



## UvA-DARE (Digital Academic Repository)

### De politieke economie van macro-economische onbalansen in de eurozone

Rodenburg, P.

**DOI**

[10.5553/BenM/138900692019046001007](https://doi.org/10.5553/BenM/138900692019046001007)

**Publication date**

2019

**Document Version**

Final published version

**Published in**

B en M : Tijdschrift voor Beleid, Politiek en Maatschappij

**License**

Other

[Link to publication](#)

**Citation for published version (APA):**

Rodenburg, P. (2019). De politieke economie van macro-economische onbalansen in de eurozone. *B en M : Tijdschrift voor Beleid, Politiek en Maatschappij*, 46(1), 85-98. <https://doi.org/10.5553/BenM/138900692019046001007>

**General rights**

It is not permitted to download or to forward/distribute the text or part of it without the consent of the author(s) and/or copyright holder(s), other than for strictly personal, individual use, unless the work is under an open content license (like Creative Commons).

**Disclaimer/Complaints regulations**

If you believe that digital publication of certain material infringes any of your rights or (privacy) interests, please let the Library know, stating your reasons. In case of a legitimate complaint, the Library will make the material inaccessible and/or remove it from the website. Please Ask the Library: <https://uba.uva.nl/en/contact>, or a letter to: Library of the University of Amsterdam, Secretariat, Singel 425, 1012 WP Amsterdam, The Netherlands. You will be contacted as soon as possible.

## **De politieke economie van macro-economische onbalansen in de eurozone**

*Peter Rodenburg\**

### **Inleiding**

Economische convergentie tussen lidstaten is, althans formeel, altijd een belangrijke doelstelling geweest van de Europese Unie (EU). Artikel 2 van het Verdrag betreffende de Europese Unie (VEU) stelt expliciet dat de Europese Commissie (EC) de convergentie tussen de lidstaten dient te bevorderen. Maar nadat in 1999 de Europese en Monetaire Unie (EMU) in werking trad, ontstonden er grote macro-economische onbalansen tussen de lidstaten. Door het verlies van het wisselkoersinstrument en door divergerende loonontwikkeling in de eurozone verloren de perifere eurolanden competitiviteit die zij niet meer, zoals voorheen, konden opvangen met wisselkoersaanpassingen, met als gevolg groeiende tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans. Door de semigesloten aard van de EU – 50 procent van de Europese handel blijft in de eurozone en bijna 70 procent in de EU (Eurostat) – ontstond in de noordelijke landen daarentegen juist het spiegelbeeld van voornoemde tekorten, namelijk grote overschotten op de lopende rekening. In plaats van economische convergentie vond er juist divergentie plaats in de eurozone, die het gevaar voor schoksgewijze aanpassingen meebracht. De tekorten op de lopende rekening van het zuiden van Europa zijn, onder druk van 'hervormingsmaatregelen', inmiddels kleiner geworden, maar de onderliggende structurele problemen blijven potentieel gevaarlijk. Ze kunnen leiden tot een betalingsbalanscrisis en vormen de onderliggende oorzaak van de eurocrisis.

In reactie op deze ontwikkeling heeft de EC nieuw beleid ontwikkeld en verschillende maatregelen doorgevoerd en opgelegd. Zo werd in 2011 de zogenaamde Procedure macro-economische onevenwichtigheden (Macroeconomic Imbalance Procedure) ingesteld als tegenhanger van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP). Deze procedure, die onderdeel was van het zogeheten Sixpack van Van Rompuy, bestaat uit een 'preventieve arm' en een 'correctieve arm' die onbalansen zou moeten aanpassen en corrigeren. Maar er bestaat twijfel over de effectiviteit van de maatregelen. Bovendien hebben overschotlanden en tekortlanden veelal tegengestelde belangen in het terugbrengen van macro-economische onbalansen in de EU.

\* Peter Rodenburg is Universitair docent bij de afdeling Europese studies van de Universiteit van Amsterdam.

Het doel van dit artikel is om een overzicht te geven van recente beleidsontwikkelingen in de EU om, naar de Unie zelf stelt, macro-economische onbalansen in de eurozone tegen te gaan en een politiek-economische analyse te geven van de uitwerking van dit beleid. Tevens zal worden ingegaan op de mogelijkheden die de Europese verkiezing van 2019 biedt aan Europese beleidsmakers.

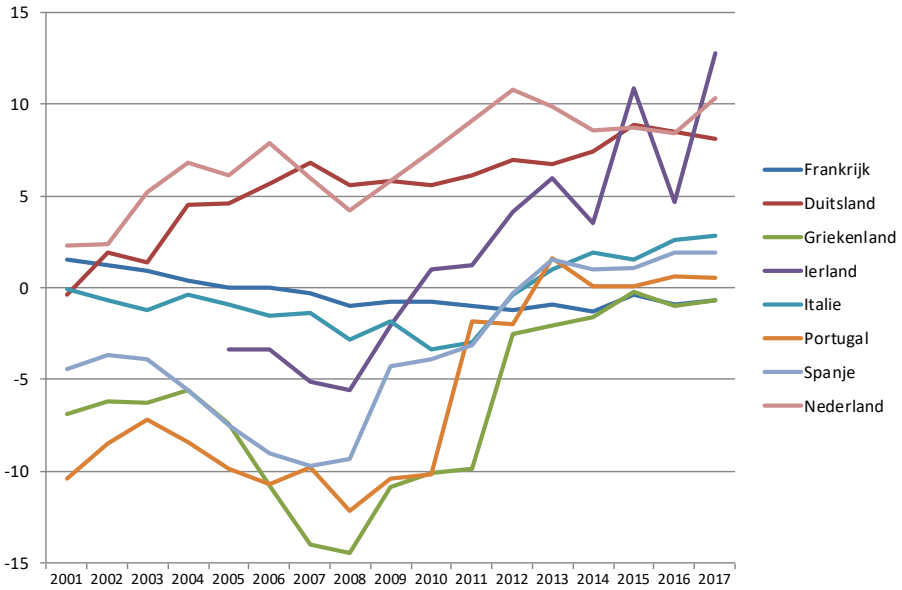
Dit artikel is als volgt opgebouwd. In de volgende paragraaf wordt het ontstaan van de macro-economische onbalansen in de eurozone behandeld. Daarna wordt uiteengezet welk beleid de EC ontwikkelde in respons op de ontstane macro-economische onevenwichtigheden en wordt de politieke belangentegenstellingen tussen de landen met een overschot en een tekort op de lopende rekening geanalyseerd. Vervolgens komt de rol van de EC in de bestrijding van onbalansen en de mogelijkheden die de Europese verkiezing 2019 biedt tot wijziging of aanscherping van het huidige beleid aan bod. In de laatste paragraaf worden de conclusies gepresenteerd.

