

Macro-economische onbalans en herbalancering in de eurozone

Peter Rodenburg

In de jaren na de invoering van de euro ontstonden grote macro-economische onbalansen in de eurozone waarbij de lopende rekening van verschillende eurolanden sterk uiteen ging lopen. Deze onbalansen wijzen op onvolkomenheden in de inrichting en werking van de muntunie. Economen en Europese beleidsmakers onderkennen in toenemende mate de potentieel ontwrichtende werking van deze onbalansen en trachten thans de onbalans in de muntunie te verminderen en het ontstaan van onbalansen in de toekomst te voorkomen.

Het doel van dit artikel is een overzicht te geven van de belangrijkste ontwikkelingen, ideeën, en beleidsmaatregelen omtrent macro-economische onbalansen in de eurozone. Daarnaast onderzoekt dit artikel welke landen de last van herbalancering dragen. Het artikel concludeert dat de door de Europese Unie genomen maatregelen weinig effectief zijn en niet bijdragen aan een meer symmetrische lastenverdeling in de eurozone. De overschotlanden – Duitsland en Nederland – dragen niet bij aan herbalancering en bemoeilijken aanpassing van het zuiden.

1 Inleiding

In het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) voor de Economische en Monetaire Unie (EMU) uit de jaren 90 is weinig terug te vinden over macro-economische onevenwichtigheden tussen de deelnemende eurolanden. Na de oprichting van de EMU in 1999 kregen de landen van de eurozone echter te maken met sterk toenemende macro-economische onevenwichtigheden. Onder andere door ongunstige loonontwikkeling verloren de perifere eurolanden competitiviteit die zij niet meer, zoals voorheen, door een wisselkoersaanpassing konden opvangen. Zij zagen groeiende tekorten ontstaan op de lopende rekening van hun betalingsbalans die een gevaar voor schoksgewijze aanpassingen meebrengen. De noordelijke landen daarentegen zagen grote overschotten ontstaan; sommige landen, waaronder Nederland, zelfs recordoverschotten. De onbalansen wijzen op onvolkomenheden in de institutionele inrichting en werking van de EMU en, in feite, op het ontbreken van een Politieke Unie. Van een aantal landen zijn thans de tekorten op de lopende rekening inmiddels kleiner geworden als gevolg van verschillende crisismaatregelen. Onder beleidsmakers zijn deze ontwikkelingen niet opgemerkt voorbij gegaan en inmiddels wordt algemeen erkend dat macro-economische onbalansen in een muntunie van soevereine staten potentieel gevaarlijk zijn en een ontwrichtende werking kunnen hebben. In de Europese Unie zijn daarom hervormingen

van het SGP doorgevoerd die macro-economische onbalansen moeten verminderen en in de toekomst moeten voorkomen.

Het doel van dit artikel is tweeledig. Ten eerste is dit artikel bedoeld als een overzichtsartikel over de macro-economische onbalansen in de eurozone. Het geeft een overzicht van de belangrijkste ontwikkelingen, ideeën en beleidsmaatregelen die de Europese Unie heeft genomen om de onbalansen te verminderen. Daarnaast analyseert dit artikel welke rol overschotlanden in de eurozone spelen in het proces van herbalancering. Het ontstaan van onbalansen in de eurozone is een gedeelde verantwoordelijkheid van zowel overschotlanden als tekortlanden. In de literatuur gaat doorgaans de meeste aandacht uit naar de rol van tekortlanden. In dit artikel wordt echter ingegaan op de rol die overschotlanden kunnen spelen in het herbalanceren en tegengaan van onbalansen. In het bijzonder zal worden ingegaan op de rol van Duitsland die, als grootste economie van de eurozone, een belangrijke voorttrekkersrol kan spelen.

De opbouw van dit artikel is als volgt. Paragraaf 2 biedt een overzicht van de aard en omvang van de onbalansen van de eurozone, terwijl paragraaf 3 het ontstaan van de onbalansen analyseert. Paragraaf 4 presenteert de verschillende opvattingen over het gevaar van grote, persistente macro-economische onevenwichtigheden. Paragraaf 5 behandelt verschillende beleidsmaatregelen tegen onbalansen in een muntunie, terwijl de zogenaamde *procedure bij buitensporige onevenwichtigheden* uiteen wordt gezet in paragraaf 6. Paragraaf 7 analyseert de rol van Duitsland in het proces van herbalancering. Paragraaf 8, ten slotte, presenteert de conclusie.

2 Aard en omvang van macro-economische onbalansen

De Raad van de Europese Unie definieert macro-economische onbalansen als: 'elke trend in macro-economische ontwikkeling die een negatieve invloed heeft, of de potentie heeft om een negatieve invloed te hebben op de goede werking van de economie van een lidstaat dan wel van de economische en monetaire unie of van de Unie als geheel' (Essl en Stiglbauer, 2011: 99-100).

Thomas Wieser, voorzitter van de Eurogroepwerkgroep,¹ definieert een macro-economische onevenwichtigheid als volgt: a macroeconomic imbalance is the (negative or positive) position of a domestic, external or financial variable in relation to a certain norm. This position may – if uncorrected over time – make the national savings/investment balance so untenable that it self-corrects abruptly, thereby causing significant adjustment shocks domestically; in the case of large economies also abroad (Wieser 2011: 135). Economen verwijzen doorgaans specifiek naar onevenwichtigheden in de externe positie van een land vis-à-vis andere landen, in het bijzonder met betrekking tot de lopende rekening van de betalingsbalans (Gros, 2012: 2).

¹ De Eurogroepwerkgroep bereidt vergaderingen van de Eurogroep voor en assisteert de Eurogroep.

De lopende rekening is onderdeel van de betalingsbalans van een land en bestaat op zijn beurt uit de import en export van goederen en diensten (de handelsbalans), betaalde en ontvangen interest en dividenden en unilaterale ontvangsten en betalingen. De tegenhanger van de lopende rekening is de financiële rekening; het saldo van de aan- en verkoop van financiële activa met het buitenland en aflossingen van schulden van en met het buitenland. Zoals bekend zijn er twee manieren om de lopende rekening te interpreteren. De eerste is vanuit het perspectief van internationale handel. De lopende rekening geeft alle transacties weer van ingezetenen van een land met niet-ingezetenen en representeert daarmee in feite de internationale concurrentiepositie van een land. Hoewel een tekort op de lopende rekening niet per definitie slecht hoeft te zijn (zie paragraaf 4) wijst een tekort op de lopende rekening erop dat kapitaal het land verlaat via internationale transacties. Landen zullen dan voor een instroom van kapitaal moeten zorgen om deze kapitaaluitstroom te compenseren. Afhankelijk van de omstandigheden kan dat gepaard gaan met de opbouw van schulden.² Doorgaans zullen tekortlanden uiteindelijk maatregelen moeten nemen om hun internationale concurrentiepositie te verbeteren.

De tweede mogelijkheid om de lopende rekening te bezien is vanuit het perspectief van investeringen en besparingen. De lopende rekening is per definitie gelijk aan de som van de binnenlandse private en publieke besparingen en de investeringen van een land. Tekorten op de lopende rekening zijn dus het gevolg van een onbalans in het nationaal spaarsaldo; tekortlanden sparen onvoldoende of investeren te weinig.

