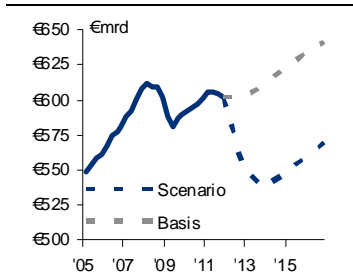


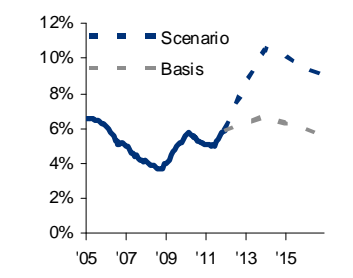
6 december 2011

BBP NL

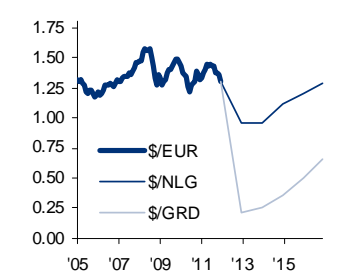


Reëel bbp, prijzen 2011

Werkloosheid NL



Eurovaluta's in scenario



Conversiekoers €1=NLG1=GRD1
 "Scenario" = Volledig uiteenvallen euro
 "Basis" = Eurozone blijft ongewijzigd

Opheffen euro breekt ons op

Handel en financiën maken Nederland kwetsbaar

Het volledig uiteenvallen van de eurozone zou een harde klap zijn: de Nederlandse export zou in 2012 met 25% kunnen krimpen en afschrijvingen van financiële bezittingen kunnen oplopen tot €200mrd. Dit zou de dekkinggraad van pensioenfondsen onder de 80% brengen. 300.000 banen zouden extra verloren kunnen gaan. Het laten vallen van de euro zou dus bijzonder kostbaar zijn voor Nederland.

Dit rapport is een vervolg op [EMU Break-up: Pay now, pay later](#) van 1 december. In dit rapport gaan we specifiek in op de gevolgen van het uiteenvallen van de eurozone voor Nederland.

Het debat over de eurocrisis wordt op dit moment vooral in morele termen gevoerd: Wie op te grote voet heeft geleefd, moet daarvoor betalen. Om Zuid-Europa hiervan te doordringen hebben beleidsmakers in Noord-Europa zelfs het opbreken van de euro als mogelijkheid genoemd. Op zich is dit is een begrijpelijke reactie. Maar men dreigt daarbij uit het oog te verliezen dat de euro veel gebracht heeft, en dat de economische en politieke kosten van het opblazen van de eurozone groot zijn.

De euro is de kroon op het Europees project dat al tijdens de Tweede Wereldoorlog bedacht is om vrede en stabiliteit op het continent te brengen. Europa is lange tijd verdeeld en turbulent geweest. De meesten van ons weten dit alleen uit de geschiedenisboeken. Open grenzen en politieke stabiliteit hebben ons ongekende welvaart gebracht en worden nu gemakkelijk als vanzelfsprekend beschouwd. Maar dat zijn ze niet. Het opgeven van de euro zet de stabiliteit en voorspoed van de afgelopen 60 jaar op het spel. Dit is waarschijnlijk de belangrijkste reden om de euro te behouden.

Maar ook puur economisch gezien heeft de euro waarde. Nederland heeft misschien wel het grootste belang bij behoud van de euro van alle eurolanden. Als handelsnatie en als land met grote pensioenfondsen en een internationale financiële sector zijn we innig verbonden met het buitenland, en met de eurolanden in het bijzonder. Uit het *Global Connectedness Index 2011-onderzoek* komt Nederland naar voren als het meest verknoot met andere landen.¹

