



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 18 april 2012

Second opinion van het rapport 'Nederland en de euro' van Lombard Street Research

*Uitgevoerd op verzoek van de
Vaste Kamercommissie Financiën*



CPB Notitie

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070) 3383 380
I www.cpb.nl

Aan: Vaste Kamercommissie Financiën

Datum: 18 April 2012

Betreft: Second opinion rapport Nederland en de euro van Lombard Street Research

Contactpersonen

**Michiel Bijlsma, Arjan Lejour,
Bas Straathof**

1 Inleiding en samenvatting

1.1 Aanleiding

De Vaste Kamercommissie Financiën (VKF) heeft tijdens de regeling van werkzaamheden van 6 maart 2012 het CPB gevraagd om het onderzoek ‘Nederland en de euro’ uitgevoerd door Lombard Street Research (LSR) in opdracht van de PVV te analyseren. Op 21 maart ontving het CPB 49 aanvullende vragen van de VKF. Het CPB heeft het verzoek getoetst aan de Aanwijzingen voor de Planbureaus, die onlangs door de minister-president zijn vastgesteld (Staatscourant, 21 februari 2012).¹ Het CPB voldoet graag aan het verzoek voor zover de vragen kunnen worden beantwoord op basis van de aanwezige deskundigheid en capaciteit.

1.2 Afbakening

Het CPB beperkt zich tot een evaluatie van de hoofdconclusies zoals benoemd in de samenvatting van het LSR-rapport (*Nederland en de Euro*, hierna aangeduid als *samenvatting*) en de onderbouwingen hiervan die gegeven worden in het rapport zelf (*The Netherlands and the Euro: The Full Report*, hierna aangeduid als *volledig rapport*), zoals Het CPB in de brief aan de Tweede Kamer van 22 maart 2012 (kenmerk 1200548) heeft laten weten.² Het CPB heeft geen extra of aanvullend onderzoek verricht.

¹ Het CPB anticipeerde hiermee op de inwerkingtreding van de Aanwijzingen per 1 april 2012.

² De conclusies die in “Nederland en de Euro” worden gepresenteerd, volgen in een aantal gevallen niet of niet rechtstreeks uit de analyse die in “The Netherlands and the Euro: The Full Report” wordt gegeven.

Een alternatieve kosten-batenanalyse van de euro wordt dus niet gegeven. Het gevolg hiervan is dat een deel van de aanvullende vragen die de VKF aan het CPB heeft gesteld, niet beantwoord kan worden. Een belangrijke reden hiervoor is dat een verantwoorde onderbouwing van de kosten-batenanalyse van de euro nauwelijks te geven is. Bovendien zou een dergelijke analyse bijzonder complex en tijdrovend zijn.³ Dit blijkt onder meer uit rapporten die de laatste twee jaren over een mogelijke euro-exit zijn verschenen van onder andere ING, Rabobank, Citigroup en UBS.⁴ In al deze rapporten worden verschillende veronderstellingen gemaakt en worden verschillende inschattingen gegeven van de gevolgen van het opbreken van de euro, maar op de methodologie van deze rapporten is veel af te dingen. De gevolgen van het uiteenvallen van de euro zijn bovendien sterk afhankelijk van de wijze waarop en de omstandigheden waaronder dat gebeurt.

Het CPB concludeert dat het onderzoek 'Nederland en de Euro' van LSR gebreken heeft. Het is op basis van de twee rapporten die LSR heeft gepubliceerd niet mogelijk om haar belangrijkste bevindingen te onderschrijven, namelijk dat de invoering van de euro Nederland geld heeft gekost en dat Nederland geld zou besparen door uit de euro te stappen.

Paragraaf 1.3 vat de twee hoofdconclusies van de *samenvatting* van het LSR-rapport samen en becommentarieert deze. Hoofdstuk 2 gaat in op de kosten en baten van de euro tot aan het ontstaan van de Europese banken- en overheidsschuldencrisis in 2010. Hoofdstuk 3 gaat in op de financiële consequenties van de crisis na 2009, inclusief scenario's voor het uiteenvallen van de eurozone. Dit onderscheid hanteren we mede op basis van de aanvullende vragen vanuit de VKF. De aanvullende vragen van de VKF worden, waar mogelijk, behandeld bij de onderdelen waarop zij betrekking hebben.

1.3 Bevindingen

De *samenvatting* van het LSR-rapport bevat twee hoofdconclusies. De eerste is dat de euro Nederland geld heeft gekost in de periode voorafgaand aan de banken- en schuldencrisis. In de *samenvatting* stelt LSR: *“De euro heeft voordelen, ..., maar deze staan in geen enkele verhouding tot de nadelen. Het groeipercentage van het Nederlandse bbp is vergeleken met de periode vóór invoering van de euro in elkaar gezakt, en bovendien blijft dit percentage flink achter bij de groei van vergelijkbare niet-eurolanden als Zweden en Zwitserland.*

De tweede conclusie is dat Nederland geld bespaart door uit de euro te stappen doordat de mediterrane landen niet meer ondersteund hoeven te worden, zij het niet in het eerste jaar van

³ Daarnaast vereist het kennis van verschillende disciplines. Baldwin (2012) beargumenteert dat een volledige analyse van een euro-exit kennis vereist van macro- en internationale economie, het bankwezen in Europa, contractrecht, Europees recht en Europese besluitvorming.