Hoewel economen ervan uitgaan dat er aanpassingsmechanismen bestaan naar evenwicht laat de naoorlogse geschiedenis zien dat landen soms grote, aanhoudende tekorten kunnen hebben op hun lopende rekeningen. Twee grote mondiale macro-economische onbalansen krijgen momenteel veel aandacht: de onbalans tussen China en de VS, en de onbalans tussen de noordelijke en zuidelijke eurozone.³ De VS en Zuid-Europese landen hebben flinke tekorten op de lopende rekening, terwijl China en de Noord-Europese landen grote overschotten hebben.

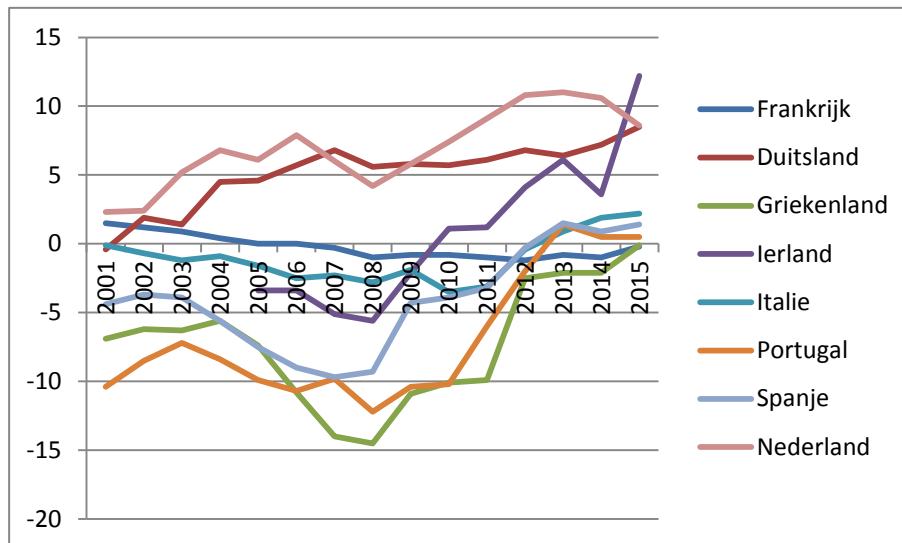
Figuur 1 geeft de lopende rekening weer voor verschillende eurolanden als percentage van het bbp en laat duidelijk de verschillen tussen de overschotlanden (Nederland, Duitsland) zien en de periferie (Griekenland, Italië, Spanje, Portugal en Ierland). Opmerkelijk is de sterke divergentie die optreedt na de introductie van de euro. Het tekort van Griekenland liep op tot 14% van het bbp in 2007 en van Spanje en Portugal tot bijna 10%, terwijl Nederland en Duitsland aanhoudende overschotten blijven ondervinden. In 2015 bedroeg het Duitse overschot op de lopende rekening 257 miljard euro of 8,5

² Indien de kapitaalinstroom bestaat uit Directe Buitenlandse Investerings (DBI's) hoeft een kapitaalinstroom niet gepaard te gaan met een opbouw van schulden.

³ Hoewel de scheiding tussen noordelijk en zuidelijke eurozone niet scherp te formuleren valt, verwijs ik in dit artikel voor 'Zuid' naar de perifere landen Griekenland, Italië, Spanje, Portugal en Ierland en voor 'Noord' naar Nederland, Duitsland, Oostenrijk en Finland.

procent van het bbp. Dat komt overeen met 78% van het gehele eurozone-overschot.⁴ Nederland had van 2012 tot 2014 een recordoverschot van 11% van het bbp, wat neer komt op bijna 20% van het eurozone-overschot. Daarmee is het Nederlandse lopende overschot verhoudingsgewijs nog groter dan dat van Duitsland. Voor de eurozone als geheel is de lopende rekening sinds de eurocrisis opgelopen van -1,8% bbp in 2008 naar 3,7% in 2015.

Figuur 1 De ontwikkeling van de lopende rekening in de eurozone (in % bbp), 2001-2015



Bron: Wereldbank.

De tekorten leggen de zwakke externe posities van de zuidelijke eurolanden bloot. Na het uitbreken van de eurocrisis werden de zuidelijke eurolanden gedwongen grote bezuinigingsmaatregelen te nemen, waardoor de tekorten terugliepen. Griekenland heeft inmiddels het lopende tekort teruggebracht tot -0,1% van het bbp in 2015. De positieve trend op de lopende rekening is echter het gevolg van een scherpe daling van investeringen (Europese Commissie [EC], 2014). Door schuldaflossingen en besparingen van de publieke en private sector zijn de investeringen en de netto kapitaalformatie in Zuid-Europa afgenomen en zijn de zuidelijke eurolanden in een situatie van seculaire economische stagnatie gekomen die mogelijk jaren kan aanhouden.

Opgemerkt moet worden dat de onbalansen niet strikt geïnterpreteerd kunnen worden als een bilaterale onbalans tussen Noord- en Zuid-Europa. Doordat eurolanden ook handel drijven met derde landen zijn de overschotten van het noorden niet het spiegelbeeld van de tekorten van het zuiden. Maar de sterke handelsintegratie in de eurozone – 50% van de handel blijft in de eurozone en bijna 70% in de EU (Eurostat) – en de significante noord-

⁴ Eurostat, 'Current account balance with the rest of the world', [http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Current_account_balance_with_the_rest_of_the_world,_2005-15_\(%C2%B9\)_ \(EUR_billion\)_YB16-fr.png&oldid=293920](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=File:Current_account_balance_with_the_rest_of_the_world,_2005-15_(%C2%B9)_ (EUR_billion)_YB16-fr.png&oldid=293920)

zuid-kapitaalstromen van voor de crisis wijzen op een sterke correlatie tussen de ontwikkeling van de lopende rekening van noord en zuid. De eurozone heeft het karakter van een semi-gesloten economie wat suggereert dat er een verband bestaat tussen de competitiviteitwinst van het ene euroland en het competitiviteitsverlies van een ander euroland (Regan 2015).

