

Coen Teulings en het Nederlandse macro-economische beleid

Bas Jacobs

In 2008 werd Nederland getroffen door de bankencrisis, die uit Amerika overwaaide, en daarna door de eurocrisis.¹ Door specifiek Nederlandse problemen in de woningmarkt, bij de pensioenen en bij banken gaat Nederland door de zwaarste economische crisis sinds de jaren 80 en misschien wel de jaren 30 van de vorige eeuw. Coen Teulings heeft, als dat maar enigszins mogelijk was, geprobeerd het macro-economisch beleid bij te sturen. Zijn opvattingen waren wetenschappelijk gefundeerd en hij schuwde de controverse niet. Desondanks is hij in Den Haag een eenzame bezuinigingsscepticus geworden.

1 De ‘analyse’ in de MEV en CEP

Met Teulings is een nieuwe wind gaan waaien aan de Van Stolkweg in Den Haag. Onder Teulings lezen we sinds maart 2008 voor het eerst onder het kopje ‘analyse’ in hoofdstuk 1 van het Centraal Economisch Plan of de Macro Economische Verkenning de beleidsanalyse van Teulings zelf. Natuurlijk zullen deze stukken ook de goedkeuring van de overige leden van de CPB-directie hebben, maar deze analyses bevatten onmiskenbaar de signatuur van Teulings. Die ‘analyse’-stukjes zijn een opmerkelijke wending ten opzichte van het tijdperk van Henk Don, de voorganger van Coen Teulings. Onder leiding van Teulings is het CPB veel nadrukkelijker concrete beleidsadviezen gaan geven op bepaalde terreinen, zoals onder andere het begrotingsbeleid. Zijn analysestukjes leiden aanhoudend tot politieke stekeligheden. Teulings waarschuwde bijvoorbeeld in 2008 (MEV 2008) om de gestegen olieprijs niet te compenseren en vooral ver van een loon-prijs-spiraal vandaan te blijven. Helaas verscheen deze MEV op de dag nadat Lehman Brothers viel en kon deze direct na publicatie in de papierversnipperaar.

Reeds in maart 2009, nadat de eerste stof van de ineenstorting van Lehman Brothers en alles wat daarna kwam, was neergedaald, wijst Teulings in het Centraal Economisch Plan op tamelijk profetische wijze de weg die moet worden bewandeld om uit de crisis te komen (CEP 2009). Hij bepleit allereerst beleid om Keynesiaanse vraaguitval te dempen en dat dit vooral internationaal gecoördineerd moet

¹ Zie voor goede en uitgebreide beschrijvingen van de Eurocrisis ook Van Ewijk en Teulings (2009) en Teulings et al. (2011). Overigens zijn deze publiksboeken over de crisis een bijzondere verandering geweest in de wijze waarop het CPB met het grote publiek communiceert.

geschieden. Dit zal een steeds terugkerend thema worden in Teulings' latere beschouwingen. Ook waarschuwt Teulings voor de nadelen van al te sterke loonmatiging in een economie met vraaguitval. Tevens stelde hij toen al zaken voor die later bekend zouden worden onder de noemer bankenunie: Europees banktoezicht, sanering en herkapitalisatie van het bankwezen, en het delen van de kosten van bankreddingen.

In september 2009 wijst Teulings op de permanente schade die de klap van 2008-2009 zal geven aan de Nederlandse economie (MEV 2009). Toen waren er allerlei verwoede discussies gaande onder economen of de terugval tijdelijk zou zijn of permanent zou worden. Teulings schatte een permanent bbp-verlies van zo'n 9 procent van het bbp. Inmiddels is dat waarschijnlijk opgelopen tot zo'n 13 procent. Teulings geeft ook dan al aan dat de overheid vroeger of later de tering naar de nering zal moeten zetten, maar dat het goed is dat de overheid tijdens de grootste crisis in decennia de automatische stabilisatoren volledig laat werken. Te snel inzetten op begrotingsconsolidatie kan tot grote economische schade leiden. Hij wijst op het belang van structurele hervormingen die op korte termijn minder schade opleveren, maar wel op lange termijn de overheidsfinanciën borgen en de economie versterken. Ook dit zal een rode draad blijken te worden in Teulings' directeurschap. Het door Teulings telkenmale aangehaalde voorbeeld is de verhoging van de AOW-leeftijd. Ook wijst Teulings op de nadelige gevolgen van lastenverzwaringen. Die leiden niet alleen op korte termijn tot extra vraaguitval, maar ook tot permanente economische schade. Teulings merkt op dat de sanering van het Europese bankwezen te veel achterblijft ten opzichte van Amerika. Ook vermoedt hij begin 2009 dat de crisis nog lang zal nadreunen, inderdaad.