⁴ Voorbeelden zijn Buiters en Rahbari (2011), ING (2010), Rabobank (2010) en UBS (2010).

uittreding. “Maar de besparingen van ten minste 37 miljard en 38 miljard euro in de twee [jaren] daarop, en 19 miljard euro in de daaropvolgende jaren, wegen op tegen deze kortetermijnkosten.”

De analyse van LSR geeft geen aanleiding tot deze conclusies.⁵ De argumentatie achter beide conclusies stuit op methodologische bezwaren. Het belangrijkste bezwaar tegen de eerste conclusie is dat de verschillen in bbp-groei tussen EMU-landen en EU-landen die geen lid zijn van de EMU, niet zonder meer kunnen worden toegeschreven aan de euro. LSR schrijft alle verschillen in economische groei tussen Nederland en Zweden toe aan de euro. Die verschillen kunnen echter terug te voeren zijn op vele andere niet-euro gerelateerde oorzaken. Dit wordt in Sectie 2 verder toegelicht.

Ten aanzien van de tweede conclusie schat LSR de kosten van de ondersteuning aan andere landen te hoog in en onderschat de kosten van een euro-exit. Zo veronderstelt LSR dat Nederland bij het verlaten van de euro geen steun meer geeft aan EU-lidstaten met financieringsproblemen en dat dit geen economische, juridische en politieke gevolgen voor Nederland heeft. Dat is onjuist.

De *samenvatting* kent een andere structuur en inhoud dan het *volledige rapport*. In de *samenvatting* gaat een van de drie hoofdstukken over de periode tot 2009. De overige twee hoofdstukken gaan over scenario's voor de toekomst. In het *volledige rapport* gaan vier van de vijf hoofdstukken over de periode tot aan de banken- en schuldencrisis en gaat alleen het laatste hoofdstuk over de toekomst van de eurozone. De in de *samenvatting* genoemde kosten van de euro zijn niet terug te vinden in het *volledige rapport*. Beide documenten geven geen duidelijke bron voor het cijfermateriaal en geven geen referenties naar de wetenschappelijke economische literatuur. Omdat het CPB alleen op hoofdlijnen een second opinion heeft uitgevoerd, zijn niet alle cijfers waarop LSR zich baseert gecontroleerd en is niet elke detailredenering nagelopen.

De analyse van het *volledige rapport* is gericht op macro-economische onevenwichtigheden waarbij vaak op kortetermijneffecten wordt ingegaan en minder aandacht wordt besteed aan de lange termijn. De methode is veelal comparatief empirisch, waarbij vergelijkingen tussen landen domineren. Er worden geen econometrische of statistische methoden gebruikt om de effecten van de euro en/of de terugkeer naar de gulden te duiden. Er is geen aandacht voor veranderingen in economische structuur, de rol van instituties (banktoezicht etc.) of de rol van verwachtingen bij financiële markten.

⁵ Bij de uitwerking van de argumentatie van het CPB wordt een groot deel van de vragen van de VKF beantwoord.

2 De kosten en baten van de euro tot 2009

De conclusie van LSR dat Nederland vooral nadelen heeft gehad van de invoering van de euro is gebaseerd op de volgende deelconclusies, zoals die ook in de *samenvatting* geformuleerd zijn.

1. Invoering van de euro zou hebben geleid tot een lagere bbp-groei in Nederland: 1,25% gemiddeld per jaar gedurende de periode 2001-2011 i.p.v. 2,25% zoals in Zweden. Dit zou geleid hebben tot 900 euro minder consumptieve bestedingen per persoon per jaar.
2. Invoering van de euro zou hebben geleid tot lagere consumptiegroei: 0,25% gemiddeld per jaar i.p.v. 1,25% als de consumptiegroei gelijk zou zijn geweest aan de bbp-groei net als in Zweden en Zwitserland. Dit zou hebben geleid tot 1800 euro minder consumptieve bestedingen per persoon per jaar.
3. De euro zou door de lage rente tot 115 mld euro aan investeringsverliezen hebben veroorzaakt, 7000 euro per persoon.
4. De baten van de euro door toegenomen internationale handel zouden 2% bbp zijn, 800 euro per persoon per jaar.
5. De euro is de oorzaak van de huidige schulden- en bankencrisis.