3 Het ontstaan van de onbalansen

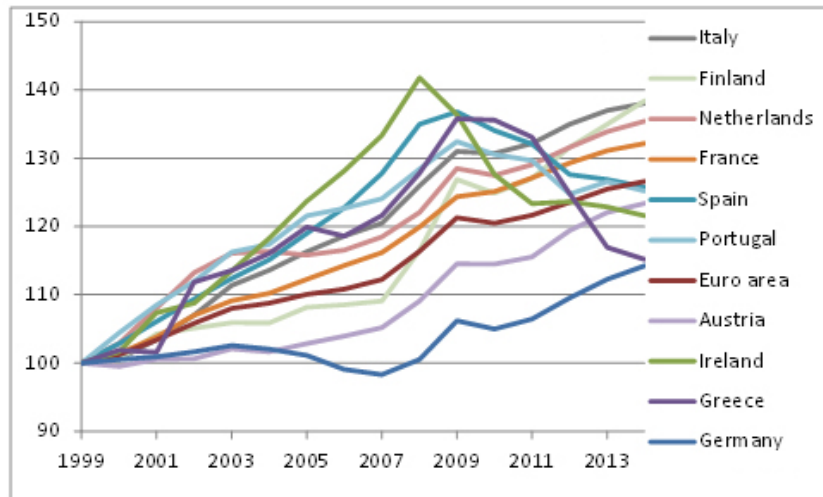
In de literatuur is een aantal opvattingen te onderscheiden over het ontstaan van onbalansen in de eurozone. Een eerste, en invloedrijkste opvatting is dat de onbalansen de schuld zijn van de zuidelijke eurolanden (Jaumotte en Sodsriwiboon 2010; Young en Semmler 2011, Gros, 2012). In de periode 1992-1998 namen voor zowel noord als zuid de overheidsbesparingen toe. De convergentiecriteria van het Verdrag van Maastricht hadden een disciplinerend effect op de toekomstige eurolanden voor wat betreft begroting, staatsschuld, wisselkoers, inflatie en rente. Na de introductie van de euro bleven de netto private besparingen en investeringen in de noordelijke eurolanden op een relatief stabiel niveau. Echter, in de zuidelijke landen verslechterden de netto private besparingen, terwijl de private investeringen sterk toenamen. Dit heeft verschillende oorzaken. Ten eerste daalde de reële rente van de zuidelijk landen sterk na toetreding tot de eurozone en convergeerde hun renteniveau naar dat van Duitsland.⁵ Hierdoor konden de zuidelijke eurolanden goedkoper geld lenen dan ooit tevoren, wat leidde tot veel investeringen (in Spanje) en weinig besparingen (in Griekenland, Portugal, Italië en Ierland) (Holinski, Kool en Muysken 2012). Ten tweede is de beschikbaarheid van financiële activa toegenomen door financiële liberalisering in de eurozone. De afname in besparingen en de toename in investeringen in het zuiden en de grote overschotten op de lopende rekening in het noorden leidden tot grote noord-zuid-kapitaalstromen waarmee de handelsbalanstekorten in het zuiden gefinancierd werden. (Jaumotte en Sodsriwiboon 2010: 5-6; Teulings 2011).

Een tweede opvatting over de oorzaak van onbalansen stelt dat Duitsland de oorzaak is van de onbalansen in de eurozone (Stockhammer 2011; Brancaccio 2012; Bibow 2013). In 2002 en 2003 voerde Duitsland, onder leiding van Gerhard Schröder, een serie van hervormingen en loonmatigingen door; de zogenaamde Hartz-hervormingen (genoemd naar Schröders adviseur, Peter Hartz). Door de aanhoudende druk van deze loonmatigingen kregen Duitse exporteurs een concurrentievoordeel (Bibow 2013). De Duitse loonmatigingen hebben de arbeidskosten per eenheid product (ULC) relatief verlaagd tot de laagste van de eurozone (zie figuur 2) en impliceren een reële devaluatie ten opzichte van de andere eurolanden (Young en Semmler 2011). In de zuidelijke

⁵ Financiële markten gingen ervan uit – naar nu blijkt terecht – dat de no-bail-out clause in het SGP ongeloofwaardig was en dat er daarom geen grote risico's verbonden waren aan beleggingen in schatkistpapier van de zuidelijke eurolanden. Bovendien werden in de economische expansie voorafgaand aan de kredietcrisis financiële risico's sterk onderschat (Teulings 2011).

eurolanden en Ierland stegen de nominale arbeidskosten juist sneller dan de productiviteit.

Figuur 2 Nominale unit labour costs (ULC's) in de eurozone (1999=100)



Bron: Ameco.

De grote onbalansen in Europa zouden daarom ontstaan zijn door een combinatie van onvoldoende binnenlandse vraag en een sterke concurrentiepositie van Duitsland, die de positie van de zuidelijke eurolanden heeft verzwakt met grote verschillen op de lopende rekening tot gevolg. Duitsland heeft daardoor een continu overschot op de lopende rekening in de eurozone dat voor een belangrijk deel gefinancierd wordt door de tekorten van de zuidelijke landen (Young en Semmler, 2011: 2).

Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de Duitse hereniging een schok tot stand bracht die loonkostenverlaging in Duitsland noodzakelijk maakte. Als gevolg van de schok van de hereniging kreeg Duitsland in de jaren 90 te maken met hoge werkloosheid en een historisch zeldzaam tekort op de lopende rekening. De door Schröder ingezette loonkostenverlaging waren dan ook een reactie op de verslechterende concurrentiepositie na de hereniging (Bonatti en Fracasso 2013). Vooraanstaande economen, zoals Martin Wolf, Wolfgang Münchau, Christine Lagarde, Paul Krugman en Ben Bernanke, zien echter toch met name de Duitse loonmatiging als belangrijkste oorzaak van de onevenwichtigheden in de eurozone na de invoering van de euro.⁶ LeMoigne en Ragot (2015) beweren zelfs dat de Duitse loonmatiging verantwoordelijk is geweest voor ongeveer de helft van de divergentie op de handelsbalansen en meer dan 2% van de Franse werkloosheid verklaart.

⁶ Zie bijvoorbeeld Wolf (2010, 2016) of Bernanke (2015).

Een derde opvatting stelt dat de onbalansen in de eerste plaats het gevolg zijn van het samengaan van twee verschillende macro-economische groeisystemen (Maes 2004; Regan 2015, Johnston en Regan 2016). De noordelijke eurolanden kennen een exportgeleid groeisysteem dat gericht is op lage inflatie en export, terwijl de zuidelijke eurolanden een binnenlands consumptiegeleid groeisysteem hebben waarbij een hogere inflatie kan ontstaan (Regan 2015). Door het semi-gesloten karakter van de eurozone leidde het samenvoegen van deze twee regimes in een muntunie tot een 'credit boom' met riskante investeringen in de zuidelijke landen, die leidde tot schulden en bubbels en niet tot convergentie. (Regan 2015: 11).

Opgemerkt moet worden dat deze onderverdeling naar oorzaken enigszins karikaturaal is. In de praktijk hebben alle genoemde factoren een belangrijke rol gespeeld in het ontstaan van onbalansen. Het eenzijdig aanwijzen van een 'schuldige' is derhalve niet goed mogelijk. Duidelijk is wel dat zowel overschotlanden als tekortlanden een aandeel hebben gehad: veel financiering van de sterk groeiende kredietverlening in het zuiden was afkomstig van banken uit het noorden (Duitsland, Frankrijk) en werd in zuidelijke obligaties geïnvesteerd. Ook voor de divergerende loonontwikkeling in de eurozone zijn zowel tekort- als overschotlanden verantwoordelijk. Institutioneel gezien ligt er ook een probleem bij het SGP. Het SGP voorzag niet in macro-economische onbalansen aangezien het vooral gericht was op begrotingsdiscipline ten einde *bail outs* van lidstaten te voorkomen. Echter, door gebrek aan convergentie, onder meer op het gebied van loonkostenontwikkeling per eenheid product, konden in de eurozone grote onevenwichtigheden ontstaan. De onbalansen noopten Europese beleidsmakers dan ook om aanvullingen te maken op het SGP. In 2011 werd daarom in het kader van het Europese Semester en als aanvulling op het Stabiliteits- en Groeipact aanvullende maatregelen genomen om de onbalansen in de eurozone te verminderen (zie paragraaf 6).