## Het probleem van macro-economische onbalansen

Onder macro-economische onbalansen vallen eerst en vooral onevenwichtigheden in de externe positie van een land vis-à-vis andere landen, in het bijzonder met betrekking tot de lopende rekening (LR) van de betalingsbalans (Gros (2012), 2). De LR geeft alle transacties weer van ingezetenen van een land met niet-ingezetenen in andere landen.<sup>1</sup> Een overschot op de LR geeft aan dat een land geld overhoudt aan lopende transacties met het buitenland. De LR is daarom gelijk aan het nationale spaarsaldo.<sup>2</sup> Aangezien de handelsbalans onderdeel is van de LR, is de LR dus een maat voor de internationale concurrentiepositie van een land. Overschotten (tekorten) wijzen op een sterke (zwakke) exportpositie.

Over het algemeen zien economen onevenwichtigheden op de LR als een tijdelijk probleem dat zichzelf oplost. Er is namelijk, onder voorwaarden van vrijhandel en vrije wisselkoersen, een automatische evenwichtstendens (Holinski, Kool & Muysken, 2012). Overschotlanden ondervinden via hun export een kapitaalinstroom, waardoor de wisselkoers apprecieert, de concurrentiepositie verslechtert en het overschot op de LR zal verdwijnen. Momenteel zijn er echter twee grote mondiale macro-economische onbalansen die een persistent karakter kennen en daarom potentieel gevaarlijk zijn: de onbalans tussen China en de VS, en de onbalans tussen de noordelijke en zuidelijke eurozone. In de eurozone zijn deze onbalansen sterk gestegen sinds de invoering van de euro en zij duiden op structurele onevenwichtigheden in de economieën van de lidstaten.

Figuur 1 geeft de LR van diverse eurolanden als percentage van het bbp. Te zien is dat vanaf de invoering van de euro in 2002 een sterke divergentie ontstond tussen 'overschotlanden' (Nederland, Duitsland) en 'tekortlanden' (Griekenland, Italië, Spanje, Portugal en aanvankelijk ook Ierland). In 2007 bedroeg het tekort van Griekenland 14 procent en dat van Spanje en Portugal bijna 10 procent, terwijl Nederland en Duitsland een overschot hadden van respectievelijk 6 en 7 procent. Door (de dreiging van) ingrijpen van de Trojka (EC, Internationaal Monetair



(bron: Wereldbank)

**Figuur 1** De ontwikkeling van de LR in de eurozone (in % bpb), 2001-2017

Fonds (IMF) en Europese Centrale Bank (ECB)) werden de zuidelijke eurolanden gedwongen grote bezuinigingsmaatregelen te nemen die de tekorten op de handelsbalans, en daarmee op de LR, sterk terugbrachten. In 2015 bracht Griekenland het tekort op de LR terug tot minder dan 1 procent van het bpb, terwijl Spanje, Portugal en Italië inmiddels kleine overschotten hebben. Dit was vooral het resultaat van teruglopende importen als gevolg van de, door loondalingen, werkloosheid en bezuinigingen, verminderde binnenlandse vraag.

Door het Zuid-Europese bezuinigingsbeleid en de recente hoogconjunctuur zijn de tekorten inmiddels dus omgeboven in overschotten en ondervindt de eurozone als geheel een overschot (3,7 procent in 2015). Deze ontwikkeling laat echter onverlet dat grote structurele problemen in de eurozone blijven bestaan: de overschotlanden behouden hun grote LR-overschotten en hebben een hogere economische groei dan de tekortlanden, waardoor de divergentie blijft bestaan. Onder economen is er inmiddels consensus ontstaan dat de macro-economische onbalansen, en niet de soevereine schulden van de perifere landen, als de kern van de eurocrisis moeten worden beschouwd (Baldwin & Giavazzi, 2015; Wolf, 2014). Bestrijding van onbalansen blijft daarom noodzakelijk.

Volgens verschillende economen zijn de onbalansen in de eurozone in feite al bij de oprichting van de EMU 'ingebouwd' doordat landen met verschillende economische groeimodellen samengingen in een muntunie (Bibow, 2013; Hall, 2012, 2014; Regan, 2015; Johnston & Regan, 2016). In de *Varieties of Capitalism* (VoC)-theorie van Hall en Soskice (2001) worden de noordelijke eurolanden, Nederland, Duitsland, Oostenrijk en Finland aangemerkt als gecoördineerde marktecono-

mieën die gecentraliseerde vakbonden hebben en effectieve instituties voor looncoördinatie. Zij hebben een hoge arbeidsproductiviteit en lage *unit labour costs* (ULC's: arbeidskosten per eenheid product), waardoor zij internationaal goed kunnen concurreren. Doordat zij doorgaans aanzienlijke exportoverschotten ondervinden, wordt hun groeimodel gekarakteriseerd als *exportgeleide economische groei*. De perifere landen (Spanje, Portugal, Italië, Griekenland en Cyprus) daarentegen worden mediterrane VoC genoemd. Zij hebben sectorale vakbonden en zwakke verzorgingsstaten. Economische groei wordt in belangrijke mate gecreëerd door stimulering van de binnenlandse vraag en hun groeimodel wordt daarom gekarakteriseerd als een *binnenlands vraag-gedreven groeimodel* (Hall, 2014; Regan, 2015).