2.1 bbp-groei

LSR beschrijft een aantal economische problemen in Nederland. Daarvoor wordt het jaar 2001 als scheidslijn genomen zodat de stand van de economie voor en na de introductie van de euro vergeleken kan worden. LSR betoogt dat de lagere gemiddelde groei in BBP en consumptie-uitgaven in de tweede periode exclusief het gevolg is van de euro. Deze conclusie is onterecht om twee redenen.

De eerste reden is dat LSR geen argumentatie geeft voor de stelling dat de euro tot lagere economische groei zou hebben geleid. LSR veronderstelt dat loonmatiging in Nederland en Duitsland een gevolg is van de invoering van de euro en dat loonmatiging tot lagere economische groei heeft geleid. LSR heeft geen bewijs aangedragen voor de stelling dat de euro loonmatiging heeft veroorzaakt. Loonmatiging kwam zeker in Nederland ook voorafgaand aan de invoering van de euro voor, al sinds de jaren tachtig van de vorige eeuw. De gulden was toen gekoppeld aan de Duitse mark. In deze periode groeiden zowel het Nederlandse bbp als de Nederlandse consumptie flink. LSR geeft niet aan waarom loonmatiging sinds de invoering van de euro wel tot problemen zou leiden. Overigens blijkt ook uit de gegevens van LSR dat de Nederlandse loonkosten sterker zijn gestegen dan het gemiddelde in het eurogebied (*volledige rapport*, p. 4) en dat in Zweden de loonkosten per eenheid product sterker zijn gedaald dan in Nederland of Duitsland (*volledige rapport*, p. 47).

Ten tweede houdt LSR geen rekening met andere factoren die van invloed zijn geweest op economische groei: de *ICT boom* voorafgaand aan de introductie van de euro, de terroristische aanslagen van 11 september 2001 en daarna, de hypotheekcrisis in de Verenigde Staten en de wereldwijde bankencrisis die daarop volgde. Zelfs tussen West-Europese landen zijn er grote verschillen, bijvoorbeeld op het gebied van woningmarktbeleid, sectorstructuur (met name het aandeel van de financiële sector in de economie), (over-)waardering van vastgoed, blootstelling aan risico's gerelateerd aan Amerikaanse sub-prime hypotheeklen en Mediterrane staatsobligaties. Deze verschillen tussen landen zorgen ervoor dat economieën ook anders reageren op de hierboven genoemde wereldwijde schokken. Het verschil in economische groei tussen twee landen toeschrijven aan één enkele factor leidt daarom tot onvolledige conclusies.

Bij het berekenen van wat volgens LSR de kosten van de euro voor Nederland zouden moeten zijn, worden twee keuzes gemaakt waardoor deze “kosten” extra hoog uitvallen. De eerste keuze is dat LSR bij hun berekeningen 2001 als het jaar van de introductie van de euro neemt en niet 1999.⁶ Door het gebruik van dit invoeringsjaar steekt de tweede periode extra ongunstig af ten opzichte van de eerste periode. Het scheelt twee jaar met veel economische groei. Het Centraal Economisch Plan 2012 (p. 52/53) laat zien dat de bbp-groei 1996-2000 erg hoog was mede vanwege consumptiegroei. De keuze van de scheidslijn is zeer bepalend voor de uitkomsten zoals blijkt uit onderstaande tabel. Het gemiddelde jaarlijkse reële bbp-groeiverschil is 1% in plaats van 1,8%.

Tabel 1. Groei reëel bbp in Nederland, 1991-2010

Eerste periode			Tweede periode		
	Cumulatief	Jaarlijks, gemiddeld		Cumulatief	Jaarlijks, gemiddeld
1991-2000	33 %	3,2%	2001-2010	15%	1,4%
1991-1998	23 %	2,9%	1999-2010	25%	1,9%

Bron: Statline CBS

Tweede keuze waardoor de “kosten” van de euro voor Nederland extra hoog uitvallen is dat LSR in de *samenvatting* claimt dat het verschil in economische groei tussen Nederland en Zweden sinds de invoering van de euro geheel toe te schrijven valt aan de euro. In het *volledige rapport* vergelijkt LSR Nederland en Duitsland met Zweden, Zwitserland en Denemarken. Denemarken scoort bij veel macro-economische indicatoren het slechtst, maar dat komt volgens LSR omdat de Deense kroon aan de euro is gekoppeld. LSR laat Denemarken vervolgens goeddeels buiten de analyse. Er wordt geen statistische analyse gepresenteerd waaruit blijkt dat de euro verantwoordelijk is voor

