

## Uit de euro stappen, maar wel in de EU blijven?

Wim Boonstra

*Met dank aan Bart Bierens, Bas van Geffen en Maartje Wijffelaars voor hun doorwrochte commentaar op een eerdere versie van dit artikel. De verantwoordelijkheid voor de uiteindelijke versie ligt geheel bij de auteur.*

### Conclusie

Zelfs als een land de eurozone kan verlaten zonder uit de EU en dus de interne markt te stappen, is het nog steeds een pijnlijk en bijzonder duur proces dat met forse financiële turbulentie en economische schade gepaard gaat. Die schade blijft niet beperkt tot de uittredende lidstaat; ook de rest van de EU wordt erdoor geraakt. Het idee dat een land een dergelijke stap eenvoudig en goedkoop kan zetten, berust dan ook op een misvatting. De discussie over een soepele euro-exit van een lidstaat is daarmee vruchteloos. Het is daarom beter om de eurozone te versterken door de marktdiscipline binnen de eurozone te vergroten en de *moral hazard* te verwijderen. Een belangrijk deel van die *moral hazard* verdwijnt als de ECB haar open-marktbeleid volledig kan uitvoeren zonder interventies in de markt voor staatsleningen van de lidstaten. Daartoe is de aanwezigheid van een goed ontwikkelde markt in *common safe assets* absoluut noodzakelijk, waarbij de ECB die markt kan helpen ontwikkelen door zelf obligaties uit te geven.

### Inleiding

Sinds de invoering van de euro in 1999 is de steun ervoor onder de Europese bevolking in het algemeen groot. Toch steekt bij vlagen de discussie de kop op over de mogelijkheid voor een lidstaat om de eurozone vrijwillig te verlaten of een land eruit te zetten als het zich niet aan de gemaakte beleidsafspraken houdt.<sup>1</sup> Ook Nederlandse politici hebben zich wel eens in deze zin uitgelaten. Zo heeft onder anderen onze toenmalige minister van Financiën De Jager in navolging van zijn Duitse collega Schäuble voorgesteld om Griekenland uit de eurozone te verwijderen. Met deze ondoordachte uitlating wisten zij de toenmalige eurocrisis extra aan te wakkeren. Anno nu zijn er in ons land nog steeds politici te vinden die graag zouden zien dat een land dat zich niet aan de gemaakte beleidsafspraken houdt uit de euro kan worden gezet. Ook zou een land ervoor moeten kunnen kiezen om er zelf uit te stappen.

Op dit moment voorzien de Europese verdragen niet in de mogelijkheid om uit de eurozone te stappen zonder ook de Europese Unie (EU) en dus de interne markt te verlaten. Het is in theorie wel mogelijk dat een lidstaat de EMU en de EU verlaat, om tegelijkertijd een nieuw lidmaatschap van de EU aan te vragen. Maar de eerste vraag die hierbij rijst, is natuurlijk of dit in de praktijk wel haalbaar is.<sup>2</sup> Zo hebben de ervaringen van het Verenigd Koninkrijk (VK) met de Brexit laten zien dat het

---

<sup>1</sup> In het vervolg van dit artikel ga ik uit van een vrijwillige euro-exit. Het is althans in theorie ook denkbaar dat een land door de overige lidstaten uit de euro wordt gezet omdat het de gemaakte beleidsafspraken structureel niet nakomt. Dit politiek zeer relevante verschil maak voor de hier gepresenteerde analyse van de financieel-economische gevolgen van een euro-exit niet veel verschil.

<sup>2</sup> Aan een dergelijk scenario zitten echter enorm veel haken en ogen, zoals het onderhandelen van een uittredingsovereenkomst en parallel daaraan besluitvorming over de toelating. Het zal per definitie om zeer

uittreden uit de EU een langdurige, pijnlijke en kostbare zaak is. Het is onrealistisch om aan te nemen dat het mogelijk is om, parallel aan de exit-onderhandelingen, alweer over een snelle toetreding tot de EU te onderhandelen. Dus de kans dat het uittredende land een tijd lang, wellicht enkele jaren, geen lid is van de EU en de interne markt is bijzonder groot. Als een land uittreedt uit de euro komen daar de kosten van een valutaconversie nog eens bovenop.

Het is voor een lidstaat in het huidige juridische kader dan ook zo goed als onmogelijk om uit de EMU te stappen zonder tegelijkertijd ook de EU te moeten verlaten. Dit besef heeft het toch al geringe enthousiasme voor een eventuele Nexit in ons land fors doen afnemen. De prijs van een exit uit de EU is voor een extreem open, sterk op de EU gerichte economie als de Nederlandse waarschijnlijk beduidend hoger dan die voor het VK. Maar een nu af en toe genoemde optie is die om als land de eurozone te verlaten, maar wel binnen de EU te blijven. Binnen een eurosceptische partij als JA21 zou deze optie op draagvlak kunnen rekenen.