Ondanks deze structureel verschillende groeimodellen leek de introductie van de euro aanvankelijk tot voordeel te zijn van zowel de noordelijke als de zuidelijke eurolanden. Vanaf het midden van de jaren negentig daalde de obligatierente sterk in anticipatie op de gemeenschappelijke munt en door integratie van de Europese kapitaalmarkt. De Zuid-Europese landen zagen hun nominale rentekosten daardoor sterk dalen. Voor Italië bijvoorbeeld daalde de rente in tien jaar tijd van 13 naar 3 procent (Baldwin & Giavazzi, 2015, 23). De zuidelijke eurolanden kregen door de gemeenschappelijke munt dus toegang tot goedkope kredieten, die echter niet efficiënt werden aangewend. In Griekenland en Portugal stegen de uitgaven in de publieke sector sterk, waardoor de staatsschuld opliep, en in Ierland en Spanje werd vooral in de huizensector geïnvesteerd, met als resultaat investeringen met een laag maatschappelijk rendement, een vastgoedluchtbel en hoog oplopende lonen (Teulings e.a., 2011). Het gevolg was echter wel dat de zuidelijk economieën sterk groeiden; in Griekenland tussen 2002 en 2007 met gemiddeld bijna 4 procent per jaar. Maar door hun ongunstige arbeidsproductiviteit (hoge ULC's) hadden de zuidelijke eurolanden moeite om internationaal te concurreren. Hun munt was overgewaardeerd en doordat hun beproefde methode uit het verleden om concurrentie te herstellen – devaluatie van de munt – niet meer mogelijk was, ontstonden grote tekorten op de handelsbalans en lopende rekening.

Voor de noordelijke eurolanden daarentegen was de munt ondergewaardeerd en zij zagen grote en door hen nagestreefde overschotten op de LR ontstaan.<sup>3</sup> Een appreciatie van hun munt vond echter niet plaats omdat de kapitaalinstroom in het noorden gecompenseerd werd door een kapitaaluitstroom (handelstekort) van het zuiden. De LR van de eurozone als geheel was in balans. De kapitaalinstroom die de zuidelijke landen nodig hadden om hun tekorten op de LR te compenseren met een overschot op de financiële rekening, kwam dus hoofdzakelijk uit de overschotlanden, in bijzonder van Duitse, Franse en Nederlandse banken. De handelsbalans- en spaartekorten van het zuiden en de grote LR-overschotten van het noorden leidden zo tot grote noord-zuid kapitaalstromen (Jaumotte & Sodsriwiboon, 2010, 5-6; Teulings e.a., 2011).

Aan deze situatie kwam abrupt een einde toen de kredietcrisis uitbrak en noordelijke banken onmiddellijk de (her)financiering van het zuiden staakten. Deze *sudden stop* veroorzaakte twijfel over de levensvatbaarheid van banken en uiteindelijk ook nationale overheden in de eurozone, die garant staan voor de bankensec-

tor. De verbondenheid van banken en hun nationale overheden (de zogenaamde financiële *doom loops*) maakte de crisis systemisch (Baldwin & Giavazzi, 2015, 19). Toen de Grieken in 2010 erkenden dat hun begrotingstekort drie keer groter was dan eerder vermeld, was de crisis compleet.

## Het vigerende EU-beleid

Bij de vorming van de muntunie werd het gevaar van macro-economische onbalansen aanvankelijk niet onderkend door de Europese beleidselite. Het Verdrag van Maastricht zwijgt over reële inkomens- en productiviteitsverschillen tussen lidstaten. Maar onder druk van de eurocrisis besloot de EC tot aanvullende maatregelen die de onbalans in de eurozone moesten verminderen. In 2011 werden de EU-verordeningen 1174/2011 en 1176/2011 aangenomen door het Europees Parlement en door de Raad van de Europese Unie. Deze verordeningen waren onderdeel van de zogenaamde *Sixpack* van Van Rompuy (een zestal maatregelen om de eurozone te versterken) en zijn inmiddels opgenomen in het economisch bestuursstelsel *Europees Semester*. Het betreft maatregelen ter preventie en correctie van buitensporige macro-economische onevenwichtigheden in de eurozone. De kern wordt gevormd door de Procedure macro-economische onevenwichtigheden (*Macroeconomic Imbalance Procedure* (MIP)). De procedure trad in 2012 in werking en aangezien de procedure onderdeel is van het *Europees Semester*, geldt het voor alle EU-leden, dus niet enkel voor de eurolanden.

De MIP heet te dienen tot identificatie en analyse van de oorzaken van de onbalansen en, waar nodig, om maatregelen te initiëren ter correctie. Hiertoe wordt jaarlijks voor elke lidstaat een Waarschuwingsmechanismeverslag (*Alert Mechanism Report* (ARM)) opgesteld. De analyse van het ARM is gebaseerd op een veertien indicatoren, het zogenaamde *MIP-score board*, die de interne en externe onbalansen van een land weergeven, waaronder de LR, staatsschuld, reële effectieve wisselkoers, arbeidskosten per eenheid product, netto internationale investeringen en werkloosheid (European Commission, 2016, 31-54). Voor elk van de veertien indicatoren zijn drempelwaarden ontwikkeld, zowel positief als negatief. Overschrijding van deze drempelwaarden wijst op een macro-economische onbalans voor het betreffende land. De LR heeft drempelwaarden van +6 procent en -4 procent van het bbp. Idealiter bevinden de lidstaten zich dus binnen deze marge. De EC bespreekt vervolgens de verslagen en classificeert de lidstaten in de volgende categorieën: (1) geen onevenwichtigheden, (2) onevenwichtigheden, (3) buitensporige onevenwichtigheden, en (4) buitensporige onevenwichtigheden met corrigerende maatregelen. In geval van onevenwichtigheden stelt de EC een nader onderzoek in, het *in-depth review*. Dit onderzoek moet duidelijk maken of de onbalansen een problematisch karakter hebben; dat wil zeggen of ze een gevaar vormen voor een bepaalde lidstaat, de eurozone of de EU als geheel.

