

25
JAAR



Adviesraad
Internationale
Vraagstukken

De euro op het wereld- toneel: de internationale rol van de munt van de EU in geostrategisch perspectief

AIV-advies 124
Juni 2023

Adviesraad Internationale Vraagstukken



De Adviesraad Internationale Vraagstukken (AIV) is het adviescollege voor regering en parlement op het gebied van buitenlands beleid. De AIV adviseert gevraagd en ongevraagd over internationale vraagstukken. Het betreft in het bijzonder Europese samenwerking, mensenrechten, ontwikkelingssamenwerking en veiligheidsbeleid. De adviesraad richt zich op strategische dilemma's en op de agendering van nieuwe thema's met het oog op de langere termijn. De AIV beoogt met onafhankelijke, zorgvuldig beargumenteerde adviezen actuele internationale ontwikkelingen te analyseren en te duiden, aanbevelingen te doen voor het Nederlands buitenlands beleid en op deze manier bij te dragen aan het politieke en maatschappelijke debat over internationale kwesties.

Leden Adviesraad
Internationale Vraagstukken

Leden Commissie
Europese Integratie

Voorzitter

Prof. A.G. (Bert) Koenders

Leden

LGen b.d. G.J. (Jan) Broeks
Dr. D.J.M. (Dorette) Corbey
Prof. dr. L.J. (Luuk) van Middelaar
Prof. dr. mr. J.E. (Janne) Nijman
Mr. J.N.M. (Koos) Richelle
Mr. H.J.J. (Henne) Schuwer
Prof. dr. E.B. (Annelies) Zoomers

Secretaris-Directeur

Drs. M.E. (Marja) Kwast-van Duursen

Het advies is opgesteld door de Commissie Internationale Rol van de Euro:

Prof. dr. L.J. (Luuk) van Middelaar (voorzitter)
Drs. C.F. (Carsten) Brzeski
Dr. D.J.M. (Dorette) Corbey
Prof. dr. M.L.L. (Mathieu) Segers
Drs. M. (Monika) Sie Dhian Ho
Dr. H. (Hans) Kribbe (extern adviseur)
Dr. S. (Saskia) Hollander (raadsadviseur)
Mr. drs. S.S. (Sabine) Visser (raadsadviseur)
ondersteund door Tessa Postmus (stagiair)

De overige CEI-leden hebben een bijdrage geleverd aan het advies:

Drs. R.H. (René) Cuperus
Prof. dr. H. (Hylke) Dijkstra
Mr. Dr. H. (Hanneke) van Eijken
Mr. A.J. (Joanne) Kellermann
Dr. J.E. (Joris) Larik
Drs. J.H.D. (Joshua) Livestro, MPhil
Prof. dr. A.J.J. (Ton) Nijhuis
Ir. B.G.M. (Ben) Voorhorst, MBA
Prof. dr. C.E. (Catherine) de Vries



De AIV heeft het advies 'De euro op het wereldtoneel: de internationale rol van de munt van de EU in geostrategisch perspectief' (AIV-advies 124) vastgesteld op 24 mei 2023.



Inhoudsopgave



Samenvatting	5	▶ Hoofdstuk 4	
Aanbevelingen	7	Wereldmunten dollar, euro en renminbi: evolutie in cijfers	
Inleiding	9		
▶ Hoofdstuk 1			
Een nieuw tijdvak		4.1 Functies van een internationale munt	29
1.1 Inleiding	10	4.2 Mate van gebruik per functie	30
1.2 Twee betekenisvolle schokken	10	4.3 Geografische spanwijdte	31
1.3 Strategisch dilemma	12	▶ Hoofdstuk 5	
1.4 Een nieuw tijdperk	13	Wat bepaalt valuta-internationalisering?	
▶ Hoofdstuk 2		5.1 Vertrouwen	33
Wat is muntmacht?		5.2 Economie: een stabiele, grote en liquide markt	33
2.1 Oorzaak of gevolg?	16	5.3 Politiek: een stabiele en weerbare staat	36
2.2 Munt en staatsgezag	16	5.4 Wat weegt zwaarder: Mars of Mercurius?	37
2.3 Atheense drachme tot US dollar – een korte historie van internationale munten	17	5.5 Besluit	38
2.4 Het ‘exorbitante privilege’	18	▶ Hoofdstuk 6	
2.5 De munt als wapen	19	Beleidsopties voor euro-internationalisering	
2.6 Wisselkoersmanipulatie	21	6.1 In de rol van rekeneenheid	39
2.7 Wel of niet gebruiken?	21	6.2 In de rol van privaat ruilmiddel	40
2.8 Verankering muntmacht in de multilaterale orde	23	6.3 In de rol van interventiemunt	43
▶ Hoofdstuk 3		6.4 In de rol van waardeopslag	43
De geschiedenis van de euro op politieke hoofdlijnen		6.5 Lidmaatschap en instituties	46
3.1 Een steeds weerbaardere munt	24	6.6 Oud en nieuw	47
3.2 Na WOII: Bretton Woods (1945-1971)	24	▶ Hoofdstuk 7	
3.3 Na de val van Bretton Woods: het EMS (1971-1989)	25	Strategische afwegingen en conclusie	
3.4 Na de val van de Berlijnse Muur: één munt (1989-2007)	26	7.1 Naar een nieuw monetair stelsel: einde van dollarhegemonie?	48
3.5 Na de val van Lehman Brothers: reddingswerkzaamheden (2008-heden)	27	7.2 Euromacht: een anti-Amerikaans project?	49
		7.3 Muntmacht: dwingende omstandigheden en strategische kosten	51
		7.4 Hoe kan de internationale rol van de euro worden vergroot?	52



Eindnoten	55
Bijlagen	60
I Adviesaanvraag	60
II Geraadpleegde personen	62
III Lijst van figuren	63
IV Lijst van afkortingen	64



Samenvatting



Naar
inhoud

De huidige geopolitieke ontwikkelingen, met name de oorlog in Oekraïne, de opkomst van China als wereldmacht en de reactie van de VS daarop, nopen de Europese Unie tot een herijking van haar positie op het wereldtoneel. Dit leidt sinds enige jaren tot een discussie over hoe de EU haar strategische autonomie kan versterken teneinde haar economische en geopolitieke belangen te behartigen en haar waarden en veiligheid te verdedigen. In deze context zou een versterking van de internationale positie van de euro – naast andere elementen – wellicht kunnen bijdragen aan een sterkere positie van de EU.¹

Reeds in december 2018 agendeerde de Commissie Juncker een debat over de internationale rol van de euro.² De EU-VS verhouding speelde daarin een beslissende rol. Na de eenzijdige opzegging van het nucleaire akkoord met Iran door de regering Trump, in mei 2018, merkten de EU-landen hoe weinig zij tegen de dollarmacht konden uitrichten.³ Deze ervaring – en met een mogelijk tweede Trump-presidentschap na 2024 in het verschiet – biedt een impuls om over alternatieven voor het dollar-gedomineerde systeem na te denken.

Dat nadenken gebeurt ook buiten de Europese Unie. De westerse sancties tegen het Russische financiële systeem sinds de Russische aanvalsoorlog tegen Oekraïne van februari 2022 maakten wederom duidelijk hoezeer muntmacht geostrategisch ingezet kan worden. Dankzij strategische voorbereidingen en ingrijpen van de Russische centrale bank bleek de inzet van muntmacht en het afsluiten van Rusland van SWIFT echter verre van de ultieme optie die de westerse mogelijkheden voor ogen hadden. Bovendien moedigt de inzet van het muntwapen andere opkomende landen aan om zich eveneens van de dollarmacht te emanciperen. Het streven naar een groter gebruik van de renminbi in verrekeningen tussen Rusland, China en landen uit Azië, Afrika en Latijns-Amerika stond hoog op de agenda in de ontmoeting tussen Poetin en Xi in Moskou en die tussen Lula en Xi in Beijing begin 2023. De dollar-hegemonie is voor het eerst sinds de oprichting van Bretton-Woods op lange termijn geen zekerheid meer. ECB-voorzitter Lagarde markeerde deze ontwikkelingen in het kader van de voorjaarsbijeenkomst van het IMF van 2023: *“These developments do not point to any imminent loss of dominance for the US dollar or the euro. So far, the data do not show substantial changes in the use of international currencies. But they do suggest that international currency status should no longer be taken for granted.”*⁴

Dit advies plaatst de meerwaarde van een versterking van de internationale rol van onze gemeenschappelijke munt expliciet in de context van de schuivende geopolitieke panelen. In hoeverre kan en wil de EU zich met haar munt verhouden tot de mogelijke fragmentatie van het huidige dollar-gedomineerde internationale monetair-financiële bestel en een mogelijke ‘post-unipolaire’ monetaire orde?

De AIV gaat in dit advies in op de relatie tussen munt en macht. Het beschrijft hoe muntmacht in de geschiedenis in positieve en negatieve zin is ingezet om geostrategische doelen na te streven. Denk daarbij aan de positieve rol die de Marshallhulp na de Tweede Wereldoorlog speelde bij de opbouw van Europa en de – voor de EU – negatieve rol die de Amerikaanse sancties speelden rondom het nucleaire akkoord met Iran. Tegenover deze offensieve muntmacht staat het verlangen naar autonomie en weerbaarheid in de vorm van defensieve muntmacht.



Het (geo)politieke en strategische belang van de munt is in Europa altijd onderkend en was een belangrijke drijfveer het ontstaan van de euro. Dit besef klinkt echter onvoldoende door in het Nederlandse in het Nederlandse beleid, waardoor Nederland in het verleden veelal – en niet zelden na een Frans-Duits strategisch akkoord – voor voldongen feiten werd gesteld. Het Nederlandse debat vergt daarom een proactievere houding ten opzichte van de ontwikkeling van de euro met meer aandacht voor de geopolitieke aspecten.

Het opbouwen van muntmacht is een proces van lange adem. Marktpartijen bepalen grotendeels zelf op basis van vertrouwen welke munt zij voor internationale doeleinden gebruiken. Dit vertrouwen wordt door zowel economische als politieke factoren bepaald. Economische factoren betreffen de omvang, liquiditeit en stabiliteit van de financiële markten. Bij politieke factoren valt te denken aan de militaire, politieke en juridische kracht en stabiliteit van een staat. Opbouwen van dit vertrouwen in de munt kost tijd. Het is dus zaak tijdig te starten met investeren in muntmacht om de EU op termijn de nodige handelingsperspectieven te verschaffen.

Diverse beleidsmaatregelen kunnen het internationale potentieel van de euro vergroten. Wat betreft de externe positionering van de munt valt met name te denken aan een stelselmatige facturering van nieuwe, groene energie in euro; de introductie van een digitale euro met nadruk op grote volumes van grensoverschrijdende betalingen; en uitbreiding van het netwerk van ECB-swaplijnen. Ook maatregelen ten gunste van de soliditeit van de eurozone zelf dragen bij aan internationaal vertrouwen. Dan gaat het om zaken als een doorontwikkeling van de kapitaalmarktunie; de vervolmaking van de bankenunie; investeringen in het duurzame groeivermogen en de veerkracht van de eurozone; en de introductie van meer (afzonderlijke en/of gemeenschappelijke) risicovrije beleggingsobjecten.

Een aantal van deze beleidsopties heeft momenteel onvoldoende politiek draagvlak en zal niet worden ingevoerd omwille van de versterking van de internationale rol van de euro alleen. Het politieke krachtenveld en de onderliggende belangenafwegingen kunnen echter op termijn onder geopolitieke druk en veranderende internationaal economische verhoudingen verschuiven. Daarom is het van belang geen beleidsmaatregelen op voorhand uit te sluiten. Passende stappen nu kunnen bijdragen aan de slagkracht van de munt op lange termijn. Ten slotte kan de eurozone als collectief worden versterkt door te streven naar uitbreiding met EU-lidstaten die de euro nog niet hebben ingevoerd, zoals Denemarken, Zweden en Polen.

De kernboodschap van dit advies is dat internationalisering van de euro een langetermijninvestering is in de weerbaarheid en de autonomie van de eurozone en ook de Europese Unie in een veranderende wereld. Ongeacht of de wereld zich bestendigt langs lijnen van het huidige unipolaire stelsel dan wel zich ontwikkelt naar een bipolair of multipolair stelsel, in elk scenario biedt een grotere rol van de euro meerwaarde voor weerbaarheid en slagkracht van de Europese Unie. Ook buiten de Europese Unie kan een sterkere euro op termijn positieve effecten sorteren door meer diversificatie, evenwicht en samenwerking te stimuleren bij de vormgeving en ontwikkeling van het internationale monetaire bestel. Dit wordt des te urgenter nu dit onderwerp internationaal, diplomatiek, in de G20 en elders aan belang wint. De discussie in Nederland rond de toekomst van de euro verdient daarom een geïntegreerde benadering, waarin naast economische kansen en risico's ook de huidige en toekomstige geopolitieke ontwikkelingen duidelijker worden meegewogen.



Aanbevelingen



Naar
inhoud

Als de op een na meest gebruikte internationale munt en als munt van een van de top-drie wereldeconomieën, staat de euro onherroepelijk ook in een geopolitiek krachtenveld. De wereld wordt geopolitiek, de op regels gebaseerde multilaterale orde staat onder druk en het belang van machtsrelaties neemt toe. De Europese Unie moet zich daartoe verhouden. De Unie kan meer dan enkel de interne markt als drukmiddel inzetten, en beschikt ook over muntmacht. De AIV ziet overtuigende redenen om afscheid te nemen van de geostrategische afzijdigheid van de euro en adviseert beleidsmakers in Nederland en Europa om meer urgentie en betrokkenheid te tonen bij de ontplooiing van het geostrategische potentieel van de euro. Hiertoe doet de AIV de volgende aanbevelingen:

► Aanbeveling 1

Bouw muntmacht van de euro uit om zelfstandig en volwaardig bij te kunnen dragen aan stabiliteit en samenwerking binnen het internationale monetaire en financiële systeem.

De wereldorde verandert met voorsnog een onzekere uitkomst. Zowel een unipolaire, bipolaire als multipolaire wereld behoort op de lange termijn tot de mogelijkheden. Euromacht heeft in alle situaties meerwaarde aangezien het de EU van extra handelingsmogelijkheden voorziet. Het is een extra instrument in de geopolitieke gereedschapskist van de Unie. Een sterkere euro maakt de eurozone binnen een unipolair of bipolair stelsel minder kwetsbaar voor de macht van de dollar en/of renminbi. Binnen een mogelijk bi- of multipolair stelsel kan een sterkere positie van de euro bijdragen aan internationale stabiliteit, evenwicht en samenwerking. Tevens vergroot dit de mogelijkheid om effectief invloed uit te oefenen op vormgeving c.q. hervorming van het internationale monetaire stelsel.

► Aanbeveling 2

Heb bij het opbouwen van muntmacht voor de euro oog voor de trans-Atlantische relatie en blijf inzetten op samenwerking en coördinatie.

Versterking van om het even welke andere munt, waaronder de euro, gaat gezien de huidige dollarhegemonie onvermijdelijk ten koste van de positie van de dollar. Zeker in een toekomstige bi- of multipolaire wereldorde is een sterke Europese buitenlandpolitieke en monetaire partner evenwel ook in Amerikaans belang. Naast baten, kunnen ook lasten, risico's en verantwoordelijkheden voor het internationale monetaire financiële stelsel worden gedeeld.

► Aanbeveling 3

Toon urgentie en ambitie bij de verdere internationalisering van de euro om toekomstig onafhankelijker te kunnen opereren als de geopolitieke omstandigheden ertoe nopen.

Het opbouwen van muntmacht is een langjarig project, aangezien muntkeuze vooral wordt bepaald door vertrouwen en het opbouwen van zulk vertrouwen tijd vergt. Begin daarom nu: ook de lange termijn begint vandaag.

Een grotere rol voor de euro zal niet in een grote klap worden bereikt. Ook kleine stappen dragen bij aan het langetermijndoel. Toon ook bij kleine stappen langetermijnambitie.

Sluit geen beleidsalternatieven ter versterking van de euro bij voorbaat uit. Beleidsalternatieven waarvoor momenteel onvoldoende politiek draagvlak is, zoals gemeenschappelijke *safe assets* en aspecten van de digitale euro, kunnen op termijn en onder geopolitieke druk aan nut en belang winnen.



► Aanbeveling 4

Benut de kansen van verdere digitalisering van het financiële systeem: de e-€ verdient een volwaardige plek naast de e-CNY, e-₹ en e-\$.

Leg bij de ontwikkeling van de digitale euro nadruk op het grensoverschrijdende betalingsverkeer tussen grote financiële instellingen en dienstverleners (het groothandel-segment). De dreiging om af te worden gesloten van SWIFT is in het verleden een effectieve koevoet gebleken om Europese financiële instellingen en bedrijven – in weerwil van de voorkeur van Europese autoriteiten – te bewegen vrijwillig het geopolitieke decreet van de VS op te volgen. Invoering van een digitale euro, onder andere ook als betalingssysteem parallel aan SWIFT, vergroot autonomie in grensoverschrijdende betalingen. De digitale euro is momenteel in de maak. Neem van meet af aan de geopolitieke dimensie in het ontwerp mee.

► Aanbeveling 5

Vergroot de rol van de euro in facturering en als benchmark in strategische sectoren zoals (hernieuwbare) energie en in het bijzonder waterstof: terwijl de 20^{ste}-eeuwse fossiele brandstofwereld draaide om ‘petro-dollars’ is er nu plaats voor de ‘hydro-euro’.

Benut de kansen die de vergroening en energietransitie biedt door nieuwe en lokale vormen van energie vaker in euro af te rekenen. Dit vereist een intensieve dialoog vanuit de Europese Unie en de lidstaten met de energiesector, die in Europa ook zelf baat heeft bij deze strategische heroriëntatie.

► Aanbeveling 6

Toon solidariteit voor landen in moeilijkheden, neem verantwoordelijkheid als *lender of last resort* in het internationale monetaire bestel en draag als alternatieve veilige haven bij aan een evenwichtiger internationaal bestel.

Onderzoek de uitbreiding van het netwerk van ECB-swaplijnen buiten EU- en G7-landen in de context van *Global Gateway* als tegenhanger van het netwerk van renminbi swaplijnen langs het *Belt & Road*-initiatief. Hiermee toont de Unie monetair leiderschap doordat landen in bijvoorbeeld Centraal-Azië bij financiële tegenwind voor financiering en liquiditeit op de euro kunnen bouwen. De EU kan daarmee solidariteit tonen en bijstand verlenen aan landen die in moeilijkheden verkeren.

► Aanbeveling 7

Breng het eigen huis op orde: versterk de euro via interne hervormingen, zoals een beter functionerende en stressbestendige Europese financiële markt en een solide macro-economisch fundament.

- Maak werk van een snelle voltooiing van de kapitaalmarkt- en bankenunie. Een beter functionerende Europese financiële markt leidt via een efficiëntere allocatie van financiële middelen en meer private risicodeling tot meer groeipotentieel en weerbaarheid van de eurozone.
- Versterk de eurozone als *safe haven* voor internationale reserves via een groter aanbod van (afzonderlijke en/of gezamenlijke) *safe assets*.
- Investeer in het duurzame groeivermogen en de veerkracht van de eurozone.

► Aanbeveling 8

Bepleit in bilaterale contacten en in EU-verband toetreding van Denemarken, Zweden en Polen tot de eurozone.

De kracht van de eurozone, zowel intern als extern, is ook de som der delen. Het is van belang dat de criteria voor toetreding tot de eurozone strikt worden gehandhaafd. De Nederlandse euro-agenda kan echter worden versterkt door toetreding van gelijkgezinde landen, zoals Denemarken, Zweden en Polen. Ook voor deze landen weegt de geostrategische dimensie van de euro anno 2023 zwaarder dan in het verleden en verschuiven de overwegingen om wel of niet toe te treden ten gunste van lidmaatschap.



