

Ministerie van Financiën

> Retouradres Postbus 20201 2500 EE Den Haag

De Voorzitter van de Tweede Kamer der Staten-Generaal
Postbus 20018
2500 EA 'S-GRAVENHAGE

**Directie Buitenlandse
Financiële Betrekkingen**

Korte Voorhout 7
2511 CW Den Haag
Postbus 20201
2500 EE Den Haag
www.minfin.nl

Ons kenmerk
BFB2011-2828M

Datum 6 december 2011

Betreft: Onderzoeken naar gevolgen uiteenvallen eurozone

Geachte voorzitter,

In het algemeen overleg van 16 november jl. over de Europese schuldencrisis heb ik naar aanleiding van vragen van de woordvoerders van de PvdA, CDA, VVD en de SGP toegezegd een bundeling van onderzoeken naar de economische gevolgen van het uiteenvallen van de euro, met leeswijzer en samenvatting, naar de Kamer te sturen. Onderstaand treft u dit overzicht aan, voorzien van de vindplaats van de studie, een korte samenvatting en appreciatie.

De uiteenlopende uitkomsten van de onderzoeken tonen aan dat er een grote onzekerheid bestaat over de economische gevolgen van het uiteenvallen van de euro. Gemene deler is dat er hoge directe kosten zijn vanwege wisselkoersfluctuaties en financiële instabiliteit. Op lange termijn komen daar de kosten van het mislopen van de baten van de euro bij. Het is belangrijk vast te stellen dat de behandelde studies niet of nauwelijks ingaan op niet-economische gevolgen van het uiteenvallen van de eurozone, zoals politieke en veiligheidsaspecten.

Hieronder vindt u de lijst van onderzoeken en opiniestukken. Deze lijst is niet uitputtend, maar het overzicht biedt in elk geval een goed beeld van de uiteenlopende meningen over dit onderwerp.

Hoogachtend,

De Minister van Financiën,

mr.drs. J.C. de Jager

1. B. Eichengreen, *The Breakup of the Euro Area*, NBER, oktober 2008, <http://ideas.repec.org/h/nbr/nberch/11654.html>.
2. B. Eichengreen, *Stress Test for the Euro*, IMF Finance and Development, juni 2009, www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2009/06/eichengr.htm.

Datum

Ons kenmerk
BFB2011-2828m

Samenvatting:

In de eerste studie stelt de auteur dat het uitstappen uit een muntunie tegenwoordig veel kostbaarder is dan in de jaren twintig of dertig. Uittredingsbarrières zijn zowel juridisch als praktisch. Niettemin acht de auteur het niet ondenkbaar dat een land zal besluiten om uit de muntunie te stappen, bijvoorbeeld om weer concurrerend te worden. Dit wordt echter onaantrekkelijk als het leidt tot een hogere rente op de staatsschuld en inflatie. Daarnaast zal het herinvoeren van een nationale munt tot niet te onderschatten (maar dragelijke) kosten leiden. Het grootste probleem ligt echter in het risico dat het uittredende land wordt uitgesloten van de Europese interne markt. De gevolgen voor de euro als geheel hangen af van de problemen van de resterende landen. Eurolidstaten met een vergelijkbare problematiek krijgen meer reden om ook uit te stappen. Het resultaat kan ook zijn een meer homogene unie van resterende landen.

In de tweede studie bouwt hij voort op zijn eerdere analyse. De auteur bekijkt euro-exit vanuit het oogpunt van een land dat in financieringsproblemen zit. Een voordeel van euro-exit voor zo'n land is flexibiliteit op de korte termijn. Daar staat echter tegenover dat de financieringskosten op lange termijn toenemen. Het verlaten van de euro zou met zeer hoge kosten gepaard gaan: zodra investeerders lucht krijgen van een terugkeer naar de oude munt, ontstaat een *bank run* en een financiële crisis die zijn weerga niet kent. Een verschil met het opheffen van eerdere muntunies ligt volgens Eichengreen in de openheid voor handels- en kapitaalstromen en de omvang van privaat vermogen dat op het spel staat.