De rapportages van de EC vormen het 'preventieve' deel van de MIP en zou tot gevolg moeten hebben dat lidstaten hun onevenwichtigheden aanpakken als deze publiek worden gemaakt en lidstaten er door de EC op worden aangesproken. Daarnaast is er nog het correctieve deel van de MIP, dat in werking moet treden

**Tabel 1** *Uitkomsten van de in-depth reviews van 2017 en 2018 (bron: European Commission, 2018, 6)*

	Uitkomst in-depth review 2017	Uitkomst in-dept review 2018
Geen onevenwichtigheden	Finland	Slovenië
Onevenwichtigheden	Duitsland, Ierland, Spanje, Nederland, Slovenië, Zweden	Bulgarije, Duitsland, Ierland, Frankrijk, Nederland, Portugal, Zweden
Buitensporige onevenwichtigheden	Bulgarije, Frankrijk, Kroatië, Italië, Portugal, Cyprus	Cyprus, Kroatië, Italië
Buitensporige onevenwichtigheden met corrigerende maatregelen	-	-

**Tabel 2** *EU-lidstaten met buitensporige onevenwichtigheden (bron: ECB, 2018, 75)*

			Cyprus	Cyprus		
			Frankrijk	Frankrijk	Frankrijk	
			Bulgarije	Bulgarije	Bulgarije	
		Slovenië	Portugal	Portugal	Portugal	Cyprus
	Slovenië	Italië	Italië	Italië	Italië	Italië
	Spanje	Kroatië	Kroatië	Kroatië	Kroatië	Kroatië
2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018

als de onevenwichtigheden door de EC excessief en gevaarlijk genoemd worden. In dat geval treedt de procedure bij buitensporige onevenwichtigheden (*Excessive Imbalance Procedure* (EIP)) in werking en moeten de betreffende lidstaten een correctief actieplan met maatregelen opstellen dat hun onbalans moet corrigeren. Na toestemming van de Raad worden de lidstaten geacht het plan binnen het gestelde tijdspad uit te voeren. In het uiterste geval kan de EC een boete opleggen van 0,1 procent van het bbp.

In 2018 zijn twaalf landen aan een *in-depth review*, een nader onderzoek, onderwerpen: Bulgarije, Cyprus, Duitsland, Frankrijk, Ierland, Italië, Kroatië, Nederland, Portugal, Slovenië, Spanje en Zweden (EU-website). Al deze landen kampten in 2017 ook al met onevenwichtigheden of met excessieve onevenwichtigheden. Griekenland valt onder een apart programma, het *ESM Stability Support Programme*, en is niet opgenomen in deze lijst. In 2018 zijn de 'buitensporige' onbalansen afgenomen (zie tabel 1 en 2), maar de vier grootste economieën van de eurozone, Frankrijk, Duitsland, Spanje en Italië, hebben nog steeds onevenwichtigheden; Italië zelfs excessieve onevenwichtigheden. De noord-zuid onbalans tussen Nederland en Duitsland en de zuidelijke eurolanden Spanje, Portugal, Italië, Cyprus en Griekenland blijft bestaan, ondanks herstel van de LR.



## Belangentegenstellingen bij het ontstaan en de bestrijding van onbalansen

De eurozone-onbalansen en het beleid van de EC om ze terug te dringen is niet zonder politieke controverses. Het is evident dat, gezien de tegengestelde belangen van (banken in) overschotlanden (de crediteuren) en tekortlanden (debiteuren), de uitleg van en het narrativisme rond de crisis verschillen.

In de nasleep van de eurocrisis werden hoofdzakelijk de zuidelijke eurolanden verantwoordelijk gehouden voor het ontstaan van de crisis. De kritiek werd vooral geuit in de populaire media en door Noord-Europese economen en beleidsmakers. Hans-Werner Sinn, de invloedrijke Duitse econoom, bijvoorbeeld omschreef de crisis als: 'Club Med was having a party' (Trautwein & Körner, 2014, 2). Jeroen Dijsselbloem, de voorzitter van de eurogroep, hekelde onomwonden de spilzucht van het zuiden met zijn opmerking 'Ik kan niet al mijn geld aan drank en vrouwen uitgeven en vervolgens bij u om bijstand vragen' (Volkskrant, 2017). Ook in academische literatuur wordt deze Noord-Europese kritiek op de zuidelijke eurolanden gedeeld (onder andere Jaumotte & Sodsriwibbon, 2010; Young & Semmler, 2011; Gros, 2012). De goedkope, Noord-Europese kredieten die ontstonden toen de EMU werd ingevoerd, zijn door de zuidelijke eurolanden niet effectief geïnvesteerd in de private en publieke sector, maar leidden wel tot een ongunstige loonontwikkeling en hoge ULC's. Toen zij daardoor in de problemen kwamen, gebruikten zij, 'geholpen' door hun crediteuren, de Noord-Europese banken, hun politieke invloed om het noorden om steun te vragen. In deze kritiek worden de onbalansen en de crisis dus gezien als een *moral hazard* probleem van de periferie. Consistent met deze kritiek is ook de last van aanpassing disproportioneel bij de perifere eurolanden neergelegd. Hoewel de reactie van Europese overheden op de crisis – in tegenstelling tot de reddingen van banken – pijnlijk traag was, werden de tekortlanden uiteindelijk voorzien van noodkredieten van de EU en het IMF. Onder druk van (banken op) de obligatiemarkt stelde het noorden honderden miljarden aan leningen beschikbaar aan het zuiden, ondanks dat het SGP dergelijke *bail-outs* niet toestaat. In ruil voor deze kredieten moest het zuiden zware bezuinigingen en hervormingen doorvoeren. De maatregelen en hervormingen die doorgevoerd moesten worden, kwamen neer op een interne devaluatie van de zuidelijke eurolanden. Door verlagingen van lonen, pensioenen en uitkeringen en door privatisering van overheidstaken moesten de zuidelijke landen een interne devaluatie ondergaan die hun competitiviteit moest herstellen en overschotten moest creëren op hun primaire saldo en LR. In deze maatregelen is duidelijk de Noord-Europese, monetaristische beleidsconsensus te herkennen: economische groei hangt af van structurele hervormingen van de aanbodkant van de economie, en begrotingsbeleid is irrelevant voor groei. Structurele hervormingen betekenen meer competitieve markten voor goederen, arbeid en kapitaal. In feite dringen de overschotlanden daarmee hun eigen groei-model van begrotingsdiscipline, loonmatiging, incrementele innovatie en geleidelijke substitutie van arbeid voor kapitaal op aan de zuidelijke eurolanden (Hall, 2014, 359). Op lange termijn is dit ech-



ter onhoudbaar, omdat tegenover exporterende landen altijd importerende landen dienen te staan.