In dit artikel ga ik in op de financiële en economische gevolgen van een dergelijk scenario. Want voor zover ik weet, heeft tot dusver niemand serieus nagedacht over de praktische gevolgen van een euro-exit, al kan ik niet uitsluiten dat sommige lidstaten achter de schermen tijdens de eurocrisis op dit vlak al wat huiswerk hebben gedaan. Ik ga eerst in op de gevolgen die voor alle landen zouden optreden, ongeacht of hun nieuwe valuta na de euro-exit zwak of sterk is. Vervolgens werk ik twee scenario's uit, voor respectievelijk een land met een ten opzichte van de euro zwakke nieuwe eigen munt (Frankenland) en een land met een relatief sterke nieuwe eigen munt (Markenland). Tot slot bespreek ik beknopt hoe een sterkere eurozone kan worden gemaakt. In dit geval doel ik met 'sterk' op een eurozone met een sterkere marktdiscipline dan op dit moment binnen de eurozone aanwezig is en een eliminatie van het bestaande morele risico dat is ontstaan doordat de beleidsmakers in de zwakkere lidstaten weten dat de Europese Centrale Bank (ECB), als zij in de problemen dreigen te komen, uiteindelijk toch wel met een *bail-out* zal komen.

### **De overgang naar een nieuwe valuta is een fors project**

De overgang van de ene valuta naar een andere is geen eenvoudig proces. Het vergt om te beginnen een omvangrijke voorlichtingscampagne, omdat alle prijzen en tarieven van de ene munt in de andere moeten worden omgezet. Alle prijzen, maar ook folders, (overheids-)tarievenlijsten en administraties moeten overal worden aangepast. Hetzelfde geldt voor IT-systemen, die in veel gevallen moeten worden omgezet van een mono-currency in een multi-currency-systeem. Er moeten nieuwe munten en bankbiljetten worden geproduceerd en gedistribueerd. De voorbereidingen hierop hebben al snel een doorlooptijd van een jaar of langer. Daarbij bestaat bij de overgang van de ene valuta naar de andere altijd het gevaar dat bedrijven en instellingen hun prijzen naar boven afronden, wat kan leiden tot tijdelijke extra inflatoire druk.<sup>3</sup>

Verder wordt iedere grensoverschrijdende transactie met een andere euro-lidstaat na invoering van een nieuwe nationale valuta weer een internationale transactie. Deze moet in de meeste gevallen worden afgewikkeld in een buitenlandse valuta, en dan met name in euro's. Dat is voor een land dat de eurozone heeft verlaten immers opeens een buitenlandse valuta geworden. Het wisselkoersrisico

---

ingewikkelde en dus langdurige onderhandelingen gaan, die naar alle waarschijnlijkheid ook nog eens plaatsvinden in een context van sterk verstoorde politieke verhoudingen.

<sup>3</sup> Dit probleem zou natuurlijk niet of nauwelijks spelen als de nieuwe munt van meet af aan de waarde van één euro zou hebben. Dit scenario is echter uiterst onwaarschijnlijk, zowel in het geval van een euro exit van een zwak land als van een sterk land.

dat daarbij voor een vertrekland nu ook ontstaat voor handelstransacties met de eurozone zal voor het overgrote deel, zo niet volledig, bij haar im- en exporteurs terecht komen.

Invoering van een nieuwe valuta is een zeer omvangrijk project, dat zoals gezegd de nodige tijd nodig heeft. Mocht een land onverwacht besluiten (of worden gedwongen) om de eurozone te verlaten, dan is er waarschijnlijk te weinig tijd om dit gecontroleerd te doen, zonder chaos te veroorzaken.<sup>4</sup> Een complicerende factor daarbij is dat men in het scenario waarbij de nieuwe munt zeker in eerste instantie zweeft ten opzichte van de euro niet op voorhand al kan bepalen wat op het moment van de overgang de omrekeningsfactor (ofwel de wisselkoers) van de nieuwe munt is.<sup>5</sup> Het gevaar is levensgroot dat het allemaal nogal chaotisch zal verlopen. En dan hebben we het nog niet eens gehad over het grootste obstakel, te weten de vraag hoe een land moet omgaan met alle contracten met buitenlandse partijen. Want het is lang niet duidelijk hoe alle bestaande contracten voor wat betreft de grensoverschrijdende bezittingen en verplichtingen zullen worden afgewikkeld. Hier ligt de potentieel grootste bron van conflicten, die tot juridische procedures zullen leiden die zich jaren- of zelfs decennialang kunnen voortslepen. Want de belangen lopen sterk uiteen en er is weinig tot geen jurisprudentie om op terug te vallen.<sup>6</sup>