Appreciatie:

Eichengreen concludeert dat het verlaten van de euro ingrijpende gevolgen kan hebben voor landen. Enig positief effect zou zijn dat de resterende muntunie homogener wordt. De hoge barrière voor uittreding maakt het overigens mogelijk om via leningen met strenge conditionaliteit beleidsaanpassingen af te dwingen die nodig zijn om de budgettaire en economische situatie van het ontvangende land weer in orde te brengen. Dit is ook de werkwijze van het EFSF.

3. Organisatie voor Economische Samenwerking en Ontwikkeling, *Economic Outlook*, november 2011, pp. 48/53, www.oecd.org/dataoecd/47/23/49113623.pdf.

Samenvatting:

De OESO heeft in haar recente Economic Outlook voor het eerst een uitspraak gedaan over de mogelijke gevolgen van een euro-exit van één of meerdere landen. Deze analyse is geheel kwalitatief. Volgens de OESO zijn de gevolgen op korte termijn 'vernietigend' en zijn de kosten voor alle eurozonelanden 'enorm'. Voor het land in kwestie zou dit betekenen dat investeerders een hogere risicopremie gaan

Datum

Ons kenmerk
BFB2011-2828m

vragen in de vorm van hogere rente op publieke en private schuld. Huishoudens en bedrijven zouden een sterke prikkel hebben om hun deposito's op te nemen, met als mogelijk gevolg een *bank run* en economische instabiliteit. Bezitters van activa in het land krijgen te maken met een fors wisselkoersverlies. Groot vermogensverlies, faillissementen en verminderd vertrouwen in Europese samenwerking zullen volgens de OESO waarschijnlijk leiden tot een diepe depressie in zowel de uittredende als de overgebleven eurolanden en de wereld als geheel.

Appreciatie:

De OESO schetst een zwart beeld van euro-exit. De OESO neemt in elk geval aan dat een euro-exit gevolgen zal hebben voor Europese samenwerking in algemene zin, wat leidt tot grote verliezen gezien het belang van de Europese interne markt voor onze welvaart. De OESO constateert terecht dat houders van activa in het uittredende land te maken zullen krijgen met een sterke vermogensdaling als gevolg van de depreciatie van de nieuwe munt ten opzichte van de euro. Hoe groot deze depreciatie zal zijn, is moeilijk in te schatten. Wel is dit onvoorspelbare effect van groot belang voor Nederland, gezien onze omvangrijke netto-vermogenspositie in het buitenland.

4. C. Teulings e.a., *Europa in Crisis; Het Centraal Planbureau over Schulden en de Toekomst van de Eurozone*, pp. 80-89, november 2011.

Samenvatting:

In zijn recente studie naar de Europese schuldencrisis constateert het Centraal Planbureau dat de kosten van het uiteenvallen van de euro en het herinvoeren van nationale munten 'enorm' zijn. Het uittreden van een zwak land zal leiden tot een daling van de nieuwe munt ten opzichte van de euro, met daaraan gekoppeld grote onzekerheid over de waarde van activa in dat land. Een kapitaalvlucht kan dan alleen voorkomen worden door het bevriezen van banktegoeden. De kredietverlening komt stil te liggen en een economische crisis is het gevolg. Het verlies van vertrouwen van investeerders kan het nationaal inkomen met tien procent doen dalen. De exit van een enkel klein land (zoals Griekenland) zal beperkte gevolgen hebben voor Nederland. Het risico is echter dat het voorbeeld navolging vindt; investeerders zullen hier in elk geval op speculeren, met hogere rentes tot gevolg met name voor de kwetsbare landen. Het CPB citeert de schokproef overheidsfinanciën, een gezamenlijk onderzoek van het CPB en het ministerie van Financiën, naar de gevolgen van aanhoudende problemen bij eurolanden: 40% daling van aandelenkoersen, 10% daling van huizenprijzen, 15% krimp van wereldhandel, 5% daling van het Nederlandse nationaal inkomen en 2,2 procentpunt toename van de werkloosheid. Het verlaten van de eurozone van één of meer landen zou volgens het CPB dit scenario snel dichterbij brengen.

