

**Rabobank**

Als de euro zou vallen

De recente ervaring van de Griekse schulden-crisis wakkerde ook twijfels over het voortbestaan van de euro weer aan. Hoewel wij een uiteenvallen van het eurogebied erg onwaarschijnlijk vinden, geven we in dit Themabericht een overzicht van de mogelijke gevolgen.

Zorgen om voortbestaan EMU

Twijfels over het voortbestaan van de euro nemen verschillende vormen aan. Geopperde scenario's variëren van alleen Griekse of juist Duitse uittreding via een tweedeling in een noordelijk en zuidelijk blok tot een volledige terugkeer naar de voormalige individuele valuta. De directe financiële en economische schade van alleen een Griekse uittreding is door de beperkte omvang van haar economie (2½ van het eurozone BBP) groot, maar niet onoverkomelijk. Maar het vertrouwen in het voortbestaan van de muntunie wordt erdoor geschaad, waardoor de speculatie dat andere landen volgen kan leiden tot een financiële crisis die eigenstandig de kans dat dit ook echt gebeurt vergroot. In dat geval bestaat alsnog de kans dat de eurozone geheel of in twee delen uit elkaar valt. In dit Themabericht gaan wij in op de gevolgen van een volledig uiteenvallen van de eurozone. De gevolgen van een noord-zuid tweedeling zijn grotendeels hetzelfde.

Korte termijn chaos

Hoewel het technisch natuurlijk mogelijk is om de oude valuta weer te introduceren, zal het operationeel een zware en dure taak zijn. Daarnaast is het moeilijk om het op een ordelijke manier te doen. Het ligt voor de hand dat de valuta van de Zuid-Europese lidstaten fors in waarde zullen dalen ten opzichte van de valuta van de Noordelijke lidstaten. Als beleggers en spaarders er dus lucht van krijgen dat de euro vervangen kan worden door een nieuwe, zeer zwakke, munt zullen zij massaal hun spaartegoeden bij Noord-Europese banken

willen stallen. Na het uiteenvallen hebben zij dan immers spaartegoeden in een munt die relatief veel waard is. Door de bankrun die ontstaat, kan een mogelijk naderend einde van de euro dus al op voorhand een financiële crisis veroorzaken, tenzij men alle (grensoverschrijdende) financiële stromen van de één op de andere dag weet te bevroren. Zelfs als dat lukt, leidt dit op zich al tot enorme problemen in het Zuid-Europese financiële systeem en de handel, omdat noodzakelijke (internationale) betalingen niet gedaan kunnen worden.

Financiële chaos

Ook bij een relatief ordelijke terugkeer naar de nationale valuta zullen grote juridische en financiële problemen ontstaan. Er moet besloten worden in welke valuta de schulden en vorderingen genoteerd worden. Voor alle schulden en vorderingen die binnenlandse partijen op elkaar hebben is dat niet zo moeilijk. De hypotheek die u bij een Nederlandse bank heeft wordt omgezet van euro naar gulden, net als uw Nederlandse spaartegoeden. Lastiger wordt het om afspraken te maken over internationale schulden en vorderingen. Als deze in euro¹ blijven luiden, krijgen landen die hun nieuwe munt in waarde zien dalen te maken met een oplopende schuldenlast. Om de schuld in euro's terug te betalen heeft men immers veel meer eigen valuta nodig. Maar lonen en andere inkomsten zullen grotendeels in de nieuwe nationale valuta uitbetaald worden. Tegenover het nadeel van een hogere schuldenlast staat het voordeel dat tegelijkertijd financiële vorderingen op het buitenland ook meer waard worden. De vordering luidt in euro's, waarmee ineens veel meer van de eigen, in waarde gedaalde, valuta gekocht kan wor-

¹ De euro zal niet meer in de huidige vorm bestaan maar kan als rekeneenheid blijven fungeren, zoals de European Currency Unit (ECU) dat als voorloper van de euro deed.