Inleiding



Naar
inhoud

Op 16 maart 2022 ontving de AIV een adviesaanvraag van de minister van Buitenlandse Zaken over de internationale rol van de euro (zie bijlage I).⁵ De adviesaanvraag refereert aan twee belangrijke ontwikkelingen, namelijk de gewijzigde geopolitieke oriëntatie van de Verenigde Staten en de opkomst van China. De adviesvragen sturen aan op een vertaalslag van deze geopolitieke verhoudingen naar het internationaal financieel-monetaire domein. Hoe dient de EU zich op financieel-monetair gebied te verhouden tot de nieuwe geopolitieke werkelijkheid?⁶ Welke rol neemt de euro hierin? In hoeverre en op welke wijze laten ontwikkelingen zich vanuit Brussel en/of Den Haag beleidsmatig effectief sturen?

Werkwijze

Op basis van literatuuronderzoek en interviews met experts uit de academische wereld en de praktijk (o.a. de ECB, de Europese Commissie, het ESM, de Nederlandse Ministeries van Financiën en Economische Zaken) geeft dit advies acht aanbevelingen ten aanzien van de internationale rol van de euro. In bijlage II is een overzicht van geraadpleegde personen opgenomen. De AIV is hen zeer erkentelijk voor hun inbreng.

Geostrategische analyse

Weliswaar bouwen elementen uit dit advies voort op eerdere AIV-adviezen over de eurozone uit 2010, 2012 en 2017, maar dit advies heeft een andere insteek.⁷ Het bevat geen economische analyse van de eurozone.⁸ Ditmaal is het oogmerk het verhelderen van het vraagstuk van munt en macht en een geïntegreerde strategische oordeelsvorming over de economische en geopolitieke aspecten van de euro. Het advies onderstreept dat de euro in de kern een politiek project is. De (geo)politieke dimensie van de euro wordt in het Nederlandse beleidsdiscours in vergelijking met het discours in andere EU-lidstaten zoals Duitsland en Frankrijk relatief weinig voor het voetlicht gebracht. De AIV beoogt dit hiaat te dichten. In dit opzicht staat dit advies in het verlengde van het AIV-advies over de EU-industriepolitiek.⁹



Een nieuw tijdvak

▶ 1.1 Inleiding

Lang schenen er geen dwingende redenen om na te denken over de vraag welke bijdrage de euro zou kunnen leveren aan de positie van de Europese Unie op het wereldtoneel. Het leek, zeker vanuit Nederlands perspectief, een theoretische kwestie. Dit is echter veranderd.

Ingrijpende verschuivingen in de mondiale machtsverhoudingen sinds 2000, versnellend sinds 2015, maken de contouren zichtbaar van een wereld waarin de US dollar inboet op zijn in 1945 verworven hegemonie. Op termijn zal dit ook voor de EU, en dus Nederland, vergaande politieke en economische consequenties kunnen hebben.

Mogelijk oogt het thema van het internationale gebruik van de euro voor beleidsmakers ook heden nog niet acuut. Geostrategische verschuivingen, zoals de opkomst van China, strekken zich uit over decennia. De context van de Russische aanvalsoorlog tegen Oekraïne, waarin eensgezind VS en EU optreden voorop staat, maakt het momenteel bovendien minder opportuun om de dollarpositie te ondervragen.

Toch is anno 2023 onloochenbaar dat er met de plaats van de euro in de wereld voor Nederland en de EU het nodige op het spel staat, zo niet vandaag, dan toch morgen of overmorgen. De zaak noopt de politiek tot strategisch vooruitkijken en voorbereiding.

▶ 1.2 Twee betekenisvolle schokken

Geostrategische ontwikkelingen worden vaak vergeleken met de trage verschuivingen van tektonische platen. In die metafoor zijn het bepaalde gebeurtenissen of korte crises – een trilling of aardshok door botsing of afdrijving van tektonische platen – die immense ondergrondse krachten ineens voelbaar en zichtbaar maken. In het domein waarover dit advies handelt hebben zich sinds 2018 twee van zulke onthullende gebeurtenissen voorgedaan. Beide vonden plaats – in de woorden van de adviesaanvraag aan de AIV – “op het snijvlak van geopolitiek, internationale handel en financieel-economisch en monetair terrein.”

De eerste schok kwam voort uit het besluit van de regering van de Verenigde Staten onder president Trump, in mei 2018, om het nucleaire akkoord met Iran eenzijdig op te zeggen. Dit was tegen de zin van de vijf andere partijen waarmee Teheran dit akkoord sloot, waaronder het VK, Frankrijk en Duitsland, de drie Europese staten (E3) die de EU vertegenwoordigden.¹⁰ De VS besloten tevens sancties in te stellen tegen elke entiteit die zaken met Iran bleef doen en tegelijk actief was in de VS en/of in dollars handelde. Vanwege het laatste ‘extraterritoriale’ aspect kon Washington dreigen met miljardenboetes tegen banken of energiefirma’s uit de EU met activiteiten in Iran. Aangezien de meeste multinationals ook actief zijn in de VS, en het relatieve belang van die markt voor hen veel groter is, kozen vrijwel alle partijen eieren voor hun geld en vertrokken uit Iran.¹¹ In Iran zelf leidden de sancties de jaren erna tot groeiende armoede en werkloosheid.¹²



De Unie, die sinds 2003 veel diplomatiek kapitaal in het nucleaire akkoord met Iran had geïnvesteerd, nam enkele initiatieven om de sancties van de VS te omzeilen.¹³ Het verst uitgewerkte plan was een *clearing house* voor import en export tussen deelnemende EU-landen en Iran: INSTEX. Het mandaat van INSTEX was gericht op voedsel, medicijnen en andere humanitaire goederen, maar uiteindelijk heeft het slechts één transactie tot stand gebracht.¹⁴ Zelfs de eigen Europese Investeringsbank (EIB) kon bedrijven uit de EU in Iran niet helpen, onder meer omdat deze op kapitaalmarkten in de VS actief is, en wel moet zijn, en dan dus de wetgeving van de VS zou overtreden. Regeringsleiders van de EU ervoeren dit als vernedering. Zeker één EU-regering zag ervan af het INSTEX-kantoor te huisvesten, uit angst voor represailles door de regering-Trump.¹⁵

Deze ervaring van de Iransancties bood stof tot nadenken, in tweeërlei opzicht. Allereerst bleken EU-landen niet in staat hun geostrategische belangen zelf te verdedigen wanneer ze van de belangen van de VS afweken. Dit kwam, behalve vanwege de marktmacht van de VS, mede vanwege de zwakke internationale positie van de euro (en de pond) ten opzichte van de dollar.¹⁶

Vervolgens bleek dat Washington bereid was ferm economisch geschut in te zetten ten behoeve van buitenlandpolitieke doelen, ook jegens NAVO-bondgenoten. President Trump mocht dan een grillige leider zijn, wat éénmaal was gebeurd, kon in de toekomst weer gebeuren. Deze kwetsbaarheid is niet vergeten, te meer daar zich meer dan voorheen situaties voordoen waarbij de VS in de verleiding zouden kunnen komen economische drukmiddelen jegens EU-landen in te zetten.

De Iranzaak, waarbij zowel de geostrategische appreciatie als de economische impact van de sancties uiteenliepen tussen de VS en de EU, was in dit opzicht een voorproefje. Een potentieel grotere belangendivergentie doet zich voor ten aanzien van China. Nederland ervoer dit spanningsveld recent aan den lijve in de zaak-ASML, waarbij Washington forse druk op de chipmachinefabrikant uit Veldhoven en de regering in Den Haag uitoefende om de export van bepaalde chipmachines naar China te stoppen. China is voor de VS dé strategische rivaal die het tegen elke prijs achter zich wil laten, terwijl het voor de EU (met termen uit 2018) behalve 'systeemrivaal' ook 'economische concurrent' en 'partner' op bijvoorbeeld klimaatgebied is.¹⁷

Een tweede recente gebeurtenis op het snijvlak van munt, handel en buitenlandpolitiek die trage strategische verschuivingen onthult is minder disruptief dan de Iranzaak, maar wel betekenisvol. In december 2022 ontmoette de Chinese president Xi Jinping de leiders van Saoedi-Arabië en de Samenwerkingsraad van de Arabische Golfstaten (*Gulf Cooperation Council*). Na afloop kondigde Xi een veelomvattende samenwerking op energiegebied aan, met fors toenemende olie- en gasimporten in het vooruitzicht alsook exploratie- en productie-investeringen, zowel in de Golfregio als in de Zuid-Chinese Zee. Beijing hoopt dat tegen 2025 al deze activiteit in renminbi zal worden uitgedrukt en verhandeld, bij voorkeur op de olie- en gasbeurs van Shanghai. Met een toespeling op de 'petrodollars' die de dominantie van de dollar in het oliewezen aangeven, sprak een financieel analist van "de geboorte van de petroyuan".¹⁸

Vanuit langetermijnperspectief kan de petroyuan-deal worden opgevat als begin van het einde van een tijdvak dat begon in 1945, met het befaamde akkoord tussen de VS en Saoedi-Arabië. In februari dat jaar – luttele dagen na de Jalta-conferentie waar hij met Stalin en Churchill de naoorlogse Europese orde had getekend – trof president Franklin D. Roosevelt koning Abdul Aziz ibn Saud op een VS vliegdekschip. De VS boden de Saoedi's een veiligheidsgarantie in ruil voor in dollar betaalde olie. De overeenkomst bekrachtigde een van de belangrijkste geopolitieke bondgenootschappen van de afgelopen driekwart eeuw.¹⁹ Anno 2023 krijgt door de versterkte band tussen China en het Midden-Oosten een nieuwe wereldorde op het terrein van energie gestalte.

Deze recente zet van China past bovendien in een patroon. Het land wil op termijn niet langer afhankelijk zijn van de dollar en in bredere zin van de westerse economieën. China erkent zijn grote achterstand op monetair terrein, alleen al aangezien de renminbi (of yuan) niet vrij verhandelbaar is op de internationale kapitaalmarkten, maar heeft de tijd. Een gesloten kapitaalmarkt hoorde bij de eerste stappen van het Chinese economisch model. Tot de opmars naar een wereldeconomie behoren andere relatief recente Chinese initiatieven zoals de geleidelijke verdieping en openstelling van de eigen financiële markt, de introductie van een Chinees systeem voor grensoverschrijdende interbancaire betalingen, het openen van een offshore renminbi-markt (zgn. 'dim-sum'-obligaties) en het openen van swaplijnen met buitenlandse centrale banken.

China's vastberadenheid in het nastreven van autonomie nam in 2022 toe. Na de Russische invasie van Oekraïne bleek het Westen met financiële sancties een harde klap te kunnen uitdelen aan de agressor (onder meer dankzij de bevrozing van dollar-, euro- en sterling-tegoeden van de Russische centrale bank en uitsluiting uit het interbancaire betalingssysteem SWIFT). Wat Moskou overkwam, wil Beijing vermijden. China weet dat het in 1945 geopende dollartijdvak niet in twee of drie jaar ten einde zal komen. Maar vanuit het besef dat munt en macht voor de rivaal van de VS sterk verbonden zijn, werkt het land zich op tot een van de polen in een wereldorde die multipolair is, in militair én monetair opzicht. Dit doel zal zeker niet in 2025 zijn volbracht, maar kan ook met zicht op bijvoorbeeld 2049, eeuwfeest van Mao's communistische revolutie, worden nagestreefd.

Hoewel de opkomst van de petroyuan zich afspeelt in de driehoek VS – China – Midden-Oosten, biedt ook deze ontwikkeling stof tot nadenken voor EU-beleidsmakers. Hoe zich op te stellen op de internationale energiemarkten; zouden ook spelers uit de EU vaker moeten verzoeken om afrekening in euro's, en zijn ze daartoe bij machte? En wat betekent een sterkere positie van de renminbi, niet alleen voor de macht van de VS en de dollar, maar ook voor de EU en de euro?

► 1.3 Strategisch dilemma

Deze beide voorbeelden leggen iets bloot van het geopolitieke spanningsveld waarin de euro zich in 2023 bevindt. De ontwikkelingen wijzen niet per se alle dezelfde kant op. Ze stellen de Europese Unie voor een strategisch dilemma.

De opkomst van China, pregnant uitgedrukt in de prille petroyuan, het streven naar marktleiderschap in *high-tech* en controle over strategische grondstoffen, is een teken van een zich ontvouwende multi- of bipolaire mondiale orde, waarbij Beijing de leiderschapspositie van de VS uitdaagt. In die constellatie hebben de EU-landen er ongetwijfeld tot op zekere hoogte belang bij zich aan de zijde van de VS te blijven scharen en samen als 'Westen' sterk te staan. Weliswaar lopen visies tussen en binnen EU-lidstaten uiteen en maakt ook de tijdshorizon verschil (immers, wat zal het 'Westen' anno 2100 nog betekenen op een planeet van 11 miljard mensen, waarvan 9 miljard in Azië en Afrika?). Toch drukt de nieuwe grootmachtenstrijd de Europeanen schijnbaar vanzelf richting onderschikking aan de dollarmacht.

Daarentegen maakt het voorbeeld van de Iransancties duidelijk dat ook tussen de VS en de EU strategische afwegingen soms uiteenlopen. En dus dat de Unie er in bepaalde situaties belang bij heeft om dankzij een sterkere euro over meer handelingsopties te beschikken. Commissievoorzitter Juncker noemde dit bij de publicatie van de Mededeling over de internationale rol voor de euro – niet toevallig uitgebracht in de nasleep van de Iran-ervaring, in december 2018 – een zaak van 'sovereiniteit'.²⁰ Of een dergelijke positie voor de euro überhaupt mogelijk is, en welke economische voor- en nadelen daaraan ook kunnen zitten, wordt in het vervolg van dit advies nader onderzocht.

In de kern zien we hier reeds het strategische dilemma waarvoor de nieuwe constellatie de EU plaatst. Is het van belang de dollar te blijven stutten opdat de hegemonie van de VS ten aanzien van China zo lang mogelijk behouden blijft, of doet de Europese Unie er goed aan het eigen handelingsvermogen te vergroten dankzij een sterkere euro? Of dient het dilemma zich niet zo sterk aan?

Dit trans-Atlantische valuta-debat heeft overeenkomsten met dat in het militaire domein. Een vergelijkbaar twistpunt luidt of een nauwere defensiesamenwerking in EU-verband per se ten koste zou gaan van de NAVO (zoals mogelijk, *mutatis mutandis*, een sterkere euro van de dollar) of dat een Europese inspanning juist het Westen als geheel zou versterken.

Meteen valt zo al op hoe ogenschijnlijk technische kwesties, zoals of de Nederlandse regering in EU-verband het internationaal gebruik van de euro op de olie- of graanmarkt zou moeten bevorderen, raken aan wezenlijke strategische vragen. Die blijven vaak onuitgesproken maar kunnen beter worden geëxpliciteerd. Dit vergt een zeker beeld van de toekomst, van een kader waarin concrete beleidsopties voor de euro op hun strategische merites kunnen worden beoordeeld.

Een eerste set vragen betreft het type mondiale orde dat we verwachten. Zien we anno 2050 een 'G2' wereld die in twee machtsblokken is verdeeld, een Sino-VS heropvoering van de Koude Oorlog maar met een veel grotere economische en technologische verwevenheid dan tussen het Westen en het Sovjetblok ooit bestond? Of verwachten we, bijvoorbeeld vanwege het economisch en demografisch gewicht van staten in Afrika, Latijns-Amerika en de rest van Azië, dat een multipolaire orde gestalte krijgt, waarbij naast Washington en Beijing meerdere geopolitieke spelers een rol op het wereldtoneel opeisen?

En in welk van beide scenario's, het bipolaire of multipolaire, zou de EU de gunstigste dan wel minst riskante uitgangspositie hebben? Heeft de Unie zelf invloed op de uitkomst, en zo ja, hoe en in welke mate? Op het eerste gezicht zou een multipolaire wereld meer conceptuele en diplomatieke ruimte bieden voor een sterkere euro, als een van 's werelds meest gebruikte valuta. In een bipolaire wereld, economisch uiteenvallend in een dollar- en een renminbi-blok, zou dat minder het geval zijn, maar ook dan zou het belang van een sterkere euro groot kunnen blijven.

Een tweede set toekomstvragen betreft de urgentie van eigen muntmacht. Gezien de huidige dollarhegemonie gaat het dan met name om de inschatting van de wijze waarop de VS die macht toekomstig zal inzetten. Beijing, zo zagen we, acht de kans dat Washington de dollarmacht zal aanwenden tegen Chinese belangen in zeer hoog en werkt daarom doelgericht aan beschermingsmaatregelen. Maar hoe groot achten wij in de EU en Nederland het risico dat de VS hun geo-economische macht aanwendt op een wijze die niet strookt met EU- en Nederlandse belangen? En op welke termijn verwachten we dat China de opgebouwde defensieve muntmacht offensief zal gaan inzetten, ook tegen de Europese Unie?

► 1.4 Een nieuw tijdperk

Zonder deze strategische kwesties hier te kunnen of willen beslechten, onderstreept de AIV dat ze hoe dan ook moeten worden beoordeeld in het licht van de gewijzigde geopolitieke situatie. De antwoorden van 1990 of 2000 volstaan niet meer. De Europese Unie, en dus ook de euro, treden een nieuw tijdperk binnen.

Of men de cesuur nu verbindt met de Russische inval in Oekraïne (*Zeitenwende* 2022), met de zelfzucht van de VS onder Trump (2017-2021), met de opkomst van China sinds het aantreden van Xi Jinping als president (2013) dan wel met Erdogans migratiepolitiek, Modi's Indiase nationalisme of andere recente vormen van machtspolitiek – wie uitzoomt ziet dat het tijdvak waarin de Europese eenheidsmunt zijn beslag kreeg, de door vooruitgang voor de liberale democratie en geloof in machtsvrije globalisering gekleurde jaren na de val van de Berlijnse Muur (1989), voorbij is.

Evenmin keren we terug naar de situatie van de Koude Oorlog. Voor een analyse van de positie van de euro maakt dat een groot verschil. Zeker: ook in de jaren 1947-1989 waren er twee blokken. En binnen het westerse blok waren ook toen de VS en de landen van de Europese Gemeenschap tegelijk geostrategische bondgenoten (in de NAVO) en economische concurrenten (een wedijver die in de multilaterale orde van o.a. GATT, WTO en G7 werd gekanaliseerd). Het verschil met nu is dat het militaire en het economisch-monetaire domein destijds nog enigermate te scheiden waren. Dit kon omdat de economische relaties tussen het Westen en het communistische Sovjetblok zeer beperkt bleven, met energie als belangrijke uitzondering. Zodoende konden economische spanningen tussen de VS en West-Europa worden opgevangen zonder veiligheidspolitieke repercussies. Ook in de kwart eeuw van economische globalisering (1990-2015) die volgde op de Koude Oorlog, stelde de vraag naar de verbinding van militaire en monetaire macht zich niet scherp, aangezien de VS in een geostrategisch unipolair moment alle potentiële rivalen overklasten.

In het nieuwe tijdvak van 'polarisatie', 'deglobalisering' en '*derisking*' – dat men gezien de beslissende rol van China's machtsstreven en de respons van de VS kan laten beginnen tussen het aantreden van Xi (2013) en dat van Trump (2017) – worden alle economische, financiële, technologische en andere relaties strategisch ingezet. Men spreekt van de *weaponization of economic interdependence*.²¹ Ook daarvan gaven de Iransancties een bescheiden voorproefje.

In dit nieuwe krachtenveld moet ook de Europese Unie leren opereren. Ook als wijzelf het onderwerp soms liever uit de weg gaan, zullen onze partners en rivalen daarbij ook kijken naar de kracht en zwakte van de Europese munt.





Wat is muntmacht?

► 2.1 Oorzaak of gevolg?