4 Zijn onbalansen gevaarlijk?

Over het gevaar van onbalansen lopen de opvattingen uiteen. De gangbare theorie achter macro-economische onbalansen is Hume's *price-specie* mechanisme. Deze theorie, die teruggaat tot David Hume's *Political Discourses* uit 1752, stelt dat onbalansen in beginsel niet gevaarlijk zijn omdat er een automatische tendens naar evenwicht bestaat indien aan een aantal voorwaarden wordt voldaan, zoals vrijhandel en vrije wisselkoersen. Overschotlanden ondervinden namelijk inflatie en een appreciatie van hun wisselkoers als gevolg van hun kapitaalinstroom, waardoor hun concurrentiepositie zal verslechteren en de overschotten op hun lopende rekening vanzelf zullen afnemen. Omgekeerd zal voor tekortlanden een daling van kapitaalinstroom (vroeger: goud) leiden tot een krimp van de geldhoeveelheid, waardoor de internationale concurrentiepositie verbetert. Hume's theorie heeft echter betrekking op een wereld waarin internationale handel in edelmetaal werd afgerekend en waarin geen ander grensoverschrijdend betalingsverkeer was. In het huidige mondiale financiële systeem kunnen overschotlanden hun overschotten eenvoudig uitlenen aan tekortlanden, zodat de evenwichttherstellende

wisselkoersaanpassing niet plaatsvindt. In een muntunie kan deze wisselkoersaanpassing zelfs helemaal niet plaatsvinden. Tekorten en overschotten op de lopende rekening kunnen dan een persistent karakter krijgen. De kans op grote, schoksgewijze aanpassingen blijft zo bestaan en vormt zo een reëel gevaar voor een nieuwe crisis (Wolf 2014).

Toch zijn niet alle onbalansen per se slecht. Feldstein en Horioka kwamen in de jaren 80 met een verklaring voor oplopende tekorten. Als gevolg van financiële integratie zouden landen hun besparings- en investeringsbalans gemakkelijker kunnen financieren en de groeiende lopende rekeningenverschillen laten zien dat economieën convergeren (Holinski, Kool en Muysken 2012). Landen met een laag bbp-per-capita ratio kunnen namelijk volgens het neoklassieke groeimodel sneller convergeren door extra investeringen aan te trekken. Deze investeringen kunnen onder andere gefinancierd worden met buitenlands kapitaal via een tekort op de lopende rekening.⁷ Blanchard en Milesi-Ferretti (2009) stellen dan ook dat er een onderscheid gemaakt moet worden tussen goede en slechte onbalansen. Onder bepaalde omstandigheden kunnen onbalansen gerechtvaardigd, of zelfs wenselijk zijn, beargumenteren zij. Een voorbeeld van 'goede' onbalansen is investeringsgedrag. Indien een land met aantrekkelijke investeringsmogelijkheden zijn investeringen wil financieren met buitenlandse besparingen ondergaat het een tekort op de lopende rekening. Dit tekort wordt echter gerechtvaardigd door de te verwachte opbrengsten van de investeringen. Ook spaargedrag kan een motief zijn voor onbalansen. Als de bevolking van een land sneller vergrijst dan hun handelspartners is het zinvol om overschotten te hebben om zo de ontsparing bij pensioenering te anticiperen. Tot slot is er portfolio-gedrag. Landen met beter ontwikkelde financiële markten zijn wellicht beter in staat om investeerders aan te trekken en kunnen zo een appreciatie van hun munt en tekort op de lopende rekening ondergaan. In geen van deze gevallen zou het verstandig zijn de onbalansen te reduceren. Zij reflecteren het zoeken naar een optimale allocatie van kapitaal over tijd en ruimte (Blanchard en Milesi-Ferretti 2009: 4).

Veel anderen zien in macro-economische onbalansen toch een grote bedreiging. Jaumotte en Sodsriwiboon (2010: 17-18) geven hier drie redenen voor. Ten eerste wijzen macro-economische onbalansen op binnenlandse verstoringen, zoals de lage netto besparingen in Spanje ten tijde van de opleving en expansie van de huizenmarkt. Ten tweede, omdat ook geleidelijke aanpassingen pijnlijk kunnen zijn. Een tekort op de lopende rekening, veroorzaakt door een competitiviteitsprobleem en/of oververhitting, impliceert een langdurige periode van lage groei om te herstellen. Dit geldt vooral voor een muntunie waar het wisselkoersmechanisme is afgeschaft en dus andere, veelal pijnlijke, opties moet worden gehanteerd, zoals reële loonkostenmatiging (zie verder hieronder). Ten derde, bestaat het gevaar dat de aanpassingen aan de onevenwichtigheden niet geleidelijk plaatsvinden, maar schoksgewijs. Als bijvoorbeeld financiering van tekorten plotseling

⁷ In de eurozone leek hier aanvankelijk ook sprake van totdat bleek dat het buitenlandse kapitaal niet was aangewend voor productieve investeren, maar voor huizenbubbels.

stopt of duur wordt, zijn tekortenlanden gedwongen om hun schulden drastisch te verminderen, wat leidt tot een scherpe daling in hun binnenlandse vraag en productie (Kang en Shambaugh 2016). Uiteindelijk zullen ook overschotlanden deze recessie merken via hun exporten naar de tekortlanden.

Voor een muntunie zoals de eurozone zijn de gevaren van macro-economische onbalansen echter nog groter dan voor soevereine landen. Zo ontbreekt in de eurozone het wisselkoersmechanisme om asymmetrische schokken en onevenwichtigheden op te vangen. De eurozone voldoet bovendien slechts ten dele aan de criteria van de theorie van een Optimum Currency Area (OCA) en wordt daarom algemeen niet beschouwd als een OCA. De eurozone kent een lage arbeidsmobiliteit, lage neerwaartse loonflexibiliteit en het ontbreekt aan voldoende budget transfers tussen lidstaten door gebrek aan solidariteit. Tekorten en overschotten die binnen landen tussen verschillende regio's ontstaan leiden daar doorgaans niet tot grote problemen doordat er op nationaal niveau voldoende solidariteit bestaat om budget transfers tot stand te brengen. Op Europees niveau ontbreekt dit en de eurozone mist daarom aanpassingsmechanismen die een muntunie, zoals de Verenigde Staten, wel heeft. De eurozone is geen politieke unie en macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone zijn daarom gevaarlijker dan voor soevereine staten.

5 Oplossingen voor onbalansen in de eurozone

In de literatuur over onbalansen zijn verschillende oplossingen te onderscheiden. Een typisch voorbeeld van 'mainstream' oplossingen voor onbalansen is te vinden in Jaumotte en Sodsriwiboon (2010). Deze auteurs (die verbonden zijn aan het IMF) geven een viertal beleidsopties voor tekortlanden. Ten eerste, en volgens Jaumotte en Sodsriwiboon waarschijnlijk ook het belangrijkste, consolidatie van de begroting. De consolidatie van de begroting in de jaren 90 werden door de periferie na toetreding tot de EMU niet volgehouden. De publieke besparingen waren daardoor onvoldoende om de daling van de private besparingen te compenseren. Uiteindelijk is begrotingsconsolidatie noodzakelijk – vooral voor de Zuid-Europese landen – om het extensieve gebruik van begrotingsstimuli en automatische stabilisatoren terug te draaien, de staatschuld te verminderen en de binnenlandse vraag af te remmen, stellen zij.⁸ Ten tweede, een structureel beleid dat de productiviteitsgroei stimuleert, ook in de niet-verhandelbare sector (lokale dienstverlening). Deze productiviteitsgroei is afhankelijk van investeringen, onderwijs, innovatie, regulering van de productiemarkt, flexibiliteit van de arbeidsmarkt en het ondernemingsklimaat. Een verhoging van de productiviteit kan de prijs van binnenlandse producten verlagen waardoor de concurrentiepositie van een land verbetert. Ten derde, een zogenaamde 'interne devaluatie' ter vervanging van een reële wisselkoersdevaluatie.