## **De afwikkeling van grensoverschrijdende schulden en vorderingen**

### *Landen zijn onderling sterker dan ooit met elkaar verweven*

Sinds de euro in 1999 is ingevoerd, is de onderlinge handel tussen de lidstaten fors toegenomen. Verder is ook het financiële verkeer tussen de lidstaten enorm gegroeid. Voor een deel betreft dit de financiële afhandeling van de handel in goederen en diensten, maar los daarvan zijn de onderlinge bruto vorderingen fors toegenomen.<sup>7</sup> Alle landen zagen hierdoor zowel hun bruto buitenlandse bezittingen als hun verplichtingen aan het buitenland enorm groeien. Overigens is dit een wereldwijde trend die enkele decennia geleden is ingezet als gevolg van de liberalisering van het internationale kapitaalverkeer. Dit is voor een aantal landen en de eurozone geïllustreerd in figuur 1. Deze figuur laat zien dat de netto internationale schuld- of vermogenspositie van een land door deze ontwikkeling tegenwoordig slechts het topje is van een ijsberg van veel omvangrijkere bruto bezittingen in of verplichtingen aan het buitenland (figuur 2)

---

<sup>4</sup> In eerste instantie werk ik met de veronderstelling dat de euro-exit zich onverwacht voltrekt en dat een en ander plaatsvindt zonder helder juridisch kader. De kans is groot dat een land moet terugvallen op tijdelijke noodwetgeving. Overigens is deze veronderstelling nogal heroïsch, omdat aan het besluit tot een eventuele euro-exit (vrijwillig of gedwongen) zo goed als zeker de nodige politieke onrust vooraf zal gaan. Ook staat de benodigde tijd om een en ander goed te laten verlopen op zeer gespannen voet met geheimhouding. Daarom ga ik verderop in het artikel in op de gevolgen van het loslaten van deze veronderstelling.

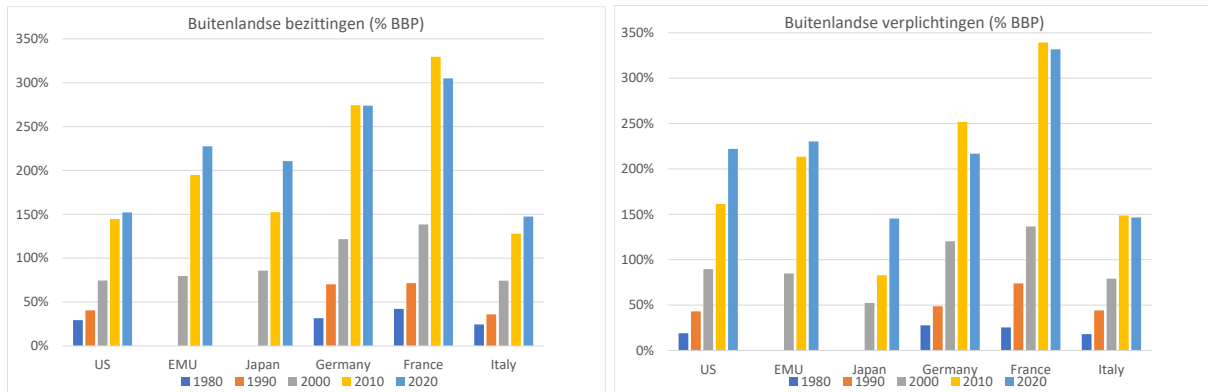
<sup>5</sup> Het is denkbaar, dat een land na uittreding uit de eurozone zijn nieuwe munt direct strak aan de euro wil koppelen. Het valt echter te verwachten dat in een eerste instantie een stevige valutaonrust zal ontstaan en dat pas na verloop van tijd een stabiele koppeling van de nieuwe munt aan de euro mogelijk is.

<sup>6</sup> Merk op dat vergelijkbare vragen spelen bij de afwikkeling van de binnen het Europese Stelsel van Centrale Banken (ESCB) tussen de nationale centrale banken opgebouwde posities. Ook hier is een soepele afwikkeling niet vanzelfsprekend.

<sup>7</sup> De internationale vermogenspositie van een land kan voor een deel worden verklaard uit betalingsbalansstromen, zowel in het lopende als in het financiële verkeer. Verder spelen vermogensmutaties en wisselkoersbewegingen een belangrijke rol. Voor een formele analyse voor de VS zie Boonstra (2022)

Deze ontwikkeling heeft zich ook binnen de eurozone voorgedaan. De wederzijdse vorderingen van de lidstaten zijn de afgelopen twee decennia ook fors toegenomen, al is het moeilijk om deze trend uit de data naar voren te laten komen. Financiële stromen binnen het eurogebied komen nu eenmaal niet tot uiting op de betalingsbalans van de eurozone, om de doodeenvoudige reden dat het een ‘binnenlandse’ transactie binnen het eurogebied betreft. Op de nationale betalingsbalansen speelt verder dat het internationale financiële verkeer niet naar regio's is gesplitst, met uitzondering van de directe investeringen.