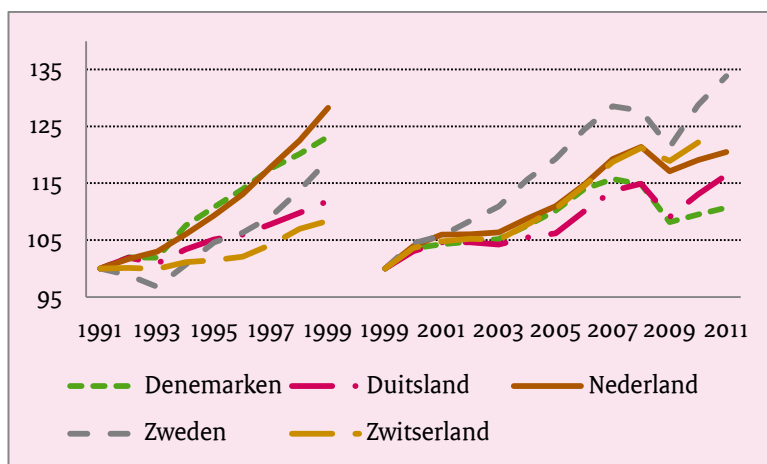
⁶ Op pagina 's 3 en 6 van het *volledige rapport* wordt wel naar 1999 verwezen als het jaar waarin de euro is ingevoerd.

verschillen in economische groei tussen de vijf gekozen landen en er worden geen wetenschappelijke referenties gegeven die dit uitgangspunt ondersteunen.

In de *samenvatting* wordt op basis van het verschil in bbp-groei tussen Nederland en Zweden de conclusie getrokken dat de euro tot 900 euro minder consumptieve bestedingen per persoon per jaar heeft geleid. Deze conclusie is om drie redenen discutabel. Ten eerste maakt LSR niet aannemelijk dat de Zweedse economie sneller gegroeid is dan de Nederlandse economie vanwege de euro. De Nederlandse en Zweedse economie hebben onder andere een verschillende structuur, waarbij het aandeel van de financiële sector in Nederland groter is. Beide economieën zijn daarom op verschillende manieren beïnvloed door wereldwijde schokken zoals de *ICT boom* van het laatste decennium van de vorige eeuw, de terroristische aanslagen van 11 september 2001 en daarna, de hypotheekcrisis in de Verenigde Staten en de bankencrisis die daarop volgde. Ook is Zweden na een periode van lage, en zelfs negatieve, economische groei nu bezig met een inhaalslag.

Ten tweede wordt het Nederlandse bbp niet met het gemiddelde bbp van de referentielanden vergeleken, maar met het best presterende land. De derde reden is dat 2001 als invoeringsjaar van de euro is gehanteerd, en niet 1999. Onderstaande grafiek laat zien dat de Nederlandse groei weliswaar lager is geweest dan de Zweedse, maar vergelijkbaar met de Zwitserse en een stuk hoger dan de Deense groei.

Figuur: Ontwikkeling reëel bbp voor een aantal EU-landen met als basisjaren 1991 en 1999



bron: OESO

2.2 Consumptieve bestedingen

LSR concludeert niet alleen dat de Nederlandse economie langzamer is gegroeid door de euro, maar ook dat de euro er toe geleid heeft dat de groei van consumptieve bestedingen is achtergebleven bij de economische groei. In de *samenvatting* trekt LSR de conclusie dat dit heeft

geleid tot 1800 euro minder consumptieve bestedingen per persoon per jaar in Nederland. Volgens LSR is de relatieve afname van de consumptieve bestedingen zowel direct als indirect het gevolg van loonmatiging. Direct omdat het besteedbaar inkomen van huishoudens minder hard is gegroeid en indirect omdat er vanwege loonmatiging geen prikkel voor productiviteitsgroei zou zijn geweest. Dit laatste argument valt overigens niet te rijmen met de door LSR gerapporteerde gegevens over productie per gewerkt uur (*volledige rapport*, pp. 37, 46): zowel Nederland als Duitsland presteert relatief goed in vergelijking met andere landen als het om productiviteitsgroei gaat.

LSR geeft geen duidelijke redenering waarom de euro tot loonmatiging zou hebben geleid in Nederland. Uit de cijfers van LSR blijkt ook niet dat de loonkosten in Nederland zijn achtergebleven bij die in andere landen. De oorzaak van het verschil in consumptiegroei tussen de jaren voor 2002 en daarna is dat de inkomens en vermogens van Nederlandse huishoudens nauwelijks zijn gestegen in het eerste decennium van deze eeuw). In de periode 1986 tot 2000 was de vermogensgroei van bijna gemiddeld drie procent per jaar de belangrijkste oorzaak van consumptiegroei (CEP 2012, p57). Tussen 2000 en 2005 was de gemiddelde vermogensgroei één procent en daarna vrijwel nihil.