In maart 2010 lijkt de Nederlandse economie in rustiger vaarwater te zijn gekomen (CEP 2010). Terugkijkend op de vorige decennia constateert Teulings dat tijdens de 'grote matiging' in de jaren 90 en 00 de kiemen werden gezaaid voor de crisis: de grote hefboom van financiële instellingen en het verdwijnen van risicopremies op financiële markten. Hij bepleit daarom kleinere hefbomen in financiële instellingen, wat neerkomt op hogere kapitaaleisen. Maar hij stelt ook geloofwaardige crisisresolutieregimes voor. Teulings stelt weer droogjes vast dat er weinig vooruitgang wordt geboekt op dit terrein. Ook wijst hij op de excessieve prikkels voor schuldfinanciering via de hypotheekrenteaftrek en de renteaftrek in de vennootschapsbelasting. Teulings bepleit ook een vorm van verdergaande budgettaire solidariteit in het eurosysteem om zo de muntunie en de bankenunie financieel te borgen.

In september 2010 haalt Teulings de '10 geboden van Blanchard', chefecoom van het IMF, aan om de overheidsfinanciën te saneren (MEV 2010). Teulings blijft hameren op internationale coördinatie van het begrotingsbeleid, het niet te snel inzetten van tekortreductie, het voorkomen van aanbodschaade (bijvoorbeeld via belastingverhogingen) en het aanpakken van vergrijzingsgevoelige uitgaven (pensioen, zorg). Teulings maakt voor het eerst het economisch volstrekt logische, maar politiek kennelijk controversiële, punt dat aanpassing van de concurrentiepositie van de crisistanden in met name Zuid-Europa betekent dat de concurrentiepo-

sitie van de kernlanden verslechtert ten opzichte van de crisislanden. De macro-economische onevenwichtigheden binnen de eurozone zullen anders namelijk niet verdwijnen.

In maart 2011 lijkt de Nederlandse economie redelijk te herstellen. Teulings stelt vast dat weliswaar de groei permanent lager is geworden, maar dat de eerdere CPB-ramingen voor de werkloosheid gelukkig niet bewaarheid zijn geworden (CEP 2011). Het begrotingstekort zou volgens de optimistische ramingen al in 2012 onder de 3-procentgrens van het Verdrag van Maastricht duiken. Teulings be- toogt dat de schuldencrisis alleen in Griekenland zijn oorsprong vindt bij de over- heid, maar dat in Ierland, Portugal en Spanje het probleem in excessieve private kredietverlening zat. Daarmee probeert hij het in Nederland erg populaire schuld- en-boeteverhaal te ontcrachten. Teulings bespreekt ook expliciet de noodzaak van een hogere inflatie dan 2 procent in de kernlanden, om de uiteengelopen concurren- tieposities in de eurozone te laten convergeren. Door deflatoire vraaguitval is de in- flatie in de perifere landen veel lager dan 2 procent. Tot slot wijst Teulings erop dat Nederland geconfronteerd zal worden met de kosten van land- en bankreddieingen, maar ook met hoge kosten als landen en banken juist niet worden gered.

In september 2011 is de eurocrisis volledig opgelaaaid (MEV 2011). De rentes op staatsobligaties en bankpapier in de perifere landen bereiken records. Op 7 sep- tember 2011 schrijven Rutte en De Jager een bizar stuk in de *Financial Times* dat landen die zich niet aan de regels houden uit de euro gezet moeten worden (Rutte en De Jager 2011). Teulings wijst op de enorme kosten van een opbreken van de euro. De Griekse schuld is dan weliswaar geherstructureerd, maar Teulings twijfelt eraan of die operatie wel tot een feitelijke schuldverlichting voor Griekenland heeft geleid. Teulings rept ook weer over de noodzaak van een verslechtering van de concurrentiepositie van kernlanden ten opzichte van de periferie, bijvoorbeeld als perifere landen hun productiviteit verhogen via hervormingen van arbeids- en pro- ductmarkten. Ook benadrukt hij nogmaals het belang van temporisering in het op orde brengen van de overheidsfinanciën, structurele hervormingen, internationale coördinatie in het begrotingsbeleid en het belang van verdere Europese integratie. Opvallend is dat Teulings ineens gaat verwijzen naar de Grote Depressie en dat we de fouten uit de Grote Depressie niet moeten gaan herhalen.

