

# De baten van de euro bij Nederlandse bedrijven: een impressie

*Vóór de invoering van de euro bleek uit peilingen van de Nederlandsche Bank (DNB) dat ondernemers relatief positief over de euro waren, daar deze onder meer kostenbesparingen, minder wisselkoersonzekerheid, meer markttransparantie, een grotere afzetmarkt en meer financieringsmogelijkheden zou opleveren. Hebben de verwachte voordelen zich voorgedaan? In dit artikel wordt aandacht besteed aan de ervaringen van bedrijven in Nederland. Op basis van een dertigtal bedrijfsbezoeken en gesprekken met tien vertegenwoordigers van accountantsorganisaties blijkt dat ondernemers substantiële voordelen signaleren, al zijn deze niet exact te kwantificeren. Lagere transactie- en administratiekosten, minder kosten voor het afdekken van valutarisico's en lagere tarieven voor grensoverschrijdende betalingen hebben een gunstig effect op het bedrijfsresultaat. Enkele bedrijven vermelden dat de internationale kapitaalmarkt toegankelijker is geworden, hetgeen de financieringsmogelijkheden heeft verruimd. De euro heeft volgens bedrijven de prijstransparantie in het eurogebied doen toenemen. Voor sommige ondernemingen beperkt dit de mogelijkheden tot prijsdifferentiatie en prijsdiscriminatie, voor andere maakt het een scherpere inkoop mogelijk. Een deel van de bedrijven neemt een zekere prijsconvergentie waar. De euro heeft volgens geïnterviewden tot dusverre nauwelijks geleid tot een groter handelsvolume met de andere EMU-landen. Tenslotte acht het merendeel van de ondernemingen verdergaande integratie en harmonisatie in de EU wenselijk, vooral wat betreft de fiscale wetgeving.*

## **Inleiding**

Via het regionale netwerk van de Bankkantoren is onderzocht in hoeverre Nederlandse bedrijven baat hebben van de invoering van de euro. Het onderzoek is verkennend en kwalitatief van aard door informatievergarig uit gesprekken met ondernemers in het tweede halfjaar van 2003. Er is gesproken met een dertigtal managers uit het Nederlandse bedrijfsleven en met tien vertegenwoordigers van prominente accountantsorganisaties. De gesprekken vonden plaats met bedrijven in de industrie (10), de detailhandel (6), de groothandel (4), het transport (4), de bouwnijverheid (2) het toerisme (1), alsmede met lokale banken (3). De bedrijven waren verschillend van omvang, variërend van enkele grote multinationals tot middelgrote en kleinere bedrijven. Verreweg de meeste hebben internationale activiteiten, wat ook geldt voor de bedrijven in de groot- en detailhandel.

De uitkomsten van de gesprekken suggereren dat een deel van de verwachte voordelen van de euro nu, enkele jaren na de invoering, zichtbaar zijn. Ondernemers uit verschillende bedrijfstakken zijn overwegend positief over de gemeenschappelijke munt, waarbij zij zich baseren op de inmiddels waargenomen en op korte termijn verwachte voordelen. De invoering van de euro ging voor het leeuwendeel van de ondernemers gepaard met aanzienlijke kosten en vergde veel tijd en moeite, zoals het omprijzen, het omzetten van administratieve systemen en automatisering. Uit de gesprekken komt naar voren dat de baten van de euro niet goed in kaart zijn te brengen en veel minder zichtbaar zijn dan de bij de omwisseling gemaakte kosten. De voor- en nadelen die worden genoemd worden zelden gekwantificeerd. Dat houdt waarschijnlijk verband met het feit dat bedrijven de invoering als onomkeerbaar beschouwen, zodat zij geen kosten-batenanalyses hebben uitgevoerd.

In het navolgende wordt een overzicht gegeven van de baten van de invoering van de euro zoals deze uit de gesprekken naar voren zijn gekomen. Vanwege het kwalitatieve karakter van het onderzoek gaat het slechts om bepaalde impressies. Daarbij dienen bevindingen in de recente literatuur als achtergrond.

