une poussée de leur endettement, et ce, surtout dans le cas de l'Irlande et de l'Espagne, sur fond de flambée des prix des logements. De plus, les risques de crédit ont souvent été sous-appréciés par les institutions financières; or, dans certains pays, comme en Irlande, le système bancaire était devenu particulièrement fragile. À l'inverse, d'autres États membres de la zone euro, en particulier l'Allemagne, ont enregistré des gains de compétitivité substantiels, alors que la croissance de la demande intérieure et des octrois de crédits aux ménages était demeurée très modérée. Cette évolution s'est traduite par des soldes contrastés des comptes courants entre les différents pays de la zone euro.

L'on a supposé que des mécanismes d'ajustement efficaces, de nature à amener une correction de ces déséquilibres, étaient à l'œuvre au sein de la zone euro. Ainsi, l'on présumait que les effets d'une demande intérieure excessive, associée à une forte inflation et à des déficits du compte courant, seraient corrigés à terme par l'incidence négative sur la croissance d'une perte de compétitivité. Il s'est toutefois avéré par la suite que ces mécanismes d'ajustement opéraient trop faiblement (et trop tard), de sorte que l'équilibre macroéconomique dans plusieurs États membres de la zone euro a connu des perturbations persistantes.

La politique structurelle, pour sa part, n'a pas pu éviter ou, au besoin, corriger, ces graves déséquilibres macroéconomiques internes et externes au sein de la zone euro. Au niveau de l'UE, les méthodes de coordination se sont révélées trop « douces »: les recommandations n'étaient pas contraignantes et le cadre institutionnel prévoyait trop peu d'instruments de surveillance et était insuffisamment centré sur l'émergence de déséquilibres macroéconomiques et sur leurs effets de contamination potentiels à d'autres pays. Il s'en est suivi une attitude de laisser-faire qui, dans la foulée de la crise financière,

**GRAPHIQUE 2** DÉSÉQUILIBRES MACROÉCONOMIQUES DANS LA ZONE EURO AU COURS DE LA PÉRIODE 1999-2007<sup>(1)</sup>



Source : CE.

(1) Seuls sont représentés individuellement les onze États membres de la zone euro dont le PIB était le plus important en 2011.

s'est avérée constituer une menace pour la stabilité dans la zone euro.

#### 1.4 Incidence de la crise financière

La crise, qui s'est amorcée au milieu de 2007 et s'est transformée en crise mondiale en septembre 2008, a enclenché un processus d'ajustement dans les pays où l'expansion avait trop reposé sur des dettes, ce qui a engendré un affaiblissement de la demande intérieure et une diminution des déficits courants, au prix toutefois d'un net ralentissement de la croissance. Des gouvernements dans la zone euro ont également dû prendre d'importantes mesures budgétaires en raison de la crise, afin de limiter, dans la mesure du possible, la gravité de la récession. D'impressionnants plans de relance sont venus compléter les stabilisateurs automatiques, pour empêcher un effondrement de l'activité économique. Dans plusieurs pays, en particulier en Irlande, où le secteur financier était fortement exposé aux risques, les pouvoirs publics ont dû agir pour soutenir les banques. Cette évolution a eu une influence très négative sur la situation budgétaire, déjà plutôt défavorable au départ dans plusieurs pays.

Les marchés financiers ont réagi à la détérioration dramatique des finances publiques dans plusieurs États

membres de la zone euro en remettant de plus en plus en question la soutenabilité des positions budgétaires. Il en a résulté une sensible révision à la hausse du risque lié à la dette publique, ce qui a gonflé les rendements des obligations publiques de plusieurs pays. Dès le début de 2010, l'on a assisté à une nette augmentation des écarts de taux sur la dette publique de certains pays par rapport au Bund allemand, dans le contexte de préoccupations croissantes quant à la fiabilité des statistiques et à la soutenabilité de la dette publique grecque. L'inquiétude a ensuite gagné d'autres pays vulnérables de la zone euro, qui combinaient, à des degrés divers, une dette publique élevée avec des déficits chroniques de la balance des opérations courantes ou un système bancaire particulièrement fragilisé.

Depuis mai 2010, plusieurs mécanismes ont dès lors été mis en place afin d'endiguer la crise de la dette et de prévenir la propagation de telles crises dans le futur. Outre le financement d'urgence qui a permis à la Grèce d'emprunter 110 milliards d'euros dans le cadre d'un programme triennal, l'on a également créé, en mai 2010, le Mécanisme européen de stabilisation financière (MESF) et le Fonds européen de stabilité financière (FESF). Ceux-ci, initialement institués pour une période de trois ans (jusqu'en juin 2013), visaient à octroyer une assistance financière conditionnelle aux pays rencontrant

des difficultés pour se financer. La capacité de financement de ces deux mécanismes s'élevait, au total, à 500 milliards d'euros. Le FMI a été étroitement associé à cette assistance financière, participant à l'élaboration des conditions d'octroi des crédits et à la surveillance des plans de sauvetage et apportant une contribution additionnelle de 250 milliards d'euros. L'Irlande et le Portugal ont bénéficié d'un financement de soutien via ces nouveaux mécanismes, respectivement en novembre 2010 et en mai 2011. Initialement, un dispositif permanent, le Mécanisme européen de stabilité (MES), devait reprendre, à partir de juillet 2013, le rôle du FESF et du MESF dans l'octroi d'une assistance financière à des États membres de la zone euro. Les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont toutefois décidé, en décembre 2011, d'avancer la date envisagée d'entrée en vigueur à juillet 2012. À la fin de mars 2012, le plafond de la capacité commune d'octroi de crédits du FESF/MES a été relevé à 700 milliards d'euros.

La contagion transfrontalière montre que le manque de confiance qui régnait sur les marchés financiers ne s'est pas circonscrit à la soutenabilité des finances publiques, mais que des incertitudes se sont aussi fait jour quant au bon fonctionnement même de l'UEM. En effet, la coordination des politiques au niveau européen n'avait pas pu prévenir ni corriger une série de déséquilibres de natures diverses, et la crise financière a montré que, vu la forte

intégration économique et financière dans la zone euro, l'instabilité d'un pays pouvait rapidement se propager à d'autres États, mettant ainsi à mal la cohésion et la stabilité de l'ensemble de la zone euro.

## 2. Renforcement de la gouvernance économique dans l'UE

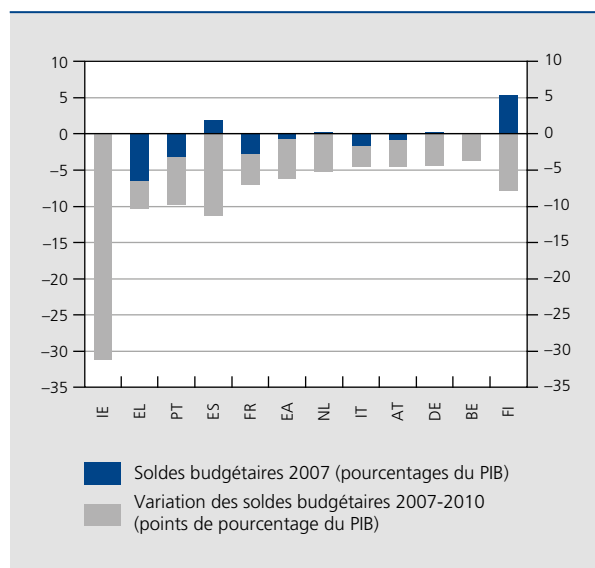
Conscients de la gravité de la situation, le Conseil européen et les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro ont, dès mars 2010, pris un nombre d'importantes initiatives. Ils se sont déclarés préoccupés par les finances publiques, qui devaient être ramenées à un niveau soutenable, et ont décrété qu'il fallait renforcer la coordination des politiques économiques.

Pour ce faire, un groupe de travail a été créé, sous la direction du président permanent du Conseil européen, et dès lors généralement appelé groupe de travail Van Rompuy. En étroite collaboration avec la CE, celui-ci a élaboré des propositions visant à consolider les règles budgétaires européennes et à étendre les procédures européennes de surveillance et de coordination macroéconomique. Il a également été proposé de mieux agencer les calendriers des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité et de convergence dans le cadre d'un « semestre européen ».

À la fin de septembre 2010, la CE avait déjà formulé six propositions législatives (cinq règlements et une directive) – dénommées par la suite « Six-Pack » – destinées à adapter le cadre réglementaire. Sur la base de ces propositions, ainsi que du rapport final du groupe de travail Van Rompuy, et au terme d'intenses négociations entre la CE, le Conseil et le Parlement européen (le « trilogue »), le Parlement européen a approuvé la nouvelle réglementation du « Six-Pack » le 28 septembre 2011, tandis que le Conseil Ecofin l'a avalisé le 4 octobre. L'approbation formelle par le Conseil a suivi, le 8 novembre. La réglementation étant entrée en vigueur le 13 décembre 2011, elle était déjà d'application dans le cadre du semestre européen 2012. Bien qu'il s'agisse d'une avancée en matière de coordination des politiques européennes, il convient de souligner que le Conseil a fortement édulcoré les propositions initiales durant le long processus de négociation.

Une décision politique cruciale à cet égard a été l'accord conclu par la chancelière allemande et par le président français déjà le 18 octobre 2010 à Deauville, qui prévoyait de restreindre l'application automatique des sanctions telle que le groupe de travail Van Rompuy l'avait prévue et souhaitait la proposer au Conseil

**GRAPHIQUE 3** INCIDENCE DE LA CRISE FINANCIÈRE SUR LES BUDGETS DANS LA ZONE EURO<sup>(1) (2)</sup>



Source : CE.

(1) Seuls sont représentés individuellement les onze États membres de la zone euro dont le PIB était le plus important en 2011.

