

Position paper over de toekomst van de euro

Bijdrage W.W. Boonstra aan het rondetafelgesprek met de commissie financiën d.d. 13 februari 2023. De in deze paper neergelegde opvattingen zijn voor de volle 100 procent die van mijzelf.

Inleidende opmerkingen

Ik heb een positieve grondhouding ten opzichte van de Europese integratie. Een samenhangend Europa is een groot economisch blok en is dat over een halve eeuw nog steeds. Een versplinterd Europa is op termijn niet relevant meer. Demografische en economische ontwikkelingen maken dat opkomende markten langzaam maar zeker de traditionele G-10 landen zullen overvleugelen. De EU zal ook over 50 jaar nog in de top drie van grootste economieën staan. Het is echter nog maar de vraag of individuele Europese landen rond die tijd nog in de lijst van de G-10 staan. De meeste zullen er uit verdwenen zijn. Het is in ons eigen belang om de Europese samenwerking goed in stand te houden, om onze gedeelde waarden waar het gaat om vrijheid met kracht te kunnen blijven uitdragen.

De Europese Unie bevat landen die in een aantal opzichten behoorlijk divers zijn. Die diversiteit moeten wij koesteren en onderkennen. Het is geen goed idee om landen geforceerd snel naar elkaar toe te laten groeien. De eurozone is dan ook geen optimaal valutagebied, zoals vaak wordt gesteld. Die constatering is terecht, maar weinig relevant. Valutagebieden zijn boven alles politieke entiteiten. De Verenigde Staten hebben er ook lang over gedaan om tot een samenhangend valutagebied te komen. De eerste succesvolle Amerikaanse centrale bank, de Federal Reserve, dateert uit 1913. De eurozone heeft van meet af aan een centrale bank gehad en die is in veel opzichten behoorlijk succesvol geweest. In veel opzichten is het in Europa juist erg snel gegaan. Dat is reden om af en toe even een pas op de plaats te maken en te consolideren wat is bereikt. Daarom zou daar op dit moment het accent op moeten liggen: zorgen dat de eurozone beter functioneert dan zij nu doet. Generaties na ons zullen moeten besluiten hoe ver zij willen gaan met verdere politieke integratie.

In het vervolg van deze notie bespreek ik enkele vraagstukken die spelen binnen de eurozone, enkele misvattingen en de m.i. beste oplossingen voor gesignaleerde problemen.

De euro: een zwakke valuta?

Verhalen dat de euro een zwakke valuta is ('het is net de lire') kunnen naar het rijk der fabelen worden verwezen. De wisselkoers van de euro heeft de afgelopen decennia grofweg gefluctueerd tussen de 0,80 dollar en 1,60 dollar. De euro is de valuta van één van de grootste en rijkste economieën ter wereld. De externe positie van de eurozone is min of meer in evenwicht, net als de internationale vermogenspositie. De inflatie in ons land heeft in het eurotijdperk gemiddeld niet hoger gelegen dan in het tijdperk van de gulden. De huidige hoge inflatie zou ook los van de euro zijn opgetreden, de oorzaak ligt vooral bij externe factoren. De ECB had sneller kunnen beginnen met het verkrappen van het beleid, maar in vergelijking met eerdere grote externe inflatoire schokken, zoals de energiecrises uit de jaren '70 of de Duitse eenwording, doet zij het nog niet zo slecht.

Is de ECB onderdeel van de problemen binnen de eurozone?

Helaas inmiddels wel, maar zij kon daar niet veel aan doen. De Europese centrale bank is onbedoeld de belangrijkste bron van *moral hazard* binnen de eurozone geworden. Ik wil hier benadrukken dat dit vooral is veroorzaakt door het gedrag van Europese politici. Veel landen houden zich slecht aan de gemaakte afspraken ten aanzien van het begrotingsbeleid, zoals vastgelegd in het Stabiliteits- en groeipact (SGP). Ofschoon de discussie zich hier de laatste jaren vooral richt op de vermeende zwakke lidstaten (i.c. Griekenland en Italië) mag niet worden vergeten dat ook Duitsland en Frankrijk in het verleden de spelregels van het SGP hebben geschonden. De ECB heeft in de jaren na de financiële crisis en de eurocrisis met haar interventies de euro bij elkaar gehouden en een grotere crisis voorkomen. De ECB is nu eenmaal de enige Europese instelling die een maatregel kan aankondigen en direct kan effectueren. Politieke processen vergen per definitie nu eenmaal meer tijd. Dit is geen verwijt, maar een constatering.