## **Effecten van de euro**

### *Administratie- en transactiekosten, wisselkoersonzekerheid*

Met name ondernemingen met grensoverschrijdende activiteiten, bedrijven in de grensregio's en gesprekspart-

ners uit de transportsector, alsmede een reisorganisatie, geven aan veel voordelen te ondervinden van de euro. Het werken met de ene munt vereenvoudigt de boekhouding, vermindert het aantal valutatransacties en reduceert daarmee de administratie- en transactiekosten aanzienlijk. Verslaggeving, rapportage en consolidatie in één munt bespaart tijd, moeite en kosten. Slechts voor transacties buiten het eurogebied worden nog valuta gewisseld. En dat is niet eens altijd het geval, aangezien de euro ook als internationaal betaalmiddel terrein wint. Bij een transportbedrijf heeft de euro geresulteerd in een forse efficiëntieslag, omdat chauffeurs niet meer een veelheid aan valuta op zak hoeven te hebben. Het bedrijf kan nu met twee medewerkers minder volstaan. De voordelen die ondernemingen signaleren worden meestal niet in financiële termen geduid. Banken ontvangen na de invoering van de euro minder inkomsten uit valutatransacties. Ook een reisorganisatie, die een afdeling valutazaken exploiteerde, ziet door de komst van de euro een deel van haar winst teruglopen.

Vrijwel alle ondernemers met internationale bedrijfsactiviteiten geven aan gebaat te zijn bij het niet meer hoeven afdekken van valutarisico's in het eurogebied. De euro zorgt voor 'rust aan het valutafront', met vermindering van de kosten van risicoafdekking. De wisselkoersonzekerheid rond de lire en de peseta is passé, tot tevredenheid van enkele gesprekspartners. Ook buiten het eurogebied wordt in toenemende mate in euro's gerekend, waardoor het valutarisico vaker bij de tegenpartij komt te liggen. Zo stelt een groothandel de facturen aan haar Scandinavische klanten nog slechts in euro's op. Een reisorganisatie noteert de contracten met partners in Turkije in euro's en hetzelfde is meer en meer het geval in Egypte. Amerikaanse rederijen geven zelfs de keus tussen betaling in de dollar en de euro, terwijl financiële transacties met China in toenemende mate plaatsvinden in euro's.

De invoering van de euro heeft voor bedrijven ook de kosten van het grensoverschrijdende betalingsverkeer binnen de Europese Unie verminderd. De Europese 'Verordening grensoverschrijdend betalen in euro' van de Europese Commissie uit 2001 stelt dat banken per 1 juli 2002 voor grensoverschrijdende kaartbetalingen tot eur 12.500, hetzelfde tarief moeten berekenen als voor binnenlandse kaartbetalingen. Onder druk hiervan heeft het Europese bankwezen zich ten doel gesteld om vóór 2010 een uniforme eurobetaalruimte vorm te geven. De uitbreiding medio 2003 van deze verordening voor overschrijvingen, heeft tot gevolg gehad dat voor grensoverschrijdende girale betalingen van Nederlandse bedrijven binnen de eu tot

genoemd bedrag, de betaaltarieven aanzienlijk zijn gedaald. Met name voor kleinere importerende bedrijven is dit een voordeel. Illustratief is in dit verband de mededeling van een supermarktketen dat zij omvangrijke betalingen binnen de eu zoveel mogelijk in kleine bedragen splitst om op die manier kosten te besparen.

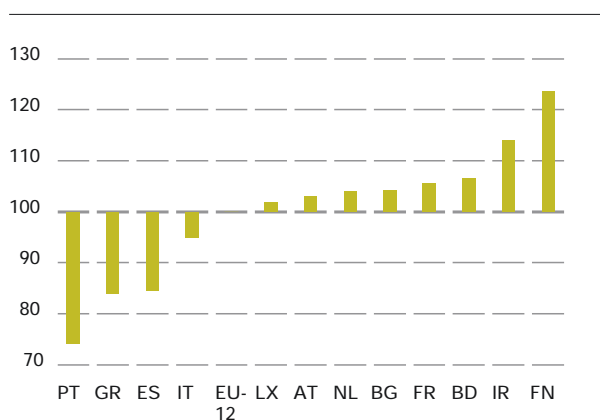
#### *Prijstransparantie en prijsconvergentie*

Met de voortgaande integratie van Europa en de vorming van de monetaire unie is op basis van de 'Law of One Price' een tendentie tot convergentie van prijsniveaus van verhandelbare, identieke goederen in de emu-landen te verwachten. Er zijn echter ook voor identieke, verhandelbare goederen nog steeds belangrijke prijsverschillen tussen de afzonderlijke landen. Dit is toe te schrijven aan onder meer onvolledige (internationale) marktwerking, invoerrechten, transportkosten en niveauverschillen in productiviteit, arbeidskosten en (indirecte) belastingen. Binnen het eurogebied varieert het gemiddelde prijsniveau tussen de landen aanzienlijk en hebben de zuidelijke lidstaten een lager prijsniveau dan het gemiddelde van het eurogebied. Het hoogste prijsniveau (Finland) lag over de periode 1999-2002 circa 67% hoger dan dat van Portugal (grafiek 1).