Economische effecten

Voorspellen is altijd onzeker, maar proberen de effecten van het uiteenvallen van een muntunie als de euro in kaart te brengen is helemaal moeilijk—wie beweert dat hij het wel nauwkeurig kan, hoeft niet geloofd te worden. De uitkomsten van onze scenario-analyse zijn dan ook niet meer dan een indicatie. Maar die indicatie is verontrustend genoeg. Mogelijke scenario's variëren van het vertrek van één land uit de eurozone tot het volledig uiteenvallen van de muntunie. Bij vertrek van een klein land als Griekenland zijn de effecten op de overige eurolanden relatief beperkt. Dit rapport beschrijft alleen het somberste scenario, waarin de euro volledig uiteenvalt en de gulden opnieuw wordt ingevoerd in Nederland. De economische en financiële effecten zijn in dit extreme scenario het zwaarst. Bij het uiteenvallen van de euro zou de Nederlandse economie met 10% in twee jaar krimpen (zie tabel 7 op p.5 voor een overzicht). De werkloosheid zou

Teunis Brosens

Senior Econoom
 Amsterdam 020-563 6167
 teunis.brosens@ing.nl

Dimitry Fleming

Senior Econoom
 Amsterdam 020-563 9497
 Dimitry.Fleming@ing.nl

¹ Bron: DHL, <http://www.dp-dhl.com/content/dam/presse/specials/gci/dhl-global-connectedness-index-2011.pdf>

hierdoor scherp oplopen, van momenteel 5,8% tot boven de 10%. De huizenmarkt staat er al niet florissant voor en zou bij het uiteenvallen van de euro verder wegzakken. De betalingsproblemen van huishoudens zijn nu nog relatief laag, maar nemen dan door de scherp hogere werkloosheid toe, waardoor de daling van de huizenprijzen versnelt. De negatieve economische effecten zouden zich nog jarenlang laten voelen. De belangrijkste kanalen waarlangs Nederland geraakt wordt bij het uiteenvallen van de euro zijn de handel en financiële relaties.

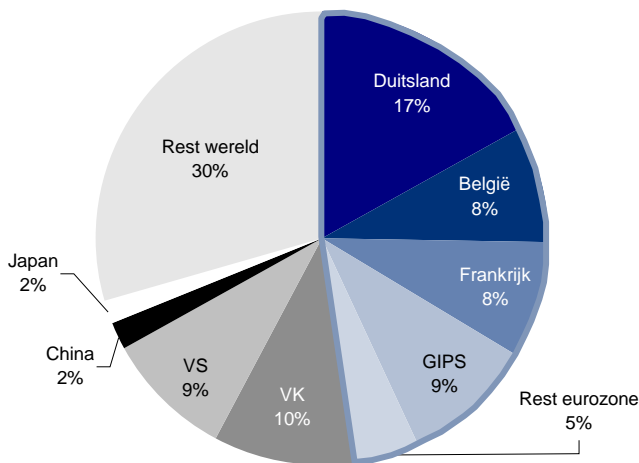
Export zou flink geraakt worden

Nederland is één van de meest exportgeoriënteerde economieën ter wereld. De binnenlands geproduceerde uitvoer bedraagt ongeveer 40% bbp. Het grootste deel hiervan heeft als eindbestemming het eurogebied (figuur 1) met Duitsland als grootste afnemer. De Europese periferie is minder belangrijk, maar nog altijd goed voor 9% van de Nederlandse binnenlands geproduceerde export. Dit komt door Spanje en Italië. Het aandeel van Griekenland is minder dan 1%. In geval van enkel een Grieks vertrek uit de eurozone blijven de handelseffecten dus beperkt.

Veel groter is de economische schade bij het volledig uiteenvallen van de euro. De Europese integratie heeft de Nederlandse economie het nodige opgeleverd. Door het verdwijnen van de handelsbarrières en de komst van de euro nam de interne handel fors toe. Volgens schattingen ligt het Nederlandse bbp structureel 6 tot 8% hoger². Dit is een jaarlijks voordeel van €40-50mrd. Het uiteenvallen van de euro zou dit economische voordeel in de waagschaal stellen. Zeker is dat de omwisselkosten weer omhoog gaan en de wisselkoersrisico's toenemen. Daarnaast is de kans reëel dat bij het uiteenvallen van de euro handelsbarrières weer worden ingevoerd. Dit om de binnenlandse industrie te beschermen tegen goedkope importen uit landen waarvan de nieuwe valuta sterk is gedeprimeerd. Ook lijkt zeker dat voor Nederlandse bedrijven de internationale kapitaalmarkt minder goed toegankelijk en minder groot wordt.