Appreciatie:

Het CPB richt zich met name op de onzekerheid die voortkomt uit een euro-exit. De uittreding van één land zal automatisch leiden tot uittreding van andere landen. De aanhoudende onzekerheid heeft een economische prijs, zoals is berekend in het geciteerde scenario. Mocht het daadwerkelijk tot een verdergaande opsplitsing

komen, dan is daarmee geen einde gekomen aan de onzekerheid: wat is een contract of vordering, oorspronkelijk in euro's, nog waard? Mogelijk zal dat bij de rechter moeten worden uitgevochten. Daarnaast is er onzekerheid over de nieuwe wisselkoersen en de gezondheid van financiële instellingen.

5. Fidrmuc en Horvath, *Stability of Monetary Unions: Lessons from the Break-Up of Czechoslovakia*, 1998.

Samenvatting:

De auteurs kijken naar de ervaringen in Tsjechoslowakije. In 1993 viel eerst het land uiteen (op 1 januari) en slechts iets meer dan één maand later viel de muntunie uiteen. De schrijvers concluderen dat voor het uiteenvallen Tsjechoslowakije kwalificeerde als een *optimum currency area*, ofwel een gebied waarin een gemeenschappelijke munt tot verbetering van economische efficiëntie leidt. Het uiteenvallen van de muntunie, had volgens de auteurs asymmetrische effecten: de negatieve effecten waren groter in Slowakije dan in Tsjechië. Dat de muntunie uiteenviel had volgens de auteurs voor een groot deel te maken met relatief lage exit-kosten. De handelsstromen waren begin jaren negentig aan grote veranderingen onderhevig (heroriëntatie van oost naar west). De auteurs concluderen dan ook dat de kosten van het uiteenvallen van de Tsjechoslowaakse muntunie niet groot waren.

Appreciatie:

Een interessante case study naar het uiteenvallen van een (kleine) muntunie. Opvallend is dat de kosten van het uiteenvallen van de muntunie niet zijn gekwantificeerd, zelfs in deze relatief overzichtelijke situatie. Het is daarom zeer de vraag in hoeverre de uitkomsten kunnen worden gegeneraliseerd. In elk geval is duidelijk dat de EMU van een heel andere orde van grootte is dan de Tsjechoslowaakse muntunie, dat er meer financiële verwevenheid is en dat er meer privaat vermogen op het spel staat; beide landen kenden ten tijde van de splitsing nog maar kort een vrijemarkteconomie.

6. Volker Nitsch: *Have a Break, Have a ... National Currency: When Do Monetary Unions Fall Apart?*, CESifo Working Paper No.1113, januari 2004.

Samenvatting:

Nitsch onderzoekt voorspellers van een break-up door een empirische studie van 245 landenparen, die tussen 1947 en 1997 in een muntunie zaten of zitten. Zijn bevinding is dat grote verschillen in inflatie of opdrogende handel het uiteenvallen van een muntunie kunnen voorspellen. Ook het uiteenvallen van een politieke unie wordt gevolgd door het uiteenvallen van een muntunie. Overheidsfinanciën of verschillen in BBP blijken evenwel geen verklarend karakter te hebben.

Appreciatie:

Deze studie doet weliswaar geen uitspraak over de kosten van het uiteenvallen van een muntunie, maar trekt wel de relevante conclusie dat divergentie in BBP en overheidsfinanciën – zoals in de eurozone – geen aanleiding geeft voor een

splitsing in nationale munten. Verminderende handel is dat wel, maar die is binnen de eurozone op een constant hoog niveau. Belangrijke conclusie is dat aanhoudend grote verschillen in inflatie riskant zijn in een muntunie; binnen de eurozone is dit ook een belangrijke kwestie, gezien de verschillen in concurrentiekracht.