Internationaal gebruik van een munt kan zowel een *gevolg* als een *bron* zijn van buitenlandpolitieke macht. De fenomenen zijn niet altijd scherp te scheiden. De ‘*top power*’ in de wereld of een regio, veelal tevens een grote en dynamische economie, levert doorgaans ook de ‘*top currency*’, maar dankzij een sterke internationale munt kan een land ook langer de sterkste macht blijven. Het werkt kennelijk twee kanten op. Hoe precies moet nader worden geduid.

► 2.2 Munt en staatsgezag

Munten zijn nauw verbonden met staatsmacht. Weliswaar zijn er ook altijd privaat uitgegeven munten of andere ruilmiddelen geweest, van tabak in de 18^e-eeuwse VS tot cryptomunten vandaag. Maar alleen het centrale gezag vermag geld als ‘wettelijk ruilmiddel’ uit te geven. De Munt is een voornaam staatsorgaan; op ‘valsemunterij’, schending van een koninklijk voorrecht, stonden zeer hoge straffen, in sommige landen zelfs de doodstraf. In veel muntnamen weerklinkt nog de oude band tussen vorst en geld (denk aan ‘kroon’, ‘real’, ‘dukaat’ of ‘louis d’or’).

Het vertrouwen in hun waarde ontleenden munten eeuwenlang tevens aan het erin vervatte gewicht aan zilver of goud. Ook dit is, inclusief weegschaal, terug te horen in veel geldnamen (‘gulden’, ‘pond’, ‘peseta’, ‘peso’, ‘lire’). De woorden ‘thaler’, ‘daalder’ en ‘dollar’ zijn afgeleid van het Joachimsthal, een zilvermijn in Bohemen.

De band van het geld met goud of zilver is in de 20^{ste} eeuw doorgesneden. Staten die lid zijn van het Internationaal Monetair fonds (IMF) mogen hun muntkoers laten zweven, koppelen aan één buitenlandse munt of aan een ‘mandje’ van munten, deel uitmaken van een muntunie of andermans munt gebruiken, maar *niet* de eigen valuta aan de goudprijs koppelen. Een biljet van honderd euro kan vandaag niet bij De Nederlandsche Bank voor goud worden ingewisseld. Des te belangrijker is het element ‘vertrouwen’: de gebruiker wil zeker weten dat zijn geld een tegenwaarde vertegenwoordigt en niet slechts een stukje metaal of papier is. Dit vertrouwen in een valuta berust in laatste instantie op statelijke macht, in de vorm van een centrale bank of regering. Hier ligt een bijzonderheid van de euro: een munt zonder staat.

Gezien deze nauwe band tussen munt en staatsgezag, raakt internationalisering van munten als vanzelf verknoot met de bredere politieke rivaliteit tussen staten. Zowel vanwege de reële voordelen die dit gebruik biedt als vanwege de symbolische lading die een munt krijgt te midden van andere munten. Wie is de kampioen? Wie het sterkst, het populairst? Op welke munt kun je vertrouwen? Op het wereldpodium vervult een munt daarom niet alleen de economische functies van rekeneenheid, betaalmiddel en waardeopslag, maar ook een symbolische rol, als concrete belichaming van een staat of samenleving. Daarin lijkt een munt op een vlag. Zodoende wordt een muntdevaluatie in veel landen niet enkel beleefd als zakelijke wisselkoerscorrectie, maar als politieke vernedering – een ervaring die ook weer inwerkt op het economische beleid. Evenzo kan een land trots ontlenen aan de eigen, sterke munt; zo was de Duitse mark voor het herstel van West-Duitslands zelfvertrouwen na vooroorlogse hyperinflatie en nazi-schande van groot belang.



Ook de euro groeide uit tot symbool van de Europese Unie als geheel, 'bekroning' van de eenwording. Bijgevolg leidde in de financiële crisis het vertrouwensverlies van de markten in de euro ook tot vertrouwensverlies van het publiek en de rest van de wereld in de EU als zodanig, een dynamiek waaraan de politici op hun beurt onvermoede wilskracht ontleenden (Bondskanselier Merkel in 2010: "Als de euro faalt, faalt Europa"²², en dus moesten Griekenland en de euro worden gered).



Betalingsbalansen, wisselkoersen, valutategoeden, maar ook: prestige, gezichtsverlies, vertrouwen. Valuta-internationalisering is dus niet alleen het domein van economen, statistici en financieel experts maar evenzeer dat van politici, diplomaten, sociologen en historici.

▶ 2.3 Atheense drachme tot US dollar – een korte historie van internationale munten

Zodra over grenzen in goederen werd gehandeld op een wijze die ruil te boven ging, begon circulatie van vooral zilveren en gouden munten. Doorgaans groeide de munt van een regionaal sterke economie uit tot 'internationale' valuta. In de Oudheid waren de zilveren Atheense drachme en de Romeinse denarius zulke veel gebruikte munten. In moderne tijden vervulden onder meer de Florentijnse florijn, de Venetiaanse dukaat en de Spaans-Mexicaanse peso deze rol. De Nederlandse gulden kende in de 17^e eeuw internationale hoogtijdagen, die tot diep in de 18^e eeuw nagloeiden.

Vanaf de 18^e eeuw werd het Britse pond de veruit meest gebruikte munt in de internationale handel (boven de 60% van de afrekeningen in 1900).²³ Het pond behield deze positie tot in het interbellum. De Franse frank (circa 30%) en de Duitse mark (15%) mengden zich met enig succes in dit spel; op verre afstand de Nederlandse gulden en Zweedse kroon. Het pond stond sterk als betaalmiddel van het *British Empire*, in de 19e eeuw de mondiale grootmacht. Ook speelde mee dat Londen zich had ontwikkeld tot 's werelds grootste zakencentrum: het was dé plek waar handelaren terecht konden voor valuta, leningen, verzekeringen etc. In hedendaagse termen: Londen bood een liquide markt. De *Bank of England* zorgde voor een stabiele marktomgeving.



De dollar, ingesteld in 1791, kreeg pas internationaal voet aan de grond rond het uitbreken van de Eerste Wereldoorlog. Dit had te maken met de oprichting van de Federal Reserve Bank (1913) – een *lender of last resort* naar Europees model – waarmee de regering van de VS een stabielere marktomgeving schiep. De VS groeiden uit tot grote verstreker van leningen aan oorlogvoerende partijen, waarmee deze hun wapen- en andere importen financierden. In de jaren 1920 zette de regering van de VS vervolgens ook actief in op het internationale gebruik van de eigen munt. Het pond sterling werd zo binnen een decennium bijna ingehaald.

Na de Tweede Wereldoorlog volgde de wisseling van de wacht: het Britse pond moest na anderhalve eeuw dominantie definitief de meerdere erkennen in de dollar. Deze bleef als enige aan goud gekoppeld, de andere valuta aan de dollar. Dit was de goud-dollar-standaard van 'Bretton-Woods' (1944), een stelsel van vaste wisselkoersen draaiend om de dollar. Voor centrale banken, investeerders, importeurs, exporteurs en ook criminelen wereldwijd was en is de dollar "*as good as gold*". Sindsdien is hij universeel betaalmiddel, de mondiale monetaire maat.

Het abrupte besluit van de regering van de VS onder president Nixon, in 1971, om de inwisselbaarheid van de dollar in goud 'tijdelijk' los te laten, betekende het einde van het Bretton-Woods stelsel van de vaste wisselkoersen. De grote internationale valuta gingen zweven ten opzichte van elkaar. De context: grote overheidstekorten (en oplopende inflatie) in de VS vanwege de Vietnamoorlog, alsmede het inzicht dat de VS inmiddels veel meer dollars buitenlands hadden uitstaan dan het zelf aan goud bezat. Dit laatste zou, indien al deze buitenlandse regeringen voor hun dollars goud wilden hebben, kunnen leiden tot het statelijke equivalent van een *bank run*.²⁴

De Nixon-schok beproefde de prille economische vervlechting van de West-Europese economieën en gaf zo een grote impuls aan de Europese monetaire integratie, uitmondend in de euro (1999). Maar tot veler verbazing veranderde het einde van Bretton-Woods voorlopig niets aan de centrale positie van de dollar in het mondiale financiële stelsel. Integendeel: het financiële kapitalisme waarin de dollar zo'n centrale rol speelt kon zich pas werkelijk ontwikkelen na het loslaten van het goudanker.



Het einde van de dollarhegemonie is sinds de crisis van de jaren 1970 vaak voorspeld. De mondiale financiële paniek van 2008, volgend op de val van een US zakenbank *Lehman Brothers*, deed de rest van de wereld opnieuw twijfelen aan de rol van de VS als monetair baken. Het presidentschap van Donald Trump bracht vanaf 2017 een ander soort twijfel aan binnenlandse stabiliteit in de VS. China daagt sinds een decennium de hegemonie van de VS uit en neemt in dat kader ook monetaire initiatieven. En uiteraard, wat ooit de Atheense drachme en het Britse pond overkwam, kan ook de US dollar gebeuren. Maar de regering van de VS hecht zeer aan de dollarhegemonie en zal een neergang van haar munt actief weerstreven.

► 2.4 Het 'exorbitante privilege'

Het voordeel van een internationaal gebruikte munt is allereerst praktisch. Het scheelt gebruikers tijd en geld bij hun internationale transacties. Toeristen uit de VS hoeven hun dollars niet om te wisselen als ze vakantie vieren op de Filipijnen. Bedrijven uit de VS lopen geen wisselkoersrisico wanneer ze een termijncontract afsluiten. Ook levert de centrale positie van de munt groei en werkgelegenheid in de financiële markten. Ten tijde van de heerschappij van het Britse pond trok Londen als financieel centrum behalve banken ook financiële dienstverleners zoals pensioenfondsen, vermogensbeheerders en verzekeraars aan. Ongenoegen over het feit dat zelfs voor intracontinentaal koffietransport van São Paulo naar New York, begin 20^{ste} eeuw, de polissen in het verre Londen moesten worden afgesloten, droeg in de VS bij aan inspanningen ten faveure van een Federal Reserve (Fed) en internationaal gebruik van de dollar.²⁵



Toch ligt het belangrijkste *economische* voordeel van internationaal muntgebruik elders. Veel landen bezitten via hun centrale bank reserves in buitenlandse valuta om in geval van nood de eigen munt te stabiliseren. Vanzelfsprekend valt de keus daarbij sinds 1945 vooral op de dollar (of op in dollar uitgedrukte waardepapieren, zoals *US Treasury bonds*). Ook investeerders op de financiële markten beleggen graag in dollars of dollarpapieren. De *greenback* biedt een veilige haven en dus financiële zekerheid.

Aan deze populariteit van de dollar voor waardeopslag ontleen de VS een *privilege exorbitant*, zoals Valéry Giscard d'Estaing, minister van Financiën onder de Franse president de Gaulle, het in de jaren 1960 noemde. Het feit dat andere landen enorme dollartegoeden aanhouden stelt de VS in staat om stelselmatig een tekort op de handelsbalans met de rest van de wereld te hebben, zonder dat dit tot binnenlandse economische aanpassingen noopt. Daardoor kunnen de VS *de facto* elk jaar voor 90 mld dollars méér consumeren en investeren dan het land produceert.²⁶ Een groot economisch en strategisch voordeel.

Hoe werkt dit 'exorbitante privilege'? Normaal gesproken dwingt een tekort op de betalingsbalans een land tot economische aanpassingen, opdat het jaar erop een evenwicht tot stand komt. Bijvoorbeeld in de vorm van een devaluatie, die export stimuleert en import duurder maakt, of van salarisverlagingen of andere vormen van publieke en private uitgavenvermindering. Langs welk pad ook: van de opgetelde economische productie van tekortland A plus overschotland B belandt na de aanpassing minder in land A. Dat land betaalt een economische prijs. Deze onaangename uitkomst wil elk land liefst vermijden of zo lang mogelijk uitstellen. Beslissend daarbij is hoelang een land, ondanks betalingsbalanstekorten, toegang houdt tot liquiditeit. Alleen zo kan een land leningen

afsluiten om die pijnlijke maatregelen nu nog niet te nemen. Wat bijgevolg de bijna onuitputtelijke vraag naar dollars vanuit de rest van de wereld doet – die nauwelijks als ‘leningen’ worden waargenomen maar dat in macro-economisch opzicht wel zijn – is de VS verlossen van zorgen over liquiditeit. Het land kan blijvend betalingsbalanstekorten hebben en *adjustment* oneindig uitstellen. Uitstel loont bovendien; elk gewonnen jaar is winst. Zoals Benjamin Cohen in *Currency Statecraft* schrijft, terwijl andere landen eerst dollars moeten kopen of verdienen voor ze die in het buitenland uitgeven, liggen de zaken voor de VS een stuk eenvoudiger: het volstaat de (spreekwoordelijke) drukpersen aan te zetten.²⁷

Tegenover het exorbitante privilege staat wel een ‘exorbitante last’. Het land dat de wereldreservemunt levert (meer dan de staten of muntunies wier valuta in kleiner volume door buitenlandse centrale banken wordt aangehouden) dient in tijden van een mondiale financiële crisis verantwoordelijkheid te nemen. Dat behelst bijvoorbeeld liquiditeit aan noodlijdende economieën via andere centrale banken ter beschikking stellen, zoals de VS in 2007-2008 deden. Keerzijde van de buitenlandse vraag naar dollars is bovendien vaak een hogere wisselkoers, die weliswaar de koopkracht verhoogt maar ook de concurrentiekracht van exporteurs uitholt. Toch kijken andere staten en machten al bij al met afgunst naar de economische en strategische voordelen waarover met name de VS dankzij dit privilege beschikken. Zeker nu is gebleken dat je daarmee ook op andere manieren aan macht en handelingsvermogen wint.

► 2.5 De munt als wapen

Het expliciet *geostrategische* voordeel van de munt dat de VS toevalt is een bijproduct van de alomtegenwoordigheid van de dollar in de internationale economie. Indien ze erover beschikken, zouden ook andere spelers met geopolitieke ambitie die troef willen benutten. Aangezien de dollar een unieke positie in het internationale valutastelsel bekleedt, die ook voor 1945 geen andere munt ooit had, betreffen onderstaande voorbeelden van gebruik van de munt als wapen allereerst de VS.



Dankzij de dominante en essentiële rol van de dollar als internationaal betaalmiddel hebben de VS de rol van poortwachter tot de internationale economie verworven. Wie gas, olie of ander goederen en diensten uit het buitenland wil halen, heeft dollars nodig, en in laatste instantie dus de politieke zegen van de VS. Voor landen met een instabiele munt geldt andersom: wie goederen of diensten aan het buitenland verkoopt zal daarvoor liefst in dollars betaald willen worden. Vrijwel geen internationale transactie of de VS zitten er, via de dollar, wel tussen.

Afgelopen decennia zijn de VS deze poortwachtersrol strategisch gaan inzetten. Washington kan onwelgevallige staten via SWIFT de toegang tot de *greenback* onttrekken en zo straffen en in economisch isolement dwingen. Anderzijds kunnen de VS bevriende staten juist belonen en ondersteunen met begeerde dollarleningen. Natuurlijk zijn er praktische en juridische grenzen, maar zeker in tijden dat de wereldeconomie en cruciale waardeketens internationaal sterk vervlochten zijn geraakt, is deze rol als poortwachter een buitengewoon krachtig drukmiddel en geopolitiek wapen.

Hier ligt meteen de reden waarom veel landen – neem bijvoorbeeld het Brazilië van de eind 2022 herkozen president Lula – argwanend staan tegenover de internationale rol van de dollar, die in Latijns-Amerika enorm is. Zij schept afhankelijkheid en geeft de VS uiteindelijk de mogelijkheid zich te mengen in de binnenlandpolitieke aangelegenheden van het continent. Hoewel dit niet voor de korte termijn is, hopen Braziliaanse politici, zeker in progressieve kringen rond Lula, de politieke soevereiniteit van hun land ten opzichte van de VS te versterken met een gemeenschappelijke Zuid-Amerikaanse munt, de *sur*; een idee waarvoor Argentinië reeds is gewonnen. Uit de naam van de munt (‘zuiden’) spreekt een sterk geografisch zelfbewustzijn, van Zuid- tegen Noord-Amerika (waarin ook meeklinkt het ‘Mondiale Zuiden’ tegen het Westen), een aanhaken bij de geografie dat ook de naam ‘euro’ doet.²⁸

Zeer begrijpelijk is ook dat de strategische rivalen van de VS zich verzetten tegen de dollardominantie en hun kwetsbaarheid voor de sanctiepolitiek van de VS willen verminderen. China heeft zijn welvaart mede te danken aan de globalisering en een open internationaal handelssysteem. Maar Beijing weet ook dat de VS hun macht als poortwachter tot dit systeem zal aanwenden om China economisch en politiek achter zich te houden.



Voorbeelden van hoe de VS de munt als geopolitiek wapen inzetten zijn er voldoende. Zo besloten de VS onder president Reagan in 1988 alle dollartransfers naar Panama te verbieden, een voor de lokale economie en bevolking funest besluit. Jarenlang had Washington van een geheime deal met Panama's autocratische leider geprofiteerd, dictator en drugskrimineel Manuel Noriega. Tegen betaling zorgde hij ervoor dat Panama de VS bijstond in de politieke strijd tegen progressieve ideeën en rebellerende volksbewegingen in Midden-Amerikaanse landen zoals Nicaragua en El Salvador. Maar nadat de VS ontdekten dat Noriega dubbelspel speelde met Fidel Castro, poogden zij hem met harde financiële en economische strafmaatregelen – inclusief bevrozing van dollartransfers – tot aftreden te dwingen. Overigens leidden deze sancties niet snel genoeg tot succes en viel Washington het land uiteindelijk met troepen binnen, nam het Noriega mee naar de VS en veroordeelde hem tot een lange gevangenisstraf.

Begin deze eeuw gingen de VS ruimer gebruik maken van de sterke positie van de VS in het mondiale financiële systeem en richtten daarbij de blik ook op een andere speler: SWIFT. Deze instelling levert banken en financiële instellingen een communicatiesysteem om betalingen te initiëren, betrokken partijen te verifiëren en transacties af te handelen. Dagelijks gaat het wereldwijd om ruim 30 mln. transacties. Meer dan 200 landen en gebieden zijn bij het systeem aangesloten. Hoewel overheden het belang van SWIFT voor sanctiehandhaving vroeg zagen, weerde het bedrijf de eerste pogingen om toegang te krijgen tot zijn informatie af. Na de terreuraanslagen van 9/11 werd die positie onhoudbaar. In het kader van terreurbestrijding deden de autoriteiten in de VS een succesvol beroep op SWIFT om informatie beschikbaar te stellen.²⁹ Hoewel er enig publiek verzet was, stemde de EU stilzwijgend in met het gebruik van SWIFT voor deze doeleinden.



In 2012 zetten Amerikaanse autoriteiten SWIFT voor het eerst in bij sanctiehandhaving. Door het communicatiesysteem als financiële dienstverlening aan te merken, viel het bedrijf ook onder sanctiewetgeving wanneer het aan gesanctioneerde banken communicatiediensten leverde. In reactie sloot SWIFT zelf diverse Iraanse instellingen af van het systeem (*self-compliance*). Iraanse financiële instellingen, inclusief de centrale bank, konden daarop geen internationale betalingen meer doen of ontvangen. De EU nam vergelijkbare wetgeving aan. Niet alleen de handel tussen Iran en de VS en de EU werd zo afgesloten, maar ook die met andere staten. Dit bleek een effectief drukmiddel om Iran naar de onderhandelingstafel te krijgen en droeg bij aan de totstandkoming van het nucleaire akkoord met Iran (JCPOA) in 2015.

Een laatste voorbeeld van financiële sancties zijn de sancties tegen Rusland na de inval in Oekraïne. Hierbij benutten de VS de dominantie van de *greenback* op een andere manier. Net als veel centrale banken en investeerders in de wereld zag ook de centrale bank van Rusland in de dollar een *safe haven* en had zij veel valuta-reserves (ook om indien nodig de eigen munt te kunnen 'verdedigen'). Veel van deze tegoeden bevinden zich in de VS bij de centrale bank of private financiële instellingen. Het gaf de VS en ook de EU – aangezien Rusland veel euro's bezit en deze tegoeden bij centrale en commerciële banken in de EU aanhoudt – de mogelijkheid deze reserves te bevriezen. Zo kan Moskou zijn *forex*-buffers niet gebruiken om de eigen roebel en economie te stutten.