**Figuur 1: de buitenlandse bruto activa en passiva van enkele grote economieën**

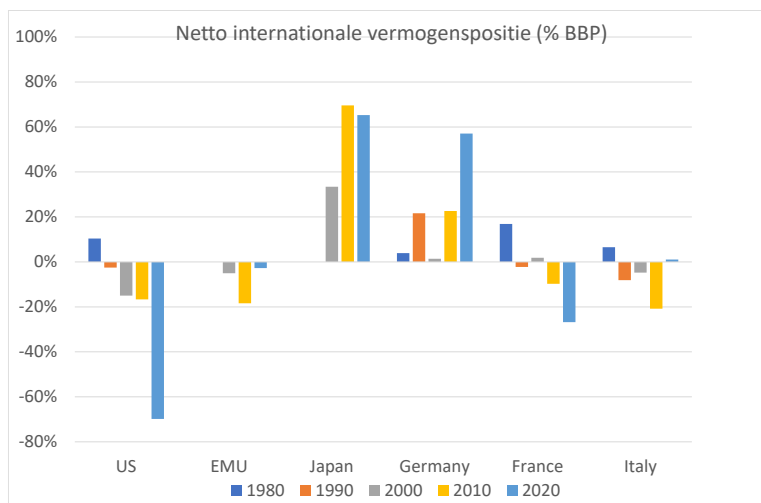


Bron: berekeningen o.b.v. data van het IMF en van de OECD

Normaal gesproken is het glashelder in welke valuta de transacties tussen landen zijn afgesloten en in welke valuta de onderlinge bezittingen en verplichtingen luiden. Bezittingen van ingezetenen van de eurozone in de VS luiden vrijwel altijd in Amerikaanse dollar en omgekeerd luiden Amerikaanse bezittingen in de eurozone in euro. De uitzonderingen op deze regel zijn zeldzaam. Er is sprake van valutarisico en dit zit in de prijs van een transactie verwerkt, omdat alle partijen zich hiervan bewust zijn. Binnen de eurozone is valutarisico tussen de lidstaten echter afwezig, omdat ze allemaal dezelfde valuta delen: de euro. Ook de wederzijdse vorderingen tussen landen luiden vrijwel allemaal in euro, omdat dat nu eenmaal de binnenlandse valuta van de eurozone is.<sup>8</sup> Eventueel wisselkoersrisico is binnen de eurozone niet aanwezig. Maar dat verandert acuut zodra een land de eurozone verlaat. Dat is voor nieuwe transacties niet zo'n groot probleem, als de betrokken partijen in onderling overleg tot overeenstemming over de te gebruiken valuta komen. Maar voor de bestaande onderlinge vorderingen van het vertrekkende land met de overige lidstaten is het dat wel. Deze voordien ‘binnenlandse’ transacties veranderen door de euro-exit direct van karakter, omdat zij opeens als een grensoverschrijdende transactie te boek staan. Waarbij de eerste vraag die na zo'n stap opdoemt natuurlijk is in welke valuta de bestaande posities voortaan worden verrekend: in euro, of in de nieuwe nationale valuta van het land dat de EMU heeft verlaten?

**Figuur 2: de netto internationale vermogenspositie van enkele grote economieën**

<sup>8</sup> Uitzonderingen ontstaan doordat bijvoorbeeld een in Nederland gevestigd bedrijf een in dollars luidende obligatielening uitgeeft die wordt opgekocht door een Franse belegger. Dergelijke transacties komen echter relatief weinig voor.



Bron: berekeningen o.b.v. data van het IMF en van de OECD

In de volgende paragrafen bespreek ik de gevolgen van een euro-exit van twee landen, aangeduid als Frankenland en Markenland. Hierbij ga ik uit van de veronderstelling dat zij erin slagen om de markten te verrassen en opeens ‘vanuit het niets’ een euro-exit weten te bewerkstelligen. Dit is natuurlijk een heroïsche veronderstelling, zoals uitgelegd in voetnoot 2. Maar deze aanname helpt om de gevolgen van een dergelijke stap gestileerd weer te geven. Verderop ga ik in op de vraag wat de gevolgen zouden zijn als we deze veronderstelling loslaten.

#### *Scenario 1: de euro-exit van een lidstaat met een zwakke economie*

Eerst bespreek ik de euro-exit van een land met een grote economie en een vermeende zwakke schulddispositie. Dit komt doordat het land in kwestie, Frankenland, een veel te hoge publieke schuldratio heeft, die internationaal veel aandacht trekt. Er wordt gevreesd voor een default van de overheid. Toch is het geen arm land: tegenover de overheidsschuld van Frankenland staan grote private vermogens. De netto internationale vermogenspositie van het land is min of meer in evenwicht, maar dit is het saldo van zeer grote bruto actief- en passiefposities. De economische groei is structureel laag en de handelsbalans staat in het rood.