Het hierdoor ontstane probleem is echter wel, dat veel beleidsmakers inmiddels in de verwachting leven dat de ECB, als puntje bij paaltje komt, altijd zal inspringen als de renteversillen op de door de lidstaten uitgegeven staatsschuld te ver oplopen. Dit alles heeft de marktdiscipline binnen de EMU ondermijnd. Zo werd het vorig jaar door de ECB aangekondigde zogeheten *Transmission Protection Instrument (TPI)* in de markt al snel aangeduid als '*To Protect Italy*'.

De oplossing van dit probleem is in de kern eenvoudig: de ECB moet stoppen met het opkopen van door de lidstaten uitgegeven staatsleningen. Zo nodig moet hiertoe het mandaat van de ECB (en dus het Verdrag) worden aangepast. Een belangrijke kanttekening bij deze oplossing: eerst moeten de omstandigheden worden gecreëerd waarin de ECB haar open-marktbeleid kan uitvoeren zonder dat zij daartoe aan- of verkopen van staatsschuld nodig heeft.

De afwezigheid van een EMU-brede *common safe asset*: een kapitaalmarkt zonder ruggengraat

De ECB is de enige grote centrale bank ter wereld die monetair beleid moet voeren in financiële markten zonder een marktbrede *benchmark*. De Amerikaanse Fed kan haar beleid voeren in de markt voor Treasuries, de Bank of England in *Guilts* en de Bank of Japan in Japanse staatsleningen. De eurozone heeft geen equivalent van vergelijkbare EMU-brede hoogwaardige staatsleningen. Dit is een ernstige handicap. De afwezigheid van een dergelijke markt houdt het fragmentatie-risico in de eurozone overeind. Het houdt de eerder genoemde *moral hazard* in stand. Het is ook een belangrijke reden voor de kwakkelende internationale positie van de euro. En het meeste van de energie die wordt gestopt in de ontwikkeling van een Europese Kapitaalmarktunie is zonder benchmark verspilde moeite.

De uitgifte van EMU-breed hoogwaardig schuld papier wordt vaak gezien als de opmaat naar een zogeheten transferunie. Dit is niet terecht. De eerste ideeën om gemeenschappelijk EMU-breed schuld papier uit te geven waren juist bedoeld om de EMU van een stevig fundament te voorzien, inclusief een mechanisme om de begrotingsdiscipline van de lidstaten te versterken. Het ging met nadruk om wat later conditionele eurobonds is gaan heten (Boonstra, 1989; Muelbauer, 2013). Tijdens de eurocrisis werden de eurobonds echter onderdeel van een debat om zwakkere lidstaten toegang tot financiering van hun overheidsschuld te geven. Hier zijn de sterkere lidstaten terecht voor gaan liggen, want gemeenschappelijke schuld uitgifte zonder conditionaliteit zou de markt- en daarmee de beleidsdiscipline volstrekt hebben ondermijnd. Maar dit debat heeft volstrekt het zicht ontnomen op het simpele feit, dat de aanwezigheid van een EMU-brede markt voor hoogwaardig staatspapier op zichzelf al een belangrijke toegevoegde waarde heeft.

Er zijn tal van manieren om een dergelijke markt te ontwikkelen, ook zonder over te gaan tot de uitgifte van gemeenschappelijke staatsschuld (Boonstra & Thomadakis, 2020). Twee 'risicovrije' opties zijn:

- 1) Het budget van de Europese Unie kan worden gefinancierd met de uitgifte van EMU-breed schuldpapier. De lidstaten hoeven dan geen afdracht meer aan Europa te doen, maar staan wel garant voor hun deel. Een variant is dat de lidstaten wel hun jaarlijkse afdracht doen aan de EU, maar dat dit wordt gebruikt om het EU-schuldpapier van een 100% cash-dekking te voorzien.
- 2) De ECB kan een groot deel van de liquiditeit in de markt opdweilen door zelf obligaties uit te geven. Dit is staande praktijk bij veel centrale banken, maar niet in de EU. De ECB-obligaties kunnen ook fungeren als benchmark voor de euro. De ECB kan tevens haar openmarktbeleid uitvoeren door obligaties uit te geven of juist in te trekken. Interventies in de markt voor staatspapier zijn dan niet meer nodig.
- 3) Uiteraard kunnen opties 1 en 2 worden gecombineerd.