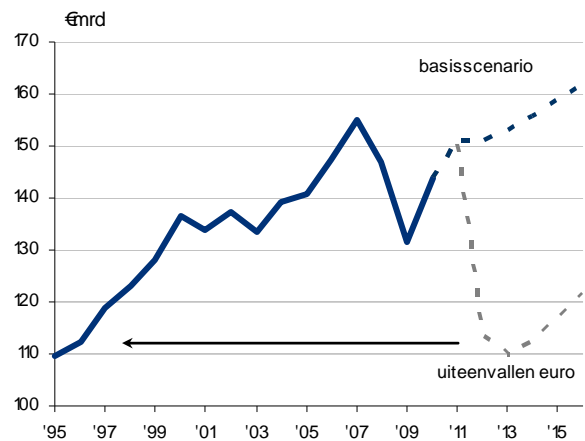
Handelsland Nederland zou hard geraakt worden door het uiteenvallen van de euro

Fig 1 Eurozone domineert Nederlandse export*



GIPS = Griekenland, Italië, Portugal & Spanje. *) exclusief wederuitvoer en gecorrigeerd voor indirecte handel. Bron: CBS, Unctad, berekeningen ING/VU

Fig 2 Nederlandse export* terug naar pre-euro-niveau



Prijzen 2011. *) exclusief wederuitvoer. Bron: CPB, scenario-analyse ING

De export zou met 25% kunnen krimpen. Hiermee valt de export terug naar pre-euro-niveaus

Als de euro uiteenvalt, komt niet alleen het Nederlandse bbp op een structureel lager niveau te liggen, ook riskeert de economie op korte termijn een diepe recessie. Scherp oplopende werkloosheid in afzetgebieden doet de vraag naar Nederlandse producten fors afnemen. De gemiddelde economische krimp van de eurolanden bedraagt in dit scenario in 2012 meer dan 8%. Daarnaast zal de nieuwe gulden ten opzichte van de meeste andere Europese valuta in waarde stijgen, waardoor Nederlandse producten ook nog eens duurder worden in het buitenland. In het eerste jaar zou de binnenlands

² The impact of EMU on growth and employment, NIESR 2008 & Europa in crisis, CPB 2011

geproduceerde export in Nederland hierdoor met wel 25% kunnen krimpen. Het exportvolume zou dan terugvallen naar de niveaus van vlak voor de introductie van euro in 1999 (figuur 2). De winst van de eurojaren wordt dan volledig tenietgedaan. Enerzijds kan de schade wat worden beperkt als Nederlandse exporteurs in een poging buitenlands marktaandeel te behouden hun prijzen verlagen. Anderzijds bestaat het gevaar dat het optrekken van handelsbarrières in Europa de handel juist nog verder onder druk zet.

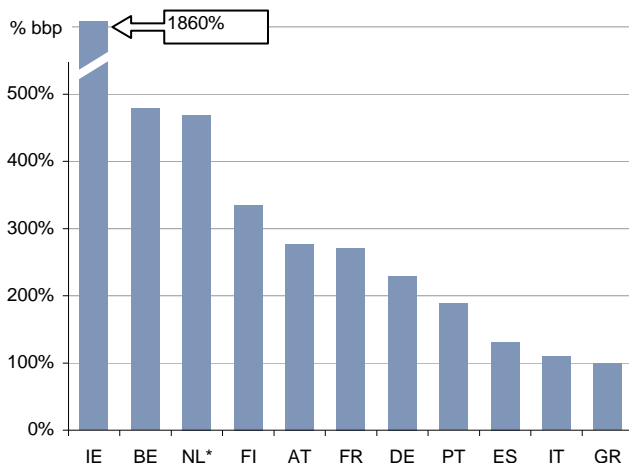
In lijn met een gematigd economische herstel in de rest van Europa krabbelt de Nederlandse export na de zware klap langzaam weer op. In 2016 zou het exportvolume met moeite weer het reeds lage niveau van 2009 bereiken. Een herstel naar de niveaus van vóór de crisis kan zelfs tot 2020 duren.