den. Maar huishoudens, bedrijven en financiële instellingen die schulden en vorderingen hebben zullen grotendeels niet dezelfde zijn. Het verlies van de één wordt dus niet automatisch goedge maakt met de winst van de ander. Bovendien weten we dat de Zuid-Europese landen als geheel aanzienlijk meer financiële verplichtingen aan dan vorderingen op het buitenland hebben. Dus zullen de negatieve effecten van de duurdere buitenlandse schuld groter zijn dan de positieve effecten van de in waarde stijgende vorderingen op het buitenland. Door de sterke stijging van de schuldenlast zal een deel van de schuld aan het buitenland niet afbetaald kunnen worden². Een alternatief zou zijn om net als de binnenlandse schulden en vorderingen ook die ten opzichte van het buitenland in de nieuwe valuta te noteren. De euroschuld van een Grieks bedrijf aan een Nederlandse bank wordt dan omgezet in drachme. Omdat de drachme echter fors in waarde zal dalen ten opzichte van de gulden is de terugbetaling in drachme voor de Nederlandse bank in guldens veel minder waard, waardoor in feite een deel van de betalingsverplichting niet wordt voldaan. Dus wat er ook wordt besloten, een belangrijk deel van de grensoverschrijdende schulden van de Zuid-Europese landen zal niet kunnen worden terugbetaald, waardoor financiële instellingen in de noordelijke lidstaten forse verliezen zullen leiden. Die verliezen strekken zich verder uit dan alleen maar wanbetaling door overheden, en zullen ook de kredieten aan de Zuid-Europese banken, bedrijven en huishoudens betreffen. De kans bestaat dus dat banken weer financiële steun nodig zullen hebben, met een verhoging van de staatsschulden tot gevolg. Bovendien geldt voor de Nederlandse pensioenfondsen dat er mogelijk weer maatregelen genomen moeten worden om gedaalde dekkingsgraden weer op orde te

brenge. Te denken valt aan het verlagen of niet voor de inflatie compenseren van de uitkeringen of het verhogen van de premies. Al met al is het zeer onzeker wie precies de financiële verliezen gaat lijden en hoe groot ze worden. Maar dat er zeer grote verliezen ontstaan is zeker.

Terug naar recessie

Een plotseling opbreken van het eurogebied leidt tot veel onzekerheid over de hier boven beschreven financiële verliezen. Bovendien is het voor bedrijven onzeker in welke mate ze nog naar welk land kunnen exporteren. Forse aanpassingen van de wisselkoersen zetten immers de concurrentieverhoudingen op zijn kop. Huishoudens zullen onzeker zijn over hun spaargeld en pensioen. Het wegvallen van vertrouwen zal net als in de nasleep van het faillissement van de Amerikaans zakenbank Lehman Brothers in september 2008 voor een forse daling van de bestedingen van huishoudens en bedrijven zorgen. Een nieuwe recessie is het gevolg. Vorig jaar maakten de economen van ING³ een inschatting van de economische gevolgen op de korte termijn van een opbreken van de euro. Zij schetsen een diepere en langere recessie dan die we net achter de rug hebben, met twee jaar forse krimp van het bruto binnenlands product in alle landen van het eurogebied. Bijgevolg lopen ook de werkloosheid en het aantal faillissementen fors op, en zullen de begrotingstekorten van de overheden opnieuw toenemen.

Lange termijn gevolgen

Als het stof van de hier boven beschreven financiële en economische chaos neergedaald is, kunnen huishoudens, bedrijven, financiële instellingen en de overheid wennen aan de nieuwe werkelijkheid. Uiteindelijk past de binnenlandse en buitenlandse vraag naar goederen en diensten zich aan, en zal het niveau van het BBP weer bepaald worden door de hoeveelheid mensen en kapitaalgoederen die

² Voor nadere analyse zie Boonstra, W.W. (2010), Breaking up de eurozone: blessing or disaster. Rabobank Working paper series 2010/01.