Zonder een goed ontwikkelde markt in gemeenschappelijk gegarandeerd schuldpapier zal de eurozone nimmer worden verlost van het fragmentatierisico en zal de ECB telkens weer moeten ingrijpen om de euro bij elkaar te houden. In het ergste geval valt de euro uit elkaar. Dat betekent niet alleen het einde van de monetaire unie, maar het kan het einde van de Europese integratie inleiden.

Voor zover het nuttig wordt geacht dat bepaalde zaken, zoals klimaatbeleid, defensie of energiebeleid centraal vanuit de EU worden georganiseerd en gefinancierd, moeten nationale budgetten daarvoor worden aangepast. Gemeenschappelijke schuld financiering mag niet een achterdeurtje zijn om de begrotingsdiscipline te omzeilen.

Moet een land vrijwillig of onder dwang de eurozone kunnen verlaten?

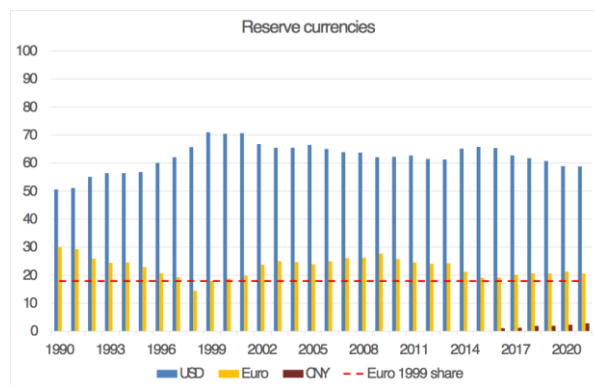
Soms wordt de indruk gewekt dat het een goede zaak zou als een land zonder al te grote problemen uit de eurozone kan worden gezet, of er vrijwillig uit kan stappen. M.i. is dit een weinig vruchtbare discussie. Uittreding uit de eurozone leidt tot forse onrust op de financiële markten. Een uittredend land met een relatief zwakke economie zal direct in hevige betalingsproblemen komen, waarbij zowel de private als de particuliere sector wordt geraakt. Maar ook als een sterk land een dergelijke stap zet, kunnen de kosten hoog uitvallen. Het zou bijvoorbeeld voor ons land zeer onvoordelig uitpakken voor onze pensioenfondsen.

Als bijlage bij deze notitie vindt u onder meer een zeer recent artikel van mijn hand over dit onderwerp zoals dat afgelopen week is verschenen in het digitale tijdschrift MeJudice. Daarin staan verschillende scenario's meer in detail uitgewerkt. Het is voor ons land veel belangrijker dat de eurozone wordt versterkt en dat een lidstaat met financieel wanbeleid zelf voor de kosten daarvan moet opdraaien. Zoals eerder gezegd: het mag niet zo zijn dat als puntje bij paaltje komt de centrale bank een lidstaat in betalingsproblemen te hulp schiet.

De internationale positie van de euro

De internationale positie van de euro stagneert al geruime tijd. De volgende twee grafieken illustreren dit. In grafiek 1 staan de belangrijke reservevaluta's aangegeven. De dollar is uiteraard in ieder opzicht de belangrijkste valuta. De euro is de op één na grootste valuta. De overige valuta's zijn stuk voor stuk veel kleiner. Uit de grafiek komen enkele ontwikkelingen naar voren. Het belang van de dollar is veel groter dan het aandeel van de Verenigde Staten in de wereldeconomie. Ten tweede is het aandeel van de euro anno 2022 niet wezenlijk hoger dan in 1999, toen de euro werd ingevoerd. Ten derde is het aandeel van de renminbi, de valuta van de derde grote economie nog zeer gering, al neemt het nu wel in rap tempo toe.

Grafiek 1: de belangrijkste reservevaluta's

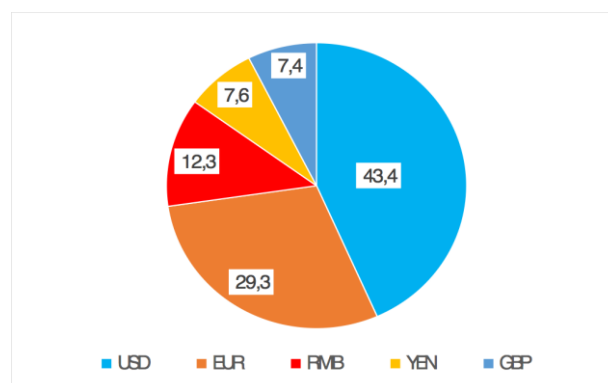


Bron: ECB

Een belangrijke kanttekening is dat de internationale positie van een valuta uiteraard niet alleen wordt afgelezen aan de hand van het belang als reservevaluta. De euro wordt ook gebruikt in de afwikkeling van internationale handels-, financierings- en beleggingstransacties. Een belangrijk verschil tussen de dollar en de euro is, afgezien van het feit dat de dollar een veel grotere valuta is, dat de dollar wereldwijd wordt gebruikt, terwijl het internationale gebruik van de euro veel meer regionaal geconcentreerd is. Dat wil zeggen dat dit vooral plaatsvindt door andere Europese landen die de euro (nog) niet hebben ingevoerd en door de voormalige Franse koloniën in Afrika.