De financiële belangen van Nederlandse banken, pensioenfondsen, bedrijven en verzekeraars in eurolanden zijn groot

Grote gaten in de Nederlandse financiële balans

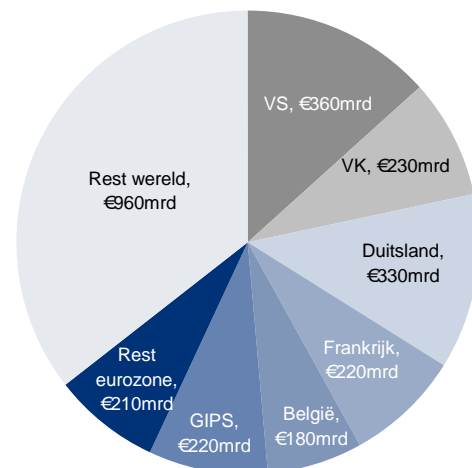
Nederland heeft ook financiële belangen in het buitenland. Ten opzichte van de omvang van de economie hebben we na Ierland en België de grootste buitenlandse financiële belangen: ruim 450% bbp (figuur 3), ofwel €2700mrd. Ruim €1100mrd hiervan is bezit in andere eurolanden (figuur 4). Het gaat hierbij om aandelen, obligaties en leningen, maar ook om directe buitenlandse investeringen.

Fig 3 Grote financiële belangen in buitenland...



*) Exclusief bijzondere financiële instellingen. Bron: Ecwin, CBS, ING

Fig 4 ...vooral in andere eurolanden



GIPS = Griekenland, Italië, Portugal & Spanje. Bron: DNB, ING

Deze omvangrijke financiële belangen zijn niet alleen geconcentreerd bij het Nederlandse bankwezen. Van de belangen in de eurozone nemen banken zo'n 45% voor hun rekening, verzekeraars 10%. Bedrijven zijn goed voor ongeveer 18% van de Nederlandse belangen in de eurozone. Huishoudens hebben via pensioenfondsen en beleggingsfondsen de resterende 25% in handen.

Valutakoersen, beurskoersen en afschrijvingen slaan gaten in de Nederlandse balans

Bij het uiteenvallen van de euro zouden deze buitenlandse financiële belangen op meerdere manieren geraakt worden. Allereerst zou de onvermijdelijke waardestijging van de nieuwe gulden ervoor zorgen dat onze belangen in andere eurolanden minder waard worden. De bezittingen in Spanje en Griekenland luiden vanaf dat moment immers in peseta's en drachmes, en worden ook in die valuta terugbetaald. Daarnaast zouden aandelenkoersen sterk dalen en ten slotte zou op een aantal belangen flink moeten worden afgeschreven. Een aantal Europese overheden zal wellicht hun schulden gaan herstructureren en faillissementen onder Europese bedrijven en huishoudens zullen toenemen. Bij het uiteenvallen van de euro slaan valutakoersen, beurskoersen en afschrijvingen flinke gaten in de Nederlandse financiële balans. De totale waardedaling van bezittingen in de eurozone zou op kunnen lopen tot €200mrd in 2012 (figuur 5). Aannemend dat de nieuwe Europese valuta na de eerste klap weer wat naar elkaar