In maart 2012 zit Nederland opnieuw in een recessie (CEP 2012). Teulings neemt nu voor het eerst expliciet stelling dat de groei moet worden bevorderd, juist ook om de staatsfinanciën in het gareel te houden. Nogmaals bepleit hij de verho- ging van de AOW-leeftijd naar 67 jaar en de hervorming van de hypotheekrenteaft- trek, het ontslagrecht en de WW-duur. Nog een keer benadrukt Teulings het belang van temporisering van begrotingsconsolidatie, onder voorwaarde dat de begroting op lange termijn op orde wordt gebracht met hervormingen.

Op 27 februari 2012 zorgt Teulings – samen met Jean Pisani- Ferry – boven- dien voor enige consternatie met een ingezonden stuk in de *Financial Times* (Pisa- ni-Ferry en Teulings 2012). Ze waarschuwen dat de eurozone weer de recessie in- duikt. Om nog grotere economische problemen te voorkomen, adviseren zij de 3- procentnorm in de kernlanden los te laten en te volstaan met een minimum aan te-

kortreductie in de perifere landen. Daarnaast wijzen ze erop dat tekortreductie op zeer korte termijn alleen maar mogelijk is met op termijn economisch schadelijke belastingverhogingen. Natuurlijk wordt weer gewezen op het belang van structurele hervormingen. Ook zeggen ze dat het gevaarlijk kan zijn om al te hard te bezuinigen als de private sector de balansen herstelt.

In Nederland werd deze actie niet bijster op prijs gesteld. Rutte voerde de Cats-huisonderhandelingen met Verhagen en Wilders. Deze onderhandelingen klapten en luidden het einde in van Rutte-I. In het Lenteakkoord, dat daarna in grote haast in elkaar werd geknutseld, werd precies datgene besloten waartegen Pisani-Ferry en Teulings hadden gewaarschuwd: 9 miljard belastingverhoging (voornamelijk via de btw) en 2 miljard bezuinigen.

Een andere opvallende interventie van Teulings komen we in juni van 2012 tegen. De Studiegroep Begrotingsruimte adviseert om maar liefst 20 miljard aan tekortreductie te doen in de aanstaande kabinetsperiode, om in 2017 zo uit te komen op structureel begrotingsevenwicht (Studiegroep Begrotingsruimte 2012). Teulings is in zijn hoedanigheid als CPB-directeur ook lid van de studiegroep en hij kon de belangrijkste conclusie – de tekortreductie van 20 miljard – niet onderschrijven. Hij laat een voetnoot in het rapport opnemen (voetnoot 32) waarin hij betoogt dat 15 miljard tekortreductie voldoende is en dat de overige 5 miljard gemakkelijk gevonden kan worden via langetermijnhervormingen, bijvoorbeeld bij de hypotheekrenteaftrek. Het merkwaardige is hier niet dat Teulings tegengas geeft, maar dat wat de Studiegroep Begrotingsruimte verstandig acht, mijlenver afstaat van wat door macro-economen wereldwijd verstandig begrotingsbeleid wordt genoemd.

Teulings begint de MEV van september 2012 optimistisch. De eerste stappen naar een bankenunie worden eindelijk gezet. Er lijkt een ontspanning op te treden in het financiële stelsel door de LTRO, de aanstaande sanering van het Spaanse bankwezen, en Draghi's aankondiging van de OMT. Teulings wijst op de mogelijke vermenging die zal optreden tussen het monetaire en budgettaire beleid door de OMT, maar relativeert dit ook. Landen moeten zich namelijk eerst onder een programma van de trojka laten plaatsen voordat de ECB steunacties onderneemt. Toch laat Teulings niet alleen hier, maar ook in het boek over de Eurocrisis (Teulings et al. 2011), lichtjes doorschemeren dat het waarschijnlijk onvermijdelijk is – hoe lelijk ook – dat de ECB wordt ingezet om de financiële markten te stabiliseren, aangezien het de europolitici niet lukt om voldoende budgettaire middelen vrij te spelen voor de noodfondsen. Teulings blijft consequent en onvermoeibaar waarschuwen voor het begrotingspad dat de Nederlandse beleidsmakers bewandelen. De economie is inmiddels steeds dieper in de dubbeldip aan het wegzakken. Teulings verwijst in bedekte termen naar de spaarparadox van Keynes. Niet alle sectoren kunnen tegelijkertijd gaan sparen zonder daling van het inkomen. Opnieuw neemt Teulings een voor Nederlandse beleidsmakers netelige positie in door te betogen dat hervormingen en begrotingsconsolidatie substituten zijn en geen complementen; als er veel wordt hervormd dan is het niet zo verstandig om hard te bezuinigen op korte termijn. Als de hypotheekrenteaftrek wordt hervormd slaan de voordelen daarvan neer bij toekomstige generaties. De kosten worden gedragen