⁸ In een kritisch artikel wijzen Vernengo en Ford (2014) erop dat het IMF haar ware positie over bezuinigingen verduistert door de term 'begrotingsconsolidatie' te gebruiken in plaats van bezuiniging ('austerity'). Consolidatie is namelijk geen middel, maar een uitkomst. Bezuinigingen zijn voor het IMF echter het onbetwiste middel om consolidatie te bereiken (Vernengo en Ford 2014).

Door een verlaging van de reële lonen of de sociale zekerheidsbijdragen kan een tekortland de arbeidskosten verlagen en zo zijn competitiviteit herstellen. Tot slot is een beter toezicht op de financiële sector noodzakelijk. De crisis in het zuiden is uiteindelijk mede veroorzaakt door de snelle expansie van krediet aan de private sector (Teulings 2011).

Een paar dingen vallen op aan deze maatregelen. Ten eerste is het eenvoudig in te zien dat deze 'mainstream'-maatregelen inderdaad de kern bevatten van het pakket van maatregelen die de Trojka (EC, IMF en ECB) hebben opgelegd aan zuidelijke probleemlanden, zoals Griekenland. Bezuinigingen, gecombineerd met reële loondaling (interne devaluatie), zouden de zuidelijke economieën weer moeten herstellen middels competitieve ULC's. Inmiddels is er echter een groeiende scepsis ontstaan over het effect van deze maatregelen. Aanvankelijk waren het vooral Keynesiaanse economen, zoals Paul Krugman en in Nederland Bas Jacobs, die zich tegen deze maatregelen keerden. Inmiddels heeft ook Oliver Blanchard, die als hoofdeconoom van het IMF betrokken was bij de maatregelen voor Griekenland, toegegeven dat het IMF de multiplier-effecten van bezuinigingen volledig verkeerd heeft geschat (Blanchard en Leigh 2013). In een ongebruikelijke *mea culpa* heeft Blanchard zich daar inmiddels voor verontschuldigd.⁹

Wat verder opvalt, is dat de maatregelen enkel gericht zijn op tekortlanden; voor overschotlanden zijn er geen aanbevelingen. De last van aanpassing wordt – zoals meestal in de geschiedenis – eenzijdig afgewenteld op tekortlanden, waarbij de financiële steun voor de probleemlanden vaak afhankelijk blijkt van hun wil tot hervorming (Gros en Alcidi 2015: 8). Overschotten worden kennelijk niet als problematisch ervaren.

6 De Macro-economische onbalans procedure

Het beleid van de EU volgt in essentie deze 'mainstream'-maatregelen door de sterke nadruk op bezuinigingen. Maar op het hoogtepunt van de eurocrisis, in 2011, heeft de EU tevens besloten een aantal aanvullende structurele maatregelen te treffen om de onbalans in de eurozone terug te dringen. Op 16 november 2011 werden – als onderdeel van het zogenaamde *Sixpack* van Van Rompuy – de EU-verordeningen 1174/2011 en 1176/2011 aangenomen door het Europees Parlement en de Raad, betreffende maatregelen voor de preventie en correctie van buitensporige macro-economische onevenwichtigheden in het eurogebied. Deze maatregelen zijn vormgegeven in de zogenaamde *Procedure macro-economische onevenwichtigheden* (*Macroeconomic Imbalance Procedure*; hierna MIP) die in 2012 voor het eerst in werking trad. Het doel van deze procedure is het opsporen, voorkomen en corrigeren van macro-economische onbalansen die een gevaar kunnen vormen voor de muntunie. Deze procedure, die een aanvulling is op het SGP, bestaat uit een 'preventieve arm' en een 'correctieve arm'. Door de onbalansen vroegtijdig te

⁹<https://www.washingtonpost.com/news/wonk/wp/2013/01/03/an-amazing-mea-culpa-from-the-imfs-chief-economist-on-austerity/>

signaleren en de lidstaten tot correctieve actie aan te zetten zouden de risico's ingeperkt en beheerst kunnen worden. De verantwoordelijkheid ligt echter uiteindelijk bij de lidstaten.

De MIP begint met opstellen van een Waarschuwingmechanismeverlag (*Alert Mechanism Report*). Dit rapport wordt ieder jaar in november gepubliceerd door de Europese Commissie (EC). Hierin wordt een zogenaamde 'scoreboard' bijgehouden van aanvankelijk tien en inmiddels veertien macro-economische indicatoren, zoals de lopende rekening, staatsschuld, arbeidskosten per eenheid product (zie tabel 1).

Tabel 1 Indicatoren van het scoreboard voor de signalering van macro-economische onbalansen

Indicator	Unit	Thresholds	Data source
Current account balance (% of GDP)	3 year average	-4/6%	Eurostat
Net international investment position	% of GDP	-35%	Eurostat
Real effective exchange rate	3 year % change	+/-5% (EA) & +/-11%	DG ECFIN
Export market shares (% of world exports)	5 year % change		Eurostat/ IMF
Nominal unit labour cost index (2010=100)	3 year % change	9% (EA) & 12%	Eurostat
House price index (2010=100), deflated	1 year % change	6%	Eurostat
Private sector credit flow, consolidated	% of GDP	14%	Eurostat
Private sector debt, consolidated	% of GDP	133%	Eurostat
General government gross debt	% of GDP	60%	Eurostat
Unemployment rate	3 year average	10%	Eurostat
Total financial sector liabilities, non-consolidated	1 year % change	16.5%	Eurostat
Activity rate (% of total population aged 15-64)	3 year change in p.p.	-0.2 pp	Eurostat
Long-term unemployment rate (% of active population aged 15-74)	3 year change in p.p.	0.5 pp	Eurostat
Youth unemployment rate (% of active population aged 15-24)	3 year change in p.p.	2.0 pp	Eurostat

Bron: Europese Commissie¹⁰

Drie verschillende categorieën onbalansen worden onderscheiden: de externe onbalansen en competitiviteit (1-5), de interne onbalansen (6-11) en arbeidsmarktindicatoren (12-14). Aan ieder indicator zijn positieve en negatieve drempelwaarden toegewezen die bij overschrijding duiden op een onbalans. Voor de lopende rekening zijn de drempelwaarden gesteld op +6% en -4% van het bbp.

¹⁰[http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/The_Macroeconomic_Imbalances_Procedure_\(MIP\)_introduced](http://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php/The_Macroeconomic_Imbalances_Procedure_(MIP)_introduced)

De resultaten van het scoreboard worden besproken in de Eurogroep en de Raad van de Europese Unie (kortweg 'de Raad van Ministers'). Uiteindelijk besluit de EC voor welke lidstaten aanvullende analyse nodig is, de zogenaamde *in-depth review*, waaruit moet blijken of er onevenwichtigheden zijn en of deze problematisch van aard zijn. Wanneer de onevenwichtigheden als excessief worden beschouwd – dat wil zeggen indien ze het functioneren van de EMU in gevaar kunnen brengen – wordt vervolgens overgegaan op het corrigerende deel van de MIP middels de *procedure bij buitensporige onevenwichtigheden* (*Excessive Imbalance Procedure*, hierna EIP). De betreffende lidstaat moet dan een correctief actieplan met maatregelen en een tijdsplanning opstellen om de onbalans te corrigeren. Indien de Raad akkoord gaat met het plan, moet de lidstaat de maatregelen binnen het gestelde tijds kader uitvoeren.