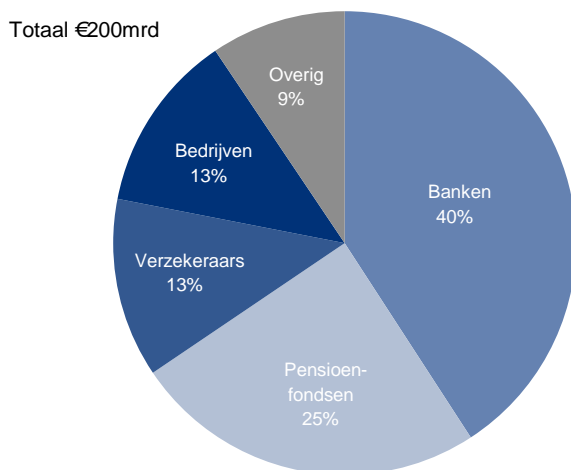
Het verlies zou op kunnen lopen tot €200mrd

toebewegen, zou de waardedaling na een aantal jaren wat lager uitkomen, maar waarschijnlijk ruim boven de €100mrd blijven. Ongeveer 40% van de waardedaling zou neerslaan bij het bankwezen. De klap bij banken wordt verzacht doordat het bankwezen naast bezittingen ook omvangrijke verplichtingen heeft in veel Europese landen. Naarmate meer verplichtingen kunnen worden omgezet in peseta's en drachmes zal het het negatieve valuta-effect kleiner zijn.

De dekkinggraad van pensioenfondsen zou kunnen dalen tot onder de 80%

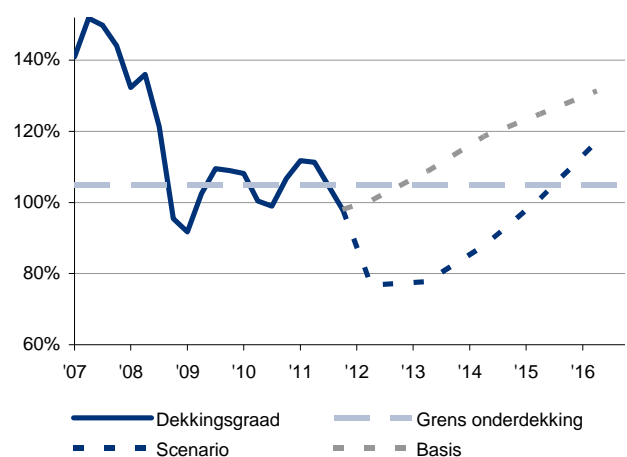
Maar voor pensioenfondsen en beleggingsfondsen gaat dit niet op. Hun verplichtingen liggen immers hoofdzakelijk in Nederland. Het hardst zouden pensioenfondsen geraakt worden door de ontwikkeling van de rente. Door het uiteenvallen van de euro zou de rente in Nederland flink dalen. Een lage rente betekent dat toekomstige verplichtingen veel zwaarder gaan wegen. Hierdoor zou de dekkinggraad van pensioenfondsen tot onder de 80% dalen (figuur 6).³ Dat zou een nieuw diepterecord zijn in deze crisis. In latere jaren zou de dekkinggraad wel weer herstellen, onder invloed van herstellende valuta- en aandelenkoersen en stijgende rentes. Maar een dekkinggraad van 80% zou in 2012 voor grote onrust zorgen en het opstellen van nieuwe herstelplannen noodzakelijk maken. Deze kunnen stijgende pensioenpremies en het verlagen van pensioenrechten en –uitkeringen met zich meebrengen.

Fig 5 Waardedaling bezit bij uiteenvallen eurozone



Effect van wisselkoersbewegingen, beurskoersen en afschrijvingen op Nederlandse financiële bezittingen in de eurozone in 2012. "Overig" = Beleggingsinstellingen, huishoudens en statistische verschillen. Technische veronderstelling afschrijvingen: Griekenland 50%, overige landen naar rato van rentespreads. Bron: Scenario-analyse ING.

Fig 6 Dekkinggraad pensioenfondsen zakt onder 80%



De dekkinggraad geeft de bezittingen weer als percentage van de contant gemaakte nominale pensioenverplichtingen. De minimum vereiste dekkinggraad is 105%. "Scenario" = Dekkinggraad bij volledig uiteenvallen eurozone. "Basis" = Dekkinggraad bij voortbestaan eurozone. Bron: DNB, Pensioenthermometer.nl, scenario-analyse ING.

