



Rabobank

Zonder de euro is de gulden geen daalder waard

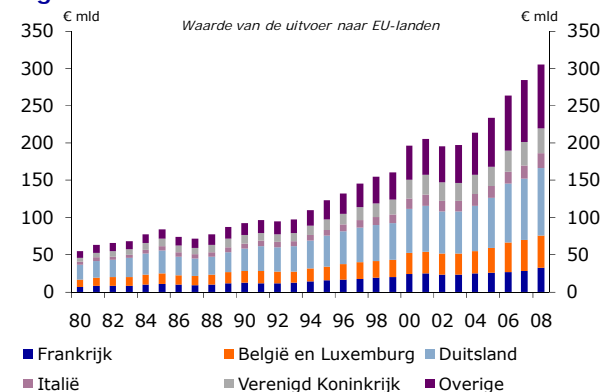
De financiële problemen in de eurozone hebben ertoe geleid dat speculaties over het einde van de euro niet langer taboe zijn. De eenheidsmunt wordt sinds de acute crisis in Griekenland danig op de proef gesteld. Met het akkoord dat de leiders van de eurozone vorige week sloten, krijgt de muntunie voorlopig weer wat adem.¹ Maar er zijn nog steeds mensen die geloven dat de euro geen lang leven is beschoren. Sommigen geloven zelfs dat we in Nederland beter af zouden zijn zonder. In dit Themabericht leggen we uit waarom dat niet zo is.

De euro levert wat op

Al sinds de oprichting van de Europese Economische Gemeenschap (de voorloper van de Europese Unie, de EU) in 1958 profiteert Nederland, als een van de grondleggers, van de steeds hechtere samenwerking tussen Europese landen. Vooral sinds de verwezelijking van de interne markt in 1993 is de handel met andere EU-landen fors toegenomen (figuur 1). De kroon op het werk is de invoering van de euro in 1999. Het CPB heeft berekend dat de interne markt voor 18% bijdraagt aan de Nederlandse goederenexport en voor 12% aan de Nederlandse goederenimport (Straathof et al., 2008). Niet alleen de import- en exportsector profiteert van deze groei. De internationale handel is een belangrijke motor van economische groei. Daarvan profiteren ook nationaal opererende bedrijven. Volgens de schattingen van het CPB heeft het handelsverhogende effect van de interne markt het BBP in Nederland in de periode tot 2005 met ongeveer 6% doen toenemen. En dat is nog slechts een deel van de verwachte inkomensstijging. Die kan volgens het CPB nog oplopen tot 17% in de komende decennia. In

2005 was het BBP dus structureel 6% hoger dan het geweest zou zijn zonder de interne markt: een profijt van € 1782 per persoon. De netto EU-afrachten bedroegen in 2005 zo'n € 375 per inwoner. Het jaarlijkse netto profijt van deelname aan de interne markt bedroeg in 2005 dus € 1407. In 2010 kostte de netto EU-afracht elke Nederlander zo'n € 328. Zelfs zonder de verwachte inkomensstijging was het netto profijt in 2010 dus € 1681 per persoon.

Figuur 1: Handel met EU-landen



Bron: CBS

Met de invoering van de euro werd de handel een stuk eenvoudiger, in de eerste plaats doordat het wisselkoersrisico verdween. Vóór de komst van de euro vormden wisselkoersfluctuaties een belangrijk risico voor bedrijven. Weliswaar waren de munteenheden van de toekomstige eurolanden in de jaren voorafgaand aan de introductie van de euro al gekoppeld aan een spilkoers (in het Europees Monetair Stelsel), wisselkoersrisico's waren allerm minst de wereld uit (box 1).

Door schommelingen in wisselkoersen konden vorderingen en schulden van bedrijven onverwacht hoger of lager uitvallen. Hoewel bedrijven dit risico door banken konden laten afdekken met valutatermijntransacties of valutaopties, zijn daar uiteraard kosten aan verbonden.

¹ Zie het Themabericht 2011/16 'EMU weer een stukje sterker'.

Een tweede voordeel van de euro is dat prijzen transparanter werden. De gemeenschappelijke munt maakte het eenvoudiger om de prijzen van leveranciers in verschillende euro-landen met elkaar te vergelijken en het werd een stuk lastiger voor bedrijven om prijsdifferentiatie en -discriminatie toe te passen. Ook voor de consument is die transparantie een groot voordeel.