door de huidige generaties. Als de overheid nu ook nog eens de begrotingsteugels aanhaalt, dan worden bestaande generaties dubbel geraakt met alle macro-economische consequenties van dien. Hij zal dit pleidooi later herhalen op de economenwebsite VOX (Teulings 2012).

In maart 2013 presenteert Teulings zijn laatste analyse in het Centraal Economisch Plan. Hij vertrekt niet zonder nog eenmaal heel erg duidelijk te maken dat Nederland niet op het juiste pad zit met het begrotingsbeleid. Uitgebreid haalt hij in zijn analyse alle relevante wetenschappelijke literatuur aan dat de begrotingsmultiplieurs nu veel groter zijn dan in normale tijden. De centrale bank kan de schade van bezuinigingen niet beperken, omdat de beleidsrente (bijna) op nul staat. De Nederlandse economie zit in een balansrecessie met financiële problemen bij huizen, pensioenen en banken. Al te harde begrotingssanering frustreert het balansherstel. Daarnaast ontkracht Teulings het verhaal dat begrotingsmultiplieurs in kleine economieën heel veel kleiner zouden zijn dan in grote economieën. Hij betoogt dat Nederland niet snel het vertrouwen van de financiële markten zal verspelen, mede dankzij de omvangrijke pensioenvermogens. Echter, dat kan wel gebeuren als de Nederlandse economie niet meer groeit en blijft kampen met dalende huizenprijzen. Ook opvallend: Teulings suggereert voor het eerst dat bezuinigingen misschien wel helemaal niet in staat zijn om het begrotingstekort terug te dringen onder de huidige economische omstandigheden. Als begrotingstekorten permanente schade in de economie veroorzaken ('hysterese') dan ondermijnt ook dat de houdbaarheid van de overheidsfinanciën op lange termijn. Het lukt de Nederlandse overheid inderdaad nauwelijks om met een gigantische tekortreductie van zo'n 8 procent bbp in de periode 2011-2017 het feitelijke begrotingstekort substantieel te verminderen.

2 Het eenzame leven van een bezuinigingssepticus

Tijdens Teulings' directeurschap is een aantal van zijn adviezen gerealiseerd. Hoe beslissend zijn rol hierbij is geweest, zullen we nooit precies kunnen vaststellen. Het zijn de verhoging van de AOW-leeftijd naar 67 jaar, de ingrepen in de hypotheekrenteaftrek en het begin van een bankenunie. Maar ontegenzeggelijk is van veel meer adviezen van Teulings weinig tot niets terecht gekomen: internationale begrotingscoördinatie, beperking van lastenverzwaring, banksaneringen en bankherkapitalisaties, grotere budgettaire armslag voor het Europese project, verslechtering van de concurrentiepositie van de kernlanden ten opzichte van de periferie en niet te veel loonmatiging. Bovendien blijkt geen enkele politieke partij tijdens de verkiezingen van 2012 Teulings' advies op te volgen dat tegelijkertijd hervormen en de begroting saneren minder verstandig is (CPB 2012).

Geheel in lijn met zijn ijzeren consistentie van de afgelopen jaren zei Teulings bij de presentatie van zijn laatste CEP dat aanvullende bezuinigingspakketten onnodig waren en dat het belangrijker was vooral de hervormingen door te zetten in arbeidsmarkt, huizenmarkt, gezondheidszorg en pensioenen. Jeroen Dijsselbloem,

de minister van Financiën, zette Teulings direct weg met de kwalificatie dat dit een ‘politiek oordeel’ was. Lodewijk Asscher, vicepremier en minister van Sociale Zaken, zei dat de regering zal vasthouden, ook in 2014, aan de 3-procentnorm. En dat gebeurde na Teulings’ allerlaatste klaroenstoot in het CEP om de politiek nog eenmaal op economische gronden te overtuigen van een andere begrotingskoers.