(2) Les pays sont classés en fonction de l'ampleur de leur déficit budgétaire en 2010.

européen. La CE et la Banque centrale européenne s'étaient, tout comme l'Allemagne auparavant, déclarées partisans de sanctions plus automatiques. La Banque centrale européenne a dès lors été déçue par plusieurs éléments contenus dans l'accord de Deauville. Le désappointement a également prévalu au Parlement européen, qui a encore pu apporter quelques corrections dans le cadre du trilogue.

Toutefois, à la suite de l'aggravation de la crise de la dette, la CE et le Conseil sont assez rapidement parvenus à la conclusion qu'il était souhaitable d'aller plus loin dans la réforme de la gouvernance économique.

À la fin de novembre 2011, la CE proposait déjà deux nouveaux textes législatifs (« Two-Pack ») pour renforcer davantage la surveillance budgétaire dans la zone euro. Au moment de rédiger le présent article, ces textes étaient encore en cours de négociation dans le cadre du « trilogue » entre le Conseil, le Parlement européen et la CE.

Par ailleurs, les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque, ont conclu un nouveau traité intergouvernemental : le « traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire ». Les objectifs de celui-ci sont de raffermir encore la discipline budgétaire en instaurant des sanctions plus automatiques et une surveillance plus stricte (le « fiscal compact » ou « pacte budgétaire »), et de coordonner davantage les politiques économiques des États membres. Si ces derniers sont suffisamment nombreux à le ratifier, le traité entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013.

## 2.1 Nouvelle réglementation du « Six-Pack »

### 2.1.1 Renforcement de la discipline budgétaire

Quatre des six textes législatifs de la nouvelle réglementation sur la gouvernance de l'UE instaurée par le « Six-Pack » portent sur les finances publiques. Tant les règles préventives que les mesures correctives prévues par le pacte de stabilité et de croissance ont été profondément modifiées. Par ailleurs, les procédures décisionnelles ont été adaptées, et des conditions minimales ont été imposées en matière de cadres budgétaires nationaux des États membres de l'UE.

#### a) Règles préventives du pacte de stabilité et de croissance

L'un des principaux problèmes apparus dans la mise en œuvre du pacte de stabilité et de croissance était

que les règles préventives – visant à réaliser l'objectif d'une situation budgétaire « proche de l'équilibre ou en excédent » (avant la réforme de 2005) ou l'objectif à moyen terme fixé pour chaque pays<sup>(1)</sup> (« OMT », depuis la réforme de 2005) – n'incitaient pas suffisamment les États membres à respecter la discipline budgétaire.

L'obligation d'atteindre un objectif à moyen terme « sûr » pour chaque pays est maintenue, ainsi que la définition de la vitesse appropriée à laquelle cet objectif doit être réalisé (une amélioration annuelle du solde structurel de 0,5 % du PIB comme référence, ou de plus de 0,5 % du PIB pour les pays dont la dette publique dépasse 60 % du PIB ou qui présentent des risques accrus pour la soutenabilité de cette dette). Toutefois, les progrès accomplis pour atteindre l'objectif à moyen terme seront désormais évalués dans un cadre plus large (« évaluation globale »), où l'évolution du solde structurel restera certes le point de référence, mais où la croissance des dépenses entrera également en ligne de compte. À cet égard, le concept d'une « croissance prudente des dépenses » a été introduit.

A cet égard, l'on a recours à un taux de référence pour la croissance potentielle du PIB à moyen terme, mais une distinction est établie entre les États membres qui ont déjà atteint leur objectif à moyen terme et ceux pour lesquels ce n'est pas encore le cas. Pour les premiers, la croissance des dépenses ne peut dépasser la croissance potentielle du PIB ; pour les autres, la croissance des dépenses doit être inférieure à la croissance potentielle du PIB, l'écart à la baisse étant aligné sur la vitesse de convergence requise pour atteindre l'objectif à moyen terme. Dans les deux cas, des corrections sont apportées pour tenir compte de l'incidence budgétaire des mesures prises au niveau des recettes : des augmentations d'impôts permettent par exemple une croissance plus soutenue des dépenses, tandis que des mesures visant à réduire les recettes publiques brident encore davantage la croissance des dépenses.

Le concept des dépenses qui est utilisé pour cette nouvelle règle est toutefois défini de manière restrictive. Il ne tient pas compte des charges d'intérêts, de la composante conjoncturelle des dépenses de chômage, ni de toutes les dépenses afférentes aux programmes européens financés au moyen de fonds européens.

Tout écart par rapport à la trajectoire d'ajustement devant conduire à la réalisation de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays donne en principe lieu à

(1) Cet objectif est proposé par les États membres eux-mêmes mais doit satisfaire à trois exigences, à savoir 1) maintenir une marge de sécurité par rapport au seuil de déficit de 3 % du PIB (sur la base de références minimales calculées par la CE) ; 2) garantir des progrès rapides vers une position budgétaire soutenable (tout en tenant compte de l'incidence budgétaire du vieillissement) ; et 3) prévoir une marge de manœuvre budgétaire suffisante, pour les investissements publics, par exemple.



un avertissement et, le cas échéant, à des sanctions ultérieures (cf. ci-après). La définition d'un écart « important » tient compte d'un critère numérique – une incidence budgétaire d'au moins 0,5 % du PIB sur une année donnée ou d'au moins 0,25 % du PIB par an en moyenne sur deux années consécutives (et ce pour des écarts concernant la baisse du déficit structurel ou la croissance des dépenses) –, tout en laissant une certaine marge d'interprétation. Ainsi, il peut être tenu compte de circonstances inhabituelles indépendantes de la volonté de l'État membre et ayant des effets sensibles sur la position budgétaire, ainsi que d'une grave récession économique. En outre, l'écart n'est pas qualifié d'important (et n'a donc pas de conséquences institutionnelles) si la position budgétaire était déjà meilleure que l'objectif à moyen terme et si la réalisation de cet objectif à la fin de la période couverte par le programme de stabilité ou de convergence n'est pas compromise. Les États membres qui, par rapport à l'objectif à moyen terme, ont déjà constitué une certaine marge de manœuvre budgétaire peuvent donc l'utiliser pour assouplir la politique budgétaire. Enfin, l'on tient également compte des réformes structurelles qui, à court terme, sont susceptibles d'exercer une incidence négative sur les positions budgétaires mais qui, à long terme, améliorent la soutenabilité des finances publiques, pour autant qu'une marge de sécurité soit préservée par rapport au seuil de 3 % du PIB que le déficit public ne peut dépasser, et que l'écart par rapport à la trajectoire d'ajustement devant conduire à la réalisation de l'objectif à moyen terme soit temporaire et reste limité à l'impact budgétaire direct de la réforme. Une attention particulière est accordée à cet égard aux réformes des retraites (par exemple le passage à des régimes capitalisés) mais sont également visées, sans plus de détails, les réformes visant à améliorer la croissance économique potentielle.

#### b) Mesures correctives du pacte de stabilité et de croissance

S'agissant des mesures correctives du pacte de stabilité et de croissance, la principale modification, ou du moins la plus frappante, est l'opérationnalisation du critère de la dette, qui vient s'ajouter à celui du déficit. Le critère de la dette faisait en réalité, avant même le pacte de stabilité et de croissance, déjà partie du cadre de gouvernance de l'UE, étant un des critères de convergence du « traité sur l'Union européenne » (critères de Maastricht) : si la dette publique dépasse la valeur de référence de 60 % du PIB, le ratio d'endettement doit diminuer suffisamment et s'approcher de cette valeur de référence à un rythme satisfaisant. En principe, la procédure de déficit excessif pouvait être lancée à l'encontre des États membres qui ne satisfaisaient pas à ce critère, même si leur déficit

budgétaire restait inférieur au seuil des 3 % du PIB. La baisse jugée « suffisante » et la convergence qualifiée de « satisfaisante » n'ont toutefois jamais été précisées, et ce critère est dès lors resté lettre morte.

Dans la nouvelle réglementation, la vitesse de convergence requise pour atteindre la valeur de référence est désormais chiffrée : il faut réaliser une réduction annuelle moyenne du ratio d'endettement d'un vingtième de l'écart positif par rapport à la valeur de référence de 60 %. Cette baisse doit s'opérer soit au cours des trois dernières années pour lesquelles des données sont disponibles, soit pendant la dernière année pour laquelle des données sont disponibles et durant les deux années suivantes (à l'aune des estimations de la CE).

Toutefois, si cette règle d'endettement chiffrée venait à ne pas être respectée, cela ne déclencherait pas automatiquement une procédure de déficit excessif. Tout comme c'est le cas lorsque le déficit budgétaire dépasse les 3 % du PIB, la CE doit établir un rapport dans lequel elle évalue la situation. Elle doit tenir compte, tout d'abord, de l'incidence de la conjoncture sur la réduction de l'endettement : une croissance nominale moins soutenue freine en effet cette dernière. De plus, une liste de « facteurs pertinents » entre en ligne de compte, qui renvoie entre autres, explicitement, à la trajectoire d'ajustement suivie en vue de la réalisation de l'objectif à moyen terme, au solde primaire, à la soutenabilité de la dette publique, à la qualité du cadre budgétaire national, aux garanties existantes et à l'importance des actifs financiers (notamment ceux constitués dans le cadre d'opérations visant à soutenir d'autres États membres ou le secteur financier). L'État membre concerné peut, par ailleurs, présenter lui-même d'autres éléments « pertinents » pour l'évaluation du respect des critères du déficit budgétaire et de la dette publique.

#### c) Procédures décisionnelles et sanctions

Outre les modifications apportées aux volets préventif et correctif du pacte de stabilité et de croissance, les procédures décisionnelles et les sanctions ont, elles aussi, été adaptées pour améliorer l'application des règles budgétaires. Le principal problème qui s'était posé jusque-là n'était en effet pas l'insuffisance de règles budgétaires ou leur manque de clarté, mais bien, comme on l'a évoqué, leur application déficiente. Comme auparavant, les sanctions financières éventuelles ne concernent que les pays de la zone euro, et non les autres États membres.