Nederland heeft van de eurolanden misschien wel het grootste belang bij behoud van de euro

Tot slot

Het is duidelijk dat de eurozone een aantal grote tekortkomingen heeft. Om de euro een toekomst te geven, zijn hervormingen nodig. Ook zal het oplossen van de Zuid-Europese schuldproblemen financiële offers van Noord-Europa vragen. Maar het alternatief, het opbreken van de euro en Zuid-Europa aan zijn lot overlaten, is vele malen onaantrekkelijker. Naast de morele, geschiedkundige en politieke overwegingen zijn ook de economische kosten van het uiteenvallen van de euro erg groot. Dat geldt in het bijzonder voor Nederland, met zijn handelsbelangen en buitenlandse financiële bezittingen. De negatieve economische en financiële effecten zouden jaren aanhouden. Nederland kan dus niet het verlies van het uiteenvallen van de euro snel nemen en daarna de draad direct weer oppakken. Ons land heeft er dan ook alle belang bij om de schouders onder de euro te zetten.

³ Uitgaand van het huidige Financieel Toetsingskader. Als uitwerking van het Pensioenakkoord wordt dit kader aangepast, maar dit zal nog niet in 2012 zijn beslag krijgen.

Fig 7 Scenario Nederlandse economie na uiteenvallen eurozone, kernvariabelen

	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Bbp-groei, %oj	1,4	-8½	-2½	2	2	2
Werkloosheid, % *)	5,9	8½	10½	10¼	9½	9
Inflatie (CPI)	2,3	¾	-½	1	1¾	1¾
3M euribor ^{*)}	1,4 ^{***)}	0	¼	1	1¾	2½
10jaars swaprente ^{*)}	2,7 ^{***)}	1½	1½	2	2½	3¼
Wisselkoers, NLG per DEM ^{**)}	1,00	1,08	1,08	1,06	1,04	1,02
Wisselkoers, \$ per NLG ^{**)}	1,34 ^{***)}	0,96	0,95	1,11	1,20	1,28
Huizenprijs, %oj *)	-3	-9	-7	-½	1½	1½

*) jaarultimo. **) Conversiekoers €1=NLG1=DEM1 bij uiteenvallen eurozone. ***) Stand 6-12-'11. Bron: Scenario-analyse ING. Zie voor alle cijfers het rapport [EMU Break-up: Pay now, pay later](#).

Disclaimer

Copyright 2011 ING Bank N.V.

Alle rechten zijn uitdrukkelijk voorbehouden.

Dit materiaal is opgesteld door ING Bank N.V. Het wordt uitsluitend ter informatie beschikbaar gesteld en is op geen enkele wijze een aanbod, uitnodiging of advies tot het kopen of verkopen van enig effect of tot het aangaan van enige andere transactie. Hoewel ING binnen redelijke grenzen alle stappen heeft ondernomen om de betrouwbaarheid van de gepubliceerde informatie te waarborgen, aanvaarden ING Bank N.V. en/of enigerlei dochtermaatschappij, gelieerde maatschappij of branche van ING Bank N.V. (waaronder begrepen ING Groep N.V, tezamen als ieder afzonderlijk te noemen: "ING") echter geen enkele aansprakelijkheid voor de juistheid, nauwkeurigheid, actualiteit, volledigheid of betrouwbaarheid van de hier gepubliceerde informatie. De in dit materiaal opgenomen opinies, prognoses, aannames, schattingen, afgeleide waarderingen en koersdoel(en) gelden per de aangegeven datum en zijn te allen tijde onderhevig aan wijziging, zonder voorafgaande kennisgeving.