Met een euro-exit kan Frankenland in theorie zijn concurrentiepositie herstellen. Dat is dan wel alleen het geval als de nieuwe munt, aan te duiden als de Nieuwe Frank (NF), direct in waarde daalt ten opzichte van de euro. Een tweede mogelijk voordeel van de euro-exit is dat het land monetaire autonomie terugkrijgt. De centrale bank van Frankenland kan haar eigen rentebeleid weer gaan voeren, wat naar verwachting ruimer zal zijn dan dat van de ECB. Ook kan zij zich in theorie dankzij de euro-exit onttrekken aan het verbod op monetaire financiering van de overheidstekorten. De centrale bank kan immers naar believen NF in omloop brengen, het nieuwe wettig betaalmiddel in Frankenland. Het inflatietempo zal er in eerste instantie oplopen, als gevolg van hogere invoerprijzen en het relatief ruime monetaire beleid. Dit betekent ook dat het initiële voordeel van de lagere wisselkoers voor de concurrentiepositie al snel weer (deels) teniet wordt gedaan.

Helaas staan deze mogelijkheden op gespannen voet met de Europese wetgeving, die voor alle lidstaten van de EU voorschrijft dat de centrale bank onafhankelijk is van de politiek en dat monetaire financiering van overheidstekorten niet is toegestaan. Dus in het theoretische scenario waarin een land de EMU verlaat, maar wel lid blijft van de EU, brengt de euro-exit nauwelijks ruimte voor een expansiever monetair beleid.

Als de NF na invoering direct in waarde daalt ten opzichte van de euro, zoals mag worden verwacht, nemen de in euro luidende schulden van Frankenland als percentage van het bbp uiteraard toe. Na de euro-exit zal Frankenland daarom de rente en aflossingen op zijn overheidsschuld willen betalen in NF. De NF is daar immers het nieuwe wettig betaalmiddel. Dat zou voor de buitenlandse bezitters van overheidsschuld van Frankenland betekenen dat zij hierop direct een fors verlies moeten incasseren. Verwacht mag worden dat zij dit niet zomaar zullen accepteren en via rechtszaken betaling in euro zullen eisen. Veel van de uitgegeven schuld valt immers onder Europees, of zelfs Engels recht.

Als de overheid van Frankenland wordt gedwongen om de aangegane verplichtingen in euro te voldoen, zal zij zoals gezegd, uitgedrukt in de nationale valuta NF, een forse toename van haar schuldverplichtingen zien. En dan komt het land de overheid van Frankenland nog sneller in betalingsproblemen dan wanneer het land gewoon in de eurozone was gebleven. Het ligt dan ook voor de hand dat er jarenlange procedures tegen de overheid van Frankenland zullen lopen en dat buitenlandse beleggers nieuwe staatsschuld in NF zullen mijden. Los daarvan zal iedere rating agency terugbetaling in een andere valuta dan afgesproken als een zogeheten *credit event* zien, met een acuut verlies van kredietwaardigheid tot gevolg. De ingezetenen van Frankenland zullen zo goed als zeker hun toegang tot de kapitaalmarkt verliezen. Een zwakke munt en een aanhoudende monetaire financiering kunnen leiden tot een structureel te hoge inflatie.

Het probleem beperkt zich overigens niet alleen tot de overheidsschuld van Frankenland. De private sector zal eveneens met grote uitdagingen worden geconfronteerd. Met name de in Frankenland gevestigde bedrijven die zich op de financiële markten in euro hebben gefinancierd door verhandelbaar schuldpapier uit te geven of met bij buitenlandse banken afgesloten leningen kunnen in de problemen komen. Ook zij staan voor het dilemma of zij hun schulden, zoals leningen en obligaties, na de euro-exit in euro of in NF willen bedienen. Juridische chaos ligt daarbij voor de hand.<sup>9</sup> Kiezen zij voor het eerste, dan zal hun financiële positie acuut zeer fors verslechteren. Hun inkomsten luiden immers goeddeels in NF en hun lasten nemen, uitgedrukt in NF, direct fors toe. Niet alleen de overheid van Frankenland, maar ook het grotere bedrijfsleven, dat voor de euro-exit geen grote financiële problemen kende, komt dus direct in de financiële problemen. Voor de in Frankenland gevestigde banken geldt hetzelfde. Als zij er daarentegen voor kiezen om hun buitenlandse verplichtingen in NF te bedienen, dan kunnen ook zij massaclaims van buitenlandse crediteuren verwachten. Dit komt neer op een massale default van de ingezetenen van Frankenland, met een scherpe afwaardering van de *credit rating* tot gevolg. Alles bij elkaar geen prettig vooruitzicht.