7. W. Buiter & E. Rahbari, *The future of the euro area: fiscal Union, break-up or blundering towards a 'you break it you own it Europe'*, Citigroup, September 2011, www.willembuiter.com/3scenarios.pdf

Samenvatting:

In het break-upscenario in deze analyse worden twee mogelijkheden geschetst; of een zwak land verlaat de euro, of een sterk land. Exit van een zwak land zou zeer kostbaar zijn (instorten bankensector door *bank run*) en slechts een beperkt voordeel kennen; een meer concurrerende wisselkoers. Zonder structurele hervormingen zou het hier om een kortstondig voordeel gaan: door de hoge (geïmporteerde) inflatie zou de wisselkoersverbetering van tijdelijke aard zijn. Voor een sterk land zou een exit ook veel kosten (kosten invoer nieuwe munt, verliezen door hogere wisselkoers en verliezen op eurogedenomineerd vermogen in landen die wel in de eurozone blijven). Vanwege de grote kosten die dus met een euro-exit gepaard zouden gaan, zowel voor zwakke als sterke landen, wordt een euro-exit als zeer onwaarschijnlijk en onwenselijk gezien. Ook een transfer unie zou volgens de auteurs geen kansrijke optie zijn, omdat deze de oorzaken van de crisis niet zou adresseren (hoge publieke en private schulden) en politiek onhaalbaar is. Met striktere regulering en hervormde instituties zouden onderliggende oorzaken wel kunnen worden geadresseerd.

Appreciatie:

Hoewel een kwantitatieve inschatting van de kosten van een break-up in deze analyse ontbreekt, bevat deze studie wel een interessante theoretische afweging van de opties voor de eurozone. De notie dat een duurzame oplossing van de schuldencrisis niet noodzakelijkerwijs het opbreken van de euro of een fiscale unie betekent, is de juiste. Met striktere naleving van betere regels en de juiste institutionele setting kan de EMU ook weer stabiel worden gemaakt. Met de aanscherping van het SGP en de introductie van de macro-economische onevenwichtighedenprocedure zijn belangrijke stappen gezet op dit gebied.

8. S. Deo, P. Donovan & L. Hatheway, *Euro break-up – the consequences*, UBS, september 2011, <http://bruxelles.blogs.liberation.fr/UBS%20fin%20de%20l'euro.pdf>.
9. S. Deo, P. Donovan & L. Hatheway, *Euro break-up – the consequences: revisited*, UBS, december 2011.

Samenvatting:

UBS kwantificeert in deze studie de kosten van een break-up. Voor een sterk euroland zouden de kosten rond de 6000-8000 euro per persoon in het eerste jaar

Datum

Ons kenmerk
BFB2011-2828m

liggen, oftewel 20-25 procent van het BBP. Voor een zwak land zouden de kosten nog groter zijn: 9500-11500 euro per persoon in het eerste jaar, oftewel 40-50 procent van het BBP. Daarnaast zouden er ook structurele kosten van een break-up zijn, o.a. via handelsstagnatie en hogere risicopremies. Voor zwakke landen zou dit neerkomen op 3000-4000 euro per persoon per jaar, voor sterke landen 3500-4500 euro. Voor beide scenario's wordt ervan uitgegaan dat een vertrek uit de euro ook een vertrek uit de EU betekent. Voor sterke landen zou dit door sterke appreciatie het einde betekenen van hun exportindustrie, voor zwakke landen zouden depreciaties (ingeschat op 60 procent) teniet worden gedaan door hogere importtarieven in de overgebleven landen. Daarbij zouden zwakke landen hun publieke schulden niet meer kunnen betalen en hun bankensector zien instorten. In een update op 5 december jl. voegt UBS hieraan toe dat een exit het concurrentieprobleem van zwakke landen niet oplost en alleen maar nieuwe problemen creëert. Genoemd worden onder andere: hyperinflatie, faillissementen van bedrijven en zelfs de mogelijkheid van een autoritair regime.

Appreciatie

De aanname van deze studie, ingegeven door de verdragstekst, dat een vertrek uit de eurozone ook een vertrek uit de EU betekent, zorgt ervoor dat de kosten van een exit hoog worden ingeschat. De kansverdeling die UBS in de update maakt voor het optreden van verschillende ernstige gevolgen van een break-up is, zoals de bank zelf ook toegeeft, subjectief.

10. ING Financial Markets Research, *EMU Break-up – Quantifying the unthinkable*, ING, 7 juli 2010, http://www.ingcommercialbanking.com/content/documents/pdf/2010/07/ING_Financial_Market_Research_070710.pdf
11. ING Financial Markets Research, *EMU Break-up - Pay Now, Pay Later*, ING, 1 december 2011, http://pull.xmr3.com/cgi-bin/pull/DocPull/138-172966-CEAB/40804508/2011110111322180_E.pdf

Samenvatting:

ING kwantificeert in deze studie de kosten van het uiteenvallen van de eurozone. Hierbij doet ING expliciet geen uitspraken over de kans hierop. De studie werkt twee scenario's uit: 1) het verlaten van de euro door Griekenland; en 2) het uiteenvallen van de eurozone.