Een andere indicatie is de ontwikkeling van de samenstelling van de SDR, de valutamand van het IMF. In 2015 werd de Chinese renminbi voor het eerst opgenomen in deze mand, bij de meest recente herziening in 2022 werd het aandeel van de renminbi verhoogd (grafiek 2).

Grafiek 2: de samenstelling van de SDR



Bron: IMF

Een belangrijk verschil tussen de EU en China is, dat China de eigen munt al heel lang ziet als een geopolitiek wapen, terwijl in de EU het belang van zogeheten strategische autonomie en de mogelijke rol van de valuta daarin pas recent wordt onderkend. De Chinese ambitie is duidelijk: het land wil dat de renminbi ooit de centrale rol van de dollar overneemt. Die ambitie lijkt hoog gegrepen, maar is niet onmogelijk. In ieder geval heeft China ook op dit vlak een langetermijnstrategie die gestaag wordt uitgebouwd. China loopt ver voor op Europa met de invoering van een digitale versie van zijn valuta. De digitale renminbi (DCEP) zal van meet af aan kunnen worden gebruikt bij de afhandeling van internationale betalingen. De kans is groot dat het internationale belang van de renminbi de komende jaren verder zal toenemen en dat dit zeker in eerste instantie vooral ten koste zal gaan van het internationale belang van de euro.

Als de renminbi ooit de rol van wereldvaluta van de dollar zou overnemen zou dit de internationale positie en de politieke macht van China enorm versterken. Dit zou voor Europa een slecht scenario zijn. Het best haalbare scenario is dat de wereld vroeger of later afstevent op een multipolair systeem, met meerdere grote valuta's, bij voorkeur gebaseerd op een onafhankelijk door het IMF beheerd valuta-anker. Versterking van de internationale rol van de euro is dan ook verstandig. Daarbij kan worden gedacht aan de volgende actiepunten:

- 1) Versterking van de Eurozone door de introductie van een *common safe asset*, mits op een manier die niet automatisch kan uitmonden in de gevreesde transferunie.
- 2) Versterking van de politieke onafhankelijkheid door de ontwikkeling van een eigen 'SWIFT'. Merk op dat zowel Rusland als China al een alternatief voor SWIFT hebben ontwikkeld. Europa is hier erg afhankelijk van de VS.
- 3) Afronding van de kapitaalmarktunie en de bankenunie.
- 4) Bevordering van het internationale gebruik van de euro in het financiële en handelsverkeer. Een digitale euro kan hier aan bijdragen, maar m.i. niet op de manier waarop die nu wordt voorbereid.

De rol van de digitale euro

Zoals bekend werkt de ECB aan de invoering van een digitale euro. Dit betreft een vorm van digitaal geld, een verplichting van de centrale bank. Dit als onderscheid van het reguliere girale geld, dat op de passiefzijde van het private bankwezen staat. De grootste en meest tastbare gevolgen van de komst van een digitale euro zullen zichtbaar zijn op de binnenlandse betaalmarkt en de positie van de banken daarin.

De belangrijkste argumenten die centrale banken aanvoeren om een digitale versie van hun valuta te willen invoeren zijn als volgt:

- 1) Het gebruik van contant geld neemt af. Als contant geld uit het systeem verdwijnt heeft de centrale bank geen aandeel meer in de geldhoeveelheid in handen van het publiek.
Weging: dit argument is gezocht. In de eurozone is nog geen sprake van een wezenlijke afname van de chartale geldhoeveelheid. En mocht dit al dreigen te gebeuren, dan heeft de centrale bank voldoende effectieve (en goedkopere) opties om dit te voorkomen.
- 2) Digitaal centralebankgeld bevordert de financiële inclusie.

Weging: dit is een belangrijk argument in landen met onderontwikkelde financiële stelsels. Maar in Europa doet dit argument geen opgeld.

- 3) Digitaal centralebankgeld kan voorkomen dat de autonomie van de centrale bank wordt ondermijnd door zogeheten private stablecoins.