2.3 Rendement op buitenlandse investeringen

Het Nederlandse exportoverschot en daarmee het spaaroverschot (besparingen minus investeringen) is de laatste tien jaar toegenomen: de bedrijfsbesparingen zijn flink omhoog gegaan, maar dit heeft niet tot een substantiële stijging van de investeringen in Nederland geleid (Kieft, 2010). Van de totale buitenlandse investeringen van 710 mld euro is ongeveer 60 mld euro in de Zuid-Europese eurolanden en Ierland geïnvesteerd (standen 2010, bron: DNB). De rendementen op deze buitenlandse investeringen lijken niet altijd even hoog en dat leidt tot de vraag of de hoogte van de Nederlandse besparingen optimaal is. Uit een recent rapport van DNB⁷ blijkt dat dit deels een boekhoudkundige oorzaak kent: buitenlandse activa worden vaak tegen historische waarde gewaardeerd in plaats van tegen marktwaarde. De bewering van LSR dat de euro vanwege een lage rente tot investeringsverliezen van 115 mld euro zou hebben geleid, is dus onvoldoende onderbouwd.

⁷ <http://www.dnb.nl/nieuws/nieuwsoverzicht-en-archief/dnbulletin-2012/dnb270308.jsp>.

2.4 De baten van de euro

In de *samenvatting* worden de baten van de euro geschat op 800 euro per persoon gebaseerd op gegevens tot en met 2004. Dat is iets hoger dan volgens de berekening van het CPB (ten hoogste een weksalaris, wat eerder een bovengrens van 500 euro impliceert).⁸ De CPB-berekening geeft de baten van de euro tot 2008. De studie van Barrell e.a. (2008) waarop de berekening van LSR is gebaseerd (p5 van de *samenvatting*) hanteert een methodologie die de baten analyseert. Op basis van een econometrische analyse wordt geconcludeerd dat de introductie van de euro tot een twee procent hoger bbp heeft geleid voor Nederland, Duitsland, België, Frankrijk en Italië. Daarnaast schat LSR in dat de vermindering van transactiekosten 0,3 procent aan het bbp heeft toegevoegd, gebaseerd op een rapport van de Europese Commissie. Deze baten worden alleen besproken in de *samenvatting*, in het *volledige* rapport wordt daar geen aandacht aan besteed.

2.5 Banken- en schuldencrisis

In het *volledige rapport* wordt aangedragen dat de lage reële kortetermijnrente in landen als Griekenland, Ierland en Spanje het gevolg zou zijn van besparingen in Duitsland en Nederland die sneller groeien dan het bbp.⁹ Deze besparingen zouden noordelijke eurolanden ertoe hebben aangezet om onverantwoord veel geld te lenen aan de zuidelijke eurolanden. Het geleende geld zou vervolgens niet voor productieve investeringen zijn gebruikt, waardoor schulden moeilijk af te betalen blijken te zijn.

In sectie 2.2 is al aangegeven waarom LSR niet goed onderbouwt waarom de euro tot meer besparingen in Nederland en Duitsland zou hebben geleid. Een ander probleem is dat een lage rente door hoge besparingen niet verklaart waarom investeerders de risico's op veel leningen te laag hebben ingeschat. Naar de mening van het CPB ligt het meer voor de hand dat een tekortschietend toezicht op banken hier de achterliggende oorzaak van is. Daarbij was het de grote recessie, die is ontstaan door problemen op de Amerikaanse huizenmarkt, die ervoor zorgde dat overheidsschulden sterk opliepen. De grote recessie is daarmee mede verantwoordelijk voor de Europese banken- en overheidsschuldencrisis. Het is niet duidelijk of de euro de directe oorzaak is van de huidige economische problemen. Dit laat onverlet dat er veel tekortkomingen van de euro zijn. Deze worden ondermeer in het eerste hoofdstuk van het *volledige rapport* ("The Inherent Economic Flaws in EMU") en in Teulings e.a. (2011) besproken.

⁸ Die is, zoals de VKF vraagt, mede gebaseerd op het artikel van Baldwin (2008). Het gaat daarbij om de effecten die zich reeds hebben voorgedaan.

⁹ Kieft (2010) heeft een uitsplitsing van het spaaroverschot gemaakt. Hieruit blijkt dat sinds de eeuwwisseling is het nationale spaaroverschot niet meer het gevolg is van spaardrift van huishoudens, maar van de niet-financiële bedrijven.

3 De kosten en baten van uittreden

Een tweede belangrijk onderdeel van het onderzoek van LSR vormen de kosten en baten van uittreden uit de euro. De argumentatie van LSR die hierop betrekking heeft bestaat uit twee elementen. Een eerste element is een schatting van de minimaal en maximaal te verwachten steunoperaties voor probleemlanden. Het tweede element zijn de macro-economische aanpassingskosten van een herinvoering van de gulden.

3.1 De kosten van steunoperaties aan andere landen

Bij de inschatting van de kosten van steunoperaties neemt LSR aan dat de overheden van Griekenland, Italië, Portugal en Spanje niet aan hun betalingsverplichtingen kunnen voldoen. LSR hanteert hier uitgangspunten die per land verschillen.

