



Universiteit
Leiden
The Netherlands

De eurozone is dringend aan voltooiing toe

Boonstra, W.

Citation

Boonstra, W. (2021). De eurozone is dringend aan voltooiing toe. *Bestuurskundige Berichten*, 36(1), 25-27. Retrieved from <https://hdl.handle.net/1887/3212649>

Version: Not Applicable (or Unknown)
License: [Creative Commons CC BY-NC-ND 4.0 license](https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0/)
Downloaded from: <https://hdl.handle.net/1887/3212649>

Note: To cite this publication please use the final published version (if applicable).



De eurozone is dringend aan voltooiing toe

Door Prof. Dr. Wim Boonstra

Een scheef beeld van Europa

In de Nederlandse politiek wordt vaak gehamerd op de zogenaamde kosten van Europa, te weten de netto-afdracht aan de EU-begroting. Deze opstelling is niet echt rationeel. De zogenaamde 'kosten van Europa' vallen in de praktijk namelijk meer dan volledig weg tegen de economische baten die het Europese lidmaatschap ons jaarlijks oplevert in termen van groei en handel. Het Nederlandse overschot in de handel met de rest van de eurozone is sinds de invoering van de euro sterk opgelopen. Ook huisvest ons land veel internationale bedrijven die vanuit Nederland de Europese markt bedienen. Die bedrijven creëren werk en inkomens in ons land. Nederland heeft per saldo bovengemiddeld veel baat bij het lidmaatschap van de EU.

De overtrokken kritische houding van veel Nederlandse politici ten opzichte van Europa staat ook de completering van de Europese integratie in de weg. Toen in 1999 de euro met brede politieke steun werd ingevoerd, waren de betrokken beleidsmakers zich volledig bewust van het feit dat de Economische en Monetaire Unie (EMU) een halffabrikaat was. De monetaire integratie liep vooruit op de politieke, de verwachting was dat de politieke integratie een inhaalslag zou maken. Dat is tot dusver in onvoldoende mate gebeurd. Het onderlinge vertrouwen tussen de lidstaten is gaandeweg ook beschadigd geraakt doordat veel landen zich niet aan de overeengekomen beleidsafspraken hebben gehouden of, zoals in het geval van Griekenland, ronduit hebben gefraudeerd. Het is meer dan begrijpelijk dat landen als Nederland en Duitsland hun financiële lot niet verder willen verweven met dat van landen die zich niet aan de begrotingsafspraken houden en/of liegen over de stand van hun overheidsfinanciën. De vorming van een begrotingsunie, met een groot centraal apparaat en/of massieve transfers naar andere lidstaten is mede daardoor op dit moment niet aan de orde. Maar inmiddels heeft de EMU ook last van achterstallig onderhoud en blijft de euro een gemankeerde valuta. Dit vormt een bedreiging van de Europese, en daarmee de Nederlandse, positie in de wereld. In het vervolg van

dit artikel wil ik mij vooral richten op de internationale positie van de euro en de onderontwikkelde Europese kapitaalmarkt. Beide verdienen acute aandacht, zeker in het licht van internationale ontwikkelingen.



bron foto: research.vu.nl

De positie van de euro dreigt af te kalven

Jaarlijks publiceert de Europese Centrale Bank (ECB) een rapport over de internationale positie van de euro (ECB, 2020). De euro is vanaf haar introductie de tweede valuta ter wereld. Die positie staat nog niet ter discussie, al stagneert deze wel. Een nadere beschouwing geeft een zorgelijk beeld. Het internationale belang van de euro als reserve- anker of transactievaluta weerspiegelt bij lange na niet het gewicht van de EU in de wereldeconomie. Het belang van de euro is ook duidelijk minder dan de som van de samenstellende valuta in het pre-euro tijdperk. Tot slot valt op dat het internationale gebruik van de euro sterk is geconcentreerd in de EU-lidstaten die de euro (nog) niet hebben ingevoerd en in de voormalige koloniale gebieden, met name in Afrika. Dit hangt samen met het gebruik van de CFA-frank aldaar.