Hoewel deze maatregel de ernst van onbalansen onderkent is er toch een aantal bezwaren aan verbonden. Ten eerste is er een asymmetrische verdeling van drempelwaarden van toegestane overschrijdingen: lopende rekeningtekorten hebben een drempelwaarde van vier procent terwijl overschotten van zes procent acceptabel zijn (Moschella 2014). De Commissie acht kennelijk het gevaar van tekorten groter dan het gevaar van overschotten. Extreme overschotten of tekorten zijn echter even schadelijk voor de werking van de EMU (Essl en Stigbauer 2011). Ten tweede is er twijfel aan de voorspellende waarde van de procedure door het achteruitkijkende karakter van de analyse. Volgens Essl en Stigbauer (2011) is de MIP een goede indicator voor landen die in crisis dreigen te raken, maar minder voor landen met excessieve overschotten op de lopende rekening. Ten derde lijkt de kans klein dat de correctieve arm daadwerkelijk ingezet gaat worden. De Commissie heeft van een groot aantal eurolanden inmiddels vastgesteld dat er sprake is van onbalansen of excessieve onbalansen, maar tot op heden is de EIP – net als de excessieve tekorten procedure van het SGP – nooit in werking gesteld, terwijl in 2013 bijvoorbeeld 99 van 306 alarmbellen afgingen. Wijffelaars en Stegeman (2014) pleiten er dan ook voor om altijd en automatisch de EIP in werking te stellen bij het constateren van een excessieve onbalans.¹¹ Ten vierde zijn de indicatoren onbalansen van het scoreboard wel erg breed. Het gevolg is dat veel landen in aanmerking komen voor een diepteonderzoek (14 in 2016), waardoor het moeilijk is de aandacht te richten op de echt grote problemen en de effectiviteit van de MIP vermindert (Moschella 2014).

Figuur 3 presenteert de eurolanden waar in 2016 onbalansen, dan wel excessieve onbalansen, werden geconstateerd door de Commissie. Hieronder vallen de 'grote vier' van de eurozone: Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië. Hoewel de tekorten op de lopende rekening dus voor veel eurolanden aanmerkelijk zijn verminderd, zitten nog steeds veel EU- en eurolanden in een situatie die door de Commissie wordt aangemerkt als macro-economische onevenwichtigheid.

¹¹ Automatische toepassing van de EIP heeft echter als nadeel dat het voorbij gaat aan de aard van de onbalans. Zoals opgemerkt in paragraaf 4 kunnen er goede redenen zijn om (tijdelijk) een excessief tekort te hebben op de lopende rekening.

Figuur 3 EU-landen onder de MIP in 2016

Bron: Europese Commissie, 2016 ¹²

7 Aanpassingen in de eurozone: de rol van Duitsland

In een periode van anderhalf decennium is de Duitse lopende rekening, in absolute termen, getransformeerd van een nipt negatief saldo naar het grootste overschot ter wereld. De Europese Commissie (2016: 6) verwacht in de nabije toekomst geen noemenswaardige reductie van het Duitse overschot. Inmiddels is het Duitse handelsoverschot ten opzichte van de rest van de EMU afgenomen sinds de crisis. Het IMF (2014: 20) verwacht wel een geleidelijke verkleining van de lopende rekening, maar acht aanvullend beleid noodzakelijk.

In de beleids- en academische literatuur wordt het Duitse overschot op de lopende rekening aan een combinatie van factoren toegeschreven. De belangrijkste zijn de volgende (Kollmann et al. 2014). Ten eerste de lage inkomensgroei als gevolg van de Duitse Hartz-hervormingen begin jaren 2000. Ten tweede, binnenlandse factoren; vooral de lage binnenlandse vraag gecombineerd met hoge besparingen in Duitsland. Ten derde, financiële integratie; dankzij het wegvallen van financiële en monetaire belemmeringen in de eurozone konden de Duitse binnenlandse spaaroverschotten eenvoudig worden uitgeleend aan de periferie. Ten vierde, onderwaardering van de munt. Doordat Duitsland

¹² http://ec.europa.eu/economy_finance/economic_governance/macroeconomic_imbalance_procedure/index_en.htm

de euro deelt met tekortlanden heeft Duitsland als overschotland een ondergewaardeerde munt. Volgens het IMF (2014: 20) bedraagt de onderwaardering van Duitslands reële effectieve wisselkoers 5 tot 15 procent. Tot slot, zijn er auteurs (Chen et al. 2012) die wijzen op handelsschokken afkomstig van buiten de eurozone, zoals de opkomst van Aziatische economieën; vooral China.

Internationaal groeit de kritiek op de rol van Duitsland in de eurozone. Het Amerikaanse ministerie van Financiën bijvoorbeeld, beschouwt het Duitse overschot als een gevaar voor wereldwijde economische herbalancering. De dalende geaggregeerde vraag in Zuid-Europa, gecombineerd met de achterblijvende Duitse binnenlandse vraag, en afhankelijkheid van export leiden volgens het ministerie van Financiën tot een deflatoire bias voor de eurozone (US Treasury, 2013). Het IMF heeft eveneens meermaals zijn zorgen geuit over het Duitse overschot (IMF, 2013). Zo acht het IMF niet alleen sterk herstel in de eurozone noodzakelijk, maar ook gebalanceerde groei. In 2013 suggereerde toenmalig eurocommissaris van Sociale Zaken László Andor dat Duitsland zijn exportmodel moest hervormen en een minimumloon moest invoeren om de interne vraag te stimuleren. In 2014 riep ook de Bundesbank op tot een loonsverhoging. Verschillende economen, zoals Bibow (2013) en Dustmann et al. (2014), gaan echter nog een stap verder en beargumenteren dat Duitsland in feite een *'beggar thy neighbour'* politiek hanteert door andere eurolanden uit de markt te prijzen met hun lage ULC's en ondergewaardeerde munt. Het Duits overschot wordt echter door de bestuurlijke elite nauwelijks erkend als een probleem. De overschotten worden beschouwd als onderdeel van *fundamentals* die veroorzaakt worden door vergrijzing, private marktbeslissingen en de vraag naar Duitse 'kwaliteitsproducten' (Deutsche Bundesbank 2013: 39-40).

In de literatuur zijn verschillende voorstellen gedaan om de overschotlanden te laten delen in de last van aanpassing. Zo stellen Dieter en Higgott (2010) en Regan (2015) voor om een belasting in te stellen op grensoverschrijdende kapitaalstromen (van bijvoorbeeld 1%). Belastingheffing op kapitaalstromen snijdt aan twee kanten: het verschaft een stimulans voor landen met overschotten om deze te verminderen, terwijl het tevens tekortlanden dwingt om te evalueren of het importeren van grote hoeveelheden kapitaal een duurzaam beleid is (Dieter en Higgott 2010: 200). Dit idee is duidelijk verwant aan de Tobin-taks en zal om dezelfde redenen (veel) weerstand ondervinden aangezien het zal leiden tot hogere kapitaalkosten en vermindering van investeringen. Bovendien gaan kapitaalcontroles in tegen de vrijemarktwerking van kapitaal die is vastgelegd in de Europese Unie.¹³

Een wellicht meer voor de hand liggende oplossing voor symmetrische herbalancering zijn reële loonstijgingen in de overschotlanden. In 2012 sprak de Duitse minister van Financiën, Wolfgang Schäuble, zich al uit voor hogere loonstijgingen in Duitsland dan