Zoals bekend, waren de sociaaleconomische consequenties van dit beleid dramatisch voor de zuidelijke eurolanden. De Griekse economie kromp met een kwart, terwijl de jeugdwerkloosheid opliep tot 55 procent. De lasten voor de Noord-Europese landen waren betrekkelijk gering en kwamen neer op garantstelling voor leningen die mogelijk niet geheel terugbetaald zouden worden door het zuiden. In het gunstigste geval, bij terugbetaling van alle leningen, zouden de Noord-Europese landen zelfs nog kunnen verdienen aan de noodkredieten door het renteververschil waartegen ze zelf leenden en waartegen ze het uitleenden aan het zuiden. Daarbij hebben banken niet af hoeven schrijven op staatsobligaties waar ze wel decennia aan hadden verdiend (uiteindelijk is dat deel van de Griekse staatschuld geherstructureerd dat voornamelijk in handen was van Griekse banken).

Hoewel minder zichtbaar in de populaire media, is er ook aanzienlijke kritiek op de rol van de noordelijke eurolanden. Toonaangevende economen zoals Krugman, Wolf, Lagarde, Bernanke, Stiglitz en Teulings wijzen erop dat de onbalansen nooit zouden kunnen zijn ontstaan zonder (banken in) de noordelijke eurolanden. Lagarde verwoordt dit standpunt als 'It takes two to tango' (Trautwein & Körner, 2014, 2). De kritiek richt zich vooral op de Duitse loonmatiging, die een ontwrichtende werking zou hebben op de ULC-verschillen in de eurozone (Stockhammer, 2011; Brancaccio, 2012; Wolf, 2010, 2014; Bibow, 2013; Kollmann e.a., 2014; Bofinger, 2015; Bernanke, 2015; Bonatti & Fracasso, 2013; Rodenburg, 2017; Teulings, 2017). In 2002 en 2003 voerde Duitsland verschillende arbeidsmarkthervormingen door en een serie van loonmatigingen: de zogenaamde Hartz-hervormingen. Deze maatregelen waren een reactie op de gevolgen van de Duitse hereniging die de Duitse concurrentiepositie in de jaren negentig had aangetast. Als gevolg van deze maatregelen en door de verzwakte positie van arbeid, als gevolg van de loonverschillen tussen Oost- en West-Duitsland, werd de loonontwikkeling in Duitsland aanzienlijk lager dan de 2 procent inflatienorm van de ECB en onderging Duitsland een reële devaluatie ten opzichte van de andere eurolanden. Duitsland kreeg daardoor de laagste ULC's van de eurozone en grote overschotten op de LR. Tegelijkertijd voerde Duitsland een strak begrotingsbeleid en kent het grote spaaroverschotten. Het was dus de combinatie van lage binnenlandse vraag, hoge binnenlandse besparingen en lage ULC's in Duitsland die leidde tot grote LR-verschillen. Voor Nederland geldt sinds het Akkoord van Wassenaar uit begin jaren tachtig hetzelfde. Door de voortdurende nadruk op loonmatiging en een onderwaardering van de munt liepen de overschotten op.

Uiteraard verdedigen de Noord-Europese eurolanden zich tegen deze kritiek. Duitsland stelt dat de overschotten worden veroorzaakt door de Duitse demografie (de vergrijzing), door de buitenlandse vraag naar Duitse 'kwaliteitsproducten' en door private marktbeslissingen (Deutsche Bundesbank, 2013, 39-40). Ook de Nederlandse Staat stelt dat het LR-overschot het gevolg is van een structureel hoog spaarniveau van Nederlandse multinationals en Nederlandse burgers (door spaarvoorkeuren en verplichte pensioenopbouw) (Rojas-Romagosa & Van der Horst, 2015). Nederland wijst voorts op de (voorgenomen) lastenverlichting voor

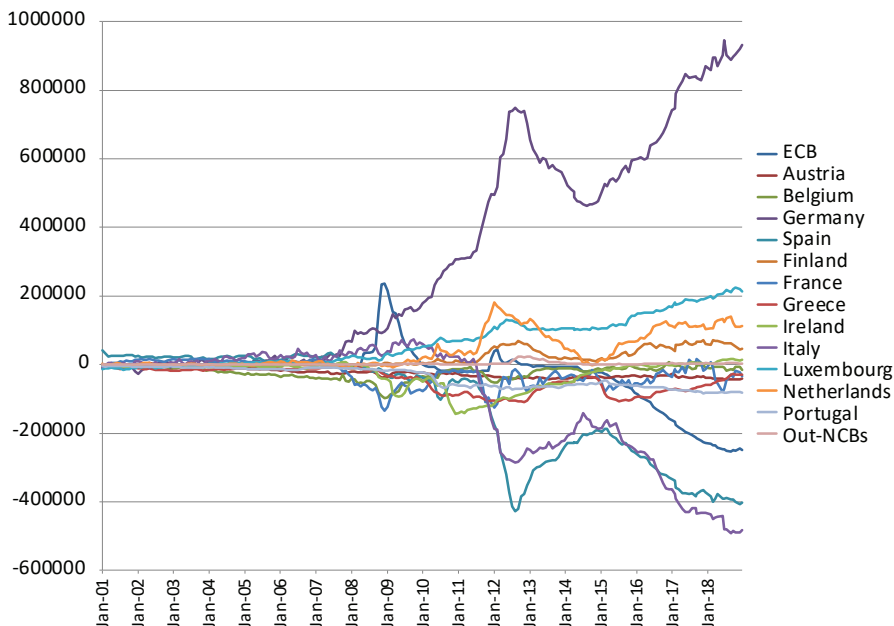
burgers en bedrijven die de Nederlandse importvraag zou kunnen stimuleren (Ministerie van Economische Zaken en Milieu, 2017).

De noordelijk landen zouden meer bij kunnen dragen aan de vermindering van de onbalans in de eurozone door maatregelen die de geaggregeerde vraag in de eurozone zou doen toenemen, zoals een expansief begrotingsbeleid, loonsverhogingen en fiscale maatregelen om (pensioen)sparen minder aantrekkelijk te maken (Fransman, 2012). De overschotten op de LR maken dergelijke maatregelen mogelijk. Ondanks oproepen hiertoe, van onder andere het IMF, de Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling (OECD) en zelfs De Nederlandsche Bank (DNB) en de Bundesbank, zijn zij vooralsnog weigerachtig om dit doen. Dit terwijl Duitsland bovendien het op een na laagste publieke investeringsniveau in de OECD heeft (IMF, 2014). De overschotlanden zien de aanpak van LR-onbalansen echter als een Europese zaak en niet als een nationale.