De ingezetenen van Frankenland met in euro uitgedrukte bezittingen in de andere lidstaten van de eurozone zijn op het eerste gezicht de enigen die van de euro-exit profiteren. Uitgedrukt in NF neemt de waarde van hun buitenlandse bezittingen immers toe. Wel lopen zij het gevaar dat in de eurozone gevestigde bedrijven en beleggers zullen proberen beslag op deze bezittingen te leggen, ter compensatie van hun verliezen op Frankenland. Als de Frankenlanders met bezittingen in de eurozone niet dezelfde entiteiten zijn als de Frankenlanders met schulden, zal dit overigens niet

---

<sup>9</sup> Merk op dat de eerdergenoemde noodwetgeving de keuzevrijheid van deze bedrijven inperkt. Overigens is het juridische kader ook dan nog onduidelijk, aangezien zowel het vertrekkende land als de EU waarschijnlijk met noodwetgeving komt. Om de zaak nog ingewikkelder te maken, is de kans groot dat op zijn minst een deel van de door ingezetenen van Frankenland geëmitteerde obligaties zal zijn uitgegeven onder Engels recht. Waarschijnlijk hebben de meeste bedrijven hier niets te kiezen en moeten zij hun verplichtingen gewoon in euro blijven vervullen. Verder zie ik hier gemakshalve af van door in Frankenland gevestigde bedrijven uitgegeven aandelen.

zomaar kunnen. Maar bedrijven die in gebreke blijven op hun in euro luidende schulden, lopen groot gevaar dat beslag wordt gelegd op hun in euro luidende buitenlandse bezittingen.

De enigen die echt baat hebben van een euro-exit zijn de ingezetenen van Frankenland die hun vermogen grotendeels in eurobankbiljetten aanhouden. De binnenlandse koopkracht van de euro in Frankenland neemt immers aanzienlijk toe.

### *Scenario 2: de euro-exit van een lidstaat met een sterke economie*

Dit scenario gaat over Markenland, een land met een sterke economie. Het kent grote overschotten op de lopende rekening van de betalingsbalans en die hebben in de loop der decennia geleid tot een forse positieve internationale netto-vermogenspositie. Net als bij Frankenland in het vorige scenario is deze netto vermogenspositie opgebouwd uit nog veel grotere bruto bezittingen en verplichtingen. Markenland wil niet uit de euro om de concurrentiepositie te herstellen want die is al sterk genoeg, getuige de grote overschotten in het lopende verkeer. Markenland wil uit de euro omdat het zich niet meer thuis voelt in de eurozone. Het is van mening dat te veel andere lidstaten zich niet aan de gemaakte beleidsafspraken houden en het vindt ook dat het te vaak moet opdraaien voor de door andere landen gemaakte kosten. Verder wil het zijn monetaire autonomie herwinnen, omdat het van mening is dat het monetaire beleid van de ECB te veel in dienst staat van de zwakke lidstaten en daardoor volgens Markenland te ruim is.

Een euro-exit van een land met zo'n sterke economie zal naar verwachting betekenen dat zijn munt, aan te duiden als de nieuwe mark (NM), direct onder opwaartse druk komt te staan en daardoor aanvankelijk substantieel zal appreciëren ten opzichte van de euro.<sup>10</sup> Dit heeft direct negatieve gevolgen voor de concurrentiepositie van Markenland, al kunnen dalende invoerprijzen en een afnemend inflatietempo wellicht de pijn wat verzachten. Ook zal het direct leiden tot forse verliezen op het buitenlandse vermogen. Het monetaire beleid zal in reactie op de appreciatie en de lagere inflatie van de NM ten opzichte van de euro enigszins paradoxaal waarschijnlijk moeten worden verruimd om een te forse appreciatie van de NM te voorkomen. Voor zover het buitenlandse vermogen van Markenland is belegd door pensioenfondsen, zien deze hun dekkingsgraden dalen door het geleden vermogensverlies en de gedaalde rentevoeten.

Ook Markenland ontkomt niet aan juridische procedures. Want voor zover buitenlandse klanten leningen bij in Markenland gevestigde banken hebben afgesloten, zien deze hun schulden als deze een-op-een worden omgezet in NM uitgedrukt in euro acuut sterk oplopen. Dat zullen zij niet accepteren. Zij zullen daarom naar alle waarschijnlijkheid hun schulden netjes in euro blijven bedienen, wat betekent dat de in Markenland gevestigde banken een verlies op hun kredietportefeuille moeten nemen.<sup>11</sup> Omgekeerd zullen buitenlandse crediteuren van de in Markenland gevestigde bedrijven en beleggers in door de overheid van Markenland en aldaar gevestigde bedrijven uitgegeven schuldpapier en aandelen juist verlangen dat hun vorderingen net als die van de ingezetenen van Markenland een-op-een worden omgezet in NM.

---

<sup>10</sup> Overigens moeten we er ook enigszins rekening mee houden dat financiële markten niet zullen begrijpen dat een land dat het binnen de eurozone zo goed doet als Markenland uit de eurozone wil vertrekken. Dat kan erin resulteren dat markten en rating agencies concluderen dat de beleidsmakers in Markenland nogal in de war zijn, wat het vertrouwen in de NM aanmerkelijk zou verzwakken.

<sup>11</sup> Ook hier speelt de eerder besproken juridische onzekerheid. De kans is groot dat de banken in Markenland door de euro-exit extra verliezen op hun kredietportefeuille zullen incasseren.