Naast deze *directe* vormen van muntmacht bevordert de dollar het handelingsvermogen van de VS op *indirecte* wijze: het 'exorbitante privilege' geeft het land een extra vermogen om te investeren, bijvoorbeeld in het nemen van een militaire en technologische voorsprong op rivalen. Behalve als 'stok' kunnen de VS de dollarmacht ook als 'wortel' gebruiken. In 1989 had de eerste democratisch

gekozen en tevens VS-gezinde regering van Polen snel dollars nodig. Zonder aarzelen deden de VS het nodige, met een lening van \$200 miljoen. Voor de Poolse regering was het van levensbelang. Maar ook was het een duidelijk signaal naar democratische krachten in de rest van Midden- en Oost-Europa. Met de dollar hadden de VS een machtig instrument in huis om de strategische en geopolitieke belangen op het Europese continent veilig te stellen, zoals het kort na de Tweede Wereldoorlog met de Marshallhulp ook voor West-Europa had gedaan.



► 2.6 Wisselkoersmanipulatie

Een laatste manier om muntmacht buiten de landsgrenzen voelbaar te maken is valutamanipulatie. Bekend zijn de verwijten van de VS aan de Chinese autoriteiten dat zij ten behoeve van de exportgeleide groei de wisselkoers van de renminbi ten opzichte van de dollar kunstmatig laag houden door grote hoeveelheden dollars op te kopen. Sinds 1988 monitoren de VS het wisselkoersbeleid van andere landen, waarbij de status van wisselkoersmanipulator ook kan worden bestraft, bijvoorbeeld met boetes of door uitsluitingen van overheidsaanbestedingen in de VS.³⁰ Naast China staan ook gelijkgezinde landen onder toezicht vanuit deze wetgeving. Zwitserland staat volgens het meest recente rapport onder deze wetgeving onder verhoogd toezicht. Andere landen op de monitoringslijst zijn Japan, Zuid-Korea, Duitsland, Maleisië, Singapore en Taiwan.³¹

Tijdens de onderhandelingen over een handelsakkoord tussen de VS en de EU (TTIP), stelde Peter Navarro, directeur van de *National Trade Council* onder president Trump: *“A big obstacle to viewing TTIP as a bilateral deal is Germany, which continues to exploit other countries in the EU as well as the US with an ‘implicit Deutsche Mark’ that is grossly undervalued.”*³² Een merkwaardig verwijt. Duitsland kan sinds het begin van de muntunie geen eigen monetair- en wisselkoersbeleid meer voeren. Ook komt de relatief hoge koers van de dollar ten minste deels voort uit zijn rol als internationale reservevaluta; het is een keerzijde van het exorbitante privilege.

Overigens worden de VS op hun beurt door opkomende landen periodiek beschuldigd van indirecte wisselkoersmanipulatie als gevolg van ruim monetair beleid.³³ Onder het zogenoemde *quantitative easing* koopt een centrale bank effecten op de open markt. Hierdoor stijgt de hoeveelheid geld op de markt en daalt de rente, hetgeen de binnenlandse consumptie stimuleert. Het heeft echter ook een dempend effect op de wisselkoers. Goed voor exporteurs; niet voor hun buitenlandse concurrenten. Het soepele monetaire beleid in de jaren 2010 werd geïnitieerd door de Federal Reserve. Veel andere centrale banken volgden.

► 2.7 Wel of niet gebruiken?

Niet elke staat die beschikt over de mogelijkheid om de eigen munt internationaal te gebruiken, staat erom te springen. Zo verzette de Bundesbank zich tot de jaren 1980 tegen internationaal gebruik van de Duitse mark. Getekend door de ervaring van hyperinflatie in het interbellum, hield de overheid vast aan beperkingen inzake grensoverschrijdend gebruik van de Duitse mark, bijvoorbeeld met restricties op de uitgifte van obligaties.³⁴ Ook de toegang tot de binnenlandse kapitaalmarkt werd beperkt. Het gebruik van de Duitse mark als ankervaluta werd met het oog op stabiele wisselkoersen (en dus een positief effect op prijsstabiliteit) wel toegestaan.

De Japanse autoriteiten verwelkomden de internationale opkomst van de yen na de Tweede Wereldoorlog aanvankelijk evenmin. Japan's export-gedreven groei zou kunnen gaan lijden onder de hogere wisselkoers waarin een grotere vraag naar de yen zou resulteren. Pas in de jaren 1980 begon Japan – mede onder druk van de VS – de munt te liberaliseren.³⁵ De push voor internationalisering kwam na een grote economische crisis in 1989 en met de opkomst van China.



Met de internationalisering van de yen hoopte men de eigen economie te beschermen tegen externe schokken en de strategische positie in de regio te versterken. In 1996 werd in een *big bang* het merendeel van de restricties op grensoverschrijdend kapitaalverkeer afgeschaft. Ook deed Tokyo voorstellen voor een Aziatisch monetair fonds met de yen als dominante valuta. Uiteindelijk werden de pogingen om de yen te internationaliseren wegens gebrek aan succes begin 21^e eeuw gestaakt. Sindsdien staat Japan neutraal tegenover internationalisering.



Deze beide voorbeelden maken duidelijk dat onderscheid moet worden gemaakt tussen de *mogelijkheid* om muntmacht in te zetten en de *wil* om muntmacht in te zetten. De twee gaan niet altijd samen. Het beslissende criterium is de geopolitieke ambitie van een staat.³⁶

De Britse houding ten aanzien van de internationale rol van het pond illustreert dit verband. Na 1945 werd snel duidelijk dat het pond sterling internationaal in verval was. De neergang liep parallel aan de dekolonisatie van het Britse *Empire*, die in onder meer de onafhankelijkheid van India in 1947 en van landen in Zuidoost-Azië en Afrika in de jaren 1960 haar beslag kreeg. Terwijl de vroegste naoorlogse Britse regeringen deze koloniale en monetaire neergang actief weerstreefden, legden latere zich er min of meer bij neer.³⁷ Het keerpunt kwam met de fikse devaluatie van het pond ten opzichte van de dollar in november 1967. Deze stap volgde op Israëls Zesdaagse Oorlog tegen zijn Arabische burenen en de sluiting van het Suezkanaal (ooit trots Brits koloniaal project) waarin die resulteerde, hetgeen de prijs van olie-importen voor Groot-Brittannië zou opdrijven. De ruim 30 landen die nog sterling gebruikten waren ontzet over het waardeverlies van hun geldreserves als gevolg van de devaluatie. In samenwerking met internationale partners en de Bank voor internationale Betalingen (*Bank for International Settlements*) in Bazel vond Londen een oplossing en ging daarmee *de facto* over van verzet tegen neergang tot '*management of decline*'.

Wat betreft de relatief jonge euro toonde de Europese Centrale Bank zich aanvankelijk een erfgenaam van de *Bundesbank* uit de jaren 1980: de ECB stelde zich agnostisch op. De internationale rol van de euro werd gehinderd noch gestimuleerd.³⁸ Pas de laatste jaren neemt de ECB een meer positieve houding aan ten opzicht van de internationalisatie van de euro.³⁹ Primair hierin was de wens naar meer monetaire autonomie. Deze beleidsomslag hangt uiteraard samen met dezelfde internationale ontwikkelingen die de Commissie-Juncker in 2018 tot haar 'Mededeling over de internationale rol van de euro' bracht (alook de Nederlandse regering tot deze adviesaanvraag aan de AIV).



Scherper dan in de EU verloopt de omslag van terughoudendheid naar actieve bevordering in het geval van China. De Volksrepubliek is pas in de afgelopen vijftien jaar geleidelijk gaan inzetten op internationalisering van de renminbi. Heel lang woog voor China's exportgedreven groei-model het belang van een lage wisselkoers zwaarder dan een internationaal prominente munt, zoals eerder voor West-Duitsland en Japan. Ook anno 2023 valt nog niet te stellen dat Beijing alles op alles zet om de renminbi te internationaliseren. Maar tegelijk zet het land wel stappen om in de toekomst over eigen muntmacht te beschikken.

In beide laatste voorbeelden wordt een ander onderscheid zichtbaar. Het gaat niet alleen om wel/niet gebruiken maar ook om offensief versus defensief gebruik, oftewel internationalisering gericht op *invloed* en op *autonomie*. Naoorlogs West-Duitsland, Japan en het VK na 1968 hadden geen geopolitieke ambitie of vermogen meer om via hun munt buitenlands invloed uit te oefenen. Dit liet het toneel aan de VS, die de eigen muntmacht logischerwijs vooral *offensief* inzetten om rivalen tegen te werken of vrienden te belonen. Bijgevolg dwingt dit andere muntblokken, verstoken van dit middel, na te denken over een *defensieve* strategie. De afweging om wel of niet op internationalisering in te zetten, verschuift daarmee voor alle monetaire spelers, inclusief de eurozone.

Dit proces staat aan het begin. Toch valt niet uit te sluiten dat de eurolanden toekomstig belangrijke stappen zullen zetten om zich tegen via de munt binnenkomende geopolitieke schokken te weren, ook stappen die in Den Haag nu nog als onwenselijk of waarschijnlijk gelden. De geschiedenis van de euro en zijn voorlopers sinds 1950 is immers niet alleen een verhaal van monetaire integratie omwille van de ene Europese markt, maar getuigt ook van de politieke wil op sleutelmomenten – in Bonn/Berlijn, Parijs, Brussel, Frankfurt en elders – om gezamenlijk tegenslagen en schokken op te vangen en de economische en politieke stabiliteit van de EU te bewaren, waar nodig met ingrijpende monetaire vernieuwingen.

► 2.8 Verankering muntmacht in de multilaterale orde

Muntmacht is in de internationale diplomatieke verhoudingen in zekere mate geïnstitutionaliseerd, met name in het -als onderdeel van de Bretton-Woodsakkoorden opgerichte- Internationaal Monetair Fonds. In 1969 voerde het IMF de zogenaamde ‘speciale trekkingsrechten’ in als alternatieve waardeopslag naast de dollar en goud. De trekkingsrechten zijn zelf geen munten maar een samenstelling van de belangrijke wereldmunten, momenteel in de verhouding dollar (43%), euro (29%), renminbi (12%), yen (8%) en pond (7%). Het gewicht van elke afzonderlijke munt is gebaseerd op de rol die de munt speelt in het internationale handels- en financiële systeem. Daarmee is opname in de IMF-valutamand een bevestiging van de status van een munt in het internationale bestel: een grotere munt legt meer gewicht in de schaal (of valutamand).

China ijverde lange tijd om opgenomen te worden in de IMF valutamand van speciale trekkingsrechten, wat in 2016 lukte. Samen met de uitbreiding van het gewicht van de renminbi in deze valutamand in 2022, maakt dit de opkomst van de renminbi in termen van economisch gewicht maar ook invloed zichtbaar. Hetzelfde geldt voor de afwezigheid van alle landen waarvan valuta niet zijn opgenomen in de valutamand.

De Verenigde Staten zijn de enige partij in het IMF met een *de facto* veto over belangrijke beslissingen. IMF-voorstellen wekken zodoende niet zelden wrevel omdat zij als ‘Amerikaans dictaat’ worden gezien. Het voorstel van Japan in de jaren 1990 om een Aziatisch Monetair Fonds op te richten was een directe reactie op de door het IMF afgedwongen liberalisering van kapitaalstromen na de Aziatische schulden crisis, een idee dat in de jaren 1980 door Amerikaanse diplomaten op tafel waren gelegd. De in de EU vanaf 2010 ontbrande discussies over een eigen monetair reddingsfonds past ook in dit kader: het Europees Stabiliteitsmechanisme kan worden gezien als een ‘Europees Monetair Fonds’. Iets vergelijkbaars geldt voor het BRICS-initiatief voor een *New Development Bank*, al wordt dit door bijvoorbeeld de Chinese en Braziliaanse presidenten veel nadrukkelijker als emancipatie uit de dollar-orde gepresenteerd.



De geschiedenis van de euro op politieke hoofdlijnen

► 3.1 Een steeds weerbaardere munt

Enkele politieke hoofdlijnen uit het verhaal van de Europese monetaire unie zijn onmisbaar voor een advies over de internationale rol van de euro. Immers, de geostrategische dimensie was nooit afwezig bij de besluiten die vanaf 1945 tot één Europese munt leidden en deze sindsdien beschutten.

Uiteraard waren en zijn er ook *andere* motieven voor monetaire integratie, zoals praktische en financiële voordelen of verwachtingen over de munt als aanjager van de eenwording. Maar in het hoofd van Franse presidenten, Duitse bondskanseliers, EU-vertegenwoordigers in Brussel of Frankfurt en andere politiek verantwoordelijken speelde en speelt ook de strategische situatie steeds een rol. Denk aan Europa's relatie tot de VS en de dollar, de respons op de dekolonisatie of op de val van het Sovjetimperium. Motieven zijn ook niet altijd te scheiden. Juist in de grote doorbraken in de monetaire integratie – zoals de oprichting van de euro zelf na de val van de Muur in 1989 – zien we vaak een samenkomst van economische belangen, idealen en de geostrategische noodzaak op een specifiek moment.

De Europese monetaire integratie is niet alleen een technisch project van centrale bankiers en beleidsmakers, maar ook en vooral een serie politieke en institutionele antwoorden door staten en instellingen op schokken van telkens nieuwe aard.⁴⁰ Zo wordt de euro een steeds weerbaardere munt.

Een indeling in vier tijdvakken maakt deze dynamiek zichtbaar: de periode na WOII (1945-1971), na de val van Bretton Woods (1971-1989), na de val van de Berlijnse muur (1989-2007) en na de val van Lehman Brothers (sinds 2008).

Aanvankelijk kwam de financiële onrust van *wisselkoersvolatiliteit*, gedempt dankzij Bretton Woods en daarna het EMS. Vervolgens was het inflatie oftewel prijsinstabiliteit die beteugeld moest worden, dankzij ditzelfde EMS en nadien de EMU. Sinds 2008 kampt de Unie tevens met *financiële instabiliteit* bezworen met een scala aan instrumenten, zoals de reddingsfondsen van het ESM.

De *geopolitieke volatiliteit* waartoe de Unie zich sinds kort moet verhouden, past dus in een patroon.

► 3.2 Na WOII: Bretton Woods (1945-1971)

De vroegste West-Europese economische integratie kreeg vorm in de schaduw van de dollarmacht, in de jaren meteen na de Tweede Wereldoorlog. Onder het stelsel van Bretton Woods kregen alle deelnemende munten een vaste wisselkoers ten opzichte van de dollar (zie ook hoofdstuk 2). De dollar bleef als enige munt direct inwisselbaar tegen goud. Zo werd dus een indirecte goudstandaard ingevoerd, met de dollar als spil. De betrouwbaarheid van de dollar stond buiten kijf en bood stabiliteit. Dit was goed voor de economie. In geopolitiek opzicht fungeerde Bretton Woods als de financieel-economische as waarom de westerse economieën draaiden.

Snel bleek dat ook de dollarmacht niet onbeperkt was en verantwoordelijkheden met zich meebracht. Aldus moesten de VS in 1949 na een betalingsbalanscrisis in het Verenigd Koninkrijk bijspringen met dollargaranties om Bretton Woods overeind te houden en fragmentatie in het Westen te voorkomen. Deze reddingsactie van de VS bevatte ook een novum: ze kreeg haar beslag binnen de Europese Betalingsunie (EBU), een systeem van verrekening en kredietverstrekking dat door de West-Europeanen zelf was opgetuigd. Het diende om de valutaconvertibiliteit, oftewel de mogelijkheid om valuta te verhandelen, te herstellen.

Die betalingsunie was verbonden met een nieuwe Europese realiteit. De opstartende intra-Europese handel maakte continentaal Europa minder kwetsbaar voor externe turbulentie. Men kon zich meer op elkaar en onderlinge handel gaan richten. De motor achter deze ontwikkelingen was het indrukwekkende herstel van de West-Duitse economie. De groeiende Duitse importen gaven een enorme impuls aan de aangrenzende economieën (ten koste van de Britse). Het bleek tijdens de Britse recessie van 1949: continentaal West-Europa rond Duitsland had er weinig last van. Dat was iets waard.

De EBU moest de intra-Europese handel via de valutaherziening bevrijden uit de boeien van het 'bilateralisme'. Die opgave werd dus al aangevat voordat de Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal (EGKS), vroegste voorloper van de EU, bestond. Maar het ging langzaam. Uiteindelijk werd de omwisselbaarheid pas in 1958 bereikt, niet toevallig het jaar waarin de Europese Economische Gemeenschap (EEG) in werking trad (in Frankrijk, Duitsland, Italië en de Benelux).⁴¹ Ook in de decennia erna waren Europese markt- en muntinitiatieven veelal verbonden.

Vanaf de oprichting in 1957 werd de Europese gemeenschappelijke markt geteisterd door valutacrisis. Toenemende handelsoverschotten en competitiviteit in Noord-Europa veroorzaakten middelpuntvliedende krachten. Kwetsbare prestigeprojecten van Frans-Duitse verzoening, zoals het Gemeenschappelijke Landbouwbeleid, konden enkel functioneren bij gratie van een zekere prijsstabiliteit en voorspelbaarheid van valutakoersen. Valutacrisis brachten deze voortdurend in gevaar. Al in de jaren vijftig leidde deze situatie tot blauwdrukken voor een Europese Centrale Bank. Maar decennialang bleek dit een stap te ver en bleef het bij beleidscoördinatie. Of beter: bij ad hoc crisismanagement.

Toch strookten deze initiatieven steeds minder met de economische en geopolitieke agenda van de VS. Begin jaren zestig, met president Kennedy in het Witte Huis, was het zelfvertrouwen in het land historisch hoog. De regering van de VS trok haar eigen plan in Cuba, Vietnam en Berlijn. Intussen was Washington ook drijfveer achter de Europese onderhandelingen met het VK over een Britse toetreding tot de EEG. Tijdens een onderonsje in juli 1962 in Parijs, wilde de West-Duitse bondskanselier Konrad Adenauer van de Franse president Charles de Gaulle weten hoe hij tegen de situatie aankeek. De kern van de Gaulle's antwoord: 'Europa is een wereld, de Angelsaksen vormen een andere'. Voor de president was dit hét argument waarom Frankrijk en Duitsland hun onderlinge samenwerking moesten intensiveren, voordat de Britten er greep op zouden krijgen. Voor een dergelijke stap had Parijs plannen genoeg, bijvoorbeeld een Europees Monetair Fonds, of zelfs een muntunie, als logisch vervolg op de EBU en de gemeenschappelijke markt. Een dergelijk project zou een krachtig signaal zijn van een West-Europa dat meer op eigen benen stond.

► 3.3 Na de val van Bretton Woods: het EMS (1971-1989)

In de jaren 1960 leidden de oorlog in Vietnam en de grote binnenlandse ondersteuningsprogramma's van president Johnson in de VS tot een fors begrotingstekort, een oplopende staatsschuld en verdere uitgifte van dollars. De koers van de dollar bleef door zijn centrale rol en reservefunctie echter onverminderd hoog, hetgeen een tekort op de betalingsbalans van de VS en een afname van de

goudreserves veroorzaakte. Wereldwijd circuleerden vier maal meer dollars dan de Federal Reserve aan goud had. De indirecte goudstandaard was niet langer houdbaar.