Box 1: Wisselkoersrisico vóór de euro

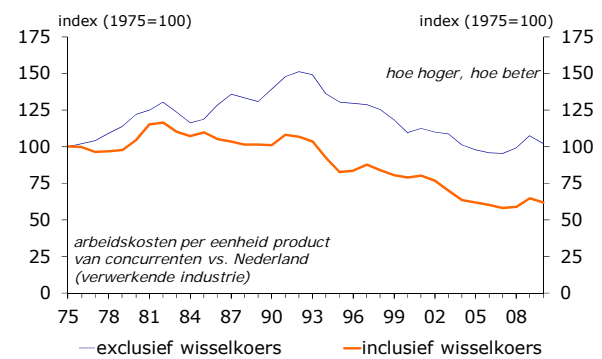
Als antwoord op de onrust op de valutamarkten als gevolg van het uiteenvallen van het systeem van Bretton Woods begin jaren zeventig en de oliecrisis van 1973 werd in 1979 het Europees Monetair Stelsel (EMS) opgericht ter voorbereiding op de introductie van de eenheidsmunt. Het had tot doel de wisselkoersen tussen de deelnemende landen te stabiliseren en de inflatie te beperken. De munten van de deelnemende landen mochten nog maar met 2,25% naar boven of naar beneden afwijken van de zogeheten spilkoers met andere valuta (alleen voor de Italiaanse lire gold een hogere marge van 6%). Wel waren er in de beginjaren van het EMS veel officiële spilkoersaanpassingen, waardoor de wisselkoersen behoorlijk konden fluctueren.

Het EMS raakte in problemen toen eind 1992 grote onrust uitbrak op de Europese valutamarkten als gevolg van de problemen met de ratificatie van het Verdrag van Maastricht in Denemarken en Frankrijk. Het (overigens zonder vooroverleg eenzijdig toegetreden) Britse pond en de Italiaanse lire verlieten noodgedwongen het wisselkoersmechanisme en de munten van Spanje, Portugal en Ierland werden gedevalueerd ten opzichte van de andere munten in het EMS. De fluctuatiemarges werden daarop verhoogd tot 15% (alleen voor de gulden en de Duitse mark gold nog de marge van maximaal 2,25%). In 1996 trad Italië weer toe tot het EMS, als voorwaarde voor deelname aan de euro. Alle EMS-munten zaten toen weer binnen de oorspronkelijke marge van 2,25%.

Ondanks het EMS hadden Nederlandse bedrij-

ven dus nog altijd te maken met forse wisselkoersrisico's. De sterke gulden holde de concurrentiekracht van Nederlandse bedrijven in het buitenland uit. De relatieve arbeidskosten per eenheid product in de Nederlandse maakindustrie ontwikkelden zich tot begin jaren negentig trendmatig positief ten opzichte van onze buitenlandse concurrenten (figuur 2; hoe hoger de lijn, des te sterker onze concurrentiepositie). Een aanzienlijk deel van deze voor ons land gunstige ontwikkeling is echter weer te niet gedaan door de sterke gulden.

Figuur 2: Wisselkoersrisico



Bron: CPB

Een derde voordeel voor bedrijven is dat de transactiekosten binnen de muntunie lager zijn dan voor de introductie van de euro. Bedrijven moesten toen immers kosten maken voor het omwisselen van valuta's van de verschillende Europese landen. Een vrachtwagenchauffeur die een lading in Griekenland ging afleveren, had een groot scala aan verschillende valuta op zak nodig om onderweg alle kosten te kunnen betalen. Met de komst van een gemeenschappelijke munt zijn deze transactiekosten binnen de eurozone verleden tijd.

Ook de administratiekosten zijn lager, omdat de boekhouding en het *treasury management* eenvoudiger werden. Verslaglegging, rapportage en consolidatie geschieden in één munt. Tot slot hebben bedrijven door de komst van de euro betere financieringsmogelijkheden gekregen, doordat het eenvoudiger is om buiten de Nederlandse markt kapitaal aan te trek-

ken. Vooral voor grote, internationaal opererende bedrijven is de internationale kapitaalmarkt een stuk toegankelijker dan voor de introductie van de euro. Kapitaalverschaffers lopen door de gezamenlijke munt binnen de eurozone geen wisselkoersrisico en potentiële investeerders kunnen bedrijven in verschillende eurolanden gemakkelijker met elkaar vergelijken. Het investeringsrisico is dus lager (DNB, 2004).