Weging: als de ECB faalt in haar kerntaak, prijsstabiliteit, bestaat de kans dat mensen hun financiële vermogen onderbrengen in andere financiële activa dan giraal(spaar-)geld, zoals effecten, edelmetaal, goederen en wellicht crypto's. De aanwezigheid van een digitale euro zal daar weinig aan toevoegen. Als de ECB haar kerntaak wel naar behoren verricht, hoeft zij niet te vrezen voor een kapitaalvlucht in crypto's (incl. stablecoins).

- 4) Bevordering innovatie in het betalingsverkeer

Weging: Als er ergens in het financiële stelsel sprake is van een hoog tempo van innovatie, dan is het wel het betalingsverkeer. Forse concurrentie tussen banken en de voortdurende druk vanuit nieuwkomers (Fintechs) hebben er, zeker in ons land, voor gezorgd dat het retail betalingsverkeer extreem snel, betrouwbaar en goedkoop is.

- 5) Versterking van de internationale positie van de euro

Weging: dit is een belangrijk argument. Maar het is mij volstrekt onduidelijk hoe een binnenlandse retail digitale euro (waar de ECB zich op richt) de internationale positie van de euro kan versterken.

Dit is niet de plaats om uitgebreid in te gaan op de digitale euro. Hier volstaat de opmerking dat het lijkt op een oplossing, waar de problemen nog bij moeten worden gezocht. Beter was het geweest om eerst duidelijk in kaart te hebben welk probleem men met de invoering van een digitale euro wil oplossen. Nu wordt bij de ECB al druk gewerkt aan technische zaken, terwijl het nog onduidelijk is wat men met de digitale euro wil bereiken. Dit is de verkeerde volgorde. Een vervelend neveneffect van deze gang van zaken is dat het vertrouwen in de digitale euro op voorhand wordt ondermijnd. Voorstanders zijn bang dat de digitale euro te klein wordt, zij zien het liefst dat de centrale bank de hele geldvoorziening voor haar rekening neemt. Dit is een situatie die zich in een markteconomie overigens nog nooit heeft voorgedaan. Tegenstanders zien daarentegen een gevaarlijk complot, waarbij de digitale euro een middel is om mensen van hun vrijheid te beroven.

Voor mij als econoom is het een open vraag of het ontwikkelen van een digitale euro onder het mandaat van de centrale bank valt. Ik kan mij voorstellen dat een centrale bank dit doet, nadat eerst de politiek heeft besloten hoe zo'n munt er uit moet zien en wat men ermee wil bereiken. De digitale onderwerp raakt nu eenmaal aan veel meer onderwerpen dan alleen het monetaire beleid.

Toch kan een goed ontworpen digitale euro langs verschillende lijnen ook een positieve invloed op de internationale positie van de Europese eenheidsvaluta hebben. Als het mogelijk is om, via een netwerk van centrale banken (door nationale geldstelsels beter met elkaar te verbinden dan nu het geval is) parallel aan SWIFT, internationale betalingen snel en goedkoop te faciliteren, vergroot ook dit de politieke onafhankelijkheid van de EU. Hier speelt een meer defensieve overweging. Nu een economische en geopolitieke grootmacht als China een digitale versie van zijn munt invoert en direct buitenlandse handelspartners de mogelijkheid biedt om rechtstreeks betalingen met hun Chinese partners in renminbi uit te voeren, kunnen andere grote landen niet achterblijven. Als de digitale euro te zijner tijd niet minstens zo gebruiksvriendelijk is als de DCEP, zal dat de internationale positie van de euro, en daarmee ook de autonomie van de EU, zonder enige twijfel schaden.

Maar het is mij volstrekt onduidelijk hoe een digitale euro op een chip, met een peer-to-peer betaalfaciliteit (iets als de oude chipknip, maar dan met de mogelijkheid om rechtstreeks, dus

zonder tussenkomst van een terminal, van de ene chip naar de andere betalingen te verrichten), ook maar iets kan bijdragen aan de strategische autonomie van Europa.

Amsterdam, 6 februari 2023

Literatuur

W.W. Boonstra (2023), Uit de euro stappen, maar wel in de EU blijven?, MeJudice, februari 2023.

W.W. Boonstra (1989), Het EMU-fonds: ei van Columbus?, Economisch Statistische Berichten, 6 december 1989, pp. 1208 - 1215.

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

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

J. Muelbauer (2013), Conditional Eurobonds and The Eurozone Sovereign Debt Crisis, Discussion Paper Number 681, Oxford University, December 2013.