In augustus 1971 beëindigde president Nixon de convertibiliteit van de dollar in goud. Omdat dit besluit door de VS volledig unilateraal en zonder afstemming met internationale partners werd genomen, wordt dit ook wel de *Nixon Shock* genoemd. De eenzijdigheid van het besluit werd vervat in de uitspraak van de Minister van Financiën Connally van de VS tijdens de G-10 bijeenkomst in dat jaar: *'The dollar is our currency, but it's your problem.'* In 1973 lieten de landen van de EEG en Japan hun vaste wisselkoers ten opzichte van de dollar los. In 1976 werd het einde van Bretton Woods bekrachtigd in de Jamaica-akkoorden.

Nu moesten de Europese landen zelf hun wisselkoersvolatiliteit bedwingen, buiten de dollarstandaard om. De vrije, fluctuerende, wisselkoersen noopten wederom tot ad hoc crisismanagement. In essentie was dit een bilaterale zaak tussen Frankrijk en Duitsland, met vaste rolverdeling. In elke valutacrisis vroeg Parijs om meer solidariteit, in de vorm van fondsen. Bonn wees fondsvorming vervolgens van de hand, maar betaalde uiteindelijk toch wanneer een crisis zodanig escaleerde dat ze de Europese samenwerking bedreigde. In dit Europa nam West-Duitsland, met andere woorden, de rol van de VS over.

Dit was niet alles. Het gebrek aan begrotingsdiscipline leidde ertoe dat de VS de onvermijdelijke en zorgwekkende inflatie via de financiële markten naar Europa exporteerden. Helmut Schmidt, bondskanselier in de jaren zeventig, vond deze vanuit de VS aan Europa opgedrongen instabiliteit (door de geïmporteerde inflatie) onaanvaardbaar. Schmidt's oproep tot een 'reconstructie van Bretton Woods in Europa' was de opstap naar het Europees Monetair Stelsel (1979).

Dit EMS was, net als Bretton Woods, gebaseerd op vaste wisselkoersen. Binnen het EMS zouden de twaalf deelnemende landen hun valuta binnen vaste bandbreedten van een spilkoers laten bewegen om grote fluctuaties te voorkomen.⁴² De wisselkoersen werden berekend binnen het ERM (=European Exchange Rate Mechanism). Zo was geen van de nationale munten officieel de ankervaluta binnen het EMS. Inofficieel bleek de Deutsche mark echter dominant. De *Bundesbank* in Frankfurt had een sterk mandaat op inflatiebeperking en prijsstabiliteit. Vanwege Duitslands centrale positie – en tot onvrede van Frankrijk – moesten de andere lidstaten binnen deze kaders meebewegen. Het EMS bracht ook de ECU (=European Currency Unit): een rekenkundige valuta die het gewogen gemiddelde van de valuta van deelnemende landen vertegenwoordigde. Het EMS met zijn ECU zou het voorportaal van de euro blijken.



▶ 3.4 Na de val van de Berlijnse Muur: één munt (1989-2007)

Met de val van de Muur, op 9 november 1989, blies de geschiedenis de kaars van de Koude Oorlog uit. Het Europa van de integratie kon er niet langer onderuit zelfstandig verantwoordelijkheid te nemen voor zijn positie in de wereld. De Europese Gemeenschap van de markt werd omgevormd in een nieuwe, politiekere Unie. Daarin vonden, voor het eerst in EU-verband, vraagstukken van veiligheid en defensie een plek. Ook kreeg de doorbraak naar één munt gestalte.

Wederom was een rolverdeling zichtbaar. Het Frankrijk van president Mitterrand was de sterkste vragende partij voor de eenheidsmunt, terwijl de Europese Commissie onder voorzitter Delors – samen met de twaalf centrale bankiers van de lidstaten – vanaf 1988 voorwerk had gedaan. Pas kort na de *Mauerfall* stemde de Bondsrepubliek onder bondskanselier Kohl met deze stap in, mede om in tijden van wantrouwen over de (snelle) Duitse eenwording de gehechtheid van zijn land aan het Europese project op het internationale toneel te onderstrepen.

Het Verdrag van Maastricht legde de basis voor de Economische en Monetaire Unie en daarmee voor de euro.⁴³ Het voorzag in:

- een gemeenschappelijke financiële markt zonder binnengrenzen,
- convergentiebeleid ter afstemming van het economisch beleid,
- een Europees Monetair Instituut (EMI), als voorloper van de onafhankelijke Europese Centrale Bank (ECB) en het Europees Stelsel van centrale banken (ESCB) die in 1998 werden opgericht,
- de vorming van een Monetaire Unie met één Europese munt per uiterlijk 1999.

Kort na dit ambitieuze akkoord viel het bestaande, bescheidener Europese Monetaire Stelsel uiteen. In de nasleep van de Duitse eenwording (1990) liepen de economische ontwikkelingen in Europa sterk uiteen; ze waren niet meer te vatten onder gelijk monetair beleid. De Duitse *Bundesbank* hield vast aan een relatief hoge rente, wat – vanwege de *de facto* ankerfunctie van de mark – de economische groei van andere landen hinderde. Het Britse pond en de Italiaanse lire werden in 1993 als gevolg van grote kapitaalvlucht ontkoppeld van de EMS-spilkoers.

Zo bleken er dus al snel redenen om de Maastrichtse muntafspraken aan te vullen. In 1996 kwamen hiertoe in Dublin de beginselen van het Stabiliteits- en Groeipact tot stand, ter versterking van de begrotingsdiscipline van de toekomstige eurolanden.⁴⁴ Tegelijk werd een nieuw *Exchange Rate Mechanism* ingesteld (ERM II), opvolger van het gesneefde ERM, om toe te zien op de prijsstabiliteit en de wisselkoersen ten opzichte van EU-landen die nog niet tot de eurozone zijn toegetreden.

De euro werd in 1999 ingevoerd. Eerst in niet-fysieke vorm voor elektronische betalingen, in de afgifte van overheidsobligaties en voor boekhoudingsdoeleinden. In 2002 deden ook de bankbiljetten en munten hun intrede in het straatbeeld en de portemonnees van inwoners van Nederland en elf andere lidstaten.

▶ 3.5 Na de val van Lehman Brothers: reddingswerkzaamheden (2008-heden)

Dit Europese en mondiale optimisme was van korte duur. De Koude Oorlog was na 1989 weliswaar voorbij, maar het “Einde van de Geschiedenis” was te vroeg voorspeld. Ook nieuwe financiële crises bleven niet uit. De landen in de eurozone hoefden vanaf 1999 geen (onderlinge) wisselkoersschokken meer te duchten, maar economische onevenwichtigheden en zwaktes konden ook anderszins naar buiten komen.

De bankencrisis die in 2007 in de VS begon en uitmondde in het failliet van zakenbank Lehman Brothers (september 2008) bracht grote turbulentie voor de Europese economieën en kredietstelsels. De markten verloren de jaren erna hun vertrouwen in de solvabiliteit van meerdere EU-lidstaten, waaronder Griekenland, Ierland en Portugal, en in die van enkele grote banken. Financiële instabiliteit was het nieuwe gevaar, waaraan de Europese Monetaire Unie zelf ten onder dreigde te gaan.

Terwijl de jonge euro vanaf 1999 aan de wereld het bewijs leverde van het succes van de Europese integratie, had nu omgekeerd de doodsnood van de munt zijn weerslag op de internationale reputatie van de Unie en haar lidstaten. De munt moest worden gered.

Hiertoe namen Europese politieke leiders, evenals de ECB, tussen 2010 en 2012 verrijkende besluiten. De euro kreeg een steviger fundament. Opvallend was de instelling van reddingsfondsen om staatsbankroeten af te wenden. Na enkele *ad-hoc* operaties kregen deze fondsen vorm als Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM). Politici in Berlijn, Parijs, Brussel en Frankfurt achtten het vernederend wanneer een EU-land als Griekenland voor financiële steun zou moeten aankloppen bij het IMF in Washington.

Andere stappen die de eurozone vertrouwenwekkender zouden kunnen maken, achtten Berlijn en Den Haag tijdens de eurocrisis van 2010-12 onnodig. Gezamenlijke schulduitgifte of 'eurobonds', een oude Franse en Zuid-Europese wens, bleef een rode lijn. Idem voor de gedachte van transfers tussen lidstaten. Tijdens de COVID-19 pandemie van 2020-2022, die grote politieke spanningen tussen Noord- en Zuid-Europa bracht en een moment tot een nieuwe eurozonecrisis dreigde te leiden, veranderde dit. Bondskanselier Merkel bood ruimte om eenmalig aan deze beide taboes te tornen. In 2020 besloot de Europese Raad unaniem tot de oprichting van de 'NextGenerationEU' steunfondsen, gefinancierd door gezamenlijke schulduitgifte ('coronabonds') en deels als subsidie uitgekeerd.

De financiële crisis van 2008 in de VS en Europa bracht niet alleen interne turbulentie, ze versnelde ook de politieke opkomst van China en het ontstaan van een multipolaire orde. Institutioneel kwam dit tot uitdrukking in de oprichting van de G20 op leidersniveau in 2008: voor het eerst volstond de G7/G8 van grote industrielanden niet meer om 's werelds financiële en economische verhoudingen adequaat te bespreken; ook China, India, Brazilië en andere grote economieën kregen een plek aan tafel. Door de paniek en chaos aan weerszijde van de Atlantische Oceaan tijdens de Lehman-dagen, verloor China bovendien zijn respect voor westers financieel vernuft. Sindsdien bouwt het aan een eigen financiële en monetaire orde, inclusief multilaterale financiële instellingen (zoals de Aziatische Infrastructuur Investeringsbank, van 2015).

Kortom, na de unipolaire jaren 1989-2007 van globalisering onder Amerikaans leiderschap waarin de jonge euro floreerde, markeert de bankencrisis van 2008 een cesuur. Deze bracht internationaal niet zozeer de dollar in verlegenheid, maar beproefde wel de euro, die zich tegen nieuwe schokken wapende, én moedigde de Chinese renminbi tot nadere ontplooiing aan.



Wereldmunten dollar, euro en renminbi: evolutie in cijfers

► 4.1 De functies van een internationale munt

Een internationale munt is een munt die wordt gebruikt over de landsgrenzen van het land van uitgifte heen. Een internationale munt heeft drie functies die door zowel private als publieke actoren worden gebruikt. Tabel 1 vat deze functies schematisch samen:

	Rekeneenheid	Ruilmiddel	Waardeopslag
Privaat	Beprijzing	Afrekening van (valuta-) handel	Investerings
Publiek	Anker	Interventie (t.b.v. wisselkoers)	Reserve

Tabel 1 - Functies van internationale valuta. Bron: Krugman (1991)

Als *rekeneenheid* wordt de munt gebruikt door bedrijven of financiële instellingen om goederen of financiële instrumenten te beprijsen. Een bekend voorbeeld is de indexering van olie in dollar. Overheden kunnen een munt als referentie of anker gebruiken wanneer zij de waarde van hun eigen munt koppelen aan een ankerpunt.

Als *ruilmiddel* wordt een munt gebruikt wanneer bedrijven de import of export van goederen en diensten betalen met de munt. Deze functie hangt nauw samen met de functie als rekeneenheid, maar is te onderscheiden. Zo wordt de prijs van olie en grondstoffen vaak in dollar uitgedrukt (de dollar is de rekeneenheid), maar kunnen exporteurs en importeurs ook afspreken om de betaling in euro of yen te doen (de euro of yen zijn dan het ruilmiddel). Dat geldt ook voor het publieke gebruik van de munt als ruilmiddel: als een land zijn munt heeft gekoppeld aan een ankerpunt, dan zal het buitenlandse valuta moeten aan- en verkopen om deze koppeling te effectueren (ruilmiddel). Daarvoor dient een land valutas reserves aan te houden, wat ons brengt bij de laatste functie: de munt als waardeopslag. In dit opzicht bouwen de verschillende functies van de munt ook op elkaar voort in het proces van internationalisering. Naarmate een munt internationaal meer als ruilmiddel wordt ingezet, is er ook een hogere kans dat deze als rekeneenheid of waardeopslag zal worden gebruikt.

Als *waardeopslag* wordt een munt gebruikt door zowel private als publieke partijen om spaartegoeden aan te houden. In de zoektocht naar de optimale risico-rendementsverhouding worden spaartegoeden in verschillende landen en valuta aangehouden. Vanuit een eventueel gewenst wisselkoersbeleid hebben overheden – naast het spaarmotief – ook valutategoeden nodig om valuta-interventies te doen.

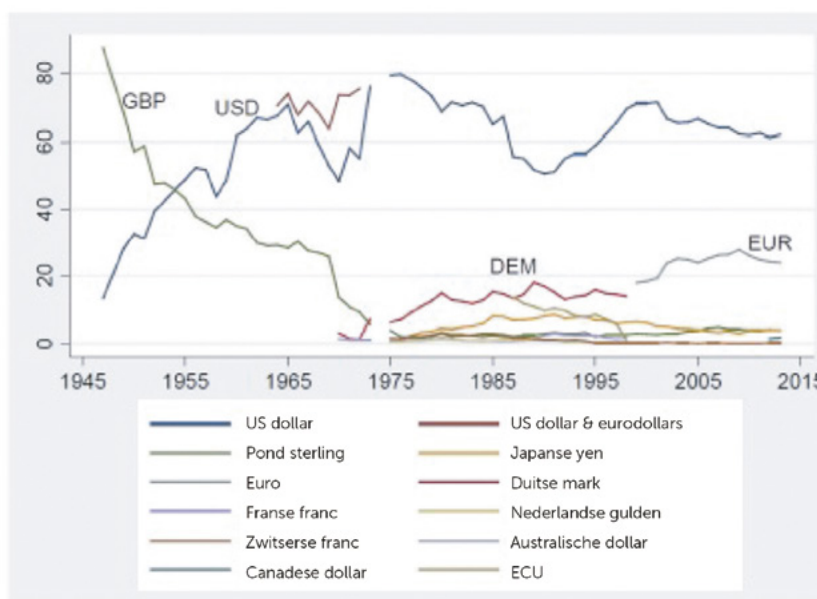
In eerste instantie ligt het voor de hand dat een (private of publieke) partij uit het land van afgifte betrokken is bij de grensoverschrijdende transactie, bijvoorbeeld een Nederlandse exporteur die door zijn Turkse importeur in euro's wordt betaald. Een munt kan echter ook internationaal worden gebruikt zonder betrokkenheid van een partij uit het land van afgifte. Zo kan de betaling door de Turkse importeur ook direct in dollar worden gedaan. Of indirect via de dollar waarbij eerst de Turkse lira wordt omgewisseld naar dollar en deze vervolgens naar euro. In dit voorbeeld is de dollar een zogenaamde *vehikelmunt*. Hoe vaker dit voorkomt, hoe groter de internationale rol van de munt.⁴⁵

Voor het uitoefenen van muntmacht zijn alle drie functies relevant. Zo draagt het feit dat olie en belangrijke grondstoffen in dollar zijn geprijsd bij aan het internationale gebruik en de internationale reputatie van de dollar. De rol van de dollar als ruilmiddel – met name als vehikelvaluta samen met het grote en efficiënte financiële systeem in de VS – is bepalend voor de mate waarin het land financiële sancties kan inzetten. Zoals in hoofdstuk 2 is beschreven is de functie van reservemunt, als basis van het ‘exorbitante privilege’, echter de belangrijkste bron van muntmacht.

► 4.2 De mate van gebruik per functie

Figuur 1 laat zien dat het internationale gebruik van een munt geen gegeven is. De meest in het oog springende verandering is de wisseling van de wacht tussen het Britse pond en de *US dollar* als dominante reservemunt na de Tweede Wereldoorlog. Maar ook andere ontwikkelingen vallen op, zoals de opkomst van de Deutsche Mark en Japanse yen vanaf de jaren zestig en de introductie van de euro die in 1999 als erfgenaam de positie van de nationale Europese munten – de D-Mark voorop – overnam.

Figuur 1 toont ook dat er geen sprake is van een absoluut monopolie. De dollar is weliswaar sinds WOII dominant, maar toch is er ook plaats voor andere munten, zoals de D-Mark, yen en euro.

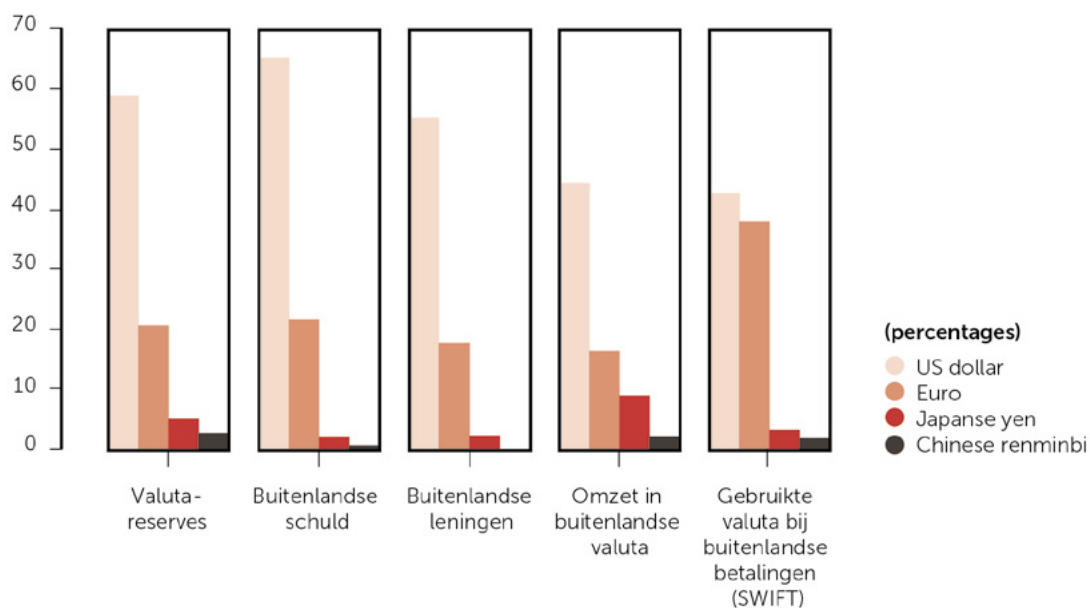


Figuur 1 - Aandeel valuta in buitenlandse reserves (=waardeopslag). Bron: Eichengreen, Chitu en Mehl (2014)

De mate waarin een munt internationaliseert (en als afgeleide het potentieel om muntmacht te effectueren) is te meten langs twee dimensies: de functies die een munt uitoefent in het internationale bestel en de geografische reikwijdte van de munt.

Figuur 2 laat de huidige internationale positie van vier internationale valuta zien (dollar, euro, yen en renminbi) in hun verschillende rollen als waarde-opslag en ruilmiddel. De figuur laat duidelijk zien dat de dollar in het internationale financiële bestel een grote schaduw werpt en de andere internationale valuta qua belang op bijna alle fronten ruimschoots achter zich laat. Als publieke en private waarde-opslag, zoals gemeten als het aandeel in internationale reserves, schulduitgifte en

uitstaande leningen, laten de drie linker panelen zien dat de dollar de andere valuta overvleugelt. De euro neemt – met afstand – een goede tweede plaats in voor de yen en renminbi. Als ruilmiddel worden de verschillen kleiner zoals blijkt uit de twee rechter panelen. Op de valutamarkt (tweede paneel van rechts) domineert de dollar. Hier is de rol van de dollar als vehikelvaluta evident. Zo hebben de VS en de eurozone een nagenoeg gelijk aandeel in de wereldwijde handel (rond 15%), maar wordt de dollar drie keer zo vaak gebruikt in valutatransacties als de euro. Voor de renminbi was dit in 2022 zo'n 7%, terwijl het aandeel van China in de wereldhandel aanzienlijk groter is. Als betalingsmiddel, gemeten als het aandeel van de munt in het aantal betalingen geregistreerd in het interbancaire betalingssysteem SWIFT, steekt de euro de dollar echter naar de kroon.⁴⁶ De yen en renminbi, blijven op dit terrein ruimschoots achter.