Meer exporteurs, breder productaanbod

Niet alleen grote, internationaal opererende bedrijven hebben geprofiteerd van de invoering van de euro. Ook het midden- en kleinbedrijf (MKB) heeft daarvan voordelen ondervonden. MKB-bedrijven hebben volgens sommige onderzoeken zelfs een cruciale rol gespeeld bij de toename van de handel binnen de monetaire unie. Uit die onderzoeken blijkt dat de euro niet alleen heeft geleid tot een verdieping van bestaande handelsstromen, maar ook tot een toename van het aantal exporteurs, doordat het ook voor kleine ondernemingen rendabel wordt om naar andere lidstaten te exporteren (Baldwin et al., 2008). Met andere woorden, de drempel voor ondernemingen om te gaan exporteren is met de introductie van de euro verlaagd. Dit wordt ook wel de nieuwe goederen-hypothese genoemd (box 2).

De kern van de nieuwe goederen-hypothese is dat de euro voornamelijk heeft geleid tot nieuwe export, in plaats van tot een vergroting van bestaande handelsstromen. Die nieuwe export kan bestaan uit producten van nieuwe toetreders, maar ook uit een breder exportaanbod bij bestaande exporteurs.

Esteve-Pérez et al. (2008) concluderen op basis van een dataset van Spaanse ondernemingen dat de kans dat een kleine onderneming (≤ 200 werknemers) de EU-markt betreedt significant is toegenomen met de introductie van de euro. Tegelijkertijd is de kans dat een kleine onderneming exporteert naar de niet-EU markt onveranderd gebleven. Voor grote ondernemingen (> 200 werknemers) is de kans

op toetreding tot de EU-markt voor en na de introductie van de euro niet significant toegenomen, wat betekent dat de exportbeslissing vaker losstaat van de invoering van de euro. Dat ondersteunt de conclusie van Baldwin et al. (2008) dat het vooral kleine ondernemingen zijn die door de komst van de euro nieuwe exportmarkten binnen de EU aanboren. Bovendien blijkt uit het onderzoek van Esteve-Pérez et al. dat het aandeel van de export van kleine ondernemingen naar de EU-markt ten opzichte van de niet-EU markt met de introductie van de euro significant is toegenomen.

Box 2: Nederlandse GPS-systemen

Neem het denkbeeldige Nederlandse bedrijf GPS-X, dat zeer geavanceerde GPS-systemen voor hardlopers produceert. Voor de komst van de euro was het voor dit bedrijf enkel rendabel om te exporteren naar Duitsland, vanwege de grote afzetmarkt. Naar Oostenrijk, bijvoorbeeld, exporteerde het niet, vanwege de hoge kosten om daar voet aan de grond te krijgen (denk aan het openen van een Oostenrijkse bankrekening, het afdekken van valutarisico's en het omzetten van de verkopen (in gulden) in het op de gulden gebaseerde boekhoudsysteem). Maar na de introductie van de euro kan het ineens wel rendabel zijn om de Oostenrijkse markt te betreden. Immers, de valutarisico's vallen weg en het boekhoudsysteem wordt toch al omgezet naar euro's.

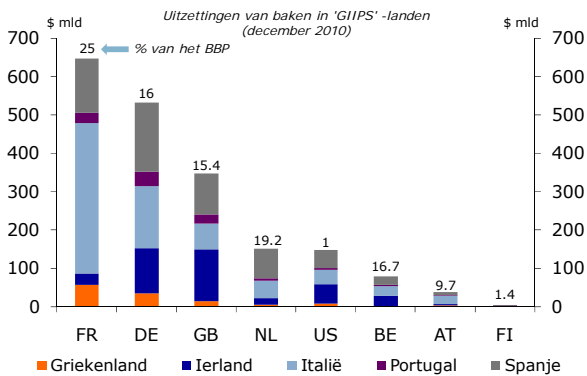
Invoering gulden kostbaar voor bedrijven

Het eventueel uiteenvallen van de euro is een kostbare aangelegenheid voor de eurozone als geheel en Nederland in het bijzonder.² Ook individuele bedrijven zullen in een dergelijk scenario te maken krijgen met kosten die gemoeid zijn met het herinvoeren van de gulden, maar die kosten kunnen veel minder makkelijk worden terugverdiend dan toen de euro werd ingevoerd.