¹³ Een variant op deze maatregel kan zijn dat landen met overschotten op de lange termijn een bepaald percentage daarvan betalen aan een soort mondiale autoriteit; in het geval van Europa bijvoorbeeld aan de ECB. (Dieter en Higgott 2010). Daarmee komt dit plan erg dicht bij Keynes' idee uit 1941 voor een *international clearing union*.

andere EU-landen. Voor Nederland is dit idee gepropageerd door bijvoorbeeld Fransman (2012) en recentelijk door DNB. Ook Brancaccio (2012) ziet de oplossing in loonstijging in overschotlanden en hij pleit daarom voor een Europese loonstandaard.¹⁴ In Duitsland stijgen momenteel de lonen inderdaad licht; in 2015 kende Duitsland een positieve reële inkomensgroei. Dit was mede het gevolg van het minimumloon dat gefaseerd werd gevoerd in 2015 en de geleidelijke afschaffing van zogenaamde 'minijobs' (Tilford 2015: 9). De vraag is wel of deze inkomensgroei duurzaam is en zal leiden tot een toename van de marginale spaarquote. Bovendien liggen de lonen in de exportsector vaak al boven het minimumniveau, waardoor de concurrentiepositie van Duitsland naar verwachting weinig aangetast zal worden en de periferie waarschijnlijk niet veel zal profiteren van een toename van de Duitse import.

Naast loonmaatregelen kunnen overschotlanden een expansiever begrotingsbeleid lanceren. Duitsland heeft ruimte voor een expansiever begrotingsbeleid dankzij gezonde overheidsfinanciën (IMF 2014). In 2014 en 2015 had Duitsland een begrotingsoverschot van respectievelijk 0,3% en 0,7% van het bbp (OECD).¹⁵ Duitsland heeft bovendien een publieke investeringsachterstand opgebouwd door jaren van onderinvesteringen (IMF 2014). Als gevolg daarvan heeft Duitsland het op een na laagste publieke investeringsniveau in de OESO (ibid.). De Europese Commissie ziet de transportinfrastructuur en het onderwijs als sectoren die extra investeringen behoeven (EC 2014: 63). In vergelijking met de eurozone zijn de uitgaven met betrekking tot onderwijs relatief laag, terwijl aan transportinfrastructuur 0,5 tot 1% van het Duitse bbp aan additioneel onderhoud en modernisering moeten worden besteed (EC 2014). Het IMF adviseert Duitsland dan ook additionele publieke investeringen van rond de 2% van het bbp per jaar; in ieder geval voor een periode van vier jaar (IMF 2014).¹⁶ Elekdag en Muir (2014: 23) berekenden dat een toename in publieke investeringen van 0,5% van het bbp per jaar over vier jaar een drukkend effect op het overschot op de lopende rekening heeft van 0,4% van het bbp. Voor de periferie en de rest van de eurozone bedragen de verbetering van de lopende rekening en de economische groei beide 0,1%.

Het lijkt echter zeer onwaarschijnlijk dat Duitsland een publiek investeringspakket van deze omvang zal uitvoeren. In 2009 voerde de Duitse overheid de zogenaamde 'Schuldenbremse' (schuldenrem) in om de overheidsuitgaven grondwettelijk te begrenzen. Als gevolg van deze schuldenrem zijn federale begrotingstekorten van meer dan 0,35% van het bbp verboden en mogen de deelstaten geen tekorten voeren

¹⁴In dit plan worden nominale loonstijgingen in de eurolanden niet alleen gekoppeld aan arbeidsproductiviteit, maar ook aan handelsbalansoverschotten of tekorten. Landen met een handelstekort moeten de lonen licht verlagen, terwijl overschotlanden de lonen licht moeten verhogen. Op die manier vindt er een tweezijdige aanpassing van onbalansen plaats, terwijl een daling van de effectieve vraag op een plaats in de eurozone gecompenseerd wordt door een stijging elders. De Europese Unie moet toezien op de naleving van de loonstandaard en bindende adviezen geven over de loonontwikkeling aan de lidstaten.

¹⁵ OECD, 'General Government Deficit', <https://data.oecd.org/gga/general-government-deficit.htm>

¹⁶ Zie op dit punt ook Tilford (2015) en Kirkegaard (2014).

(Kirkegaard 2014). Structurele hervormingen die gericht zijn op het wegnemen van deze barrières zouden voor de Duitse regering dan ook prioriteit moeten hebben (EC 2014).

8 Conclusie

De lasten van aanpassing aan macro-economische onbalansen binnen de eurozone worden doorgaans volledig afgewenteld op tekortlanden. De bestrijding van onbalansen zou echter aanzienlijk efficiënter zijn indien ook overschotlanden maatregelen treffen; overschotten zijn immers ook onbalansen. Overschotlanden voelen echter nauwelijks prikkels om onbalansen af te bouwen. In de jaren sinds de crisis van 2007 hebben overschotlanden in de eurozone geen maatregelen genomen om hun macro-economische onbalans in de EU structureel te verminderen. Het Duitse lopende rekeningoverschot komt voornamelijk voort uit een lage binnenlandse consumptieve vraag, lage publieke en private investeringen en een onderwaardering van de munt. Het effect van het Duitse overschot voor de periferie is tweeledig: de lage Duitse binnenlandse vraag reduceert groei in de periferie via het importkanaal, terwijl het tevens een deflatoire druk tot gevolg heeft in Duitsland waardoor het aanpassingsproces van de periferie (lagere ULC's via interne devaluatie) bemoeilijkt wordt.

De EU heeft in het kader van het Europese Semester maatregelen genomen, maar de MIP is niet effectief gebleken in het signaleren van macro-economische onbalansen, of het in werking zetten van de procedure buitensporige onevenwichtigheden (EIP). De MIP werkt bovendien asymmetrisch, waardoor de overschotlanden uit hoofde van de procedure al een geringere prikkel voelen om overschotten af te bouwen. De maatregelen die de EU heeft genomen om de onbalansen te verminderen hebben, daardoor waarschijnlijk niet, of niet veel, bijgedragen aan een vermindering van de onbalansen in de eurozone en zeker niet aan een meer symmetrische lastenverdeling in de eurozone. Alternatieve maatregelen om overschotlanden te stimuleren hun overschotten af te bouwen, zoals belastingheffing op grensoverschrijdende kapitaalstromen of eurobonds lijken niet haalbaar, of zijn in strijd met de principes van de Interne markt. Vooral Duitsland weigert een leidende rol te spelen in het terugdringen van overschotten; maar ook Nederland onderneemt geen initiatieven. Door institutionele maatregelen, zoals de Schuldenbremse, heeft Duitsland de mogelijkheden voor een expansief begrotingsbeleid ingeperkt. Als gevolg daarvan heeft Duitsland momenteel zelfs het op een na laagste niveau van publieke investeringen in de OESO. De invoering van een minimumloon in Duitsland is een kleine verbetering, hoewel in veel exportsectoren al hogere lonen betaald worden. De effecten zijn vooralsnog onduidelijk.

Geconcludeerd kan worden dat het aanpassingsproces in de eurozone zeer sterk asymmetrisch is en volledig afgewenteld wordt op tekortlanden. Zonder sterke hervormingen van de MIP, of anderszins dwingende maatregelen, zal de tirannie van de overschotlanden onverminderd blijven bestaan in de eurozone en blijft herstel en herbalancering van de eurozone ver weg.