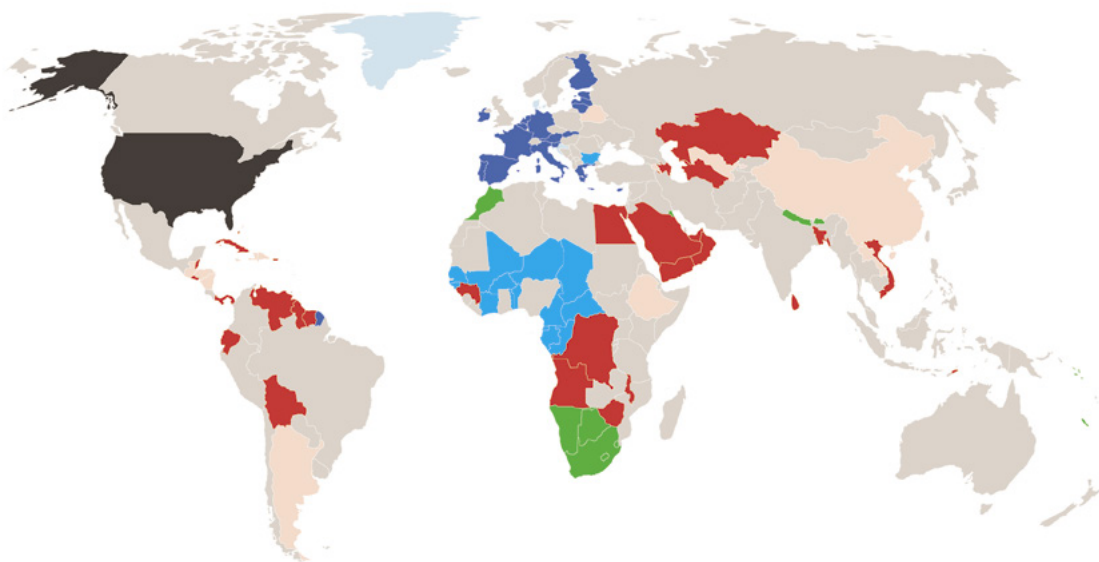
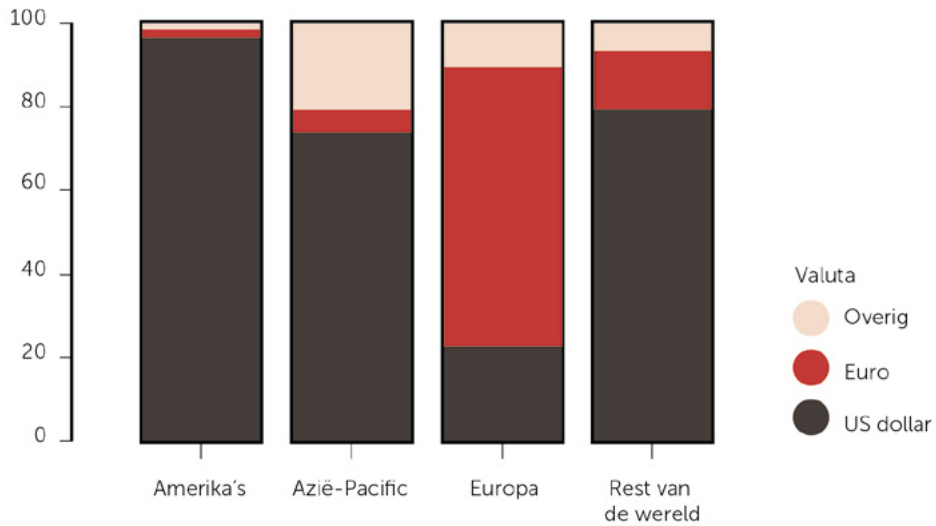
NB: De meest recente gegevens over buitenlandse valutareserves, buitenlandse schuld en buitenlandse leningen betreffen het vierde kwartaal van 2021. Gegevens over de omzet in buitenlandse valuta is per april 2019. SWIFT-gegevens per december 2021.

Figuur 2 - Verschillende valuta als waardeopslag en ruilmiddel anno 2021. Bron: ECB (2022)

► 4.3 Geografische spanwijdte

Naast het grootste totale wereldwijde gebruik, heeft de dollar ook de grootste geografische spanwijdte en slagkracht. Figuur 3 (linker paneel) laat zien dat de dollar als private rekeneenheid (uitgedrukt als percentage in exportfacturatie) in alle delen van de wereld wordt gebruikt.

De euro wordt daarentegen als factureringsmunt vooral in en rond de EU gebruikt of in landen met een historische band met EU-landen (met name landen in Afrika). Het aandeel van de dollar in Azië en Latijns-Amerika is veel groter, ondanks het feit dat de EU een belangrijke handelspartner is van Azië. Ook de renminbi en de yen hebben geen mondiaal bereik, maar zijn vooral in de eigen regio relevant. Dit beeld wordt bevestigd in de rol van publieke rekeneenheid of ankerpunt (Figuur 3, rechter paneel): vooral landen in de periferie van de EU of landen met een historische link met EU-landen koppelen de munt aan de euro. De dollar heeft daarentegen een meer wereldwijd bereik. De Japanse yen wordt amper gebruikt als ankerpunt en de waarde van de renminbi is sinds 1994 gekoppeld aan de dollar.



Valutakoppelingen

- Verenigde Staten
- Eurozone
- Gekoppeld aan een valutamandje of andere enkele valuta
- Valuta gekoppeld aan de US dollar*
- Valuta gekoppeld aan de euro*
- Flexibele† koppeling aan de US dollar
- Flexibele† koppeling aan de euro

* omvat harde en zachte koppelingen

† lossere ('kruipende') koppelingen die afzonderlijk monetair beleid mogelijk maken

Figuur 3 - Het belang van internationale munten als rekeneenheid Bronnen: Bertaut, von Beschwitz and Curcuru (2021) en The Economist

Wat bepaalt valuta-internationalisering?

► 5.1 Vertrouwen

Adam Smith, grondlegger van de economische wetenschap, stelde *'All money is a matter of belief'*. Het gebruik van een munt staat of valt met het vertrouwen dat deze nu en in de toekomst te gebruiken is en zijn waarde vasthoudt. Dit vertrouwen is niet alleen geaard in economische factoren maar ook in het vertrouwen in de strategische of diplomatieke kracht van een land.

► 5.2 Economie: een stabiele, grote en liquide markt

Een vertrouwenwekkend beleidskader

Op economisch terrein zijn factoren als de lopende rekening van een land, de schuldpositie en het begrotingsbeleid pertinent. Ook monetair beleid speelt een belangrijke rol: dit beleid kan vertrouwen bevorderen, bijvoorbeeld door een consistente en apolitieke focus op lage inflatie en een stabiele wisselkoers, maar kan het ook doen afnemen, zoals wanneer het grillig is. In zijn algemeenheid geldt dat transparantie en voorspelbaarheid in nationaal en internationaal beleid en optreden het vertrouwen in een munt ten goede komen.

De ECB heeft een sterk mandaat ten aanzien van prijsstabiliteit en is gevrijwaard van politieke inmenging in de formulering van het monetaire beleid. De ECB erfde een deel van de reputatie en het vertrouwen van de *Bundesbank* op dit terrein. Dit boezemt vertrouwen in, evenals het feit dat de landen van de eurozone over een gevestigde rechtsstaat met stabiele instituties beschikken.

Daar staat tegenover dat de euro een veel minder lange staat van dienst heeft dan de dollar, het pond of de Zwitserse frank; het gezag van de tijd moet de euro nog verdienen. Aangezien de Europese Unie bovendien geen federale staat is zoals de VS, ontbeert de eurozone een centrale regering die in crisistijd daadkrachtig kan optreden en een politieke bodem onder het kredietstelsel kan leggen. Het ontbreken van zo'n *'lender of last resort'* leidde in de Europese schulden crisis van 2010-12 tot een vertrouwenscrisis die de muntunie ernstig op de proef stelde. Sindsdien heeft de ECB die rol *de facto* op zich genomen en is de architectuur van de eurozone duidelijk verstevigd, onder meer dankzij verscherpte eisen aan banken, de instelling van centraal banktoezicht met een gezamenlijk afwikkelingsmechanisme, alsmede een permanent noodfonds, het ESM. Niettemin heeft de euro zijn status als reservemunt van vóór de financiële crisis nog niet weten terug te winnen.

Ook de internationale staat van dienst van de Chinese renminbi laat zich niet vergelijken met de dollar. Onder meer gebrek aan transparantie over besluitvorming en uitwerking van beleid beperkt het vertrouwen van marktdeelnemers in de renminbi. De lange traditie en strenge handhaving van het bankgeheim in Zwitserland daarentegen schragen het vertrouwen in en het internationale gebruik van de Zwitserse franc als reservemunt.

Volume

Gebruiksgemak bepaalt in belangrijke mate het internationale gebruik van een munt. Van dat gemak zijn volume en liquiditeit de voornaamste determinanten.

Hoe hoger het transactievolume, hoe lager de transactiekosten. Vergelijk het met het gebruik van een taal. Hoe meer personen dezelfde taal spreken, hoe makkelijker en sneller het gesprek zal verlopen. Er is geen noodzaak voor tolken, interrupties en verdere uitleg. Grote kans dat de gesprekspartners bij een volgende ontmoeting dezelfde taal zullen bezigen en dat nieuwe personen die zich in het gesprek mengen zich hierin voegen.

Zulke netwerkeffecten en dynamische schaalvoordelen treden ook in het economisch verkeer op: het wordt makkelijker om een wederpartij te vinden voor een transactie, en systemen worden op het gebruik van de betreffende munt ingericht. Afwijken van de norm kost extra tijd, geld en moeite waardoor partijen minder snel op een andere munt overstappen. Vanwege deze inertie heeft de grootste munt een inherent voordeel boven andere munten en verloopt de overgang naar een andere dominante munt vaak schoksgewijs.

Dat volume ook weer niet allesbepalend is, blijkt al uit de relatieve verschillen in het gebruik van de dollar, euro en renminbi (zie hoofdstuk 4). Van de drie economische machtsblokken is de EU het kleinst, maar qua internationaal gebruik staat het op een duidelijke tweede plek. Anders geformuleerd: de renminbi presteert onder potentie.

Liquiditeit

Voorts profiteert een valuta van een liquide, goed ontwikkelde financiële markt. Hoe breder en dieper een financiële markt, hoe groter de kans dat een bedrijf financieringsvormen vindt die qua kosten, looptijd en voorwaarden aansluit bij de kredietbehoefte.⁴⁷ Aan de zijde van de beleggers en crediteuren maakt een grotere variëteit aan beleggingsinstrumenten het eenvoudiger om de gewenste risico-rendementsverhouding te bereiken in de beleggingsportfolio.

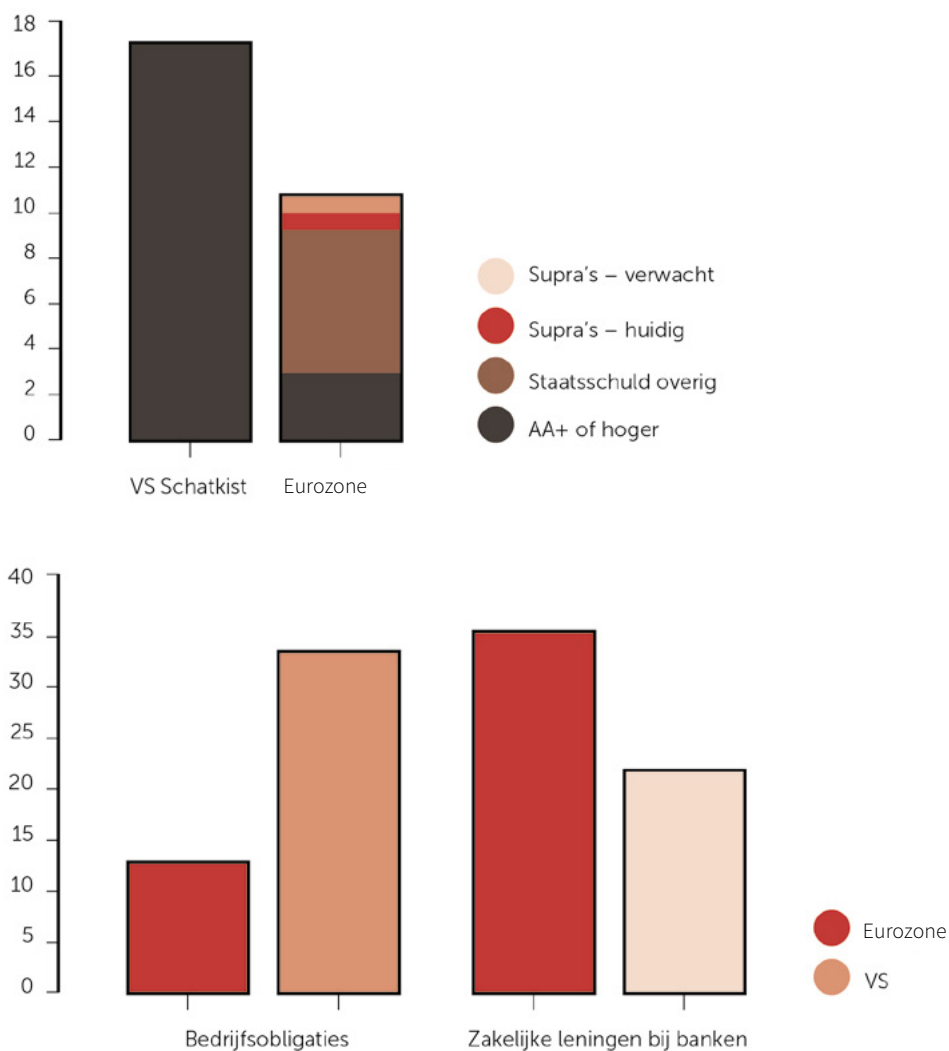
Internationale toegankelijkheid van de financiële markt hangt af van de openheid: de mate waarin de markt vrij is van kapitaalrestricties. Voor de reservefunctie van een valuta is het essentieel dat in tijden van tegenspoed snelle en ongelimiteerde toegang tot reserves is gegarandeerd.

Qua liquiditeit hebben de VS met hun diepe, open en goed ontwikkelde kapitaalmarkt een duidelijke voorsprong op alle concurrenten. De voornaamste ondermijning van status van de VS als veilige haven komt van de 'bewapening' van het dollar-systeem zelf. Deze zet niet alleen rivalen Rusland en China maar ook landen zoals Brazilië, Saoedi-Arabië, India of Zuid-Afrika tot 'de-dollarization' aan.⁴⁸ Saoedi-Arabië experimenteert met de petro-yuan als alternatief voor de petro-dollar. India zoekt aansluiting bij de Russische en Chinese versies van SWIFT en CIPS. In reactie op extraterritoriale sancties hebben China, Panama, Zuid-Afrika en Singapore met het EU *Blocking Statute* vergelijkbare wetgeving aangenomen. Ook beschikt India over een variant op het in de nasleep van de Iransancties opgerichte INSTEX. Brazilië en China sloten begin 2023 een overeenkomst om afrekening van de onderlinge handel in renminbi te bevorderen.⁴⁹ China heeft een vergelijkbare overeenkomst afgesloten met Pakistan. Brazilië en Argentinië mikken op een eigen regionale munt om de dollar-afhankelijkheid in de regio te verkleinen. Naar aanleiding van sancties tegen het Maduro-regime, introduceerde Venezuela de cryptomunt *petro*. Het Afrikaanse continent, ten slotte, lijkt een vruchtbare bodem voor het uitrollen van alternatieve elektronische betalingssystemen zoals de digitale renminbi.⁵⁰ Zuid-Afrika test reeds een digitale munt die gebruikt kan worden in het grensoverschrijdende betalingsverkeer als alternatief voor SWIFT.

De Chinese kapitaalmarkt kent – ondanks de recente beperkte liberalisering – grote beperkingen op internationale kapitaalstromen, grenzen aan de verhandelbaarheid (convertibiliteit) van de renminbi en een lagere graad van ontwikkeling en innovatie. Met name de beperking op internationale kapitaalstromen en verhandelbaarheid beperken de renminbi als internationale reservemunt. In renminbi aangehouden tegoeden zijn immers niet onder alle omstandigheden vrij opneembaar.

Ook de eurozone is op dit vlak onvergelijkbaar met de VS. De banken- en kapitaalmarkt van de EU is weliswaar open, maar nog sterk gefragmenteerd met nationale regelgeving en nationale toezichthouders. Dit leidt tot onzekerheden, informatie-asymmetrie en een voorkeur voor investeringen en financiering binnen het nationale systeem (*home bias*). Sinds de kredietcrisis is het aantal grensoverschrijdend opererende banken eerder af- dan toegenomen.⁵¹ Het ontbreken van een echte Europese financiële markt vergroot ook het fragmentatierisico van de eurozone. De kapitaalmarkt vangt in de Verenigde Staten zo'n 39% van de staatspecifieke schokken op tegen 8% van de landspecifieke schokken in de eurozone.⁵²

Tevens is de financiële markt van de EU sterk georiënteerd op bancaire kredietverlening, terwijl in de VS financiering juist vooral via uitgifte van aandelen of obligaties op de kapitaalmarkt plaatsvindt, zie figuur 4 (onderste paneel).⁵³ Bancaire schulden zijn minder goed verhandelbaar dan obligaties en aandelen. Dit maakt de markt minder breed. Bancaire schuldverlening resulteert daarnaast wederom in een sterk thuislandvoordeel, vanwege de noodzakelijke bank-klant relaties die aan zo'n bancaire schuld ten grondslag liggen.



Figuur 4 - Eigenschappen van de kapitaalmarkt in de Eurozone en de VS. Bron: ESM (2021)

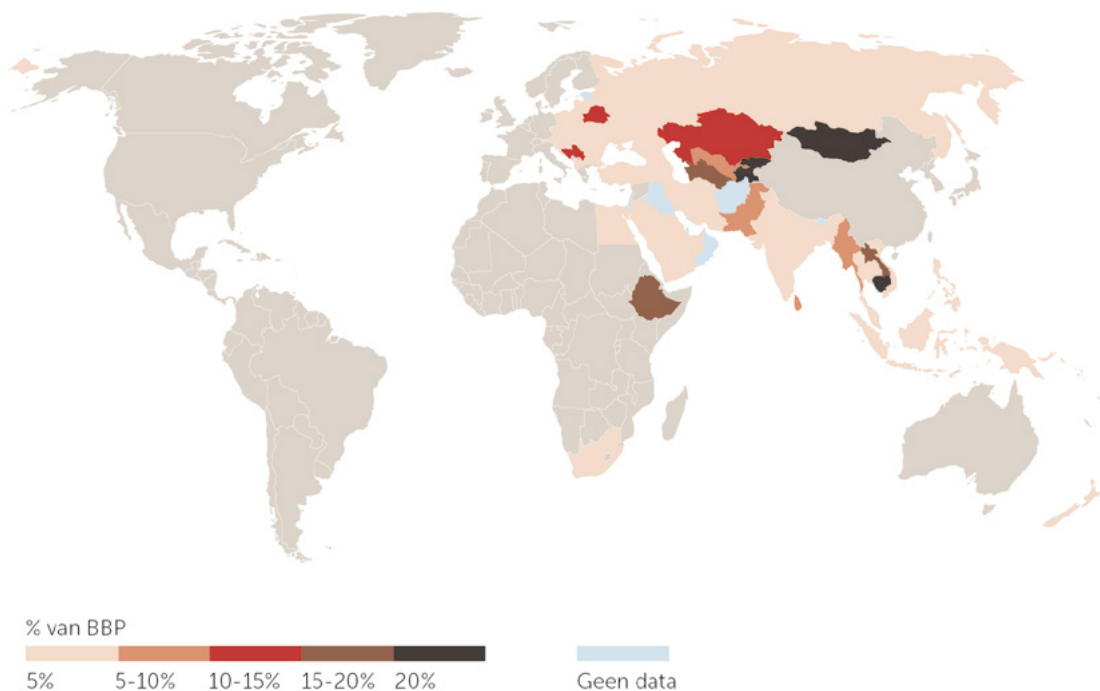
Ten slotte heeft de eurozone een relatief tekort aan risicovrije of risicoarme beleggingsobjecten. *US Treasury bonds* zijn goed voor 60% van de wereldwijde overheidsschulden met een kredietwaardigheidsscore van AA+ of hoger.⁵⁴ Slechts een beperkt aantal EU-lidstaten heeft een AA+-rating, zie figuur 4 (bovenste paneel). Dit aantal is in het afgelopen decennium verder gedaald, onder meer als gevolg van de staatsschuldencrisis. Er is evenmin een EU-breed risicovrij beleggingsobject. Bovenstaande betekent dat de EU de rest van de wereld nog niet voldoende kan bieden om de VS als veilige beleggingshaven naar de kroon te steken.