L'un des objectifs généraux du nouveau cadre de gouvernance est d'accroître le caractère automatique des procédures. Pour ce faire, une nouvelle procédure de vote a

été instaurée pour imposer effectivement et formellement des sanctions, dans le cadre de laquelle les recommandations de la CE ne peuvent être rejetées par le Conseil statuant à la majorité qualifiée que dans un délai très court (dix jours), alors qu'auparavant, elles devaient être explicitement adoptées à la majorité qualifiée. Ce vote à la « majorité qualifiée inversée » (*Reverse Qualified Majority Voting*) apparaît une fois dans le volet préventif du pacte, et dans deux dispositions de son volet correctif.

Comme évoqué plus haut, il est désormais possible de sanctionner effectivement les États membres qui ne respectent pas les règles énoncées dans le volet préventif du pacte, ce qui n'était pas le cas auparavant. De plus, le pouvoir de décision en matière de signalement précoce d'écarts budgétaires relève maintenant de la CE, même s'il ne s'agit que du lancement d'une procédure qui doit être poursuivie par le Conseil. En effet, l'imposition de sanctions éventuelles dans le cadre du volet préventif débute en principe par l'avertissement précité, c'est-à-dire si la CE juge que la convergence vers l'objectif à moyen terme est insuffisante, compte tenu également, pour rappel, de la croissance des dépenses. Le fait que la CE puisse elle-même décider de lancer un tel avertissement est une modification modeste mais, à notre avis, importante par rapport au régime précédent, en vertu duquel la CE ne pouvait que recommander de lancer un avertissement, lequel devait ensuite être explicitement adopté par le Conseil, ce qui n'était parfois pas le cas.

Un mois au plus tard après cet avertissement, le Conseil Ecofin doit examiner la situation et adresser une recommandation à l'État membre concerné afin que ce dernier prenne les mesures nécessaires. Le délai de remédiation est fixé explicitement à cinq mois maximum, et il peut être ramené à trois mois si la CE juge la situation particulièrement grave et urgente. Au cours de cette période, l'État membre doit faire rapport au Conseil sur les mesures prises.

Si l'État membre n'applique pas cette recommandation du Conseil – ou, par exemple, omet de mettre en œuvre les mesures annoncées –, le Conseil peut, sur recommandation de la CE, constater à la majorité qualifiée qu'il n'a pas été donné suite aux recommandations. Dans ce cas, la CE dispose d'un délai de 20 jours pour recommander au Conseil d'imposer une « sanction », sous la forme d'un dépôt portant intérêt s'élevant à 0,2 % du PIB de l'année précédente. Cette recommandation ne peut être rejetée par le Conseil que dans le cadre de la procédure du vote à la majorité qualifiée inversée susmentionnée. Elle peut aussi être amendée par le Conseil à la majorité qualifiée<sup>(1)</sup>. Si le Conseil décide, sur recommandation de la CE, que l'écart budgétaire

est résorbé, le dépôt et les intérêts qu'il a produits sont restitués à l'État membre.

S'agissant du volet correctif du pacte, le régime de sanction est également adapté. La sanction peut aller d'un dépôt non rémunéré à une amende effective, avec de nouveau, dans les deux cas, un plafond fixé à 0,2 % du PIB de l'année précédente.

Vingt jours au plus tard après la constatation par le Conseil, sur recommandation de la CE, d'un déficit excessif, la CE doit recommander au Conseil d'imposer un dépôt non rémunéré. Une fois encore, cette recommandation ne peut être rejetée qu'à la majorité qualifiée inversée. Si le volet préventif du pacte a été efficace, un dépôt rémunéré a déjà, à ce stade, été imposé à l'État membre concerné, celui-ci n'ayant pas donné suite à l'avertissement de la CE. Dans ce cas, le dépôt rémunéré est converti en un dépôt non rémunéré. S'il n'y a pas eu de décision d'imposer un dépôt rémunéré, il est possible d'imposer sans délai un dépôt non rémunéré, si le non-respect des règles budgétaires est « particulièrement grave ».

La procédure de mise à l'amende qui peut s'ensuivre est, dans une large mesure, identique à celle fixée dans la réglementation précédente. Si ce n'est que, s'agissant de l'imposition proprement dite de l'amende – sur recommandation de la CE, 20 jours au plus tard après la constatation par le Conseil, sur recommandation de la CE, de l'absence de suite aux recommandations visant à résorber le déficit excessif, il est prévu de nouveau un vote à la majorité qualifiée inversée<sup>(2)</sup>. Si le Conseil conclut, sur recommandation de la CE, que le déficit excessif a disparu, le dépôt est restitué à l'État membre.

Une première étape cruciale qui, sur l'ensemble de la procédure, peut éventuellement déboucher sur la constitution de dépôts obligatoires ou sur l'imposition d'une amende, est le constat que l'État membre concerné n'a pas donné suite aux recommandations du Conseil ou qu'il existe un déficit excessif. Le Conseil dispose encore d'une certaine liberté d'interprétation, surtout dans le cadre de l'appréciation des actions effectives de l'État membre. Sans ces étapes préalables, aucun dépôt ni amende ne peut être imposé. C'est précisément pour cette décision que le pouvoir du Conseil n'a été, par rapport aux règles précédentes, que partiellement modifié (dépôt portant intérêt dans le volet préventif), voire pas du tout modifié (dépôt ne portant pas intérêt et amende dans le volet

(1) Après approbation de la recommandation par le Conseil selon ces modalités, la CE peut toutefois, à la demande motivée de l'État membre, recommander de réduire le montant du dépôt, voire de l'annuler.

(2) Ici aussi, la CE peut cependant, à la demande motivée de l'État membre, recommander de réduire, voire d'annuler, le dépôt ou l'amende.



correctif). Il s'agit de l'une des principales critiques à l'encontre de la nouvelle réglementation.

Le nouveau régime introduit une autre nouvelle sanction : l'amende pour statistiques erronées en matière de déficit budgétaire ou de dette publique. Cette amende est elle aussi limitée à 0,2 % du PIB de l'année précédente et ne peut être imposée qu'au terme d'une enquête approfondie par la CE, au cours de laquelle l'État membre concerné doit être entendu. Il ne doit pas nécessairement s'agir de chiffres budgétaires manipulés intentionnellement. La négligence grave peut en principe également donner lieu à une amende. Celle-ci est imposée via l'« ancienne » procédure de vote – et donc pas par le vote à la majorité qualifiée inversée – : une recommandation de la CE en la matière doit être explicitement adoptée par le Conseil Ecofin statuant à la majorité qualifiée.

#### d) Cadres budgétaires nationaux

Enfin, une nouvelle directive de l'UE impose certaines conditions minimales quant aux cadres budgétaires nationaux. Celles-ci, tout en demeurant relativement vagues, visent une plus grande cohérence entre les règles et institutions nationales et européennes ; les principes de la réglementation européenne (comme la planification pluriannuelle, les règles budgétaires chiffrées, etc.) doivent ainsi être repris à un degré suffisant dans le cadre institutionnel national. Il s'agit à cet égard principalement des aspects suivants du cadre budgétaire national :

- D'abord, il faut disposer à temps de suffisamment de statistiques fiables pour assurer le suivi de la mise en œuvre du budget (aspect monitoring). Ces chiffres budgétaires doivent couvrir l'ensemble du secteur public, pour éviter que des problèmes budgétaires soient créés dans des sous-secteurs des administrations publiques, sans qu'on les aperçoive. Par ailleurs, ces statistiques doivent faire l'objet d'un contrôle interne et d'un audit indépendant. Pour rappel : à la suite des nombreux problèmes rencontrés en matière d'exactitude des chiffres budgétaires des États membres, Eurostat s'est déjà vu doter de compétences d'audit (élargies) en la matière dès juillet 2010 ;
- Par ailleurs, les États membres doivent instaurer des règles budgétaires chiffrées « appropriées » en matière de déficit et/ou de dette, prévoyant des mécanismes de correction en cas d'infraction<sup>(1)</sup>. Aucune obligation n'est imposée en ce qui concerne la base légale de ces règles (constitution, loi ordinaire, orientation du gouvernement en place). Il est néanmoins précisé que des organismes indépendants (ou dotés d'une autonomie

fonctionnelle vis-à-vis des pouvoirs publics) doivent vérifier que ces règles sont respectées, ce qui constitue une référence implicite aux conseils budgétaires qui existent dans bon nombre de pays. Il n'y a toutefois pas d'obligations supplémentaires, par exemple, en ce qui concerne le mode de désignation des membres et les compétences exactes de ces conseils budgétaires ;

- Les États membres doivent aussi, si tel n'est pas encore le cas, établir un planning détaillé en vue d'atteindre l'objectif à moyen terme fixé dans le programme de stabilité ou de convergence. Cette planification ne peut pas être sans engagement ; elle doit reposer sur des estimations réalistes des principales catégories de recettes et de dépenses et doit en outre indiquer comment les mesures à prendre influenceront sur la soutenabilité des finances publiques à long terme ;
- Les procédures budgétaires doivent elles aussi remplir certaines exigences, en particulier en ce qui concerne les estimations macroéconomiques et budgétaires sur lesquelles elles reposent. Ces dernières se doivent d'être réalistes ou prudentes. Les différences significatives par rapport aux estimations de la CE doivent être clairement motivées, et la méthodologie utilisée doit être transparente et faire l'objet de concertations techniques régulières avec la CE ;
- Enfin, la directive susmentionnée dispose que les pays doivent instaurer des mécanismes de coordination adéquats entre tous les sous-secteurs de l'ensemble des pouvoirs publics. Ceux-ci doivent concerner tous les aspects pertinents de la planification budgétaire, des estimations budgétaires elles-mêmes au respect, par l'ensemble des pouvoirs publics, des règles budgétaires susmentionnées.