Auteur

Peter Rodenburg (e-mail: P.Rodenburg@uva.nl) is universitair docent bij de afdeling Europese studies van de Universiteit van Amsterdam.

Literatuur

- Bernanke, B., 2015, 'Germany's trade surplus is a problem', <http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/03-germany-trade-surplus-problem>, geraadpleegd op 19-6-16.
- Bibow, J., 2013, On the Franco-German Euro contradiction and ultimate euro battleground, *Contributions to Political Economy*, vol. 32: 127-149.
- Blanchard, O. en G.M. Milesi-Ferretti, 2009, Global Imbalances: In Midstream, IMF Staff Position Note, SPN/09/29, 1-31.
- Blanchard, O. en D. Leigh, 2013, Growth Forecast Errors and Fiscal Multipliers, IMF Working Paper, WP/13/1.
- Bofinger, P., German wage moderation and the EZ Crisis, VOX CEPR's Policy Portal, November 2015, <http://voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis>, geraadpleegd op 21-7-16.
- Bonatti, L. en A. Fracasso, 2013, The German Model and the European Crisis, *Journal of Common Market Studies*, vol. 51(6): 1023-1039.
- Brancaccio, E., 2012, Current Account Imbalances, the Eurozone Crisis, and a Proposal for a "European Wage Standard", *International Journal of Political Economy*, vol. 41(1): 47-65.
- Chen, R., G. Milesi-Ferretti en T. Tressel, 2012, External Imbalances in the Euro Area, IMF WP 236.
- Deutsche Bundesbank, 2013, Annual Rapport 2013, Frankfurt am Main: Deutsche Bundesbank.
- Dieter, H. en R. Higgott, 2010, Managing global imbalances: Is it time to consider some form of sanctions? in: S. Claessens, S. Evenett. en B. Hoekman (eds), *Rebalancing the Global Economy: A Primer for Policymaking*, London: Centre for Economic Policy Research.
- Dustmann, C., B. Fitzenberger, U. Schönberg en A. Spitz-Oener, 2014, From sick man of Europe to economic superstar: Germany's resurgent economy, *Journal of Economic Perspectives*, vol. 28(1): 167-188.
- Essl, S. en A. Stiglbauer, 2011, Prevention and Correction of Macroeconomic Imbalances: Excessive Imbalances Procedure, *Monetary Policy & The Economy*, Q4(11): 99-113.
- Elekdag, S. en D. Muir, 2014, Germany, IMF Country Report No. 14/217.
- European Commission, 2012, Scoreboard for the surveillance of Macroeconomic Imbalances, Occasional Papers 92.
- European Commission, 2014, European Economy: Macroeconomic Imbalances in Germany 2014, Occasional Papers 174.
- European Commission, 2014, European Economy: Macroeconomic Imbalances Italy 2014, Occasional Papers 182.
- European Commission, 2016, Country Report Germany 2016: Including an In-Depth Review on the prevention and correction of macroeconomic imbalances.
- Fransman, R., 2012, Hogere lonen als recept voor Nederlandse onbalans, *Me Judice*, 28 juni.
- Gros, D., 2012, Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis? CEPS Policy Brief, No. 266, April.
- Gros, D. en C. Alcidi, 2015, Economic Policy Coordination in the Euro Area under the European Semester, *Centre of European Policy Studies*, vol. 123.
- Holinski, N., C. Kool en J. Muysken, 2012, Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences, *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, Jan/Febr: 1-20.

- IMF, 2013, Germany 2013 Article IV Consultation, IMF Country Report, nr. 13/255.
- IMF, 2014, Germany 2014 Article IV Consultation, IMF Country Report, nr. 14/216.
- Jaumotte, F. en P. Sodsriwiboon, 2010, Current Account Imbalances in the Southern Euro Area, IMF Working Paper 139: 1-49.
- Johnston A. en A. Regan, 2016, European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism, in: M. Cini (ed.), *Journal of Common Market Studies*, New Jersey: John Wiley & Sons, 318-336.
- Kang, J.S. en J.C. Shambaugh, 2016, The rise and fall of European current account deficits, *Economic Policy*, vol. 31(85): 153-199.
- Kirkegaard, J., 2014, What Should Surplus Germany Do? Peterson Institute For International Economics: Policy Brief 14.
- Kollmann, R., M. Ratto, W. Roeger, J. In 't Veld en L. Vogel, 2014, European Economy: What drives the German current account? And how does it affect other EU member states?, CEPR Economic Papers 516.
- Le Moigne, M. en X. Ragot, 2015, France et Allemagne : Une histoire du désajustement européen, Working Paper, OFCE, June.
- Maes, I., 2004, On the Origins of the Franco-German EMU Controversies, *European Journal of Law and Economics*, vol. 17: 21-39.
- Moschella, M., 2014, Monitoring Macroeconomic Imbalances: Is EU surveillance More Effective than IMF Surveillance? *Journal of Common Market Studies*, vol. 52(6): 1273-1289.
- Nienaber, M., German wage deals moderate so far, seen boosting growth less than in 2015, <http://www.reuters.com/article/us-germany-wages-idUSKCN0Y91M7>, geraadpleegd op 3 juli 2016.
- Regan, A., 2015, The imbalance of capitalisms in the Eurozone: Can the north and south of Europe converge?, *Comparative European Politics*, 1-21.
- Rodenburg, P. en P.W. Zuidhof, 2012, De euro en structurele verschillen in de Eurozone, *Economisch Statistische Berichten*, vol. 97(4631):170-173.
- Stockhammer, E., 2011, Peripheral Europe's debt and German wages: the role of wage policy in the Euro area, *International Journal of Public Policy*, vol. 7(1-3).
- Tilford, S., 2015, 'German Rebalancing: Waiting for Godot?', Centre for European Reform
- Teulings, C., M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing, 2011, *Europa in Crisis*, Uitgeverij Balans.
- U.S. Department of the Treasury, 2013, *Report to congress on international economic and exchange rate policies*.
- Vernengo, M., en K. Ford, 2014, Everything must change so the IMF can remain the same, *Development and Change*, vol. 45(5): 1193-1204.
- Varoufakis, Y., S. Holland en J. Galbraith, 2014, A Modest Proposal for Resolving the Eurozone Crisis, version 4.0, *Bridging Europe Policy Brief*.
- Wieser, T., 2011, Macroeconomic Imbalances within the EU: Short and Long Term Solutions, 39th Economics Conference 2011.
- Wijffelaars, M. en H. Stegeman, 2014, Europese Commissie kijkt toe terwijl Europa uit balans blijft, *Me Judice*, 17 maart.
- Wolf, M., 2014, *The Shifts and the Shocks: What We've Learned – and have still to learn – from the Financial Crisis?*, Allen Lane, Penguin Press.
- Wolf, M., 2010, Germans are wrong: the eurozone is good for them, Financial Times, <https://www.ft.com/content/195dfa18-bab2-11df-b73d-00144feab49a> geraadpleegd op 15-5-16.
- Wolf, M., 2016, Germany is the eurozone's biggest problem, Financial Times,

<https://next.ft.com/content/7fcb38e8-15f5-11e6-9d98-00386a18e39d> geraadpleegd op 28-6-16.

Young, B. en W. Semmler, 2011, The European Sovereign Debt Crisis: Is Germany to Blame?, *German Politics and Society*, vol. 29(1): 1-24.