- Voor Griekenland is het uitgangspunt een overheidsschuld van 325 miljard euro in 2011 die naar 110.4 miljard in 2016 wordt teruggebracht. Dit gebeurt geheel doordat de steun die EMU-landen geven in een periode van drie jaar wordt afgeschreven. De vermoedelijke aanname is dat dit om herstructurering van overheidsschuld gaat. Een mogelijke bijdrage van het IMF blijft buiten beschouwing.
- Voor Italië gaat LSR uit van een scenario waarin de overheidsschuld toeneemt van 2026 miljard euro in 2011 naar 2358 miljard euro in 2015. In het optimistische scenario van LSR financieren de overige EMU-landen de overheidstekorten van de probleemlanden. De verleende steun is dus gelijk aan het overheidstekort. In het pessimistische scenario moet daarbij al het aflopende Italiaanse schuldpapier geherfinancierd worden door de gezonde EMU-landen. De verleende steun gaat in beide gevallen volledig verloren.
- Voor Spanje gaat LSR uit van een scenario waarin de overheidsschuld afneemt van 1096 miljard in 2011 naar 1068 miljard euro in 2015. In het optimistische scenario financieren de overige EMU-landen het Spaanse overheidstekort. In het pessimistische scenario moet daarbij al het aflopende schuldpapier geherfinancierd worden door de gezonde EMU-landen. De verleende steun gaat in beide gevallen volledig verloren.
- Voor Portugal verwacht LSR een afname van de overheidsschuld van 192,5 miljard euro in 2011 naar 0 in 2015. Alle schuld wordt geherfinancierd door de EMU-landen en afgeschreven in drie jaar.

Deze veronderstellingen gaan ervan uit dat deze vier landen nog in grotere problemen komen dan ze nu zijn en dat steun via de European Financial Stability Facility (EFSF) en/of European Stability Mechanism (ESM) met deelneming van het IMF, structurele hervormingen en bezuinigingen en ingrijpen in monetaire markten door de ECB, ineffectief zal blijken. Een tweede belangrijk uitgangspunt is dat alle verleende steun volledig verloren gaat en dat de totale verliezen voor rekening komen van de EMU-landen die niet in de problemen komen. Het Nederlandse aandeel

daarin is 10 procent. Uiteindelijk zou volgens LSR Nederland over de periode 2012-2015 tussen de 127 miljard en 241 miljard euro¹⁰ kwijt zijn aan financiële steun voor Griekenland, Portugal, Italië en Spanje.

Het bankroet van landen in het verleden laat echter zien dat er altijd een deel van de schuld wordt terugbetaald. Uit historische gegevens blijkt dat het percentage van de schuld dat bij een herstructurering uiteindelijk niet wordt terugbetaald, varieert tussen de 13% en 73%, waarbij voor de meeste herstructureringen de afwaardering van schuldpapier rond de 25 tot 35 procent ligt.¹¹ Dat betekent dat gemiddeld genomen 65-75 procent wel wordt terugbetaald.

Ook het optimistische scenario gaat ervan uit dat landen hun verplichting richting de steunverleners niet terugbetalen. Het meest optimistische scenario van LSR gaat er dus vanuit dat Italië en Spanje hun schulden moeten herstructureren. Het is niet onmogelijk dat er nog landen in de problemen komen en een deel van de overheidsschuld moeten afschrijven, maar het CPB gaat ervan uit dat in een gemiddeld scenario Spanje en Italië hun schulden zelf volledig kunnen afbetalen. Er zijn in dat scenario ook andere mogelijkheden om de schuldenlast te verlichten, zoals heronderhandeling met private schuldenverleners over schuld zoals dat ook met Griekenland heeft plaatsgevonden. Dit verlaagt de lasten voor overheden. Het is daarnaast ook mogelijk dat de steunmaatregelen die reeds genomen zijn, de hervormingen en bezuinigingen die landen als Spanje en Italië doorvoeren, alsmede de mogelijke toekomstige liquiditeitssteun door de ECB voldoende zijn om te voorkomen dat deze landen een beroep moeten doen op steun van andere landen.

3.2 De kosten en baten van uittreding

Volgens de *samenvatting* zal herinvoering van de gulden leiden tot een onmiddellijke besparing van tientallen miljarden euro's die anders aan steunoperaties zouden worden uitgegeven. Naast deze baten van herinvoering van de gulden, geeft LSR in het *volledige rapport* ook aan dat er kosten zijn verbonden aan uittreding. LSR neemt hierbij als uitgangspunt dat de gevolgen van uittreding uit een muntunie gelijk zijn aan die van het loslaten van een vaste wisselkoers. Het effect van uittreding door Nederland en Duitsland op de financiële stabiliteit van de EU wordt buiten beschouwing gelaten.