► 5.3 Politiek: een stabiele en weerbare staat

De strategische, diplomatieke en militaire kracht van een land bepaalt mede in hoeverre gebruikers in andere landen die munt willen aanhouden als reserve en gebruiken in het betalingsverkeer. Wanneer een staat elk moment door gevaarlijke burenen kan worden overrompeld, zal zijn munt internationaal weinig vertrouwen genieten, hoe solide het monetair beleid of de schuldpositie ook is. In laatste instantie vraagt vertrouwen in de munt om vertrouwen in de staat. In hoofdstuk 2 bleek reeds dat grote verschuivingen in de internationale positie van een munt veelal samenhangen met grote geopolitieke gebeurtenissen, zoals oorlogen, (de)kolonisatie of financiële hulpprogramma's.

Dankzij een politieke, militaire en economische overmacht na 1945 konden de VS de regie te nemen in het ontwerp van het internationale monetaire en financiële landschap, met de dollar als mondiale spil en een *de facto* veto voor de VS in het IMF. In ruil voor veiligheidsgaranties accepteerden strategische partners, zoals Saoedi-Arabië, een grote rol van de dollar in de internationale (olie-)handel. Duitsland en Japan kozen er om dezelfde reden voor om de macht van de dollar in de tweede helft van de 20^e eeuw niet *in Frage* te stellen.

Ook China stimuleert via economische partnerschappen in het *Belt & Road Initiative* de internationale positie van de renminbi. Deze partnerschappen zijn asymmetrisch van aard: de beslechting van juridische conflicten valt grotendeels onder Chinese jurisdictie. Zo wordt Beijings politiek-juridische invloedssfeer uitgebreid. Onderstaande figuur laat zien dat de financiële invloedssfeer van China zich ver uitstrekt, ook naar de EU en haar nabuurschap.



Figuur 5 - Schulden aan China (in % BBP) Bron: <https://www.cfr.org/article/belt-and-road-tracker>

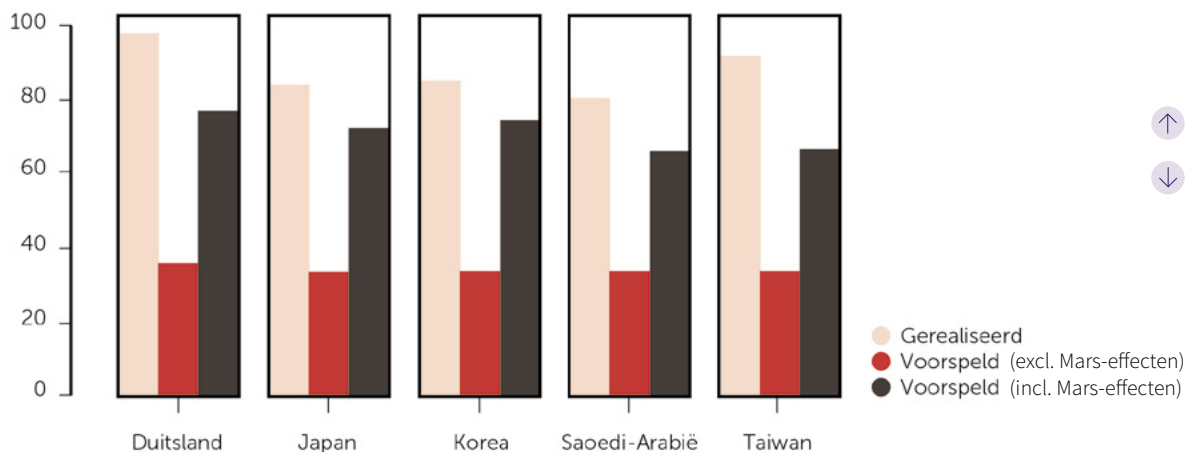
► 5.4 Wat weegt zwaarder: Mars of Mercurius?



Onlangs ontleedde een drietal onderzoekers het samenspel van economische en geostrategische determinanten voor internationale muntkeuze. Zij deden dit met terminologie verwijzend naar Mars (de Romeinse god van de oorlog) en Mercurius (de Romeinse god van de handel). Het onderzoek toont aan dat 'Mercuriaanse' factoren zoals economische kosten en baten, liquiditeit, handelsrelaties etc. de keuze voor een reservemunt niet volledig kunnen verklaren.

Verklaringen die wijzen op strategische of diplomatieke overwegingen ten gunste van een bepaalde reservevaluta ('Mars') doen er ook toe en helpen verklaren waarom olie-exporteur Saoedi-Arabië een veel grotere dollarreserve heeft dan collega-exporteur Rusland, waarom Japan over een grotere dollarreserve beschikt dan China, en waarom de Duitse Bondsrepubliek vrijwel al haar reserves in dollars aanhoudt, in tegenstelling tot Frankrijk. Immers, terwijl Saoedi-Arabië, Japan en Duitsland strategisch afhankelijk zijn van de kernmacht van de VS, beschikken Rusland, China en Frankrijk zelf over een kernwapen dat potentiële bedreigers afschrikt. Washington schroomde bijwijlen niet om druk op Bonn of Tokyo te zetten om de positie van de dollar te steunen.⁵⁵

De onderzoekers concluderen dat landen die voor hun veiligheid op de VS leunen voor 30 procentpunt meer aan dollarreserves hebben dan kernmachten. Omgekeerd betekent dit voor de VS een 'geopolitieke premie' in de muntkeuze van andere staten, die het exorbitante privilege versterkt.



NB. Het figuur toont de voorspelde aandelen van de US dollar in de buitenlandse valutareserves van vijf landen die nu van de VS afhankelijk zijn voor hun veiligheid. De voorspelde aandelen zijn berekend op basis van 2 scenario's: 1. met gebruikmaking van de modelramingen in tabel 8, kolom 6, d.w.z. inclusief de effecten van defensiepacten (donkere balken); 2. Exclusief de effecten van defensiepacten (rode balken). De gerealiseerde valuta-aandelen zijn weergegeven door zalmkleurige balken. De geloofwaardigheidseffecten worden gemeten met behulp van kredietbeoordelingen van een land.

Figuur 6 - Het relatieve belang van economische en geopolitieke factoren in de keuze van de reservemunt

Bron: Eichengreen *et al* (2019)

Deze figuur laat zien dat economische factoren (=rode balk) slechts een deel van het daadwerkelijke aandeel van de dollar in de officiële reserves (=zalmkleurige balk) verklaren. Een combinatie van de 'Mercurius' en de 'Mars'-hypothesen (=donkere balk) verklaart een aanzienlijk groter deel van het geheel.

Een analyse van reservemuntverhoudingen uit de jaren 1890-1913 brengt de auteurs tot eenzelfde cijfermatig verband: een defensiepact deed het aandeel van een munt in de reserves van het partnerland met gemiddeld 33 procent stijgen. Aldus nam het aandeel van de Franse franc in het

internationale valutaverkeer toe van 17% (in 1899) tot 31% (in 1913), terwijl dat van het Britse pond in die periode afnam van 65% tot 48%. Het hield direct verband met een Frans-Russisch militair verbond, dat – in lijn met de Mars-hypothese – Rusland ertoe aanzette Parijs als financieel centrum voor staatsleningen te benutten.

Een deel van de valutakeuze kan ook met een combinatie van Mars- en Mercurius-factoren niet worden verklaard. Zo spelen gevestigde patronen (ook wel *inertie* genoemd) en netwerkeffecten een belangrijke rol in de muntkeuze. Als een munt eenmaal wordt gebruikt, kost het tijd, geld en moeite om systemen en relaties aan te passen. Het Britse pond speelt – met London als belangrijk internationaal financieel centrum – nog steeds een belangrijke rol in de valutahandel; meer dan de kracht van de Britse economie rechtvaardigt.

► 5.5 Besluit

Zowel economische ('Mercurius') als strategische ('Mars') factoren wegen mee bij de internationale muntkeuzes. Vertrouwen in de munt en in de staat geeft binnen beide perspectieven de doorslag. In het geval van 'Mars'-verhoudingen kan daarnaast een element van harde of zachte dwang ten gunste van een reservevaluta meespelen, zoals uitgeoefend tussen moederland en kolonie of tussen militaire beschermer en beschermde.

Wat betekent deze analyse voor de internationale rol van de euro? Qua economische factoren is het beeld helder: beide hoofdsporen naar breder gebruik van de euro zijn een meer vertrouwenwekkend institutioneel EMU-kader en een financiële markt met groter volume en grotere liquiditeit.

Qua strategische factoren is het op papier ook eenvoudig: een sterkere buitenlandpolitieke eenheid van de EU, zoals zich dezer dagen vanwege de Russische oorlog ontwikkelt, zal het vertrouwen in de euro en de muntunie kunnen versterken.⁵⁶ Stappen in die richting zullen evenwel denkkelijk allereerst op hoogst veiligheidspolitieke, 'Mars'-grond worden gezet en niet omwille van de positie van de euro als zodanig. De grote vraag hoe een strategisch en militair sterkere Europese Unie gestalte kan krijgen, valt buiten het bestek van dit AIV-advies.

In dit advies staat omgekeerd de vraag centraal hoe de EU, dankzij meer internationaal gebruik van de euro – dat vooralsnog vooral op 'Mercurius'-grond zal kunnen toenemen – haar rol op het wereldtoneel kan versterken en/of strategische kwetsbaarheden kan verminderen.



Beleidsopties voor euro-internationalisering

De overheid kan marktdeelnemers – of dat nu particulieren, bedrijven, financiële intermediairs of andere overheden zijn – niet dwingen om een bepaalde munt te gebruiken. Wel kunnen overheden de nodige voorwaarden scheppen om het internationale gebruik van hun munt te stimuleren. Aan de hand van de drie hoofdfuncties van internationale valuta, zoals beschreven in hoofdstuk 4 en hieronder nogmaals weergegeven, worden hier verschillende beleidsopties geschetst. Een vierde categorie handelingsopties raakt aan de institutionele inrichting van de eurozone.

	Rekeneenheid	Ruilmiddel	Waardeopslag
Privaat	Beprijzing	Afrekening van (valuta-) handel	Investeringen
Publiek	Anker	Interventie (t.b.v. wisselkoers)	Reserve

Tabel 1 - Functies van internationale valuta. Bron: Krugman (1991)

▶ 6.1 In de rol van rekeneenheid

Zoals in hoofdstuk 4 betoogd, is rekeneenheid niet de belangrijkste functie voor het opbouwen van muntmacht, maar wel een opmaat voor het gebruik van de euro als ruilmiddel of waardeopslag. Ook draagt deze rol bij aan de internationale reputatie van de munt. Denk aan de petrodollars die het gebruik van de dollar als reservemunt stimuleren dankzij de beprijzing van grondstoffen, olie voorop, in dollars.

De energie-transitie en vergroening bieden in dit opzicht kansen. Nieuwe energievormen hebben nog geen wereldwijde benchmark valuta. Dit wordt ook onderkend door de EU bij monde van de Eurocommissaris voor energie: *‘We have an opportunity to develop the EU hydrogen economy into a reference market and establish a reliable benchmark for euro-denominated transactions.’*⁵⁷ Terwijl fossiele brandstoffen op de wereldmarkten worden verhandeld, biedt de verschuiving naar groene, meer lokale, energiebronnen kansen om energie in lokale munten zoals de euro te beprijzen. Ook in contracten met derde landen buiten de EU is er ruimte om in euro’s te factureren omdat de dollar in deze markt minder gevestigd is: van petrodollar naar hydro-euro.⁵⁸ Daarnaast is het stimuleren van de euro als facturerings- en betalingsvaluta voor traditionele energiebronnen mogelijk. Zo zet China in op groter gebruik van de renminbi in olieakkoorden (de petroyuan). Naast de in hoofdstuk 2 genoemde recente deal met Saoedi-Arabië, sloot China reeds in 2014 energiecontracten met Qatar af in renminbi. In 2016 sloten India en Iran oliecontracten af in roepie. Een recent contract tussen Bangladesh en Rusland voor de bouw van een kernenergiecentrale in Rooppur is afgesloten in renminbi.⁵⁹

De Commissie riep lidstaten in haar communicatie uit 2018 op bilaterale energiecontracten in euro af te sluiten en ook de EIB en EBRD zouden meer moeten inzetten op euro-gebaseerde contracten.⁶⁰ Het aandeel in euro afgesloten aardgascontracten nam tussen 2018 en 2020 toe van 38% tot 64%. Daar staat tegenover dat een groot LNG-contract uit november 2022 dat is afgesloten tussen Qatar en de Duitse LNG-terminal van Brunsbüttel waarschijnlijk niet in euro maar in dollar is afgesloten. Ook het

Franse *TotalEnergies* heeft onlangs een verkoop van LNG met het Chinese oliemaatschappij CNOOC afgesloten in renminbi. Het overtuigen van private marktpartijen in Europa om werk te maken (en extra kosten en moeite te incasseren) omwille van een grotere internationale rol van de euro vereist meer politieke druk en overtuigingskracht.



Naar inhoud

De ankerfunctie van de euro – het publieke pendant van de private rekeneenheid – draagt niet wezenlijk bij aan het internationale gebruik van de euro. Lidstaten van de Unie worden – tenzij er een uitzondering is bedongen zoals Denemarken deed – geacht op termijn toe te treden tot de euro. Voor toetreding koppelen niet-leden hun nationale munt minimaal twee jaar lang aan de euro via het Europese wisselkoers mechanisme II (ERM-II). Dit is een toetredingsvoorwaarde om aan te tonen dat onderlinge economische verschillen niet resulteren in fragmentatierisico's die onder flexibele wisselkoersen nopen tot een devaluatie van de munt. Een tweede groep landen buiten de EU, zoals de Republiek Kosovo, Montenegro en een groot aantal landen in West- en Centraal Afrika, koppelt de munt vrijwillig aan de euro om zo te profiteren van de stabiliteit van een vaste wisselkoers met een belangrijke handelspartner. Het monetaire beleid van de ECB heeft direct gevolgen voor deze landen, hetgeen een zekere verantwoordelijkheid met zich meebrengt.

► 6.2 In de rol van privaat ruilmiddel

De Iran-sancties van de VS, na de eenzijdige opzegging van het JCPOA, en recenter de sancties op Rusland tonen welke muntmacht de VS kunnen inzetten dankzij de rol van de dollar als ruilmiddel in het internationale betalingsverkeer. Hoewel de EU na 2018 heeft geprobeerd zich tegen de Iran-sancties te verweren, bleken alle tegenmaatregelen ineffectief (zie onderstaand kader).

Centraal in het effect van de Iran-sancties op de EU waren het systeem voor interbancaire communicatie (SWIFT) en het omvangrijke en efficiënte financiële systeem van de VS. Er zijn twee mogelijkheden voor de Unie om zich te verweren tegen de dollarmacht via de ruilmiddelfunctie: door het opzetten van alternatieve betalingssystemen en door het versterken van de ruilmiddelrol binnen het bestaande betalingssysteem.



De EU nam naar aanleiding van de terugtrekking van de VS uit het JCPOA in 2018 en de daarop volgende sancties met extraterritoriale werking vier maatregelen:

1. Het zogenaamde *Blocking Statute* (Vo (EC) Nr 2271/96) verbiedt Europese (rechts)personen om te voldoen aan de sancties van de VS en geeft een mogelijkheid om de schade van niet naleving met de sancties te verhalen. Het bereik van deze verordening werd uitgebreid met de sancties van de VS op Iran.
2. Het mandaat van de Europese Investeringsbank werd uitgebreid om leningen voor private investeringen in Iran te faciliteren.
3. De Europese Commissie nam een steunpakket van 50 mln euro aan voor economische samenwerking en steun aan de Iraanse private sector.
4. Het betalingssysteem INSTEX werd opgericht om onafhankelijk van de VS-dollar ruilhandel tot stand te brengen door ruil van Iraanse goederen tegen Europese goederen, technologie of diensten mogelijk te maken zonder onderliggende financiële transacties (en dus buiten SWIFT om).

Geen van deze maatregelen bleek effectief. De sancties onder het *Blocking Statute* staan niet in verhouding met de economische gevolgen van niet naleving van de sancties in de VS. Ook was er onduidelijkheid over de handhaving die op nationaal niveau is ingeregeld. De verordening

gaf daarnaast nog veel ruimte aan Europese bedrijven om een eigen afweging te maken om toch aan de Amerikaanse sancties te voldoen. Ook INSTEX en leningen via het EIB bleken niet effectief.

De grote financieel-economische verbondenheid van de eurozone met de VS, zowel op de markt voor goederen en diensten, de kapitaalmarkt als via het interbancaire betalingssysteem, garandeert dat de kosten van naleving van de sancties voor bedrijven en financiële instellingen uit de eurozone veel lager zijn dan kosten van niet-naleving. Dat geldt zelfs voor de Europese Investeringsbank (EIB) die voor het ophalen van kapitaal en het doen van betalingen – beide essentieel voor de uitvoering van de kerntaken van de EIB – afhankelijk is van de kapitaalmarkt in de VS. INSTEX was onvoldoende in staat private partijen aan te trekken en resulteerde in slechts één transactie. Begin 2023 is besloten om INSTEX te ontmantelen.



Alternatieve betalingssystemen: SWIFT-2 en de digitale euro

Het oprichten van een alternatief voor SWIFT ligt voor de EU niet voor de hand. SWIFT is immers reeds Europees; het hoofdkantoor staat in België en valt onder Belgisch recht. Daarnaast vereisen alternatieven – zoals ook blijkt uit Russische, Chinese en Indiase *pilots* – de nodige kritische massa om economisch levensvatbaar te zijn.