De beleggingen waarnaar in dit materiaal wordt verwezen, zijn mogelijk niet geschikt voor de specifieke beleggingsdoelstellingen, financiële positie, kennis, ervaring en/of individuele behoeften van de verkrijgers van dit materiaal en de informatie in dit materiaal dient niet te worden gebruikt in plaats van een onafhankelijk oordeel. Tevens kunnen beleggingen waarnaar wordt verwezen significant risico inhouden, niet noodzakelijkerwijze mogelijk zijn alle jurisdicties of wellicht illiquide zijn. De waarde van, of inkomsten uit, enige belegging waarnaar wordt verwezen kunnen fluctueren en/of kunnen zijn ontstaan door veranderingen in enigerlei wisselkoers. Resultaten behaald in het verleden bieden geen garantie voor de toekomst.

ING of haar functionarissen, directeuren, of medewerkers, waaronder tevens begrepen personen die zijn betrokken bij het opstellen of de uitgifte van dit materiaal, kunnen van tijd tot tijd een long- of shortpositie aanhouden in effecten, warrants, futures, opties, derivaten of andere financiële waarden waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. ING kan te allen tijde investment banking-, commercial banking-, krediet-, advies- en andere diensten aanbieden en verlenen aan de emittent van effecten waarnaar in dit materiaal wordt verwezen. Uit hoofde van het aanbieden en verlenen van dergelijke diensten kan ING in het bezit komen van informatie die niet is opgenomen in dit materiaal. ING kan voorafgaand aan of direct na de publicatie hiervan hebben gehandeld of handelen op basis van dergelijke informatie. Noch ING noch andere personen kunnen aansprakelijk worden gehouden voor directe, indirecte of incidentele schade, gevolgschade of punitieve of exemplarische schade, met inbegrip van gederfde winst die op enigerlei wijze het gevolg is van de in dit materiaal opgenomen informatie. Dit materiaal is uitsluitend bedoeld voor gebruik door de beoogde verkrijgers hiervan en de inhoud mag noch geheel noch gedeeltelijk voor enig doel worden vermenigvuldigd, opnieuw worden verspreid of worden gekopieerd zonder de uitdrukkelijke voorafgaande toestemming van ING. Dit materiaal of kopieën hiervan mogen niet worden verspreid in de Verenigde Staten van Amerika, het Verenigd Koninkrijk, Canada of aan ingezetenen in de Verenigde Staten van Amerika, het Verenigd Koninkrijk en Canada. Ook in andere jurisdicties kunnen beperkingen gelden. U wordt verzocht zich aan deze beperkingen te houden.

ING Bank N.V., haar branches en/of haar dochtermaatschappijen zijn allen geregistreerd en staan onder toezicht bij de betrokken nationale toezichthouders. ING Bank N.V. heeft een vergunning van De Nederlandsche Bank (DNB) en staat onder toezicht van de Autoriteit Financiële Markten (AFM). ING Bank N.V. is statutair gevestigd te Amsterdam, houdt kantoor aan Bijlmerplein 888, 1102 MG Amsterdam, Nederland en is onder nummer 33031431 ingeschreven in het handelsregister van de Kamer van Koophandel van Amsterdam.

Auteursrecht en rechten ter bescherming van gegevensbestanden zijn van toepassing op deze publicatie. Niets in deze publicatie mag worden gereproduceerd, verspreid of gepubliceerd door wie dan ook voor welke reden dan ook zonder de voorafgaande uitdrukkelijke toestemming van de ING. Alle rechten zijn voorbehouden.

Mededelingen aangaande persoonlijke betrokkenheid

De informatie in dit rapport geeft de persoonlijke mening weer van de analist(en) over de onderliggende financiële waarde(n) en/of over de uitgevende instantie(s) en geen enkel deel van de beloning van de analist(en) was, is, of zal direct of indirect gerelateerd zijn aan het opnemen van specifieke aanbevelingen of meningen in dit rapport. De analisten die aan deze publicatie hebben bijgedragen voldoen allen aan de vereisten zoals gesteld door hun nationale toezichthouders aan de uitoefening van hun vak.