Les adaptations des cadres budgétaires nationaux doivent en principe avoir été apportées avant la fin de décembre 2013.

#### 2.1.2 Surveillance des déséquilibres macroéconomiques : la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques (PDM)

Afin d'éviter et, au besoin, de corriger des déséquilibres macroéconomiques au sein de l'UE à l'avenir, il a fallu étendre la surveillance économique et la coordination des politiques, qui étaient auparavant essentiellement axées sur la politique budgétaire, en les inscrivant dans un nouveau cadre de surveillance formel.

(1) Les dispositions relatives aux règles budgétaires chiffrées ne s'appliquent pas au Royaume-Uni.

La nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques repose sur deux des six textes législatifs du « Six-Pack », qui concernent, d'une part, l'identification, la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques et, d'autre part, un régime de sanctions.

Comme pour les règles budgétaires, l'objectif est de rendre les décisions plus automatiques, en se fondant sur la règle de la majorité qualifiée inversée. L'application des deux règlements sera jugée, une première fois après trois ans et, ensuite, tous les cinq ans.

Le règlement sur la prévention et la correction des déséquilibres macroéconomiques s'applique à tous les États membres de l'Union européenne, mais en différenciant les pays de la zone euro des autres États membres de l'UE. Le second règlement, qui concerne les sanctions, ne s'applique qu'aux pays de la zone euro.

Certains États membres avaient insisté pour que seuls les pays accusant un déficit du compte courant de la balance des paiements fassent l'objet d'une surveillance plus étroite. Le Parlement européen a toutefois rendu le mécanisme plus symétrique. Il est néanmoins établi que la nécessité de prendre des mesures est particulièrement prononcée dans les États membres qui enregistrent des déficits persistants de la balance des paiements et des pertes de compétitivité, même si les États membres qui accumulent des excédents considérables sur leur compte courant doivent eux aussi prendre des mesures qui contribueront à renforcer la demande intérieure et le potentiel de croissance. En outre, le Conseil Ecofin du 8 novembre 2011 a expliqué qu'à l'inverse des déficits, les excédents substantiels et persistants du compte courant ne constituent pas, en matière de soutenabilité de la dette extérieure ou de capacité de financement, des menaces pour le bon fonctionnement de la zone euro, et que de tels excédents ne donneraient pas lieu à des sanctions.

Il est prévu de traiter les déséquilibres en plusieurs phases : d'abord la détection des déséquilibres (mécanisme d'alerte) et les mesures préventives destinées à éviter un grave déséquilibre, et, ensuite, si de graves déséquilibres se sont tout de même développés, des mesures correctives par l'application de la procédure concernant les déséquilibres excessifs. Le cas échéant, comme prévu par le second règlement, des sanctions peuvent être infligées.

#### a) Volet préventif de la surveillance macroéconomique

La détection rapide des déséquilibres s'opère grâce au recours à un mécanisme d'alerte. Celui-ci se fonde sur un « tableau de bord » assorti de seuils. Les résultats ne peuvent toutefois pas être interprétés de manière

mécanique, mais doivent être combinés à une évaluation par la CE tenant compte, le cas échéant, d'informations qui ne doivent pas se limiter au tableau de bord. Un dépassement des seuils n'implique donc pas forcément l'existence de déséquilibres macroéconomiques. Chaque année, la CE doit établir un rapport sur le mécanisme d'alerte, dans lequel figurent les résultats du tableau de bord et de son évaluation.

Le rapport annuel de la CE sur le mécanisme d'alerte et son examen par le Conseil Ecofin et l'Eurogroupe sont intégrés à la surveillance multilatérale annuelle dans le cadre du semestre européen.

Le tableau de bord comporte un nombre limité d'indicateurs macroéconomiques et macrofinanciers, assortis de seuils qui doivent permettre de déceler les déséquilibres, non seulement ceux à court terme, mais aussi ceux qui découlent de tendances structurelles et à long terme. Le tableau de bord est régulièrement évalué. Au besoin, les indicateurs et les seuils sont adaptés à la lumière des modifications éventuellement survenues dans la nature des déséquilibres macroéconomiques.

Les indicateurs concernent d'abord les déséquilibres internes, notamment ceux qui ont trait aux dettes des administrations publiques et du secteur privé, de même que les développements sur les marchés de l'immobilier, sur le front du crédit au secteur privé et en matière de chômage. Il faut également pouvoir détecter les déséquilibres externes tels que ceux en rapport avec l'évolution du compte courant de la balance des paiements, la position extérieure nette, le taux de change effectif réel, les parts de marché à l'exportation ou la compétitivité.

En ce qui concerne la composition actuelle du tableau de bord et les seuils, l'on renvoie à l'évaluation, présentée dans cet article, du premier rapport sur le mécanisme d'alerte de la CE, qui a constitué le point de départ de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques dans le cadre du semestre européen 2012 (cf. infra). Il en ressort que, à la suite du compromis entre le Conseil et le Parlement européen relatif au traitement symétrique, l'on applique des seuils d'alerte, tant inférieurs que supérieurs, pour le compte courant de la balance des paiements et pour le taux de change effectif réel. La différenciation entre les pays de la zone euro et les autres États membres de l'UE se manifeste au niveau des différents seuils utilisés pour le taux de change effectif réel et pour les coûts salariaux nominaux par unité produite.

Si, à l'issue des discussions sur le rapport sur le mécanisme d'alerte au sein du Conseil Ecofin, ou de l'Eurogroupe pour les pays de la zone euro, il s'avère que des

déséquilibres macroéconomiques peuvent apparaître ou apparaissent effectivement dans certains pays, ou encore en cas d'évolutions économiques significatives imprévues et nécessitant d'urgence une analyse, la CE prépare un bilan approfondi des pays concernés. Cet examen doit analyser la situation spécifique de chaque pays et se fonder sur un large éventail de variables économiques.

Si, sur la base du bilan approfondi, la CE constate des déséquilibres macroéconomiques, le Conseil, sur recommandation de la CE, peut adresser une recommandation à l'État membre sur la réaction politique préventive qui s'impose. Celle-ci doit faire l'objet d'un suivi dans le cadre du semestre européen.

#### **b) Volet correctif de la surveillance macroéconomique: la procédure concernant les déséquilibres excessifs**

Si, au terme de son examen approfondi, la CE constate des déséquilibres « excessifs », le Conseil, sur recommandation de la CE, peut adresser à l'État membre une recommandation dans laquelle il constate l'existence d'un déséquilibre excessif et préconise des mesures correctives ainsi qu'un délai pendant lequel l'État membre doit présenter son plan de mesures correctives.

Au cours des deux mois qui suivent la présentation du plan, celui-ci doit être évalué par le Conseil, sur la base d'un rapport de la CE. Si le plan est satisfaisant, il est approuvé, et un calendrier de surveillance est établi. Si, toutefois, le Conseil décide que les mesures ou les délais d'exécution ne sont pas suffisants, l'État membre doit présenter un nouveau plan d'action correctif, en principe dans un délai fixé à deux mois.

L'État membre doit régulièrement faire rapport sur l'évolution de son action corrective. La CE veille à sa mise en œuvre. Sur la base du rapport de la CE, le Conseil émet un avis:

- Si le Conseil décide que l'État membre a pris les mesures correctives nécessaires, la procédure concernant les déséquilibres excessifs est réputée être en bonne voie et suspendue. Cependant, le suivi se poursuit, conformément au calendrier établi;
- Si l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires, le Conseil, sur recommandation de la CE et à la majorité qualifiée inversée, décrète le « non-respect » de l'action corrective et adresse à l'État membre une recommandation comportant de nouveaux délais pour l'action corrective.

Si le Conseil décide qu'il n'y a plus de déséquilibre excessif dans l'État membre concerné, la procédure concernant les déséquilibres excessifs est clôturée.

#### **c) Sanctions**

Les décisions de sanction sont prises par le Conseil, sur la base d'une recommandation de la CE et à la majorité qualifiée inversée.

Les sanctions suivantes sont prévues:

- Une amende annuelle si le Conseil a établi deux fois de suite, dans le cadre d'une même procédure concernant les déséquilibres excessifs, une recommandation selon laquelle le plan d'action correctif était insuffisant;
- Un dépôt portant intérêt si le Conseil décide que l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires;
- Une amende annuelle si le Conseil fait deux fois de suite, dans le cadre d'une même procédure concernant les déséquilibres excessifs, état du « non-respect » et décide donc que l'État membre n'a pas pris les mesures correctives nécessaires. Plus précisément, le dépôt portant intérêt qui avait été imposé plus tôt dans le cadre de la procédure est converti en amende.

Le dépôt portant intérêt, comme l'amende, représente en principe 0,1 % du PIB de l'année précédente de l'État membre concerné.

## **2.2 Le semestre européen**

L'une des premières recommandations formulées par le groupe de travail Van Rompuy était d'améliorer l'harmonisation des calendriers des programmes nationaux de réforme et des programmes de stabilité et de convergence dans le cadre d'un semestre européen. Le premier semestre européen a démarré dès 2011.

Le semestre européen implique que la surveillance des budgets et des autres évolutions macroéconomiques et structurelles s'intégrera désormais dans un cycle de coordination renforcée des politiques ex ante. Même si les procédures existantes, telles celles prévues par le pacte de stabilité et de croissance et par les grandes orientations des politiques économiques, demeurent distinctes d'un point de vue juridique, leurs calendriers sont désormais harmonisés.