Hoewel de omvang van de Amerikaanse economie en die van de eurozone grosso modo gelijk zijn, is het internationale belang van de dollar meer dan driemaal zo groot als dat van de euro. Wereldwijd hebben landen hun munt aan de dollar gekoppeld. De dollar is de belangrijkste reservevaluta. Een groot deel van de handel tussen derde landen wordt in dollars afgewikkeld. Dit verschaft de Verenigde Staten (VS) niet alleen een groot financieel voordeel (Boonstra, 2018), maar



ook politieke macht. Vrijwel alle internationale transacties lopen via het betalingsverkeer Swift en de VS kunnen precies zien wat daar gebeurt. Als de VS sancties afkondigen tegen Iran, zoals een paar jaar geleden, dan houden ook Europese bedrijven zich daaraan, uit vrees voor Amerikaanse strafmaatregelen. Ook als de Europese politiek de Amerikaanse sancties afwijst.

De derde economische grootmacht is China. De Chinese renminbi is op dit moment nog een kleine munt. Zowel als reservevaluta als in het internationale handelsverkeer blijft deze op dit moment nog ver achter bij de euro. Maar China werkt, anders dan Europa, doelgericht aan het vergroten van de internationale rol van de renminbi. Een belangrijke stap vormt de invoering van een digitale vorm van de renminbi. Deze munt, de Digital Currency Electronic Payments (DCEP), wordt al grootschalig getest en wordt wellicht in 2021 al ingevoerd. China loopt hiermee jaren voor op Europa en de VS. China gaat deze munt van meet af aan inzetten om de internationale positie van de renminbi te versterken (Boonstra, 2020). De DCEP kan bijvoorbeeld snel in Afrika worden gebruikt voor het afwickelen van handelstransacties tussen China en Afrikaanse landen en waarschijnlijk ook tussen Afrikaanse partijen onderling. China wil het gebruik van de DCEP snel uitbreiden naar alle landen die zijn betrokken bij het Belt and Road Initiative. Het is goed beschouwd een frontale aanval op de positie van de euro aldaar, waarbij de Chinese centrale bank intensief samenwerkt met private partijen zoals Huawei. Dat heeft al een betaalapp voor de DCEP ontwikkeld en bouwt netwerken in Afrika. De Chinese autoriteiten zien de Amerikaanse economische macht, en daarmee de positie van de dollar, op termijn afkalven, terwijl Europa het geopolitieke belang van een sterke munt niet lijkt in te zien. Dit, terwijl een situatie waarin de euro ook ondergeschikt raakt aan de renminbi geen aantrekkelijk perspectief biedt.

Een onderontwikkelde kapitaalmarkt

Een belangrijke handicap van de euro is dat de financiële integratie van de EMU nog niet is voltooid. Het is niet zo, dat er de afgelopen jaren niets is gebeurd. De Europese politiek heeft, weliswaar met wat vertraging, een bewonderenswaardig vermogen tot improvisatie aan de dag gelegd. Er zijn tal van steunpakketten voor lidstaten in problemen opgetuigd, de budgettaire

afspraken zijn aangescherpt en de surveillance is sterk verbeterd en de samenwerking is op heel veel gebieden geïntensiveerd. Maar er zijn ook nog steeds achterstanden. Zo is weliswaar het bancaire toezicht gecentraliseerd en geïntensiveerd, maar wacht de Europese Bankunie (BU) al jaren op afronding. Voor dit artikel is van belang dat de Europese Kapitaalmarktunie (CMU) nog in de kinderschoenen staat. De Europese kapitaalmarkten zijn versnipperd langs nationale lijnen, net als het toezicht erop. Ook mist de EMU een financieel fundament in de vorm van een EMU-brede 'common safe asset'. Eenvoudig gezegd: Europa heeft geen equivalent voor de Amerikaanse Treasury-markt. Daardoor is in tijden van onrust niet de euro, maar de dollar wereldwijd de ultieme veilige haven. De Europese markten missen hiervoor nu eenmaal de omvang en de liquiditeit. Sterker nog, in

“De Chinese autoriteiten zien de Amerikaanse economische macht, en daarmee de positie van de dollar, op termijn afkalven, terwijl Europa het geopolitieke belang van een sterke munt niet lijkt in te zien.”

tijden van onrust, als beleggers ook binnen Europa een veilige haven zoeken, lopen de spanningen tussen de lidstaten direct op omdat beleggers bij gebrek aan EMU-brede veilige haven vluchten in Nederlandse en Duitse staatsleningen. Ook zijn buitenlandse centrale banken, dus ook de ECB, in zo'n situatie afhankelijk van swap-lijnen van de Fed, de Amerikaanse centrale bank, om hun banken van dollarliquiditeit te kunnen





voorzien.