Inmiddels wordt echter steeds duidelijker dat de onbalans ook voor de overschotlanden onaantrekkelijke kanten heeft en in de praktijk tot aanzienlijke budgetoverdrachten (*fiscal transfers*) leidt. Naast de directe noodleningen aan het zuiden vonden er ook op andere manieren noord-zuid budgetoverdrachten plaats. Het monetaire beleid van *quantitative easing* (QE) van de ECB kan gezien worden als een noord-zuid overdracht. QE, dat tot doel had de inflatie in de eurozone te verhogen tot de ECB-inflatiedoelstelling, was ook een sterke steun in de rug voor de eurolanden met problematische staatsschulden.<sup>4</sup> Het leidde tot zeer lage obligatierentes, waardoor zij hun schulden tegen lage kosten konden herfinancieren. Voor landen met grote spaaroverschotten, zoals Nederland en Duitsland, was deze lage rente echter ongunstig. Nederlandse pensioenfondsen zagen hun rendementen overeenkomstig verminderen. In de praktijk betekende de lage obligatierente dan ook een vermogensoverdracht van crediteuren naar debiteuren, dus van noord naar zuid.

Ook via het Target2-systeem, het interbancaire betalingssysteem van de Europese Unie, vinden er in feite budgetoverdrachten plaats.<sup>5</sup> Tot 2008 waren de Target2-saldi klein en gebalanceerd, maar na de kredietcrisis divergeerden ze snel (zie figuur 2). Vóór de eurocrisis hadden de zuidelijke eurolanden eenvoudig toegang tot private liquiditeiten om LR-tekorten te financieren, maar door de crisis nam de interbancaire kredietverlening abrupt af (de *sudden stop*). Onder druk van de oplopende rentestanden zag de ECB zich genoodzaakt in krediet te voorzien middels openmarkttransacties (opkopen obligaties). In 2015 kreeg de divergentie van de Target2-saldi een nieuwe impuls door het ECB-beleid van QE en liepen de saldi verder op (DNB, 2016). Per november 2018 hebben Duitsland en Nederland grote positieve saldi opgebouwd van respectievelijk 921 miljard en 110 miljard (Eurocrisismonitor).

Hoewel deze Target2-onbalansen een gevolg zijn van de LR-tekorten en geen oorzaak (Lubik & Rhodes, 2012), geven ze uiteraard aanleiding tot grote zorg in de overschotlanden. Ze lopen immers grote risico's indien een debiteurland onverwachts zou besluiten de eurozone te verlaten. In Duitsland startte de notoire Target2-alarmist Hans-Werner Sinn hierover een fel debat. Sinn ziet in de Target2-



(bron: Eurocrisismonitor)

**Figuur 2 Target2 balansen**

onbalansen een *stealth bail-out* door de ECB (Sinn, 2011) en stelt dat deze kredietverlening in strijd is met uitspraken van het Duitse constitutionele hof. Mocht deze praktijk van interbancaire kredietverlening via de ECB inderdaad onconstitutioneel aangemerkt worden in Duitsland, dan is de toekomst van de euro twijfelachtig. Duidelijk is in ieder geval dat ook de overschotlanden wel degelijk nadelig ondervinden van LR-onbalansen in de eurozone.

### De rol van de Europese Commissie en de Europese politiek

De asymmetrische aanpassingslast van de onbalansen maakt ook dat de rol van de EC onder kritiek staat. Die kritiek richt zich vooral op het feit dat de IC te laks zou zijn in het aanpakken van landen met buitensporige onevenwichtigheden (Wijffelaars & Stegeman, 2014; Rodenburg, 2017). Italië bijvoorbeeld wordt al vijf jaar geclassificeerd met een buitensporige onevenwichtigheid door de EC, maar tot op heden zijn er geen sancties of boetes opgelegd. Ook de Nederlandse LR-overschotten overschrijden al jarenlang de 6 procent en zijn buitensporig. Debet hieraan is onder andere dat de sanctieprocedure niet automatisch verloopt. Richtlijn 1176/2011 sluit een mechanisch oordeel van het zogeheten *score board* uit en schrijft voor dat de EC bij de *in-depth reviews* een kwalitatief onderzoek moet uitvoeren naar de onderliggende oorzaken van onbalansen (European Commission, 2016). Dat laat ruimte voor interpretatie, waardoor landen met vergelijkbare onbalansen soms ongelijk behandeld worden.<sup>6</sup> De EC echter ziet de rap-

porten vooral als een vooruitkijkende risico-inschatting die gemaakt moet worden in de specifieke context van het betreffende land. Daarmee dreigt de MIP een tandoel instrument te worden. Sommige auteurs, zoals Wijffelaars en Stegeman (2014), pleiten dan ook voor automatische inwerkingstelling van de EIP bij constatering van excessieve onbalansen. Naast twijfel over de effectiviteit van de EIP is er kritiek op de asymmetrische grenswaarden voor LR-onbalansen: +6 procent voor overschotlanden en -4 procent voor tekortlanden. Daarmee worden overschotlanden zachter aangepakt dan tekortlanden.

De Europese verkiezingen van 2019 zullen waarschijnlijk slechts heel beperkt invloed kunnen hebben op de macro-economische onbalans in de eurozone. De tekortlanden vragen om meer solidariteit van de overschotlanden en om gecoördineerd beleid om onbalansen te bestrijden. De overschotlanden zien de onbalansen echter als een Europese aangelegenheid en wijzen verder op de eigen verantwoordelijkheid van het zuiden, dat een competitieve interne devaluatie moet ondergaan. Van de noordelijke landen valt geen gecoördineerd beleid te verwachten om onbalansen te bestrijden. De EC op haar beurt blijft terughoudend om de lidstaten hard aan te pakken (hoewel zij dat wel doet als lid van de Trojka). De Procedure voor buitensporige onevenwichtigheden had in verschillende gevallen ingezet kunnen worden, maar de EC lijkt hier toch voor terug te schrikken. Blijkbaar geeft zij de voorkeur aan een zachtere benadering. Met de Europese verkiezingen zullen echter ook nieuwe commissarissen geïnstalleerd worden, die mogelijk voor een hardere lijn zullen kiezen.