Op 1 april 2013, en dat is geen grap, schrijft Nobelprijswinnaar Paul Krugman over ‘het eenzame leven van een bezuinigingssepticus’. Hij citeert Coen Teulings uit de *Financial Times* (2013): “Het onvermogen van de Nederlandse overheid om de schadelijke effecten van een streng begrotingsbeleid te onderkennen, ondanks de opeenhoping van het wetenschappelijke bewijs daarvoor, is een geval van ‘cognitieve dissonantie. ...Al het bewijs wijst erop dat de kosten van begrotingsaanpassingen momenteel groot zijn, want de werkloosheid stijgt, er is een financiële crisis en de nulgrens op de ECB-rente is nagenoeg bereikt.”

Krugman (2013) concludeert zelf: “Ondanks dat ik hier al jaren over schrijf, ben ik nog steeds verbaasd, niet alleen over de wijze waarop politici alle basale macro-economie uit het raam hebben gegooid, maar ook over de totale eensgezindheid waarmee de bezuinigingen worden omarmd. De critici waren tenslotte bepaald niet onzichtbaar of onhoorbaar; hoe konden al die serieuze mensen er zo zeker van zijn dat prominente macro-economen het allemaal bij het verkeerde eind hadden en dat bureaucraten zonder enige voorspellende reputatie het bij het rechte einde hadden?”

Ik denk dat Krugman hiermee onbedoeld een rake typering geeft van het debat dat in Nederland jarenlang is gevoerd over de gewenste tekortreductie van de overheid. Onder aanvoering van Teulings heeft het CPB stelselmatig gewezen op de noodzaak van begrotingsconsolidatie, maar ook op de gevaren om dat al te snel te doen. Teulings heeft gedaan wat een CPB-directeur behoort te doen: op basis van de meest recente, academisch meest gevorderde inzichten de consequenties van het macro-economische en budgettaire beleid analyseren. Teulings representeerde daarin de hoofdstroom van de academische macro-economen.

Maar de begrotingsadviezen van Teulings zijn stelselmatig in de wind geslagen, zo hebben we kunnen constateren. Rutte-II heeft de stand van de schatkist inmiddels tot ultieme indicator van de economische toestand van het land verheven. De economische gevolgen ondervinden we aan den lijve: een vrijwel continue recessie sinds 2010, die mogelijk tot in 2014 zal aanhouden, exploderende werkloosheidscijfers, recordaantallen bedrijfsfaillissementen, dalende huizenprijzen, banken met nog grotere problemen en een koopkrachtdaling die zeker vijf jaar aanhoudt. Zeker, niet al die economische uitkomsten zijn het gevolg van het gevoerde beleid in Den Haag. Daar loopt ook de eurocrisis dwars doorheen. Bovendien is na de uitbundige schuldopbouw tot aan 2008 een correctie noodzakelijk en zullen we een periode met minder groei gaan doormaken. Echter, het gevoerde begrotingsbeleid heeft de Nederlandse economie ontegenzeggelijk onnodige economische schade berokkend.

3 Waarom luisterde Den Haag niet?

In zijn laatste CEP sluit Teulings af met een reflectie op waarom beleidsmakers niet naar economen (lees Teulings) luisteren. Teulings zelf denkt dat economen nog niet de goede oplossing hebben gevonden om in goede tijden de begroting wél op orde te krijgen, waardoor het moeilijk is beleidsmakers te overtuigen om nu de teugels wat te laten vieren. Maar ook: beleidsmakers kunnen ten onrechte menen dat nu een herhaling van de jaren tachtig speelt, terwijl een balansrecessie met vraaguitval echt iets heel anders is. Kiezers zouden daarnaast nu politici afstraffen die niet bezuinigen; immers, als de kiezer de broekriem aan moet halen, dan moet Den Haag dat ook. Ook is er in tijden van crisis meer gevoel van urgentie en draagvlak voor bezuinigingen. Tot slot, Europa zou verdeeld zijn over de te varen economische koers en de rol van de begrotingspolitiek daarin. Al deze argumenten hebben hun merites, maar ik ben niet volledig overtuigd. Er zijn minimaal drie aanvullende verklaringen, die Teulings niet noemt.