² Het opbreken van het eurogebied zal waarschijnlijk leiden tot aanzienlijke financiële problemen, een grote recessie en een langzaam economisch herstel (zie het Themabericht 2011/19 'Als de euro zou vallen').

Het herinvoeren van de gulden is bovendien bepaald geen sinecure. Er moeten nieuwe bankbiljetten worden gemaakt, administraties en computersystemen moeten worden aangepast, prijzen moeten overal weer in de nieuwe munt worden genoteerd enzovoorts. Dat duurt minstens enkele jaren en kost het bedrijfsleven en uiteindelijk de burgers handen vol geld.

Figuur 3: Uitzettingen van Nederlandse banken in problemlanden



Bron: BIS

Er ontstaat nog een ander, meer praktisch probleem. Er moet besloten worden in welke valuta internationale schulden en vorderingen worden genoteerd. Stel, bij wijze van gedachten-experiment, dat Griekenland de euro zou verlaten. Als een Nederlands bedrijf een vordering heeft op een Grieks bedrijf en de vordering blijft in euro's luiden, dan ziet het Griekse bedrijf in dat geval zijn schuldenlast oplopen, omdat de drachme zeer waarschijnlijk fors in waarde daalt ten opzichte van de euro en de meeste andere munten. Mogelijk kan het Griekse bedrijf deze hogere schuldenlast niet dragen, waardoor het failliet gaat en het Nederlandse bedrijf naar zijn centen kan fluiten. Het noteren van de schulden en vorderingen in de nieuwe valuta biedt dan geen soelaas. Stel daarentegen dat de vordering die een Nederlands bedrijf op een Grieks bedrijf heeft, wordt omgezet in drachme. De terugbetaling in drachme is voor de Nederlandse ondernemer in guldens veel minder waard, waardoor in feite aan een deel van de betalingsverplichting niet wordt voldaan. Dit is vooral een probleem met vorderingen in problemlanden, zoals Grieken-

land, Ierland, Portugal en Spanje. In beide voorbeelden lijdt het Nederlandse bedrijf zo goed als zeker een fors verlies. Nederlandse banken hebben veel geïnvesteerd in genoemde landen (figuur 3). Dat maakt ons land kwetsbaar voor problemen daar.

Tot besluit: geen stank voor dank

De euro heeft Nederland en het Nederlandse bedrijfsleven veel voordelen gebracht. Als kleine, open economie profiteren we sterk van de toegenomen handel die met de interne markt en de introductie van de euro gepaard ging. Wanneer wij de euro nu de rug zouden toekeren, laten we daarmee niet alleen de andere eurolanden stikken, we benadelen onszelf ook. Zonder euro is de voor ons zo belangrijke interne markt uiteindelijk ten dode opgeschreven. Bovendien zijn we dan alle voordelen van de gemeenschappelijke munt kwijt. De huidige onrust en speculatieve aanvallen vanuit de financiële markten zijn geen reden om afscheid te nemen van de euro. Het is juist een kans voor de gemeenschappelijke munt om haar nut te bewijzen.

juli 2011

Ruth van de Belt, Theo Smid en Anke Struijs
Contact: Anke Struijs (030 - 21 31408)
A.C.A.Struijs@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/kennisbank

Geraadpleegde bronnen

Baldwin, R., V. DiNino, L. Fontagné, R.A. De Santis en D. Taglioni (2008). Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment. Economic Papers 32, mei 2008.

De Nederlandsche Bank (2004). De baten van de euro bij Nederlandse bedrijven: een impressie. DNB Kwartaalbericht juni 2004.

Esteve-Pérez, S., S. Gil-Pareja, R. Llorca-Vivero, J.A. Martínez-Serrano (2008). Euro, Firm Size and Export Behavior. Working Paper, 20 februari 2008.

Nitsch, V. en M. Pisu (2008). The euro and trade: New evidence. VOX.org, 15 juli 2008.

Straathof, B.A., A. Lejour, G.J. Linders en J. Möhlmann (2008). The Internal Market and the Dutch Economy Implications for trade and economic growth. CPB Document, 168.