Rogers (2002) heeft de prijsontwikkeling van een honderdtal verhandelbare goederen in Europa in de periode 1990-2002 geanalyseerd en constateert een aanzienlijke prijsconvergentie: de standaarddeviatie, als maatstaf voor de spreiding, halveert. De prijsconvergentie doet zich grotendeels voor in de eerst helft van genoemde periode. Na 1998, in de emu-periode, is deze geringer. De auteur schrijft de geconstateerde prijsconvergentie toe

#### **Grafiek 1 Relatieve prijsniveaus**

eu-12 = 100, periode 1999-2002



Bron: Eurostat.

aan de inwerking van 'reële' factoren: harmonisatie van btw-tarieven, convergentie van inkomens en een toegenomen openheid van de economie. Bij niet-verhandelbare goederen werd, zoals valt te verwachten, geen convergentie in de prijzen waargenomen.<sup>1</sup>

Op microniveau is in dit verband de auto-industrie relevant, als schoolvoorbeeld van marktsegmentatie en handelsbelemmeringen (invoertarieven, kwaliteitsrestricties, registratiebeperkingen, selectieve distributie) waardoor de prijzen van identieke auto's tussen landen sterk uiteenlopen. De Europese Commissie heeft stappen ondernomen om de concurrentiebeperkende maatregelen van fabrikanten weg te nemen en de integratie van de desbetreffende markten in de eu-landen te bevorderen. Goldberg & Verboven (2001) hebben voor de periode 1970-2000 de prijsontwikkeling van auto's onderzocht in de Europese auto-industrie. Uit deze studie blijkt dat in genoemde periode de verschillen in autoprijzen tussen de landen zijn verminderd. De Franse en Engelse autoprijzen zijn ten opzichte van de Belgische (als referentie) jaarlijks gemiddeld met 0,7% gedaald en de Italiaanse met 1,5%, terwijl de Duitse autoprijzen licht zijn gestegen. Niettemin zijn er belangrijke lange termijn prijsverschillen, wat wijst op een effectieve marktsegmentatie.<sup>2</sup>

In de eerder gememoreerde gesprekken van dnb met bedrijven, is ook gevraagd naar de eventuele effecten van de invoering van de euro op prijstransparantie en prijsconvergentie. Daaruit komt naar voren dat het merendeel van de bedrijven constateert dat de euro de prijstransparantie heeft vergroot. Slechts weinig bedrijven geven aan dat zij daardoor meer concurrentie ondervinden. Het aantal ondernemers dat prijsconvergentie waarneemt is ongeveer gelijk aan het aantal dat dit niet waarneemt. Van toegenomen prijsconvergentie is met name sprake in de grensregio's. De meeste gesprekspartners verwachten dat prijsconvergentie op termijn zal plaats vinden, afhankelijk van het tempo waarmee de economische en politieke integratie voortschrijdt. Een manager uit de voedings- en genotmiddelenindustrie stelt dat prijscomponenten als accijnzen, subsidies en milieukosten internationaal dermate verschillen, dat prijstransparantie en prijsconvergentie irreal is. Overheidsoptreden speelt een essentiële rol in de totstandkoming van prijzen, bevestigt een logistiek dienstverlener, die eveneens sceptisch is over een eventuele prijsconvergentie in het eurogebied.

Niet elke ondernemer juicht de toegenomen prijstransparantie toe. Met name internationaal opererende bedrijven geven aan de toegenomen transparantie als nadelig te ervaren, omdat deze de mogelijkheid tot

prijisdifferentiatie en prijsdiscriminatie tussen landen vermindert. Zo voerde een bedrijf in de detailhandel vóór het eurotijdperk een verschillend prijsbeleid per land. In Duitsland werden voor de prijzen in merken dezelfde bedragen aangehouden als in Nederlandse gulden. Daardoor waren de prijzen en daarmee de winstmarges circa 10% hoger dan in Nederland. In België was de prijs in franken ook hoger dan in Nederland, omdat in België een hoger btw-percentages wordt afgedragen. Na de invoering van de euro werden aanvankelijk naar land verschillende prijzen gehanteerd, maar in de transparanter geworden markt accepteerden de klanten dit niet. In reactie hierop heeft het bedrijf alsnog gekozen voor één europrijs in alle landen. Dat betekent dat de prijzen in Duitsland zijn verlaagd en dat hier marge is ingeleverd. Indien de afzetmarkt geografisch gescheiden is, kan nog wel een strategie van prijsdiscriminatie worden gevoerd. Een producent van voedingsmiddelen hanteert een strikte scheiding tussen de Noord- en Zuid-Europese markt. Anderzijds stellen bedrijven ook te profiteren van prijstransparantie, omdat zij nu scherper kunnen inkopen dan voor de invoering van de eenheidsmunt.