S'agissant du calendrier, le cycle du semestre européen commence par un aperçu horizontal: l'examen annuel

de la croissance, qui identifie des défis économiques communs et fixe l'orientation stratégique de la politique. Ce document est approuvé lors du sommet européen de printemps. Compte tenu de ces choix stratégiques, les États membres établissent au printemps leurs programmes de stabilité et de convergence et leurs programmes nationaux de réforme. Ces programmes sont déposés en avril et sont ensuite évalués parallèlement par la CE et le Conseil en juin et juillet. Cela implique que ces deux institutions donnent leurs directives lorsque les principales mesures budgétaires sont encore en préparation dans la plupart des pays. La synchronisation au sein de l'Union européenne de la surveillance avec les procédures budgétaires nationales s'en trouvera améliorée.

La nouvelle procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques s'intègre dans le calendrier du semestre européen. La CE publie son rapport sur le mécanisme d'alerte en février. Le comité de politique économique (CPE) prépare ensuite les discussions qui se dérouleront au sein du Conseil. À la mi-mai, la CE publie son bilan approfondi.

### 2.3 Le pacte pour l'euro plus

En mars 2011, les chefs d'État ou de gouvernement de la zone euro et de six autres États membres de l'UE sont parvenus à un accord concernant le pacte pour l'euro plus. Ce pacte a pour ambition de renforcer le pilier économique de l'UEM et de relever le niveau de qualité de la coordination des politiques économiques. L'objectif principal du pacte est d'accroître la compétitivité et, ce faisant, de parvenir à un degré de convergence plus élevé.

Les États membres qui ont souscrit au pacte s'engagent à prendre, tous les ans, des mesures concrètes qui seront appliquées au cours des douze mois suivants. Ces mesures figurent également dans les programmes de stabilité et de convergence et dans les programmes nationaux de réforme. L'objet du pacte pour l'euro plus est d'amener les États membres à prendre des engagements concrets, étant donné que les mesures annoncées dans les programmes nationaux de réforme restaient souvent vagues et dépendaient du bon vouloir des États.

**TABLEAU 1** APERÇU DU NOUVEAU CADRE DE GOUVERNANCE DE L'UE

	Six-Pack	Two-Pack	TSCG <sup>(1)</sup>
Quoi ?	5 règlements de l'UE et 1 directive de l'UE	2 règlements de l'UE (en cours de négociation)	Traité international
Qui ?	UE-27 (avec une certaine distinction entre les pays de la zone euro et les autres)	les pays de la zone euro	UE-25 (sans UK et CZ)
Date d'entrée en vigueur	13 décembre 2011	prévision : été 2012 (après la procédure de « trilogue »)	après ratification par au moins 12 pays de la zone euro (objectif : janvier 2013)
Contenu	<ul style="list-style-type: none"> <li>contrôle budgétaire renforcé et étendu (p. ex. critère de la dette opérationnel et règle des dépenses)</li> <li>contrôle macroéconomique plus vaste</li> <li>nouvelles procédures de décision</li> <li>exigences minimales concernant les cadres budgétaires nationaux</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>contrôle et coordination budgétaires plus poussés dans la zone euro</li> <li>des institutions nationales indépendantes chargées de veiller au respect des règles budgétaires</li> <li>calendrier précis pour le budget annuel et l'examen préliminaire par la CE</li> <li>contrôle plus strict pour les pays en proie à des problèmes financiers (automatique pour ceux qui bénéficient d'une assistance)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>restriction du déficit structurel, de préférence inscrite dans la constitution</li> <li>les pays de la zone euro sont en principe tenus d'accepter les recommandations de la CE quant aux déficits excessifs<sup>(2)</sup></li> <li>rôle de la Cour européenne de justice</li> <li>prévoit une meilleure coordination</li> </ul>

Source : BNB.

(1) Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance au sein de l'Union économique et monétaire. L'expression « pacte budgétaire » est souvent utilisée pour faire référence aux questions budgétaires qui y sont incluses.

(2) Les pays de la zone euro s'engagent à accepter toute recommandation de la CE concernant l'existence d'un déficit excessif, à moins qu'une majorité qualifiée s'oppose à cette recommandation.

## 2.4 Le « Two-Pack »

L'expression « Two-Pack » fait référence à deux règlements présentés par la CE le 23 novembre 2011, qui entendent raffermir la surveillance budgétaire des pays de la zone euro. Après un examen mené conformément à la procédure de trilogue entre le Conseil, le Parlement européen et la CE, les deux règlements devraient prendre leur forme définitive et entrer en vigueur au plus tôt durant l'été de 2012. La première proposition de règlement vise à renforcer et à harmoniser les procédures budgétaires dans les pays de la zone euro, de même qu'à imposer des obligations complémentaires de surveillance et de reporting en cas de déficit excessif. S'agissant du premier point, un calendrier budgétaire commun doit notamment être respecté : les projets de budget, y compris les principaux paramètres des budgets des niveaux de pouvoir inférieurs, doivent en principe être établis pour le 15 octobre de l'année précédente, puis être transmis à la CE, qui doit les examiner avant la fin de novembre ; l'évaluation par la CE est discutée au sein de l'Eurogroupe et peut, s'il y a une demande en ce sens, également être présentée au Parlement de l'État membre en question. Les budgets doivent être approuvés au plus tard à la fin de décembre de l'année précédente, même si des procédures d'urgence doivent être prévues au cas où tel ne pourrait être le cas, pour des raisons indépendantes de la volonté du gouvernement concerné. Les budgets doivent en outre reposer sur des estimations macroéconomiques indépendantes ; un rôle important est confié aux conseils budgétaires autonomes en matière de vérification du respect des règles budgétaires chiffrées, et une obligation de reporting ex ante à la CE et à l'Eurogroupe est instaurée pour les émissions de certificats de dette.

La seconde proposition de règlement prévoit un régime de surveillance renforcée dans les pays de la zone euro qui requièrent une assistance financière auprès des fonds d'urgence européens ou qui, de l'avis de la CE, sont en proie à de sérieux problèmes de stabilité financière, susceptibles d'entraîner des effets de contagion négatifs sur d'autres pays de la zone euro ou sur l'ensemble de celle-ci. L'approche actuelle suivie pour les États bénéficiaires de l'assistance des fonds européens (la Grèce, l'Irlande et le Portugal) est, dans une large mesure, institutionnalisée. Un des éléments importants est : l'un des articles de cette proposition de règlement prévoit l'obligation, pour tout pays de la zone euro « dont la capacité est insuffisante » ou

qui est confronté à des problèmes importants dans la mise en œuvre du programme d'ajustement imposé, de rechercher « l'assistance technique » de la CE, qui peut, dans cette optique, constituer un groupe d'experts en collaboration avec d'autres États membres et des institutions internationales, lequel pourra travailler de manière permanente dans le pays concerné. Ceci semble être une première étape vers l'éventuelle suppression de la souveraineté nationale d'un État membre de la zone euro qui mènerait une politique de nature à engendrer des effets néfastes sur d'autres États membres et qui se verrait dans l'incapacité, pour quelque raison que ce soit, de mettre en œuvre un programme d'ajustement international.

## 2.5 Le traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire (TSCG)

Lors du sommet européen des 8 et 9 décembre 2011, tous les États membres de l'UE, à l'exception du Royaume-Uni, se sont déclarés disposés à conclure un nouveau « pacte budgétaire » et à parvenir à une coordination encore renforcée de leurs politiques économiques. Le nouveau pacte vise à accroître la discipline budgétaire, en prévoyant davantage de sanctions automatiques et une surveillance plus stricte. En outre, les États membres coordonneront leurs politiques économiques. Ces accords sont définis dans un nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire, qui a été signé au début de mars 2012, en marge du Conseil européen, par 25 États membres de l'UE (tous les États membres, à l'exception du Royaume-Uni et de la République tchèque). Il entrera en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2013, à condition d'être ratifié par au moins douze États membres appartenant à la zone euro. Il ne sera contraignant que pour les pays de la zone euro (qui l'auront ratifié) ; s'agissant des autres États membres, il sera contraignant dès lors qu'ils auront introduit l'euro, voire avant, s'ils le demandent.

Le « pacte budgétaire » constitue le volet budgétaire du nouveau traité. Sa principale disposition prévoit que le budget des administrations publiques doit être en équilibre ou en excédent. Cette condition est considérée comme remplie dès lors que le solde budgétaire structurel annuel se situe au niveau de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays, étant entendu que ce solde ne peut être inférieur à un déficit de 0,5 % du PIB<sup>(1)</sup>. Il importe de se rapprocher au plus vite de l'objectif à moyen terme propre à chaque pays, la trajectoire d'ajustement jusqu'à celui-ci étant proposée par la CE.

(1) Pour les pays dont la dette publique est significativement inférieure à 60 % du PIB et pour lesquels les risques pesant sur la soutenabilité de la dette publique sont faibles, ce seuil est porté à 1 % du PIB.

Si le solde budgétaire structurel annuel s'écarte significativement de l'objectif à moyen terme ou de la trajectoire d'ajustement vers cet objectif, un mécanisme de correction sera automatiquement activé, obligeant l'État membre concerné à rectifier le tir dans un délai bien défini. Seules des « circonstances exceptionnelles » peuvent justifier que le solde s'écarte – temporairement – de l'objectif susvisé ou de la trajectoire d'ajustement. En cas de litige entre la CE et un État membre, il revient à la Cour européenne de justice de statuer.

Ces nouvelles règles doivent être transposées dans la législation nationale – de préférence dans la constitution ou dans une autre loi qui en garantit le respect en tous points – et être d'application au plus tard un an après l'entrée en vigueur du traité intergouvernemental. Si un État membre signataire du traité constate, indépendamment ou sur la base d'un rapport en la matière de la CE, qu'un pays n'a pas intégré de manière appropriée les nouvelles règles dans sa législation nationale, il peut entamer une procédure auprès de la Cour européenne de justice. Le jugement de la Cour est alors contraignant, et celle-ci peut imposer les mesures nécessaires. Si un État membre constate ensuite, indépendamment ou sur la base d'un avis de la CE, que les mesures imposées par la Cour européenne de justice ne sont pas respectées, il peut introduire une nouvelle plainte auprès de la Cour et requérir des sanctions financières. La Cour peut dans ce cas infliger une amende à concurrence de 0,1 % du PIB maximum.