³ ING (2010), EMU Break-up; quantifying the unthinkable.

beschikbaar zijn, het opleidingsniveau en de stand van de technologie. De economische groei zal terugkeren en de werkloosheid zal op den duur weer dalen.

Langzaam herstel

Uit het verleden weten we echter dat het economische herstel na financiële crises zeer lang kan duren, en dat het BBP op een permanent lager groeipad dan voor de crisis kan blijven hangen. Ook het huidige herstel van de afgelopen recessie laat een dergelijk gematigd herstel zien. Na de nieuwe, mogelijk nog diepere, recessie is dit een erg onaantrekkelijk vooruitzicht. Omdat het BBP jarenlang lager zou kunnen blijven dan anders het geval was geweest, zullen de economische kosten van het opbreken van het eurogebied na de recessie dus nog verder oplopen.

Economische voordelen teruggeven

Los van de financiële crisis, recessie en de mogelijk lange nasleep daarvan leidt het opbreken van het eurogebied waarschijnlijk tot minder internationale handel en minder financiële integratie. Uit onderzoek⁴ is gebleken dat de internationale handel van de lidstaten door de euro zo'n 5% hoger is geworden. Ook is vastgesteld dat het de export door kleinere bedrijven met meer eenvoudige producten heeft gestimuleerd. De handel als geheel en specifiek voor kleinere bedrijven zal dus te lijden hebben onder een terugkeer naar nationale valuta⁵. Een uitgebreide studie naar de effecten van EMU op de economische groei⁶ concludeert dat de muntunie direct en/of indirect een positief effect heeft op het BBP per gewerkt uur. Met het opheffen van EMU worden die voordelen deels weer teniet gedaan. Zelfs als deze studie de positieve effecten overschat, zijn wij niet bekend met studies die een negatief effect van de euro op het poten-

tiële niveau van het BBP aantonen. Tegenover de te verwachten forse recessie staat dus in ieder geval geen hogere economische groei op de lange termijn.

Risico desintegratie Europese Unie

De genoemde studie naar de effecten van de euro op economische groei geeft aan dat de geschatte effecten van EMU veel kleiner zijn dan de gevolgen van het tot stand komen van de interne markt. Als het einde van de euro gepaard gaat met sterk oplopende politieke spanningen, dan kan het gehele proces van economische integratie onder druk komen te staan of, erger nog, op haar schreden terugkeren. In dat geval wordt de langdurige economische schade als het gevolg van het opbreken van het eurogebied zeer groot.

Eigen rente en wisselkoers

Natuurlijk zijn er niet alleen maar nadelen verbonden aan een terugkeer naar de eigen valuta. Landen krijgen weer de beschikking over eigen monetair beleid. Daardoor kunnen individuele economieën ook weer met een eigen rentestand beïnvloed worden en past de beleidsrente weer beter bij de individuele economische omstandigheden. Met de terugkeer naar een eigen munt wordt het bovendien in beginsel ook weer mogelijk om de waarde van de eigen munt ten opzichte van andere valuta te beïnvloeden. Bovendien zullen bij flexibele wisselkoersen persistente inflatieverschillen weer grotendeels automatisch gecompenseerd worden door een depreciatie van de munt, waardoor de kans dat een land structureel prijsconcurrentie verliest afneemt. Een belangrijk argument van voorstanders van het opbreken van het eurogebied is dat het de zuidelijke lidstaten in staat zal stellen om via hogere exportgroei weer economische groei te realiseren. Daarmee kan dan ook gemakkelijker een verlaging van de schuldenlast bewerkstelligd worden. Dit positieve effect zou wellicht kunnen gelden als in goed overleg en op een ordelijke manier één land het eurogebied verlaat. Maar bij een groter opbreken van het

⁴ Baldwin et al (2008), Study of the impact of the euro on trade and FDI. EC Economic Papers 321