#### *Intra-EMU handel*

De verwachting is dat de invoering van de euro de handel tussen de emu-landen zal stimuleren vanwege het wegvallen van het wisselkoersrisico en van de kosten van valutatransacties. Blijkens de gevoerde gesprekken hebben bedrijven hun handel binnen het eurogebied niet in betekenende mate geïntensiveerd, noch hebben zij hun handelsrelaties verschoven van buiten naar binnen het eurogebied. Diverse gesprekspartners stellen dat het wegvallen van de binnengrenzen in Europa het handelsverkeer al sterk heeft doen toenemen en dat de euro hier weinig aan toevoegt. Taal- en cultuurverschillen blijken in de praktijk meer een handelsbarrière te vormen dan valutaverschillen. Meerdere ondernemers stellen dat handelsrelaties niet intensiever, maar wel eenvoudiger zijn geworden. Vooral de inkoopactiviteiten zijn eenvoudiger en daarmee goedkoper geworden. De ene munt prikkelt ondernemers wel om Europa te verkennen, aldus de directeur van een grote internationale transportonderneming.

De laatste jaren zijn er diverse studies verschenen omtrent het effect van de invoering van de euro op de handel tussen de emu-landen. Nu de emu enkele jaren bestaat is er de mogelijkheid het effect op het handelsvolume van de deelnemende landen te toetsen aan de hand van gegevens uit de emu-periode. De uitkomsten van deze studies zijn samengevat in tabel 1.

**Tabel 1** Effect van de invoering van de euro op het handelsvolume in het eurogebied

Procentuele mutaties

	Korte termijn	Lange termijn
Bun & Klaassen (2002)	7	38
De Nardis & Vicarelli (2003)	9 à 10	19
Micco, Stein & Ordoñez (2003)	9	34

Bun & Klaassen (2002) concluderen dat de euro het volume van de intra-emu export significant verhoogt, met 7% na twee jaar. Op lange termijn loopt het cumulatieve effect op tot 38%, waarvan de helft na zeven jaar is doorgewerkt. De Nardis & Vicarelli (2003) komen op 9 à 10% groei van de intra-emu handel op korte termijn en 19% op lange termijn. In de studie van Micco *cs* (2003) bedraagt het effect van de euro op het handelsvolume op korte termijn 9% en op lange termijn 34%.

Afgaande op deze studies zou het effect van de invoering van de euro op de handelsstromen op korte termijn niet zijn te verwaarlozen en op lange termijn aanzienlijk zijn. Dit staat in zeker contrast tot de eerder gememoreerde uitspraken van Nederlandse ondernemers, dat zij hun intra-emu handel door de invoering van de euro niet in betekenende mate hebben geïntensiveerd. Inspectie van de cijfers van het gerealiseerde intra-emu handelsvolume van Nederland wijst niet op een blijvende uitbreiding van het handelsvolume in de emu-periode. In Duitsland, Oostenrijk en België is in deze periode wel een uitbreiding van het handelsvolume met andere emu-lidstaten waar te nemen.

#### *Financieringsmogelijkheden*

In zijn algemeenheid is een onderscheid te maken naar landen waar financiering van bedrijven vooral plaatsvindt via bankkrediet en landen waar dit via de kapitaalmarkt geschiedt door uitgifte van aandelen en obligaties. Het financiële systeem van Japan is sterk bankgericht, terwijl in de Verenigde Staten het accent ligt op de financiering via de financiële markten. Het eurogebied neemt een middenpositie in, waarbij met name Duitsland relatief sterk bankgeoriënteerd is.