Le traité répète en outre que si la dette publique excède 60 % du PIB, elle doit être diminuée chaque année d'un vingtième de l'écart entre le niveau actuel de la dette et 60 % du PIB.

Les États membres qui font l'objet d'une procédure de déficit excessif doivent mettre en place un programme de partenariat budgétaire et économique comportant les mesures à mettre en œuvre pour assurer une correction durable de leur déficit excessif. La présentation de ce programme à la CE et au Conseil, de même que son suivi, s'opèrent dans le contexte des procédures de surveillance existantes du pacte de stabilité et de croissance. De plus, les règles relatives à la procédure de déficit excessif ont été renforcées pour les États membres de la zone euro. Ces derniers s'engagent à appuyer toute recommandation soumise par la CE concernant l'existence d'un déficit public excessif, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose. Les mesures et sanctions proposées ou recommandées par la CE sont supportées, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose.

En vue de mieux coordonner et planifier les émissions de titres de la dette publique, les États membres sont tenus de faire rapport ex ante à la CE et au Conseil.

Outre le « pacte budgétaire », le nouveau traité comprend également un volet concernant la coordination des politiques économiques et la gouvernance dans la zone euro, lequel prévoit la tenue de sommets supplémentaires de la zone euro au moins deux fois par an.

Enfin, les considérants du nouveau traité stipulent également que l'assistance financière fournie en vertu du mécanisme européen de stabilité sera conditionnée à la ratification du nouveau traité et à la transposition, dans les délais impartis, des mesures budgétaires concernées dans la législation nationale.

À défaut d'unanimité entre les États membres, le nouveau traité intergouvernemental sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire n'implique donc pas de révision du traité sur l'UE. L'objectif est toutefois que, dans un délai de cinq ans à compter de son entrée en vigueur, les mesures nécessaires pour intégrer ce traité intergouvernemental dans le dispositif légal de l'UE aient été prises. Cela devrait permettre d'éviter que ne se mettent en place de nouveaux cadres institutionnels et une coordination parallèle des politiques en dehors du traité sur l'UE. Il est par ailleurs primordial que les acteurs institutionnels de l'UE à qui le nouveau traité intergouvernemental confie d'importantes tâches, en l'occurrence la CE et la Cour européenne de justice, représentent l'UE dans son ensemble sur la base de la législation européenne, et pas uniquement certains États membres.

### 3. Appréciation des nouvelles règles relatives à la gouvernance économique

Seule une partie du nouveau cadre de gouvernance est entrée en vigueur. Il est donc trop tôt pour le juger dans sa totalité. La section qui suit présente une série de considérations générales concernant le « Six-Pack », d'application depuis la fin de 2011, et le nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, avant d'examiner les conclusions du premier rapport sur le mécanisme d'alerte.



### 3.1 Premières considérations concernant le « Six-Pack » et le TSCG

Les nouvelles règles budgétaires figurant dans le « Six-Pack » constituent en tout état de cause un pas dans la bonne direction. Le caractère plus contraignant du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, en ce compris les dispositions relatives aux sanctions éventuelles, et l'attention accrue accordée aux cadres budgétaires nationaux et à l'exactitude des statistiques budgétaires sont, en particulier, des éléments positifs. En ce qui concerne les déséquilibres macroéconomiques, il était, comme on l'a précisé plus haut, urgent de parvenir à une meilleure réglementation au niveau européen. Il ne s'agit toutefois pas du « grand bond en avant » exigé pour minimiser le risque de nouveaux dérapages macroéconomiques et budgétaires.

Ainsi, force est de constater que le caractère plus automatique des nouvelles règles budgétaires, est en réalité plutôt décevant. Il n'est pas sûr que le déplacement limité du pouvoir de décision du Conseil Ecofin vers la CE entraînera dans tous les cas une meilleure application des règles.

Comme on l'a évoqué plus haut, en ce qui concerne les règles budgétaires, la procédure de vote à la majorité qualifiée inversée a été instaurée aux seules fins de l'étape formelle relative à l'imposition d'une sanction. À l'inverse, les compétences du Conseil Ecofin quant à la décision préalable nécessaire (pas de réelle réaction politique ou existence d'un déficit excessif) demeurent, pour ainsi dire, inchangées. Seule l'évaluation de la question de savoir si un État membre a effectivement donné suite aux recommandations du Conseil dans le cadre du volet préventif du pacte de stabilité et de croissance donne lieu à une nouvelle procédure de vote complexe. Au cours des négociations en trilogue, le Parlement européen avait plaidé en faveur d'un recours à la procédure de vote à la majorité qualifiée inversée beaucoup plus étendu que ce que préconisaient la CE et le Conseil, mais la procédure de vote précédente n'a finalement fait l'objet que d'une modification restreinte. Il s'agit d'un vote double. Dans un premier temps, le Conseil Ecofin doit, comme auparavant, adopter à la majorité qualifiée la recommandation de la CE établissant qu'aucune suite réelle n'a été donnée aux recommandations du Conseil dans le cadre d'une mise en garde. S'il ne l'adopte pas et si la CE reste d'avis qu'aucune suite réelle n'est donnée aux recommandations, elle peut, après un mois, adresser une deuxième recommandation au Conseil, laquelle est considérée comme adoptée, à moins que le Conseil, statuant à la majorité simple, ne la rejette explicitement dans un délai de dix jours (vote à la majorité simple inversée).

S'agissant des deux autres décisions qui doivent obligatoirement précéder toute sanction, la procédure demeure inchangée: le Conseil Ecofin doit explicitement adopter, à la majorité qualifiée, une recommandation de la CE à cet égard. Dans le cas contraire, aucune sanction ne peut être infligée. Aussi, il ne semble pas tout à fait déraisonnable de penser que le Conseil Ecofin se montrera encore plus « prudent » lorsqu'il s'agira de prendre ces décisions préalables, sachant que le déroulement ultérieur de la procédure présente un caractère plus automatique.

Dans le cadre de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, le vote à la majorité qualifiée inversée est également réservé avant tout à l'imposition de sanctions: aucun vote à la majorité qualifiée inversée n'est prévu pour la décision du Conseil relative à la constatation de déséquilibres excessifs, pas plus que pour le volet préventif de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques. Contrairement à ce qui est le cas pour les règles budgétaires – dans l'éventualité où des mesures politiques réelles tardent à être prises –, le vote à la majorité qualifiée inversée est bien de rigueur lorsqu'il est constaté que les actions correctrices ne sont pas respectées.

Par ailleurs, la réglementation devient beaucoup plus complexe, ce qui peut peser sur l'efficacité et sur la rapidité d'application. Une augmentation du nombre de règles n'induit pas nécessairement une surveillance plus univoque et cohérente. S'agissant plus particulièrement de la procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques, il convient de tenir compte de la vaste problématique qui les entoure. Les déséquilibres recouvrent de nombreux aspects de l'économie, qui interagissent. Au vu de la complexité de la problématique, il n'était en effet pas souhaitable de limiter l'évaluation d'éventuels déséquilibres à une lecture automatique du tableau de bord. Par contre, la législation actuelle laisse à plusieurs égards la porte ouverte à l'interprétation et est finalement devenue relativement compliquée.

Du reste, le nouveau régime pose également des interrogations spécifiques. S'agissant du volet préventif des règles budgétaires, l'on manque par exemple encore de précisions sur la manière dont le nouveau régime en matière de dépenses sera appliqué. Ainsi, l'estimation de la croissance économique potentielle constitue une difficulté technique de taille lorsqu'il s'agit d'estimer les soldes budgétaires structurels et, partant, de juger de la trajectoire d'ajustement vers l'objectif à moyen terme. De plus, la CE éprouvera bien des difficultés pour analyser de manière précise et objective l'incidence budgétaire des mesures de recettes, nécessaire pour déterminer la croissance autorisée des dépenses. Les charges d'intérêts étant exclues de

la règle des dépenses, le respect de cette dernière pourrait ne pas toujours déboucher sur la résorption requise du déficit structurel.

En ce qui concerne le volet correctif des règles budgétaires, il subsiste la question de la valeur ajoutée de la règle en matière de dette. En effet, il n'est nullement déplacé de requérir un plus grand effort budgétaire de la part de pays fortement endettés. Choisir de le faire en imposant une nouvelle restriction chiffrée directe de l'évolution de la dette (et non plus par la voie d'une restriction plus stricte du solde budgétaire) entraîne cependant son lot de difficultés. L'évolution de la dette brute consolidée (concept issu du traité de Maastricht) est en effet déterminée non seulement par le solde budgétaire, mais aussi par la croissance nominale du PIB et par les ajustements entre le déficit et la dette (comme les variations des actifs financiers, les fluctuations des taux de change, les écarts entre les flux de trésorerie et les recettes et dépenses selon la méthodologie du SEC 95, etc.). Il convient en principe de tenir compte de tous ces facteurs lors de l'examen de l'évolution de la dette: comment évaluer par exemple le respect du critère de la dette, si la diminution de celle-ci résulte essentiellement de la vente d'actifs financiers (une opération qui n'influence ni l'endettement net ni la soutenabilité des finances publiques)? La liste des facteurs pertinents – qui va bien au-delà de la conjoncture et des ajustements précités entre le déficit et la dette – ne facilite pas, loin s'en faut, une application univoque du critère de la dette. De manière générale, dans des circonstances conjoncturelles normales et dans le cas d'ajustements normaux entre le déficit et la dette, il est probable qu'un solde budgétaire s'approchant de l'objectif à moyen terme, tel qu'il a été défini dans le volet préventif du pacte de stabilité et de croissance, induise automatiquement la réduction de la dette requise. La valeur ajoutée de cette nouvelle règle concernant la dette est donc relative.