⁵ Zie ook Themabericht 2011/18

⁶ Barrell et al (2008), The impact of EMU on growth and employment. EC Economic Papers 318

eurogebied zal de economische schade dermate groot zijn dat het maar de vraag is hoe veel baat de landen van hun goedkope munt zullen hebben. De scherpe daling van de hoeveelheid vraag naar goederen en diensten in belangrijke handelspartners zal in eerste instantie belangrijker zijn dan het feit dat Zuid-Europese goederen en diensten goedkoper zijn geworden. Keerzijde van de goedkopere Zuid-Europese producten voor het buitenland is bovendien dat buitenlandse producten voor Zuid-Europa sterk in prijs stijgen. En zelfs als een goedkopere munt op korte termijn de economische groei bevordert, helpt dit niet om het potentiële BBP te verhogen. De goedkope munt verhoogt de vraag naar goederen en diensten. Maar na een eerste periode van economische groei zal uiteindelijk het potentiële aanbod bepalend zijn de verdere ontwikkeling. Dit potentiële BBP wordt bepaald door het aantal arbeidskrachten, hun opleidingsniveau, de hoeveelheid kapitaalgoederen en vooral door het niveau van technologie en efficiëntie. Een goedkope munt help niet bij het vergroten en het verhogen van dit alles. Zonder de nodige structurele economische hervormingen zullen eventuele positieve effecten van een goedkope munt op de economische groei slechts tijdelijk van aard zijn. Een hoge productiviteitsgroei of een beperkte loongroei zijn bovendien net zo effectief in het voorkomen van prijsconcurrentieverlies als een in waarde dalende munt.

Nooit meer financiële crisis

Naast de vergroting van de internationale handel binnen Europa heeft de euro ook bijgedragen aan toenemende onevenwichtigheden op de handelsbalans van de verschillende lidstaten⁷. Dit is een belangrijke oorzaak van de huidige schuldenproblematiek. Er is sinds de introductie van de euro steeds meer geld binnen en tussen de landen van het eurogebied uitgeleend. Het verstrekte binnenlandse en grensoverschrijdende krediet zorgt op dit

moment voor de financiële problemen van een aantal landen. In principe hadden de grensoverschrijdende leningen echter ook positief uit kunnen werken, als op een goede manier geïnvesteerd was in infrastructuur, scholing en innovatie bijvoorbeeld. En als de overheden in Zuid-Europa serieus werk hadden gemaakt van hervormingen op de arbeidsmarkt en het liberaliseren van nog beschermde delen van de economie waren er ook talloze renderende bedrijfsinvesteringen mogelijk geweest. In dat geval hadden wij ons nu een stuk minder druk gemaakt over de hoge schuldenlast en het lage economische groeipotentieel. Dat de euro grootschalige kredietverlening mogelijk heeft gemaakt betekent niet dat de verkeerde beslissingen van huishoudens, bedrijven en overheden ook door de euro ontstaan zijn. Met het juiste overheidsbeleid kan het ook anders, en heeft de euro in de komende tien jaar mogelijk alsnog de positieve effecten op de economische convergentie van de Zuid-Europese landen waar we in de afgelopen tien jaar op gehoopt hadden.

Conclusie

Het opbreken van het eurogebied zal waarschijnlijk leiden tot aanzienlijke financiële problemen, een grote recessie en vervolgens slechts een langzaam economisch herstel. Tegenover die schade op de korte termijn kunnen wij ons geen grote voordelen op de lange termijn bedenken. Door deze mogelijke gevolgen van het uiteenvallen van het eurogebied achten wij het onwaarschijnlijk dat politici dit zullen laten gebeuren. Afgelopen week hebben de regeringsleiders dan ook weer een aantal stappen gezet om het te voorkomen. Een analyse van de genomen maatregelen vindt u in Themabericht 2011/16. In Themabericht 2011/17 geven wij een aantal suggesties voor vervolgstappen.

juli 2011

Tim Legierse (030 – 2162677)

T.Legierse@rn.rabobank.nl

⁷ Berger, H. en V. Nitsch (2010), The euro's effect on trade imbalances. IMF Working Paper 10/226