In de twee laatste decennia heeft zich in continentaal Europa – en ook in Nederland – een verschuiving voorgedaan van financiering door bankkrediet naar financiering via aandelen en obligaties. Deze ontwikkeling is toe te schrijven aan de voortgaande economische integratie, het wegnemen van belemmeringen in het

internationale kapitaalverkeer en de verbetering van de informatie- en communicatietechnologie (Rajan & Zingales, 2003). Met name in 1999 en 2000 hebben Europese bedrijven grote bedragen op de kapitaalmarkt opgenomen. Belangrijke redenen hiervoor waren de toegenomen financieringsbehoefte vanwege fusies en overnames en de aankoop van umts-vergunningen, factoren die niet eurogerelateerd zijn. Het is moeilijk te zeggen of daarnaast de euro een afzonderlijke factor is geweest. Wel kan de euro deze processen hebben versterkt door grensoverschrijdende Europese fusies te stimuleren, financiering via een eurobrede kapitaalmarkt mogelijk te maken en door de convergentie naar lagere rentestanden. Daarnaast zijn er indicaties dat de invoering van de euro via het proces van toenemende convergentie, stabiliserend heeft gewerkt op de koersontwikkeling van aandelen op de Italiaanse en Spaanse effectenbeurzen (Morana & Beltratti, 2002).

De afgelopen jaren heeft de markt voor bedrijfsobligaties zich in Europa snel ontwikkeld, met groeicijfers van gemiddeld 10% per jaar. Het lijkt aannemelijk dat deze sterke groei mede is toe te schrijven aan een katalyserende rol van de euro. Door het wegvallen van valutarisico's is een belangrijke hindernis voor de vorming van één Europese obligatiemarkt weggefallen en hebben bedrijven toegang gekregen tot een brede, diepe en liquide beleggingsmarkt waarin grote obligatie-emissies kunnen worden geplaatst. Opvallend is dat de markt voor bedrijfsobligaties vanaf 1998 in het eurogebied sterk is gegroeid, wat niet het geval is bij de Europese landen die de euro niet hebben ingevoerd (Rajan & Zingales, 2003). Er zijn aanwijzingen dat de euro de groei van de markt voor bedrijfsobligaties direct en indirect heeft gestimuleerd. Admiraal & De Bondt (2004) schatten dat 2<sup>1/2</sup>% van de jaarlijkse groei van de markt van bedrijfsobligaties, via een hogere financieringsbehoefte voor fusies en overnames, is toe te schrijven aan de invoering van de euro. Daarnaast is er een direct, blijvend effect van jaarlijks 5<sup>1/2</sup>% op de uitgifte van bedrijfsobligaties door niet-monetaire financiële ondernemingen, met name securitisatie-transacties.

In de gesprekken met bedrijven heeft dnb de vraag aan de orde gesteld of de invoering van de euro de financieringsmogelijkheden heeft verruimd. De antwoorden van de gesprekspartners laten een verdeeld beeld zien. Zo vermelden twee multinationals in de verwerkende industrie en een internationaal werkend transportbedrijf, dat de internationale kapitaalmarkt door de euro toegankelijker is geworden en dat zij profiteren van de toegenomen breedte en diepte van de kapitaalmarkt. De omvang van de financiering is groter geworden omdat

nu grotere bedragen zijn te plaatsen. Volgens een commerciële bank heeft de invoering van de euro de liquiditeit van bepaalde financiële markten en de financieringsmogelijkheden van bedrijven vergroot. Deze bank wijst erop dat de euro de reputatie van de zuidelijke lidstaten sterk heeft verbeterd. Securitatie van staats-eigendommen in Italië ten bedrage van miljarden euro's zou in de markt niet zijn gelukt als de lire er nog was geweest. Een groothandel en een textielproducent stellen daarentegen dat de invoering van de euro niet heeft geleid tot een verruiming van de financieringsmogelijkheden. Een grote commerciële bank komt tot dezelfde conclusie. Het geheel overziende is er een verschil in perceptie over de vraag of de euro de financieringsmogelijkheden van bedrijven heeft verruimd. Deels hangt dit samen met de omvang en/of de internationale oriëntatie van de desbetreffende bedrijven.

### **Toekomstverwachtingen**

Het merendeel van de bedrijven acht verdergaande integratie en harmonisatie in de Europese Unie wenselijk, vooral wat betreft het fiscale beleid. Bedrijven zien de huidige verschillen in fiscale stelsels als een obstakel voor succesvolle economische integratie. Een aantal ondernemers hoopt dat de euro het proces van belastingharmonisatie in het eurogebied zal stimuleren, maar sommigen zijn op dit punt sceptisch. Een grote internationale transportonderneming stelt dat het bedrijfsresultaat aanzienlijk verbeterd zou kunnen worden indien er in Europa een uniform vennootschapsbelastingstelsel zou komen.