## Conclusies

De macro-economische onbalans in de eurozone is een structurele reële wisselkoersonevenwichtigheid tussen de eurolanden die het gevolg is van een ongelijke loonontwikkeling in een muntunie met verschillende groeimodellen en het verlies van het wisselkoersinstrument. De noordelijke landen hebben hierdoor een ondergewaardeerde reële wisselkoers en het zuiden een overgewaardeerde. De gekozen beleidsrespons op de crisis – de opgelegde maatregelen aan het zuiden – reflecteert de machtige positie van de overschotlanden ten opzichte van de tekortlanden. Door de kredieten die zij ter beschikking stellen, zijn zij de eisende partij. De macro-economische onbalans betreft echter een wederzijdse verantwoordelijkheid; overschotten zijn immers ook onbalansen. Vooralsnog zijn de overschotlanden echter weigerachtig om maatregelen te nemen die de onbalans doen verminderen, zoals expansief begrotingsbeleid, loonsverhoging of maatregelen ter vermindering van het spaaroverschot. Zij koesteren hun handelsoverschotten (en daarmee hun machtspositie). De bestrijding van onbalansen zou aanzienlijk efficiënter zijn indien ook overschotlanden maatregelen treffen. De overschotlanden zijn bovendien fel gekant tegen elke vorm van budgetoverdrachten. Dat is uiteraard begrijpelijk, maar daarmee is hun positie gecompliceerd en inconsistent. De overschotlanden willen een behoud van hun handelsbalansoverschotten als een behoud van de eurozone, maar zonder *bail-outs* van het zuiden. Hun LR-overschot is echter het gevolg van een structurele onderwaardering

van hun munt, die door de semigesloten aard van de eurozone een tegenhanger heeft in de LR-tekorten van het zuiden, die daarom kapitaalinstroom of budgetoverdrachten van het noorden nodig hebben. De noordelijke beleidswensen zijn dus inconsistent en tegenstrijdig. Inmiddels laat de praktijk dit ook zien. Op verschillende, indirecte wijzen vinden overdrachten plaats, zoals via het Target2-systeem, die nodig zijn voor het behoud van de EMU.

De Procedure macro-economische onevenwichtigheden van de EC is een belangrijke maatregel die een breder perspectief biedt op de ontwikkeling van de eurozone dan de eenzijdige nadruk op begrotingsdiscipline van het SGP. Het biedt een mogelijkheid voor de EC om een leidende rol te spelen in de bestrijding van onevenwichtigheden in de EU. Ondanks grote en persistente buitensporige onevenwichtigheden in de EU is de procedure voornamelijk nooit in werking gesteld, waardoor er twijfel bestaat over de effectiviteit van de maatregel. Dat is jammer, omdat de bestrijding van onbalansen, vanwege hun ernstige gevolgen, op eenzelfde manier aanpak verdient als een buitensporig begrotingstekort en een buitensporige overheidsschuld. Met het in werking stellen van de EIP zou de EC een belangrijk signaal geven aan de lidstaten om de onbalansen serieus te nemen. Gezien de ernst van de problematiek zijn een doortastend discretionair optredende EC of automatische procedures gewenst. Dat is de inzet van de Europese verkiezingen op dit Dossier.

## Noten

- 1 De lopende rekening bestaat uit de handelsbalans, betaalde en ontvangen rente en dividenden en unilaterale ontvangsten en betalingen. Per constructie worden tekorten op de lopende rekening gecompenseerd door een overschot op 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.
- 2 Formeel gesproken is het nationale spaarsaldo gelijk aan de binnenlandse spaartegopen min de binnenlandse investeringen plus het primaire en secundaire inkomen.
- 3 Het IMF schat de onderwaardering van Duitslands reële effectieve wisselkoers op 5 tot 15 procent (IMF, 2014, 20).
- 4 Zie op dit punt ook de bijdrage van Rodrigo Fernandez in deze editie.
- 5 Via het Target2-systeem worden internationale betalingen uitgevoerd in de eurozone. Private banken houden daartoe een rekening aan bij hun nationale centrale bank, die de transacties vervolgens verrekent via de ECB. Grensoverschrijdende betalingen zijn zichtbaar op de balans van de betreffende nationale centrale bank als vordering op of verplichting aan het Eurosysteem.
- 6 In 2015 bijvoorbeeld werd het Duitse LR-overschot geïdentificeerd als buitensporig en een vergelijkbaar overschot van Zweden niet (European Commission, 2016, 51).

## Literatuur

Baldwin, R., & Giavazzi, F. (2015). *The Eurozone Crisis; A Consensus View of the Causes and a Few Possible Solutions*. Centre for Economic Policy Research Press.