Enfin, force est de constater que les exigences imposées dans la directive susmentionnée en matière de cadres budgétaires nationaux restent vagues à bien des égards. Plusieurs États membres vont beaucoup plus loin dans le renforcement des règles et des institutions budgétaires nationales.

Quant au nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, il suit en grande partie – et recoupe même – le pacte de stabilité et de croissance modifié dans le cadre de la réglementation « Six-Pack »; néanmoins, il le renforce. Ainsi, les objectifs à moyen terme en matière de soldes budgétaires structurels, de même que le mécanisme de correction automatique, doivent être inscrits dans la législation nationale, au niveau constitutionnel ou à un niveau comparable. En

outre, la disposition selon laquelle les États membres sont tenus, à moins qu'une majorité qualifiée ne s'y oppose, de suivre les propositions et recommandations de la CE dans le cadre de la procédure de déficit excessif, est plus stricte que les dispositions comparables du « Six-Pack ». Le « pacte budgétaire » du nouveau traité présente en revanche le désavantage, semble-t-il, d'accroître encore la complexité des règles en matière de gouvernance.

### 3.2 Le premier rapport sur le mécanisme d'alerte de février 2012

En février 2012, la CE a publié pour la première fois son rapport sur le mécanisme d'alerte, première étape dans la « procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques ». Comme on l'a mentionné ci avant, ce rapport est basé sur une série d'indicateurs et de seuils pertinents qui composent le tableau de bord.

#### 3.2.1 Résultats du premier rapport sur le mécanisme d'alerte

Le premier tableau de bord se fonde sur des données de la fin de 2010. Pour de nombreux États membres, il indique comme principaux problèmes: des balances courantes importantes (même si celles-ci se sont récemment quelque peu corrigées), le niveau toujours substantiel de la dette extérieure nette, la perte de parts de marché à l'exportation et l'endettement des ménages et des sociétés, ainsi que des administrations publiques. Des hausses excessives des prix de l'immobilier ont également été identifiées parmi les problèmes que rencontrent plusieurs pays, même si, sur ce point, un ajustement est en cours.

Plusieurs indicateurs dépassent les seuils et sont ainsi passés au rouge pour un grand nombre de pays:

- 15 des 27 États membres affichent une position extérieure nette trop négative en pourcentage du PIB ou une perte de parts de marché à l'exportation, ou encore un niveau trop élevé de la dette du secteur privé en pourcentage du PIB; dans plusieurs cas, l'on observe une combinaison de ces trois déséquilibres;
- dans 14 États membres, la dette du secteur public est supérieure à 60 % du PIB;
- dans 11 États membres, le déséquilibre de la balance des opérations courantes est au rouge, 9 d'entre eux dépassant le seuil de déficit de  $-4$  % du PIB et 2 le seuil d'excédent de  $+6$  % du PIB;

**TABLEAU 2 RAPPORT SUR LE MÉCANISME D'ALERTE: LE TABLEAU DE BORD POUR 2010**

	Déséquilibres extérieurs et compétitivité					Déséquilibres intérieurs				
	Moyenne sur 3 ans de la balance des opérations courantes en % du PIB	Position extérieure globale nette en % du PIB	Variation en % du taux de change effectif réel hors IPCH (3 ans)	Évolution en % des parts de marché à l'exportation (5 ans)	Variation en % des coûts unitaires du travail nominaux (3 ans)	Variation annuelle en % des prix immobiliers hors inflation	Flux de crédit au secteur privé, en % du PIB	Dette du secteur privé, en % du PIB	Dette du secteur public, en % du PIB	Taux de chômage (moyenne sur 3 ans)
Seuils	-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

Source: CE.

(1) Pour les pays de la zone euro et les autres pays de l'UE respectivement.

– outre ces déséquilibres fréquemment observés, une variation importante du taux de change effectif réel, des coûts salariaux nominaux par unité produite, ainsi que du taux de chômage, est mentionnée à quelques reprises, tandis que les hausses des prix de l'immobilier et les flux de crédits au secteur privé sont au rouge dans un ou deux cas.

Sur la base de ce tableau de bord, la CE a retenu douze États membres pour un bilan approfondi (*in-depth-review*). Les pays sous programme<sup>(1)</sup> – l'Irlande, la Grèce, le Portugal et la Roumanie – en ont été exclus, étant déjà sous surveillance renforcée. Parmi les pays qui feront l'objet d'un bilan approfondi, on dénombre sept

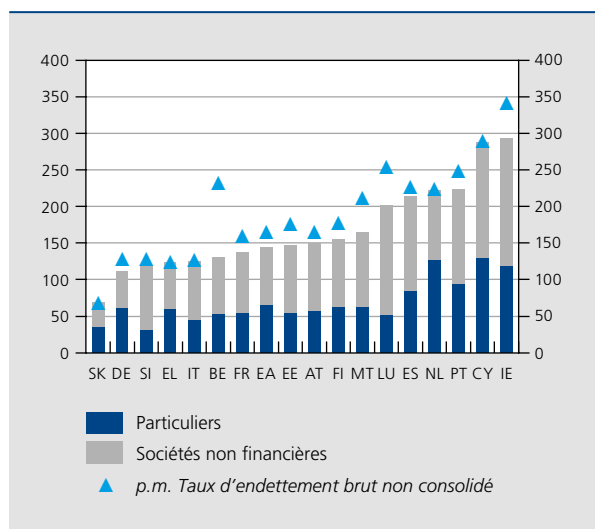
États membres de la zone euro (la Belgique, Chypre, l'Espagne, la Finlande, la France, l'Italie, et la Slovénie) et cinq qui n'en font pas partie (la Bulgarie, le Danemark, la Hongrie, le Royaume-Uni et la Suède).

Tous ces pays dépassent au moins trois seuils, ou deux si le dépassement est très significatif. À l'exclusion des pays sous programme, ce sont l'Espagne et Chypre qui affichent le nombre le plus élevé de dépassements, à savoir six.

(1) Les pays sous programme bénéficient du soutien du FESF, du MESF, ou de prêts bilatéraux (Grèce, Irlande et Portugal), ou d'un soutien à la balance des paiements par l'UE (Roumanie).

#### GRAPHIQUE 4 DETTE BRUTE CONSOLIDÉE DU SECTEUR PRIVÉ NON FINANCIER<sup>(1)</sup>

(données à la fin de 2010, en pourcentage du PIB)



Source : CE.

(1) Particuliers et sociétés non financières, total des crédits et des titres hors actions.

Le Luxembourg et la Suède dépassent tous deux le seuil supérieur de 6 % du PIB pour ce qui est de leur excédent courant mais, conformément aux conclusions du Conseil ECOFIN du 8 novembre 2011, ceci n'a pas été considéré comme un aspect susceptible de susciter des « inquiétudes quant à une incidence éventuelle de la soutenabilité de la dette extérieure ou de la capacité de financement sur le bon fonctionnement de la zone euro ».

#### 3.2.2 Évaluation du tableau de bord et du premier rapport sur le mécanisme d'alerte

Il est certes toujours possible d'émettre des critiques sur la sélection des indicateurs et sur le mode de calcul des seuils, mais ce débat a eu lieu avant la première application du tableau de bord. Ce dernier a désormais été approuvé par le Conseil et par le Parlement, même si, comme on l'a mentionné ci-avant, la liste des indicateurs et les seuils sont susceptibles d'être revus à l'avenir. De plus, le choix des indicateurs n'est pas le seul aspect important ; la définition précise de ceux-ci l'est tout autant.

Ainsi, les données relatives à la dette privée peuvent être extrêmement trompeuses si elles sont calculées sur la base de données non consolidées, comme c'est le cas actuellement. L'on observe, pour certains pays, parmi lesquels Malte, le Luxembourg et l'Irlande, mais plus encore pour la Belgique, une grande différence entre les données non consolidées et les données consolidées.

Pour la Belgique, par exemple, cet écart s'explique par la présence massive de multinationales qui gèrent leurs flux financiers internes depuis ce pays. La dette non consolidée du secteur des sociétés non financières est dès lors très élevée en Belgique. Elle atteignait 180 % du PIB à la fin de 2010, contre 78 % du PIB sur une base consolidée.

Des données non consolidées sont utiles lorsqu'il s'agit de se faire une idée de la structure de financement du secteur. Les prêts interentreprises – en particulier entre entreprises du même groupe – sont généralement plus stables que les crédits bancaires, et le risque qui y est associé plus faible.

Un indicateur consolidé semble toutefois plus pertinent pour analyser les risques potentiels que présentent les déséquilibres macroéconomiques, ce qui est l'objectif de la PDM. Lorsqu'on se base sur des données consolidées, le ratio d'endettement des sociétés non financières est plus ou moins au même niveau en Belgique que dans la zone euro. Le ratio d'endettement correspondant pour l'ensemble du secteur privé non financier en Belgique n'atteint que 131 % du PIB, contre 147 % en moyenne dans la zone euro.

Un autre élément sujet à caution est le fait que la sélection des États membres qui feront l'objet d'un bilan approfondi peut être considérée comme arbitraire : certains pays dépassant le seuil pour deux indicateurs sont retenus, alors que, pour d'autres, il faut quatre indicateurs au rouge. Huit États membres affichent trois indicateurs au rouge, mais seule la Belgique fera l'objet d'un bilan approfondi. La CE réalise bien entendu une évaluation globale, dans laquelle elle ne doit pas attribuer la même pondération à tous les dépassements.