De baten die LSR toeschrijft aan het verlaten van de euro, zijn sterk overdreven. Indien Nederland de eurozone zou verlaten, dan zou Nederland volgens LSR veel minder kwijt zijn aan steun voor

¹⁰ De niet-verdisconteerde som van maximale en minimale steun in tabel op p 33 van het volledige LSR rapport.

¹¹ Zie Sturzenegger en Zettelmeyer (2008) . De verliezen van investeerders worden berekend als het verschil in de netto contante waarde van het originele en het geherstructureerde instrument, waarbij de yield van het geherstructureerde instrument meteen na de herstructurering als verdisconteringsrente wordt gebruikt.

deze landen, namelijk 9 miljard euro. Reeds aangegane verplichtingen, ook in de vorm van het ESM of het EFSF, worden dan niet nagekomen. Dit volgt uit de tabel op pagina 4 van de *samenvatting*. Het is onduidelijk op welke veronderstellingen dit bedrag is gebaseerd. Het lijkt niet aannemelijk dat Nederland al de vorderingen die via het ESM en EFSF zijn aangegaan, volledig zal moeten afschrijven. Daarnaast kan het niet nakomen van deze verplichtingen tot juridische procedures leiden. Het CPB kan niet beoordelen wat de juridische en politieke consequenties hiervan zijn.

Het is niet waarschijnlijk dat het afzien van steun aan andere EU-landen Nederland voor economische kosten behoedt. Nederlandse financiële instellingen hebben aanzienlijke investeringen in bijvoorbeeld Spanje en Italië uitstaan. In 2009 was het totaal aan Directe Buitenlandse Investerings (DBI) vanuit Nederland in Spanje bijvoorbeeld 100 miljard, oftewel 21,5% van de totale DBI in Spanje.¹² In sommige situaties is steun verlenen aan een land als Spanje in het belang van de Nederlandse investeringen. Groot-Brittannië heeft bijvoorbeeld bijgedragen aan de bilaterale leningen aan Ierland. Door economische verwevenheid van Europese landen werkt financiële onzekerheid in delen van de EU remmend op de economische groei in de rest van de EU.

Een tweede element in de analyse van LSR betreft de macro-economische kosten die gepaard gaan met uittreding uit de euro. Volgens LSR leidt herinvoering van de gulden tot een appreciatie van *maximaal* tien procent. Dit vormt ook de kern van het derde en vierde scenario dat LSR in hoofdstuk E bespreekt. In dat scenario verlaten Nederland en Duitsland, respectievelijk Nederland alleen, de eurozone. LSR stelt dat consumenten zullen profiteren, terwijl bedrijven tegenwind zullen ervaren. Daarnaast komen nog twee scenario's aan de orde. In beide gevallen zegt LSR niets over de kosten daarvan voor Nederland.

De motivatie die LSR voor een beperkte appreciatie van maximaal tien procent geeft, is gebaseerd op de volgende argumenten:

1. Een stijging van de gulden zorgt voor hogere consumptieve bestedingen omdat de invoer van goederen goedkoper wordt.
2. Een stijging van de gulden schaadt de Nederlandse uitvoer niet, maar gaat alleen ten koste van winstmarges.
3. De productiviteit van Nederlandse bedrijven stijgt.
4. Als Nederland samen met Duitsland de euro verlaat, zijn de risico's kleiner.
5. Zweden en Zwitserland presteren goed, ook al maken deze landen geen deel uit van de eurogroep.

¹² Zie <http://www.bde.es/webbde/Secciones/Publicaciones/PublicacionesAnuales/chapter3.pdf>

Een appreciatie van de gulden verlaagt de prijs van ingevoerde goederen en verlaagt de prijs die Nederlandse ondernemingen voor hun uitvoer krijgen. De stelling dat de uitvoer niet reageert op wisselkoersaanpassingen en de invoer wel, is hiermee inconsistent. Prijzen op de buitenlandse afzetmarkten nemen waarschijnlijk toe en het exportvolume neemt af. Dat betekent lagere omzetten en winstmarges. Dit zijn alleen kortetermijneffecten. Op de lange termijn passen de lonen zich aan en wordt het effect op Nederlandse welvaart bepaald door eventuele productiviteitsgroei die het gevolg is van herinvoering van de gulden. Het is niet evident dat de productiviteit toeneemt. LSR gaat ervan uit dat grootschalige interventie door DNB een positief effect heeft op de groei, export en banen, maar dit wordt niet onderbouwd. Ook de mogelijke kosten van een dergelijke interventie, denk bijvoorbeeld aan inflatie, blijven buiten beschouwing.

LSR analyseert tevens het effect van een appreciatie van de euro op de buitenlandse bezittingen van Nederland. LSR neemt aan dat de waardedaling van buitenlandse bezittingen van 75 miljard euro die het gevolg is van de appreciatie van de euro deels wordt teniet gedaan door een stijging van het aandelenvermogen. Onduidelijk blijft waarop dit gebaseerd is.