- Bernanke, B. (2015). *Germany's trade surplus is a problem*. [www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/03-germany-trade-surplus-problem](http://www.brookings.edu/blogs/ben-bernanke/posts/2015/04/03-germany-trade-surplus-problem), geraadpleegd op 9 september 2018.
- Bibow, J. (2013). On the Franco-German Euro contradiction and ultimate euro battle-ground. *Contributions to Political Economy*, 32: 127-149.
- Bofinger, P. (2015). *German wage moderation and the EZ Crisis*. VOX CEPR's Policy Portal, <http://voxeu.org/article/german-wage-moderation-and-ez-crisis>, geraadpleegd op 21 augustus 2018.
- Bonatti, L., & Fracasso, A. (2013). The German Model and the European Crisis. *Journal of Common Market Studies*, 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*, 41 (1): 47-65.
- DNB (2016). Target2 imbalances reflect QE and persistent fragmentation within the euro area. *DNB-bulletin*, juni. [www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbbulletin-2016/dnb342673.jsp](http://www.dnb.nl/en/news/news-and-archive/dnbbulletin-2016/dnb342673.jsp), geraadpleegd op 9 september 2018.
- ECB (2018). *Economisch Bulletin*, 2. [www.dnb.nl/binaries/ECB%20EB%202018-2%20NL\\_tcm46-373799.pdf](http://www.dnb.nl/binaries/ECB%20EB%202018-2%20NL_tcm46-373799.pdf), geraadpleegd op 10 september 2018.
- European Commission (2016). *The Macroeconomic Imbalance Procedure Rationale, Process, Application: A Compendium*. Directorate-General for Economic and Financial Affairs, Institutional Paper 039, november.
- European Commission (2018). *Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Central Bank and the Eurogroup*.
- Fransman, R. (2012). Hogere lonen als recept voor Nederlandse onbalans. *Me Judice*, juni.
- Gros, D. (2012). Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Symptom or cause of the crisis? *CEPS Policy Brief*, 266, april.
- Hall, P.A. (2012). The Economics and Politics of the Euro Crisis. *German Politics*, 21 (4): 355-371.
- Hall, P.A. (2014). Varieties of Capitalism and the Euro Crisis. *West European Politics*, 37 (6): 7-8.
- Hall, P.A., & Soskice, D. (red.) (2001). *Varieties of Capitalism. The Institutional Foundations of Comparative Advantage*. Oxford: Oxford University Press.
- Holinski, N., Kool, C., & Muysken, J. (2012). Persistent Macroeconomic Imbalances in the Euro Area: Causes and Consequences. *Federal Reserve Bank of St. Louis Review*, januari/februari:1-20.
- IMF (2014). Germany 2014, Article IV Consultation. *IMF Country Report*, 14/216.
- Jaumotte, F., & Sodsriwiboon, P. (2010). Current Account Imbalances in the Southern Euro Area. *IMF Working Paper*, 139: 1-49.
- Johnston, A., & Regan, A. (2016). European Monetary Integration and the Incompatibility of National Varieties of Capitalism. In: M. Cini (red.), *Journal of Common Market Studies*. New Jersey: John Wiley & Sons, 318-336.
- Kollmann, R. e.a. (2014). European Economy: What drives the German current account? And how does it affect other EU member states? *CEPR Economic Papers*, 516.
- Lubik, Th.A., & Rhodes, K. (2012). TARGET2: Symptom, Not Cause, of Eurozone Woes. *Economic Brief*, augustus, EB12-08.
- Ministerie van Economische Zaken en Milieu (2017). *Kabinetsreactie startdocumenten Euro-pees Semester 2018* [www.rijksoverheid.nl/regering/bewindspersonen/eric-wiebes/documenten/kamerstukken/2017/12/08/kamerbrief-met-kabinetsreactie-op-startdocumenten-europees-semester-2018](http://www.rijksoverheid.nl/regering/bewindspersonen/eric-wiebes/documenten/kamerstukken/2017/12/08/kamerbrief-met-kabinetsreactie-op-startdocumenten-europees-semester-2018), geraadpleegd op 20 september 2018.
- 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. (2017). Macro-economische onbalans en herbalancering in de Eurozone. *TPEdigitaal*, 11 (1): 94-112.
- Rojas-Romagosa, H., & Horst, A. van der (2015). Oorzaken en beleidsgevolgen van het overschot op de Nederlandse lopende rekening. *CPB Policy Brief*, I 2015/05.
- Sinn, H.W. (2011). The ECB's stealth bailout. *VOX CEPR Policy Portal*. <https://voxeu.org/article/ecb-s-stealth-bailout>, geraadpleegd op 19 augustus 2018.
- Stockhammer, E. (2011). Peripheral Europe's debt and German wages: the role of wage policy in the Euro area. *International Journal of Public Policy*, 7 (1-3).
- Teulings, C. (2017, 20 december). Wij en Duitsland zijn het grote probleem. *NRC*. [www.nrc.nl/nieuws/2017/12/20/wij-en-duitsland-zijn-het-grote-probleem-a1585576](http://www.nrc.nl/nieuws/2017/12/20/wij-en-duitsland-zijn-het-grote-probleem-a1585576), geraadpleegd op 10 september 2018.
- Teulings, C. e.a. (2011). *Europa in Crisis*. Uitgeverij Balans.
- Trautwein, H.M., & Körner, F.M. (2014). German Economic Models, Transnationalization and European Imbalances. *ZenTra Working Papers in Transnational Studies*, 28/2014.
- Volkskrant (2017, 21 maart). *Dijsselbloem vraagt EU-collega's om te mogen aanblijven als voorzitter Eurogroep*. [www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/dijsselbloem-vraagt-eu-collega-s-om-te-mogen-aanblijven-als-voorzitter-eurogroep~bec4d5b7/](http://www.volkskrant.nl/nieuws-achtergrond/dijsselbloem-vraagt-eu-collega-s-om-te-mogen-aanblijven-als-voorzitter-eurogroep~bec4d5b7/), geraadpleegd op 7 januari 2019.
- Wijffelaars, M., & Stegeman, H. (2014). Europese Commissie kijkt toe terwijl Europa uit balans blijft. *Me Judice*, 17 maart.
- Wolf, M. (2010). Germans are wrong: the eurozone is good for them. *Financial Times*. [www.ft.com/cms/s/0/195dfa18-bab2-11df-b73d-00144feab49a.html#axzz4EqwYCKI6](http://www.ft.com/cms/s/0/195dfa18-bab2-11df-b73d-00144feab49a.html#axzz4EqwYCKI6), geraadpleegd op 15 mei 2016.
- 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. (2016). Germany is the eurozone's biggest problem. *Financial Times*. <https://next.ft.com/content/7fcb38e8-15f5-11e6-9d98-00386a18e39d>, geraadpleegd op 28 juni 2016.
- Young, B., & Semmler, W. (2011). The European Sovereign Debt Crisis: Is Germany to Blame? *German Politics and Society*, 29 (1): 1-24.
- Websites:**
- ECB, Target Balances, <http://sdw.ecb.europa.eu/reports.do?node=1000004859>, geraadpleegd op 8 maart 2019.
- EU website, <https://ec.europa.eu/info/node/4320/>, geraadpleegd op 29 augustus 2018.
- Euro crisis monitor, [www.eurocrisismonitor.com/](http://www.eurocrisismonitor.com/), geraadpleegd op 9 september 2018.
- Eurostat, <https://ec.europa.eu/eurostat/data/database>, geraadpleegd op 9 september 2018.
- Wereldbank, <https://data.worldbank.org/indicator/BN.CAB.XOKA.GD.ZS>, geraadpleegd op 31 augustus 2018.