Enfin, le rapport sur le mécanisme d'alerte 2012 utilise des données qui remontent à la fin de 2010 et qui pourraient donc ne plus être à jour au moment de l'évaluation. L'utilisation de données de 2011 plutôt que de 2010 fait déjà apparaître des améliorations notables dans certains États membres aux niveaux du déficit courant (Malte, Slovaquie et Espagne) et des variations des coûts salariaux par unité produite (Estonie, Grèce, Italie, Autriche et Slovaquie). D'autres indicateurs, en revanche, se sont détériorés dans certains pays, comme par exemple le taux de chômage en Espagne. Cette situation montre clairement que le tableau de bord ne constitue qu'un instantané. La réglementation prévoit dès lors que celui-ci soit interprété dans un cadre plus large.

À la fin de mai 2012, la CE a présenté ses bilans approfondis (*in-depth-reviews*) pour douze États membres. Elle conclut qu'il existe des déséquilibres macroéconomiques qu'il y a lieu de traiter préventivement et de suivre attentivement.

Elle constate également que la correction de ces déséquilibres est déjà en cours, comme le montre la contraction des déficits sur le compte courant, la convergence des coûts salariaux par unité produite, la diminution des octrois excessifs de crédits et la correction des prix des logements. Dans plusieurs cas, les déséquilibres internes et externes cumulés demeurent toutefois un défi de taille, par exemple en ce qui concerne la dette du secteur privé et publique.

Bien que, selon la CE, aucun des douze États membres ne présente de déséquilibres excessifs, elle établit néanmoins une distinction entre ces douze pays. L'Espagne et Chypre font partie des cas les plus inquiétants, suivis de la France, de la Hongrie, de l'Italie et de la Slovaquie. Parmi les douze États membres qui ont fait l'objet d'un bilan approfondi, la Belgique est classée parmi les pays les moins préoccupants ; en ce qui concerne ce pays, le bilan fait surtout état de la perte de compétitivité et du niveau élevé de la dette publique, tout en affirmant, à raison, que le niveau élevé de la dette du secteur privé non consolidée n'est pas synonyme de risques car la dette consolidée est relativement faible.

## Conclusion

Les déséquilibres macroéconomiques qui se sont accumulés depuis l'introduction de l'euro dans certains États membres n'ont jamais été suffisamment contrecarrés par l'ancien pacte de stabilité et de croissance et la politique économique structurelle.

Ces déséquilibres se sont amplifiés, jusqu'à aboutir à la crise de mai 2010, lorsque la Grèce a de facto perdu l'accès aux marchés financiers et que le pays a dû recourir à l'aide financière internationale. L'UE s'est vu contrainte d'opter rapidement pour un financement public bilatéral de la dette souveraine grecque et pour la création de deux mécanismes financiers temporaires de soutien, qui seront succédés, à partir de la mi-2012, par le Mécanisme européen de stabilité (MES), dont le caractère est permanent.

En parallèle, il a été décidé, au plus haut niveau politique, de renforcer le cadre de coordination des politiques économiques au sein de l'UE.

L'ambition était de prévenir ou de résorber plus rapidement et avec plus de vigueur les déséquilibres macroéconomiques dans les États membres de l'UE, et en particulier dans la zone euro, à l'aide de toute une série de règles automatiquement contraignantes. En décembre 2011 est entrée en vigueur la nouvelle réglementation du « Six-Pack », qui a non seulement

renforcé l'ancien pacte de stabilité et de croissance, mais a également instauré l'importante procédure des déséquilibres macroéconomiques.

Au cours du processus décisionnel, des considérations politiques nationales ont partiellement affaibli les propositions originales de procédures décisionnelles plus automatiques du « Six-Pack », ce que le Parlement européen a en partie rectifié. D'autres initiatives ont vu le jour, comme le pacte pour l'euro plus et, surtout, le nouveau traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'UEM, dont le pacte budgétaire (« fiscal compact »). Deux nouveaux règlements sont également en discussion dans le cadre de la procédure de trilogue entre le Conseil, le Parlement européen et la CE, à savoir le « Two-Pack », qui obligerait les États membres de la zone euro à soumettre leur projet de budget à la CE, laquelle aurait le droit de l'évaluer en fonction des règles budgétaires européennes.

Contrairement à la réforme du pacte de stabilité et de croissance menée en 2005, les modifications récentes et en cours du cadre de gouvernance de l'UE constituent clairement une étape importante dans la bonne direction. En revanche, la réglementation est devenue beaucoup plus complexe, et une hausse du nombre de règles n'entraîne pas nécessairement une surveillance plus univoque et cohérente. Par ailleurs, les initiatives se chevauchent dans une certaine mesure et recourent à des méthodes non seulement communautaires mais aussi intergouvernementales, ce qui contribue à une complexité accrue.

L'application du nouveau cadre de gouvernance en déterminera maintenant la crédibilité. Une mise en œuvre stricte des procédures et, le cas échéant, des sanctions, peuvent y contribuer. L'appropriation (*ownership*) nationale, notamment par les parlements des États membres, en est un autre élément important.

Au cours des deux dernières années, l'UE a davantage progressé dans la poursuite de l'élaboration du « pilier économique » de l'UEM que durant la dernière décennie. Ce faisant, l'on s'est rapproché de l'UEM telle que la proposait Pierre Werner dans son rapport de 1970. Mais la route est encore longue. De nouvelles étapes importantes seront nécessaires, qui devront s'accompagner d'un transfert accru de souveraineté vers le niveau européen, afin de le doter de la compétence de prévenir et de combattre les déséquilibres ayant entraîné la crise de la dette dans la zone euro.

## Bibliographie

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

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



Langenus G. (2005), « Le pacte de stabilité et de croissance: une histoire mouvementée », BNB, *Revue économique*, juin.

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"

## Signes conventionnels

€	euro
\$	dollar
e	estimation de la Banque
n.	non disponible
p.m.	pour mémoire

# Liste des abréviations

## Pays ou régions

BE	Belgique
DE	Allemagne
EE	Estonie
IE	Irlande
EL	Grèce
ES	Espagne
FR	France
IT	Italie
CY	Chypre
LU	Luxembourg
MT	Malte
NL	Pays-Bas
AT	Autriche
PT	Portugal
SI	Slovénie
SK	Slovaquie
FI	Finlande
EA	Zone euro
BG	Bulgarie
CZ	République tchèque
DK	Danemark
LV	Lettonie
LT	Lituanie
HU	Hongrie
PL	Pologne
RO	Roumanie
SE	Suède
UK	Royaume-Uni
UE-25	Union européenne, à l'exclusion du Royaume-Uni et de la République tchèque
UE-27	Union européenne
US	États-Unis

## Autres

ABCP	Asset-Backed Commercial Paper
ABS	Asset-Backed Securities
AIG	American International Group
AMLF	Asset-Backed Commercial Paper Money Market Fund Liquidity Facility
BCE	Banque centrale européenne
BFP	Bureau fédéral du plan
BIS	Bank for International Settlements
BNB	Banque nationale de Belgique
BNS	Banque nationale suisse
CE	Commission européenne
CMBS	Commercial Mortgage-Backed Securities
Cocof	Commission communautaire française
Cocom	Commission communautaire commune
CPE	Comité de politique économique
CPFF	Commercial Paper Funding Facility
CREG	Commission de Régulation de l'Électricité et du Gaz
DGSIE	Direction générale Statistique et information économique (SPF Économie, PME, classes moyennes et énergie)
EDP	Déficits publics excessifs
ELA	Emergency Liquidity Assistance
Eonia	Euro Overnight Index Average
Euribor	Euro Interbank Offered Rate
FESF	Fonds européen de stabilité financière
FMI	Fonds monétaire international
FOMC	Federal Open Market Committee (États-Unis)
GSE	Government-Sponsored Enterprise
ICN	Institut des comptes nationaux
IFM	Institutions financières monétaires
IPC	Indice des prix à la consommation
IPCH	Indice des prix à la consommation harmonisé
IPP	Impôt des personnes physiques
Libor	London Interbank Offered Rate
LSAP	Large-Scale Asset Purchases
MBS	Mortgage-Backed Securities
MES	Mécanisme européen de stabilité
MESF	Mécanisme européen de stabilisation financière
NBER	National Bureau of Economic Research
OCDE	Organisation de coopération et de développement économiques
OIS	Overnight Index Swap
OMT	Objectif à moyen terme
ONEM	Office national de l'emploi

ONSS	Office national de sécurité sociale
OTAN	Organisation du Traité de l'Atlantique nord
PDCF	Primary Dealer Credit Facility
PDM	Procédure concernant les déséquilibres macroéconomiques
PIB	Produit intérieur brut
PSI	Private Sector Involvement
QE	Quantitative Easing
Q&A	Questions and answers
SEBC	Système européen de banques centrales
SEC 95	Système européen des comptes
SMP	Securities Markets programme
SNF	Sociétés non financières
SPF	Service public fédéral
TAF	Term Auction Facility
TALF	Term Asset-Backed Securities Loan Facility
TSCG	Traité sur la stabilité, la coordination et la gouvernance dans l'Union économique et monétaire
TSLF	Term Securities Lending Facility
TVA	Taxe sur la valeur ajoutée
UE	Union européenne
UEM	Union économique et monétaire



Banque nationale de Belgique  
Société anonyme  
RPM Bruxelles – Numéro d'entreprise : 0203.201.340  
Siège social : boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles  
[www.bnb.be](http://www.bnb.be)



Éditeur responsable

Jan Smets

Directeur

Banque nationale de Belgique  
boulevard de Berlaimont 14 – BE-1000 Bruxelles

Personne de contact pour la Revue

Luc Dufresne

Secrétaire général

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

© Illustrations : Banque nationale de Belgique  
Couverture et mise en page : BNB AG – Prepress & Image  
Publié en juin 2012