Een mogelijke oplossing om tot een common safe asset te komen is de gezamenlijke uitgifte van staatsschuld door de lidstaten van de eurozone. Dit is politiek op dit moment echter geen begaanbare weg. Gemeenschappelijke schulduitgifte wordt namelijk veelal gezien als een opmaat naar een Europese begrotingsunie. Dit is overigens een hardnekkige misvatting. Bij het eerste voorstel voor gezamenlijke schulduitgifte ging het van meet af aan om wat men nadien conditionele eurobonds is gaan noemen (Boonstra, 1989; Muellbauer, 2013). Hierbij ging het niet om het vereenvoudigen van toegang tot financiering van de staatsschuld alle lidstaten, maar juist om het versterken van de beleidsdiscipline, het afschermen van perverse marktprikkels (zoals in de jaren 1999 – 2008, toen markten volledig faalden in het differentiëren tussen de risico's van de verschillende lidstaten) en het ontwikkelen van een volwaardige kapitaalmarkt. De term eurobond is nadien echter besmet geraakt. Dit is in zoverre begrijpelijk, omdat zonder breed gedragen en afdwingbare conditionaliteit gemeenschappelijke schulduitgifte een enorm moreel risico met zich meebrengt. Zonder een dergelijke conditionaliteit is de gemeenschappelijke uitgifte van staatsschuld een heel slecht idee.

Dat neemt niet weg dat er andere wegen zijn om de Europese kapitaalmarkt van een breed fundament te voorzien. Zo kan ook de ECB obligaties uitgeven. Dit is minder exotisch dan het lijkt, veel centrale banken, waaronder die van Zwitserland en Zweden, doen dit al (Gray & Pongsaparn, 2015). Het is ook een geschikte manier om liquiditeit uit de geldmarkt te halen. Een verdere optie is om het budget van de EU de komende jaren met uitgifte van staatsschuld te financieren. Dit idee is nader uitgewerkt in Boonstra en Thomadakis (2020). Het geeft geen moreel risico, de lidstaten garanderen alleen naar rato hun deel, maar hoeven de komende jaren geen afdracht te doen.

Een mogelijke oplossing om tot een common safe asset te komen is de gezamenlijke uitgifte van staatsschuld door de lidstaten van de eurozone. Dit is politiek op dit moment echter geen begaanbare weg. Gemeenschappelijke schulduitgifte wordt namelijk veelal gezien als een opmaat naar

Tot besluit

Institutionele versterking van de euro is niet alleen financieel, maar ook vanuit geopolitiek opzicht van het allergrootste belang. De wereld verandert in hoog tempo en vooralsnog lijken de Chinese autoriteiten daar doortastender op in te spelen dan de Europese. Als de renminbi de euro overvleugelt, dan zal Europa

op termijn macht en invloed verliezen. De euro moet derhalve van een steviger fundament worden voorzien. En het vormen van een EMU-brede common safe asset is daar een essentieel onderdeel van.



© All rights reserved by Tronnel/Corbis via Getty Images

Literatuur

- Boonstra, W.W. (1989), Het EMU-fonds. Ei van Columbus?, Economisch Statistische Berichten, 6 december 1989.
- Boonstra, W.W. (2018), De wereldeconomie heeft een nieuw valuta-anker nodig, Rabobank special report, 8 november 2018.
- Boonstra, W.W. (2020), Hoe de Chinese digitale munt de internationale positie van de renminbi kan versterken, MeJustice, 22 december 2020.
- Boonstra, W.W. & A. Thomadakis (2020), Creating a common safe asset without Eurobonds, ECMI Policy Brief No 29, December 2020.
- European Central Bank (ECB, 2020), The International Role of the Euro, Frankfurt, June 2020.
- Gray and Pongsaparn (2015), Issuance of Central Bank Securities: International Experiences and Guidelines, IMF Working Paper 15/106, Washington, May 2015.
- Muellbauer, J. (2013), Conditional Eurobonds and The Eurozone Sovereign Debt Crisis, Discussion Paper Number 681, Oxford University, December 2013.