De voordelen voor een euro-exit zijn ook in het geval van Markenland bepaald niet evident.

### *Turbulentie vooraf*

De voorgaande scenario's gingen uit van de veronderstelling dat de beleidsmakers in respectievelijk Frankenland en Markenland de euro-exit in stilte konden voorbereiden en de buitenwereld van het ene op het andere moment konden verrassen met de exit. Deze veronderstelling is, zoals uitgelegd in voetnoot 2, zeer vergaand en zal in de praktijk geen opgeld doen. Want een euro-exit vergt behalve een langdurig en gecompliceerd wetgevingstraject ook een lange voorbereidingstijd voor de eerder genoemde praktische aangelegenheden.<sup>12</sup> Sowieso zal de politieke discussie over een eventuele euro-exit lang voordat deze een feit is al direct de aandacht trekken. In een zwak land als Frankenland zullen mensen hun banktegoeden zoveel mogelijk omzetten in contant geld, of proberen om deze spaargelden bij een bank in een andere lidstaat onder te brengen, om conversie naar NF te voorkomen. In Frankenland ligt derhalve een acute bank run op de loer, met een ernstige liquiditeitscrisis als gevolg. De enige partij die hier kan inspringen is de ECB, maar het is de vraag of die daar in dit geval toe bereid is. Evenmin ligt het voor de hand dat de EU bereid is om banken te hulp te schieten die in de problemen zijn geraakt doordat het land uit de EMU wil stappen, bijvoorbeeld met het Europese depositogarantiestelsel.

In Markenland zal zich daarentegen het omgekeerde voordoen, als mensen massaal hun contant geld inleveren om er zeker van te zijn dat al hun euro's bij een eventuele girale conversie automatisch worden omgezet in NM. Markenlandse beleggers zullen trachten om het geld dat zij in de rest van de eurozone hebben belegd te repatriëren. We mogen verwachten dat zij hierbij koersverliezen moeten incasseren. Bovendien zullen inwoners van andere delen van de eurozone wellicht proberen om hun spaartegoeden gauw in Markenland te beleggen om van de verwachte appreciatie te profiteren. Lang voordat een eventuele euro-exit kan worden bewerkstelligd, zal er al sprake zijn van grote onrust op de financiële markten.

### *Het beleid na de exit*

Als het exit-proces dan uiteindelijk is voltooid, rijst natuurlijk de vraag welk monetair beleid het uitgetreden land moet gaan voeren. Aangezien zowel Frankenland als Markenland in de geschetste scenario's nog steeds lid is van de EU en de interne markt, ligt een koppeling van hun nieuwe valuta aan de euro voor de hand. Wisselkoersstabiliteit is nu eenmaal bevorderlijk voor de internationale handel en voor beide uitgetreden landen is de EU nog steeds veruit hun belangrijkste handelspartner. Dan is een koppeling van hun nieuwe valuta aan de euro rationeel beleid. De landen gaan wat dat betreft dus vergelijkbaar beleid voeren als in de jaren voorafgaand aan de invoering van de euro. In die jaren koppelden alle lidstaten hun nationale munt steeds strakker aan de Duitse mark. Daarmee gaven zij hun monetaire autonomie verregaand op, omdat zij als gevolg van de valutakoppeling nu eenmaal het beleid van de Bundesbank moesten volgen. Als Frankenland en Markenland na de euro-exit hun valuta aan de euro koppelen, volgen hun centrale banken nog steeds het beleid van de ECB in Frankfurt, met als belangrijkste verschil met de huidige situatie dat zij geen stem meer hebben in het beleid van de centrale bank.

---

<sup>12</sup> Als voormalig projectleider voor de invoering van de euro bij de Rabobank in de jaren 1994 – 1999 meen ik hier enig recht van spreken te hebben.



## Evaluatie: wat dan wel?

Het hele idee dat een land in rust, dus zonder grote chaos op de financiële markten, de eurozone kan verlaten berust op een serieuze misvatting. Waarschijnlijk kan een zwak land met betalingsproblemen beter 'gewoon' in gebreke blijven op zijn schulden en in het ESM, of desnoods met de Clubs van respectievelijk Londen en Parijs een herstructurering uitonderhandelen.<sup>13</sup> Voor een sterk land is het al helemaal irrationeel om uit de euro te willen stappen. Zo'n land kan zich beter richten op beleid dat de eurozone sterker maakt, met meer marktdiscipline.