ING concludeerde in 2010 dat als Griekenland de euro verlaat de kosten hiervan in eerste instantie vooral neerslaan in Griekenland. Daar zou de economie 7,5% harder krimpen ten opzichte van het basisscenario. In de rest van Europa zou het effect een verlies van 1% BBP betekenen. Echter, door de verliezen op Griekse activa zal een deel van de Griekse pijn ook indirect doorwerken in eurolanden, en ook daarbuiten. Het uiteenvallen van de eurozone is in de woorden van ING 'dramatisch en traumatisch'. In het eerste jaar zullen de economieën van de eurolanden tussen de 5 en 9% krimpen en activaprijzen scherp dalen. Het

cumulatieve effect in de eerste twee jaar zou volgens ING een productieverlies voor Nederland betekenen van meer dan 10%.

Datum

In een update van de studie in december 2011 concludeert ING dat de economische gevolgen in beide scenario's veel ernstiger zijn. Het cumulatieve effect over twee jaar van het uiteenvallen van de eurozone zou nu uitkomen op een BBP verlies van 12%. Een Griekse exit zou resulteren in een extra krimp in Griekenland van 10,5% ten opzichte van het basisscenario. Eurozone landen zouden in dit scenario tussen de 1,5% en 2% BBP verliezen. Ook landen buiten Europa zouden stevig geraakt worden, als de euro uiteenvalt. Zo zou het VK met 5% krimpen. De conclusie van ING is dat de kosten om de EMU in stand te houden zijn gestegen, maar dat tegelijkertijd de kosten van het uiteenvallen van de muntunie ook zijn gestegen. De studie stelt dat Nederland van alle eurolanden het meeste belang heeft bij het redden van de euro. Hoe duur het overeind houden van zwakke broeders ook mag zijn, het uiteenvallen van het eurogebied is volgens ING vele malen kostbaarder.

Ons kenmerk
BFB2011-2828m

Appreciatie:

Met deze studie uit juli 2010 was ING een van de eerste die een poging deed de kosten van het uiteenvallen van de euro te kwantificeren. Voor beide studies geldt dat het vrij statische analyses zijn, waarbij de wisselwerking tussen verschillende gebeurtenissen beperkt is meegenomen. Zo worden de gevolgen van blootstelling door eurolanden aan Griekenland niet verder uitgewerkt. Ook is het potentiële effect op de eurozone van lagere groei in VS of China door de problemen in de eurozone niet gekwantificeerd. ING zelf geeft aan dat deze studies deels meer 'art rather than science' is, maar dat de studie richting geeft in het denken over de impact van het uiteenvallen van de eurozone.

De conclusie dat Nederland als exportland enerzijds, en met grote spaartegoeden in het buitenland anderzijds, veel te verliezen heeft, is aannemelijk.

12. W. Boonstra, *Breaking up the eurozone: Blessing or disaster?* Rabobank, oktober 2010.

Samenvatting:

Boonstra beschrijft in deze studie eerst de oorzaken van de eurocrisis. De auteur vervolgt daarna met het beschrijven van de voordelen van een break up (door devaluatie zou een land in crisis bijvoorbeeld via de uitvoer weer kunnen groeien). Vervolgens ontkracht hij de analyse door een voor een te wijzen op de (discutabele) veronderstellingen die achter dit beeld zitten. Boonstra wijst vervolgens op het risico van een wanordelijk proces en concludeert dat de sterk negatieve vermogenseffecten elke eventueel positieve effecten op lange termijn domineren.

Appreciatie:

Deze studie sluit aan bij het beeld dat de kosten van het uiteenvallen van de eurozone aanzienlijk zijn. De toegevoegde waarde zit met name in de analyse van de veronderstellingen achter het theoretische beeld dat uittreding uit de muntunie welvaartsverhogend werkt.