De mogelijke macro-economische effecten van beleid en de onzekerheid op de financiële markten die met omzetten van contracten in een andere munt gepaard gaat, blijven in de analyse van LSR buiten beschouwing. Als Nederland samen met Duitsland vertrekt, betekent dat het einde van het eurogebied.¹³ Duitsland is het land dat de geloofwaardigheid van het monetaire beleid schraagt. De markten verwachten een koersdaling voor de euro of wat daarvan over is en een koersstijging voor de nieuwe Duitse munt. Het gevolg is een massale kapitaalvlucht van de zuidelijke landen naar Duitsland. Economen noemen dat een *flight to quality*, een vlucht naar kwaliteit.¹⁴ De koersfluctuaties die hiermee gepaard gaan, stellen markten in staat om actief te zoeken naar mogelijkheden om winst te maken. Als financiële partijen met dit soort transacties posities kunnen innemen voordat afsplitsing een feit is, valt in korte tijd heel veel geld te verdienen. Alle financiële instellingen, burgers en bedrijven met bezittingen die onder het recht vallen van een van de overblijvende eurolanden, betalen daarvoor de prijs. Voor Duitse, maar ook voor Nederlandse banken is dit een schadepost. Zij hebben veel geld uitgeleend aan landen als Italië en Spanje.

¹³ Deze situatie wordt in Teulings e. a. (2011) beschreven.

¹⁴ Eichengreen (2007) beschrijft deze situatie in meer detail.

LSR lijkt er (impliciet) van uit te gaan dat als Nederland uittreedt, het wel in de EU blijft. Teulings e. a. (2011), Buiten en Rahbari (2011) en anderen beargumenteren dat het verlaten van de euro niet zo eenvoudig is.¹⁵ Het is onduidelijk in hoeverre dit mogelijk is onder de huidige Europese wetgeving. De heersende opvatting is dat uittreding uit de euro gepaard zal gaan met uittreding uit de EU. Het is dan de vraag in hoeverre de voordelen van het EU-lidmaatschap in de vorm van lagere handelsbarrières behouden blijft. Daar is in Europa misschien wel een politieke oplossing voor te vinden, maar kost waarschijnlijk tijd en brengt ook onzekerheid met zich mee wat een neerslag kan hebben op de economische groei. LSR laat dit punt onbesproken.

Literatuur

Allen & Overy Global Law Intelligence Unit, 2011, 'The euro and currency unions', oktober 2011.

Phoebus Athanassiou, 2009, '[Withdrawal and expulsion from the EU and EMU: some reflections](#)', ECB Legal Working Paper Series No 10/ december 2009.

Richard Baldwin, Virginia DiNino, Lionel Fontagné, Roberto A. De Santis en Daria Taglioni, 2008, '[Study on the Impact of the Euro on Trade and Foreign Direct Investment](#)', European Economy Economic Papers 321, mei 2008.

Ray Barrell, Sylvia Gottschalk, Dawn Holland, Ehsan Khoman, Iana Liadze en Olga Pomerantz, 2008, '[The impact of EMU on growth and employment](#)', European Economy Economic Papers 318, april 2008.

Willem Buiten en Ebrahim Rahbari, 2011, '[The future of the euro area: fiscal union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'](#)', Global Economics View 9 september 2011, CPB, 2012, *Centraal Economisch Plan 2012*.

Barry Eichengreen, 2007, '[The Breakup of the Euro Area](#)', NBER Working Paper 13393.

Kieft, J., 2010, Nederlandse bedrijven bouwen aan financieel vermogen, *Economisch Statistische Berichten* nr 4584, 30 april 2010.

ING, 2010, EMU Break-up, '[Quantifying the Unthinkable](#)', Global Economics 7 juli 2010.

¹⁵ Voor juridische beschouwingen over een euro-exit zie ondermeer Allen & Overy Global Law Intelligence Unit (2010) en Athanassiou (2009).

Teulings e.a., 2011, *Europa in Crisis*: het Centraal Planbureau over schulden en de toekomst van de eurozone, uitgeverij balans.

Lombard Street Research (LSR), 2012, [The Netherlands & The Euro: The Full Report](#), 5 maart 2012.

Lombard Street Research (LSR), 2012, [Nederland en de Euro: vertaling rapport LSR \(korte versie\)](#), 5 maart 2012.

Rabobank, 2010, '[Breaking up the eurozone: Blessing or disaster?](#)', Rabobank, working paper series, 2010/01/oktober 2010.

Federico Sturzenegger, Jeromin Zettelmeyer, Haircuts: Estimating investor losses in sovereign debt restructurings, 1998–2005, *Journal of International Money and Finance*, Volume 27, Issue 5, september 2008, Pages 780-805.

UBS, 2010, '[How to break up a monetary union](#)', Global Economic Perspectives 24 februari 2010.



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

April 2012