Ten eerste: hoe geloofwaardig zijn alle waarschuwingen geweest als de CPB-ramingen en -modellen juist steeds weer aantoonde dat sterke begrotingsconsolidatie slechts kleine, negatieve effecten hebben op de economie? Dat was zo bij de doorrekening van de verkiezingsprogramma's, en bij de doorrekening van het regeerakkoord bleek dat de economische groei per jaar met maar 0,2 procent lager zou uitvallen door het pakket van Rutte-II. Men kan het beleidsmakers en politici vervolgens niet kwalijk nemen dat ze er hard in zijn gegaan met begrotingsconsolidatie. Hadden ze de economische gevolgen beter kunnen overzien, dan hadden ze waarschijnlijk andere, betere keuzes gemaakt. Na jarenlang veel te optimistische ramingen te hebben gepubliceerd, geeft Teulings in zijn laatste CEP-analyse zelf ruitelijk toe dat de gehanteerde CPB-modellen de nadelige effecten van bezuinigingen en lastenverzwaringen stelselmatig hebben onderschat. En Teulings had daar als directeur zelf iets aan kunnen doen.

Ten tweede: Uit het voorgaande bleek dat Teulings keer op keer de controversale opzocht en de zaken op scherp zette. Tegen de achtergrond van een volstrekt beleidsresistent Den Haag is dat goed te begrijpen. Maar Teulings was daarom wellicht ook niet altijd even geliefd bij de Nederlandse politici en beleidsmakers.

De derde verklaring geeft Teulings eigenlijk zelf in zijn *Financial Times* interview. Beleidsmakers in Den Haag, zowel politici, als ambtenaren, laten zich soms gewoon niet (langer) leiden door economische argumenten, om welke goede of slechte reden dan ook. Denk bijvoorbeeld ook aan het feit dat de Nederlandse overheid in Europa zo hard heeft lopen tamboereren op de 3-procentnorm dat ze nu geen politiek gezichtsverlies wil incasseren met een hoger begrotingstekort, ook al is de schade voor de economie groot.

Tot slot, Teulings heeft gedurende zijn carrière laten zien over een grote lenigheid van geest te beschikken, gezien alle paden die hij heeft bewandeld en functies die hij heeft bekleed. Hij kan als geen ander buiten de gevestigde kaders denken, vaak met geniale ingevingen. Dit maakt hem misschien voor buitenstaanders ongrijpbaar, maar het tekent de ultieme wetenschapper die Teulings altijd is geweest

en is gebleven, ook als CPB-directeur. Velen zullen hem in die functie gaan missen. Maar we komen de kleurrijke Teulings ongetwijfeld weer tegen op andere plaatsen in het Nederlandse economische debat.

Auteur

Bas Jacobs is hoogleraar Economie en overheidsfinanciën. Adres: Erasmus School of Economics, kamer H9-33, Erasmus Universiteit Rotterdam, Postbus 1738, 3000 DR, Rotterdam. Tel: 010 - 408 1441. E-mail: bjacobs@ese.eur.nl.

WWW: www.people.few.eur.nl/bjacobs.

Literatuur

- CEP, 2009, 2010, 2011, 2012, 2013, *Centraal Economisch Plan 2009 t/m 2013*, Den Haag: CPB.
- CPB, 2012, *Keuzes in Kaart 2013-2017*, Den Haag: CPB.
- Ewijk, C. van, en C. Teulings, 2009, *De Grote Recessie*, Amsterdam: Balans.
- Financial Times, 2013, Dutch Consensus for Austerity Starts to Crack, 31 maart.
- Krugman, P., 2013, Very Ernstig People, *New York Times Blog*, <http://krugman.blogs.nytimes.com/2013/04/01/very-ernstig-people/>
- MEV, 2009, 2010, 2011, 2012, *Macro Economische Verkenning 2010 t/m 2013*, Den Haag: CPB.
- Pisani-Ferry, J. en C. Teulings, 2012, Eurozone Countries Must not be Forced to Meet Deficit Targets, *Financial Times*, 27 februari.
- Rutte, M. en J-K de Jager, 2011, Expulsion from the Eurozone has to be the Final Penalty, *Financial Times*, 7 september.
- Studiegroep Begrotingsruimte, 2012, *Gezonde Overheidsfinanciën als Basis voor Stabiliteit en Vertrouwen*, 14^e Rapport, Den Haag: ministerie van Financiën.
- Teulings, C., M. Bijlsma, G. Gelauff, A. Lejour en M. Roscam Abbing, 2011, *Europa in Crisis*, Amsterdam: Balans.
- Teulings, C., 2012, Fiscal Consolidation and Reforms: Substitutes, not Complements, www.voxeu.org, 13 september.