In de huidige situatie kunnen de lidstaten zich namelijk vrij eenvoudig onttrekken aan marktdiscipline omdat de ECB telkens ingrijpt zodra zij vreest dat het voortbestaan van de eurozone in gevaar komt. De centrale bank is onbedoeld de belangrijkste bron van *moral hazard* in de eurozone geworden. Dit is overigens met nadruk geen verwijt aan de centrale bank. Zij is ongewild in deze positie terecht gekomen doordat de meeste lidstaten zich slecht houden aan de gemaakte beleidsafspraken, maar tegelijkertijd ook geen maatregelen nemen om de eurozone te versterken. Zeker een grote lidstaat als Italië, maar ook Spanje, Frankrijk of Duitsland, kan de beleidsafspraken van het Stabiliteits- en Groeipact (SGP) verregaand aan zijn laars lappen in de wetenschap dat de ECB het land zal uitkopen, mocht het in de problemen komen. Een belangrijke achterliggende oorzaak is dat de eurozone een goed ontwikkelde kapitaalmarkt ontbeert. Vooral de afwezigheid van een zogeheten *common safe asset* speelt de eurozone al decennia parten. Als er spanningen in de markt optreden en beleggers vluchten uit bijvoorbeeld Italiaans papier, beleggen zij deze middelen vaak in Duits staatspapier. Het gevolg van deze beweging is dat de rente op Italiaans staatspapier oploopt, terwijl die op Duits papier daalt. Die bewegingen zijn vrij heftig, omdat de markt voor Duitse overheidsobligaties relatief klein is. De eurozone is de enige majeure economie in de wereld waarin de centrale bank haar open-marktbeleid moet uitvoeren zonder een goed ontwikkelde, economie-brede markt voor overheidspapier. Dat die markt er na meer dan twintig jaar nog nauwelijks is, is een dure beleidsfout.<sup>14</sup> Dat de euro desondanks nog steeds bestaat, geeft tegelijkertijd aan dat de lidstaten als puntje bij paaltje komt het grote strategische belang van de euro wel degelijk blijken in te zien. Maar een ongeluk zit in een klein hoekje.

Als de ECB haar monetaire beleid kan uitvoeren zonder dat zij haar open-markttransacties moet verrichten in het door de lidstaten uitgegeven schuld papier, wordt de situatie al snel beter. Als de eurozone eindelijk een goede benchmark krijgt, zoals de VS de markt voor Treasuries heeft, is het fragmentatierisico van de euro verdwenen. Zoals eerder uiteengezet, ligt de ontwikkeling van deze markt binnen handbereik en vergt deze niet per definitie een verdere mutualisering van de staatsschuld van de lidstaten (Boonstra & Van Geffen, 2022). De ECB kan deze markt snel zelf ontwikkelen door obligaties uit te geven, waarmee de kapitaalmarkt eindelijk van een goede

---

<sup>13</sup> De Club van Parijs is een internationaal gremium dat bemiddelt tussen kredietverstrekende landen en landen die deze verstrekte kredieten niet of nauwelijks kunnen terugbetalen. De club werd in 1956 opgericht door negentien landen waarbij Argentinië schulden had. De Club van Londen is vergelijkbaar met de Club van Parijs. Bij deze laatste zijn het uitsluitend overheden die aan beide kanten van de tafel de onderhandelingen voeren terwijl bij de Club van Londen banken de onderhandelingspartner zijn (bron: Wiki[pedia]).

<sup>14</sup> De uitgifte van door alle lidstaten gegarandeerde publieke schuld op EU-niveau wordt in het debat vaak ten onrechte gelijkgesteld aan een opmaat naar een zogeheten 'transferunie'. Dit is niet terecht, want er zijn verschillende manieren om een dergelijk instrument in te voeren, die in principe losstaan van de vraag of al dan niet verdere budgettaire integratie nodig is (Boonstra & Thomadakis, 2020). Het besef dat de aanwezigheid van een EMU-brede benchmark op zichzelf van cruciaal belang is voor de stabiliteit van de eurozone dringt maar heel langzaam door tot beleidsmakers.

benchmark is voorzien. Het open-marktbeleid kan zij vanaf dat moment uitvoeren in haar eigen effecten, wat internationaal een veel voorkomende situatie is. Als een lidstaat de rente op de staatsschuld dan te ver ziet oplopen, kan de ECB aan de zijlijn blijven staan, waar zij in dit geval hoort, en de marktdiscipline zijn werk laten doen. Indien de beleidsmakers van de betreffende lidstaat dan niet bijtijds kunnen of willen bijsturen, kan het land er in het uiterste geval voor kiezen zijn staatsschuld te herstructureren.<sup>15</sup> Dat zal nog steeds een pijnlijk proces zijn, maar aanmerkelijk minder pijnlijk dan een euro-exit.

## **Literatuur**

Boonstra, W.W. & B. van Geffen (2022), Monetaire normalisering biedt kans om eurozone substantieel te versterken, ESB No 4812, 25 augustus 2022, pp. 356 – 359

Boonstra, W.W. & A. Thomadakis (2020), Creating a common safe asset without eurobonds, CEPS ECMI Policy Brief 29, December 2020

---

<sup>15</sup> Uiteraard kan een lidstaat met betalingsproblemen zich ook nog onder het Europese Stabiliteitsmechanisme (ESM) wenden tot de andere lidstaten voor hulp. Maar het is cruciaal dat de ECB in dergelijke onderhandelingen geen eigen rol meer speelt.