Een gering aantal ondernemers verwacht dat de gemeenschappelijke munt en de verdergaande Europese integratie op termijn zal leiden tot productstandaardisatie. Veel gehoorde voorwaarden hiervoor zijn prijstransparantie, harmonisatie van kwaliteitseisen en van nationale wetgeving. Naleving van regels en eventuele sancties vormen hiervoor de randvoorwaarden. Zolang er niet één geïntegreerde Europese markt bestaat, zal productstandaardisatie niet plaatsvinden. Ondernemingen verwachten dat de euro op lange termijn een katalyserende werking heeft op het proces van economische en politieke integratie, harmonisatie van wet- en regelgeving en standaardisatie van productveristen.

Diverse gesprekspartners geven aan dat de invoering van de euro geen invloed heeft op hun werkwijze en strategie als onderneming. Ook banken hebben niet de indruk dat bedrijven door de euro anders zijn gaan wer-

ken. Productieverplaatsingen naar de landen van Midden- en Oost-Europa worden niet door de euro, maar door de lagere arbeidskosten geïnduceerd.

### *Conclusies*

*Uit gesprekken met bedrijven over de baten van de euro werden de volgende indrukken verkregen:*

- Veel bedrijven geven aan dat de euro de administratieve en transactiekosten aanzienlijk heeft verminderd. Internationaal werkende bedrijven zijn gebaat bij het niet meer hoeven afdekken van valutarisico's.*
- Een aantal bedrijven stelt dat de internationale kapitaalmarkt door de invoering van de euro toegankelijker is geworden.*
- Volgens ondernemers is door de euro de prijstransparantie in het eurogebied toegenomen. Dit beperkt de mogelijkheden tot prijsdifferentiatie en prijsdiscriminatie, maar betekent ook dat ondernemers scherper kunnen inkopen.*
- Een deel van de geïnterviewde ondernemers neemt prijsconvergentie ten gevolge van de euro waar, vooral in de grensregio's.*
- De euro heeft de handel met andere EMU-landen volgens geïnterviewde ondernemers tot op heden nauwelijks gestimuleerd. Afgaande op sommige studies zou er op lange termijn echter een aanzienlijk effect van de euro op de intra-EMU handel kunnen uitgaan.*
- Het merendeel van de ondernemingen acht verdergaande integratie en harmonisatie in de EU wenselijk, vooral wat betreft de fiscale wetgeving.*

### Literatuur

- Admiraal, M.W.M. & G. de Bondt** (2004): De bedrijfsobligatiemarkt in het eurogebied en de rol van de euro. *Economisch Statistische Berichten*, 5-3, blz 110-113.
- Bun, J.G. & F.J.G.M. Klaassen** (2002): Has the Euro Increased Trade? Universiteit van Amsterdam/Tinbergen Instituut, 10 oktober.
- Froot, K.A., M. Kim & K. Rogoff** (1995): The Law of One Price over 700 years, nber Working Paper No. 5132.
- Goldberg, P.K. & F. Verboven** (2001): Market Integration and Convergence to the Law of One Price: Evidence from the European Car Market, Yale University/ nber & Catholic University of Leuven/ cepr.
- Micco, A., E. Stein & G. Ordoñez** (2003): The currency union effect on trade: early evidence from emu. R. Baldwin, G. Bertola & P. Seabright (eds): emu:

Assessing the impact of the euro. cepr, Blackwell Publishing Ltd, 2003, blz 23-64.

**Morana, C. & A. Beltratti** (2002): The effects of the introduction of the euro on the volatility of European stock markets. *Journal of Banking & Finance* 26, blz 2047-2064.

**Nardis, S. de & C. Vicarelli** (2003): Currency Unions and Trade: The Special Case of emu. *Review of World Economics*, vol. 139 (4), blz 625-649.

**Rajan, R. G. & L. Zingales** (2003): Banks and Markets: the Changing Character of European Finance. V. Gaspar, P. Hartmann & O. Sleijpen (red): The transformation of the European Financial System. ecb, Frankfurt, blz 123-167.

**Rogers, J.** (2002): Monetary union, price level convergence, and inflation: How close is Europe to the United States?, *International Finance Discussion Paper No. 740*, Washington dc.

1 Froot cs (1995) constateren over een periode van 700 jaar persistente afwijkingen in de prijzen van agrarische producten en zilver tussen Nederland en Engeland, die in vroeger eeuwen even groot waren als nu.

2 Ten opzichte van België: in Engeland 17%, in Duitsland en Italië 10% en in Frankrijk 5%.