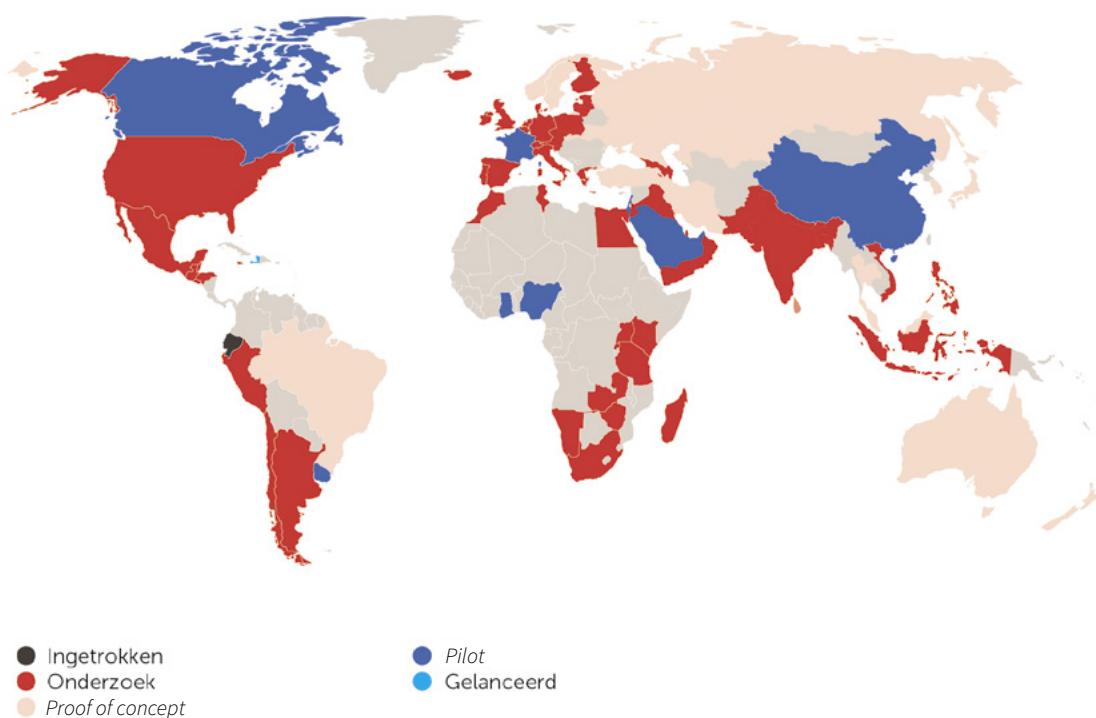
Ook een digitale centralebankeuro zou een mogelijkheid bieden om het betalingsverkeer in de EU te ontvlechten uit het huidige interbancaire betalingssysteem. Digitaal centralebankgeld is het best te vergelijken met contant geld. Net als bij contant geld staat er tegenover een digitale munt een verplichting van de centrale bank. Digitaal centralebankgeld onderscheidt zich van het bekende girale geld (zoals het geld op eeniemanders bankrekening) waar ‘slechts’ een verplichting van een reguliere commerciële bank tegenover staat. Het kan rechtstreeks van de ECB aan burgers en bedrijven worden gegeven. Daardoor kan een grensoverschrijdende betaling met digitaal centralebankgeld – net als een betaling met contant geld – in beginsel worden gedaan zonder tussenkomst van commerciële banken. Het vereist enkel een afschrijving van het tegoed van de ene partij bij de centrale bank tegen een bijschrijving van het tegoed van de tegenpartij bij een centrale bank. Daarmee worden betalingen in en vanuit de EU ook onttrokken aan het toezicht van en sanctionering door derde landen, zo lang de centrale bank in het ‘ontvangende’ land de digitale euro accepteert. Uiteraard is dit wel afhankelijk van de exacte vormgeving van de digitale munt en is er een risico dat de digitale euro ten koste gaat van de internationale concurrentiekracht van commerciële banken. De nadruk bij de introductie van een digitale euro zou daartoe moeten liggen op grote grensoverschrijdende transacties tussen grote financiële instellingen en dienstverleners (groothandel). De focus lijkt daarentegen op dit moment juist bij betalingen van burgers (kleinhandel) te liggen.



Digitale valuta zijn in opkomst. Op dit moment onderzoeken zo’n 100 landen de ontwikkeling van digitaal centralebankgeld en dit aantal is rap stijgende (zie figuur 11). China loopt op dit terrein voor op zowel de VS als de EU. Het land is reeds een proef gestart met de digitale renminbi die inmiddels ook is aangesloten op commerciële betalingssystemen zoals *Alipay* en *WeChat Pay*. De Chinese *pilot* heeft een omvang van 13,6 mld yuan (omgerekend €1,84 mld).⁶¹ Ook India heeft een *pilot* met de e-roepie en Rusland heeft onlangs besloten de digitale roebel in 2024 uit te rollen met een nadruk op grensoverschrijdende betalingen.⁶²

De ECB is in 2021 gestart met een onderzoek naar de mogelijke ontwikkeling van een digitale euro. In 2023 beoogt de Commissie een eerste wetgevend voorstel voor de digitale euro te presenteren. Daarmee is dit bij uitstek een terrein waarop het kabinet invloed kan uitoefenen. Meegaan in de vernieuwing en ontwikkeling van het monetaire en financiële systeem draagt bij aan de reputatie van

de euro als internationale munt. Vanuit het streven naar strategische autonomie zou er immers een verkeerd signaal van uitgaan als er in de EU wel met de e-\$ of e-CNY zou kunnen worden betaald en niet met de e-€.



Figuur 7 - Overzicht van digitale centralebankmunten naar fase van ontwikkeling.

Update database: november 2022. Bron: CBDCtracker.org



Vergroten van de rol van de euro binnen het huidige betalingssysteem via handels- en hulpkanalen
Via handelskanalen kan het internationale gebruik van de euro binnen het huidige systeem worden vergroot. Dit gaat hand in hand met het grotere gebruik van de euro in de internationale facturering. Uiteindelijk is het wel aan marktdeelnemers om te bepalen welke valuta zij gebruiken voor facturering en betaling. Met name de BRICS-landen zetten in het kader van de de-dollarisatie actief in op de betaling van onderlinge handel in eigen valuta, getuige de recente aankondigingen en marge van de ontmoetingen tussen Poetin en Xi en Lula en Xi. India heeft in maart 2023 het gebruik van de roepie voor internationale betaling expliciet onderdeel gemaakt van het nieuwe handelsbeleid en toestemming verleend aan achttien landen om bilaterale handel in roepies af te rekenen en heeft daartoe speciale faciliteiten – zogenaamde vostro-rekeningen - ingericht.⁶³ Zo'n toestemming is voor landen in de eurozone niet nodig, omdat er geen beperkingen gelden voor welke valuta worden gebruikt voor internationale transactie, maar deze voorbeelden tonen duidelijk de intentie van BRICS-landen om meer internationale betalingen in eigen valuta af te rekenen.

De Europese Commissie zet ook in op een ruimer gebruik van de euro door onder andere bestaande drempels en informatielacunes voor het gebruik van de euro in grensoverschrijdende betalingen te adresseren via de EU-vertegenwoordigingen in derde landen.⁶⁴ De implementatie van handelsakkoorden, EU gefinancierde projecten en technische assistentie geven concrete aanknopingspunten om dit op te pakken. Deze initiatieven zouden niet alleen vanuit de Europese Commissie in Brussel, maar ook vanuit de hoofdsteden van eurolanden in hun bilaterale contacten met de rest van de wereld kunnen worden opgepakt.

► 6.3 In de rol van interventiemunt

De rol van de euro als interventiemunt – het publieke pendant van het private ruilmiddel – kan beleidsmatig worden gestuurd. Artikel 219 van het Verdrag betreffende de werking van de Europese Unie (VWEU) stelt dat de Raad na raadpleging van de ECB formele overeenkomsten kan sluiten over een stelsel van wisselkoersen van de euro ten opzichte van valuta's van derde staten. Ook kan de Raad algemene oriëntaties voor het wisselkoersbeleid ten opzichte van valuta's van derde staten vaststellen. Beide dienen wel verenigbaar te zijn met de doelstelling van prijsstabiliteit, waarover de ECB waakt. De ECB heeft geen mandaat op wisselkoersen als zodanig, maar heeft aandacht voor de wisselkoers als een transmissiekanaal voor het monetair beleid en de gevolgen op inflatie.

► 6.4 In de rol van waardeopslag

Vergroting van de internationale rol van de euro staat of valt uiteindelijk met de rol als waardeopslag. Een gezonde financiële markt is daarvoor een noodzakelijke voorwaarde.

EU financiële markten

Zoals in het voorgaande hoofdstuk duidelijk werd, loopt de financiële markt van de eurozone op punten achter bij de markt in de VS. De doorontwikkeling van de kapitaal- en bankenunie vergroot het groeipotentieel van de eurozone door een betere allocatie van financiering over de eurozone, vergroot de publieke en private risicospreiding erbinnen en vergroot daarmee de schokbestendigheid van de eurozone.

Minder afhankelijkheid van de Amerikaanse financiële markten kan ook buiten de EU positieve effecten sorteren. Momenteel staat er wereldwijd zo'n 65 biljoen in dollar aan schulden uit.⁶⁵ Ter referentie: het wereldwijde BBP is 104 biljoen dollar. Door de status van veilige haven stijgt de wisselkoers van de dollar zowel wanneer het economisch tij mee- als wanneer het tegenzit. Dit wordt de *dollar smile* genoemd, aangezien de wisselkoers van de dollar aan beide uiteindes van de economische cyclus stijgt. Terwijl de wisselkoers van een munt normaliter daalt wanneer de economie minder goed presteert, zoeken beleggers in het geval van een inzakkende wereldeconomie (die doorgaans ook de VS zelf treft) toch de veilige haven van de dollar op, waardoor de koers stijgt. Overheden die leningen in dollar aanhouden – bijvoorbeeld omdat het vanwege gebrek aan vertrouwen onmogelijk is leningen in eigen valuta af te sluiten – raken daardoor in de problemen als de dollarreserves op raken. Door de rol van de dollar in de internationale handel bemoeilijkt een hogere dollarkoers ook de import van voedsel, energie en medicijnen. Op deze wijze raakte bijvoorbeeld Sri Lanka in 2022 ernstig in de problemen.⁶⁶ Diversificatie van het internationale systeem, met een levensvatbaar alternatief voor schulduitgifte in dollar, is daarom ook voor het mondiale financiële systeem van belang.

Bankenunie

De Europese bankenunie is vanaf 2012 opgericht als reactie op de financiële crisis. Ze voorziet in drie pijlers, waarvan de eerste twee inmiddels staan. Pijler één is het gemeenschappelijk toezichtmechanisme, een supranationaal banktoezichtsorgaan, beledigd binnen de ECB, met verantwoordelijkheid voor het toezicht op de ruim 100 grootste kredietinstellingen binnen de EU. Deze pijler dient het vertrouwen in het bankstelsel. De tweede pijler is het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme dat zorg draagt voor de afwikkeling van kredietinstellingen in geval van faillissement. Financiering vindt plaats door de bankensector, opdat nationale overheden de kosten niet hoeven te dragen. De bankenunie mist echter vooralsnog haar derde pijler: het EU depositogarantiestelsel. Hierover hebben de EU-lidstaten nog geen overeenstemming kunnen bereiken.

Momenteel is de bescherming van depositohouders nationaal geregeld. Aangezien in sommige eurolanden commerciële banken een groot deel van de staatsschuld aanhouden (respectievelijk 15% en 10% in Italië en Spanje), vergroot deze regeling het risico op een *doom loop*.⁶⁷ Bij een rentestijging wordt het lastiger voor een overheid om aan haar schuldverplichtingen te voldoen. Nationale banken worden – als belangrijke houders ervan – direct geraakt. Wanneer zij op hun beurt in de problemen komen, kan de nationale overheid vanwege de eigen schuldpositie slechts beperkt garant staan voor het geld dat particulieren bij deze banken hebben gestald. Dit ondermijnt het vertrouwen in het bankstelsel. Met het EU banktoezicht onder de ECB en het gemeenschappelijk afwikkelingsmechanisme zijn sinds 2010 belangrijke stappen gezet om een *doom loop* te voorkomen en een bankenfaillissement mogelijk te maken zonder een overheid in betalingsproblemen te brengen. Een Europees depositogarantiestelsel dempt dit risico verder, aangezien problemen van de banken dan neerslaan op EU-niveau en niet bij de nationale overheid. Deze pijler zou de bankenunie voltooien.

Meer vertrouwen in het bankstelsel van de EU kan ook leiden tot grotere en meer grensoverschrijdend opererende banken. Dat kan het internationale gebruik van de euro bevorderen en de afhankelijkheid van ‘correspondentbanken’ in de VS voor de afhandeling van internationale transacties verminderen.

Kapitaalmarktunie

Hoofdstuk 5 toonde reeds aan dat de eurozone – in vergelijking met de VS – relatief sterk afhankelijk is van bankfinanciering. Een meer liquide kapitaalmarkt kan een bijdrage leveren aan een grotere internationale rol van de euro. Verdere ontwikkeling van de kapitaalmarktunie door het beslechten van nog bestaande interne barrières voor kapitaalstromen, via meer geharmoniseerde regulering en markttoezicht in de gefragmenteerde kapitaalmarkt in de EU, harmonisatie in de fiscale behandeling en procedures van investeringen en meer convergentie van faillissementsraamwerken kan bijdragen aan een beter functioneren van de kapitaalmarkt, meer private risicodeling en daarmee aan het groeipotentieel en de economische veerkracht van de eurozone.⁶⁸

Groene investeringen

De EU loopt voorop in groene financiering, dat wil zeggen de uitgifte van obligaties ter financiering of herfinanciering van investeringen, projecten, uitgaven of bezittingen die bijdragen aan een beter klimaat en milieu. Zo'n 42% van alle groene obligaties of *green bonds* worden uitgegeven in euro tegenover 32% in dollar en 8% in renminbi. Door deze voorlopersrol kan de Unie ook in belangrijke mate bijdragen aan de formulering van internationale standaarden op dit terrein (bijvoorbeeld via CertifHy: een EU-breed certificeringssysteem van groene waterstof). Naast de intrinsieke meerwaarde vanuit de bijdrage aan klimaat-, milieu- en sociale doelen, draagt groene energie bij aan de groei van de EU kapitaalmarkt door extra investeringsmogelijkheden te bieden.

EU-breed risicovrij beleggingsobject

Momenteel domineert de *US Treasury Bill* de markt voor risicovrije beleggingsobjecten. De euro wordt aantrekkelijker als veilige haven wanneer het aanbod van risicovrije beleggingsobjecten groeit. Er zijn twee routes. Op dit moment heeft veel schuld papier dat door lidstaten in de eurozone wordt uitgegeven een lage beoordeling van kredietbeoordelaars (lager dan AA+; zie ook hoofdstuk 5). Door economische hervormingen en herstructurering zal de kredietbeoordeling van deze staatsschuld langzaam positiever worden en stijgt het aanbod van risicovrije beleggingsobjecten.

Een tweede mogelijke route is de invoering van een gemeenschappelijk risicovrij beleggingsobject (*safe asset*), waarbij schulden van lidstaten met een hoog en laag risicoprofiel worden samengenomen. Afgifte van een EU risicovrij beleggingsobject is een vorm van publieke risicodeling tussen lidstaten. Dit ligt politiek gevoelig vanwege het risico op *moral hazard*: lidstaten met een hoog risicoprofiel hebben minder prikkels tot nationale hervormingen en schuldsanering omdat zij op de geld- en

kapitaalmarkt ‘mee kunnen liften’ op het risicoprofiel van laag-risicolanden en daarmee minder bloot staan aan corrigerende marktdiscipline.⁶⁹



Naar
inhoud

Tijdens opeenvolgende financiële crises – met name de eurocrisis van 2010-2012 en de pandemie van 2020 – bleek de politieke weerstand tegen risicodeling niet absoluut. Met de oprichting van het ESM en de gezamenlijke schulduitgifte in het kader van de Faciliteit voor Herstel en Veerkracht in *NextGenerationEU* zijn stappen gezet in de crisisstructuur en het schokabsorptievermogen van de eurozone. Die laatste faciliteiten zijn echter van tijdelijke aard. Een mogelijke route voorwaarts is om deze of vergelijkbare faciliteiten op permanente basis in te voeren, zoals de Commissie bepleit.

Swaplijnen

Bij het vervullen van een rol als wereldwijde reservemunt hoort een zekere verantwoordelijkheid, namelijk om de wereldmarkten in tijden van crisis van de nodige liquiditeit te voorzien. Dat kan via zogenaamde swaplijnen. Via een swaplijn levert de ECB tegen een bepaald onderpand (veelal een bepaalde hoeveelheid van de valuta van de tegenpartij) een bepaald bedrag aan euro aan een andere centrale bank. Dit stimuleert het internationale gebruik van de euro, aangezien het een mate van euro-liquiditeit in de markt garandeert en zo toegang tot de euro als reservemunt en betalingsmiddel zeker stelt. Swaplijnen voorkomen dat problemen op de financiële markt overslaan naar de reële economie wanneer commerciële banken geen of weinig toegang hebben tot een bepaalde vehikelvaluta en daarom geen grensoverschrijdende betalingen meer kunnen doen. Zij kunnen zich dan wenden tot de nationale centrale bank die via swaplijnen (en dus buiten de markt om) toegang heeft tot de buitenlandse valuta. Met deze mogelijkheid om buiten het commerciële interbancaire systeem om valuta te verkrijgen, versterken swaplijnen tegelijk de weerbaarheid tegen financiële sancties via het internationale betalingsverkeer.

Swaplijnen dragen ook bij aan de uitoefening van positieve muntmacht; de ‘wortel’ naast de spreekwoordelijke ‘stok’. Net als Polen na de democratische transitie van 1989 gebaat was bij dollarleningen, zo heeft het openen van swaplijnen met partnerlanden door de Amerikaanse Fed ten tijde van de financiële- en Covid-crisis veel bijkomend economisch leed bespaard door derde landen, waaronder Brazilië en Mexico, te voorzien van dollar-liquiditeit. Een dergelijke gewaardeerde bijstand op moeilijke momenten kan ook de euro bieden.



Figuur 8 geeft een overzicht van het aantal bestaande swaplijnen en hun gebruik. De ECB heeft op dit moment swaplijnen met centrale banken van een beperkt aantal (uitsluitend Europese en G7-) landen.⁷⁰ De Fed heeft rond 15 tijdelijke en permanente swaplijnen met zowel geïndustrialiseerde als opkomende landen. China heeft bilaterale swaplijnen met meer dan 30 landen (waaronder opkomende landen) en maakt deel uit van het regionale Chiang Mai-netwerk van swaplijnen.⁷¹

Swaplijnen zijn vaker ingezet ter internationalisering van de munt. Het was een van de middelen die Japan in de jaren 1990 gebruikte bij de pogingen de yen verder te internationaliseren. Momenteel zet vooral China swaplijnen actief in om de internationale rol van de renminbi te vergroten en er voor te zorgen dat landen en bedrijven liquide blijven en hun financiële verplichtingen met China kunnen blijven betalen. Desalniettemin worden renminbi-swaplijnen weinig gebruikt, terwijl er wel regelmatig beroep wordt gedaan op de Fed swaplijnen (zie figuur 8). Dit bevestigt de huidige status van de dollar als wereldreservemunt en onderstreept dat de renminbi deze status nog niet heeft. Het duidt er ook op dat enkel het aanbieden van swaplijnen de internationale rol van een munt niet meteen beslissend vergroot. Het kan wel een ondersteunend instrument zijn. Swaplijnen zijn niet zonder risico's, aangezien er altijd een kans is dat de wederpartij de ECB niet kan terugbetalen voor beschikbaar gestelde euro's.



Figuur 8 - Wereldwijde swaplijnen in 2020 Bron: <https://www.cfr.org/article/central-bank-currency-swaps-tracker>

▶ 6.5 Lidmaatschap en instituties

Lidmaatschap eurozone

De eurozone is economisch zo sterk als zijn lidstaten. Het is dan ook van belang ervoor te zorgen dat er geen grote verschillen zijn tussen lidstaten die binnen een monetaire unie – in afwezigheid van een wisselkoerscorrectie – niet kunnen worden opgevangen. De euro kent daartoe convergentiecriteria waaraan landen moeten voldoen voor toetreding. De casus Griekenland heeft aangetoond dat handhaving ervan fundamenteel is voor de economische en financiële stabiliteit van de eurozone. Dat is een gemeenschappelijk doel. Bovendien leerde de eurocrisis dat niet enkel de schuld- en tekortcriteria van belang zijn, maar ook de bredere kwaliteit van het openbaar bestuur. Bulgarije besloot onlangs zijn toetreding tot de eurozone uit te stellen omdat het land niet aan alle voorwaarden van toetreding kon voldoen.

Ook kan de samenstelling van de eurozone wordt versterkt door EU-lidstaten die nog geen lid zijn van de eurozone – zoals Zweden, Denemarken en Polen – te bewegen toe te treden tot de euro. Denemarken heeft een *opt-out* bedongen voor toetreding tot de eurozone. Voor Zweden en Polen is toetreding tot de eurozone een juridische verplichting. De dialoog over de toetreding tot de eurozone zou met deze landen dan ook stelselmatig moeten worden gevoerd, zeker nu onder druk van de geostrategische situatie na de Russische invasie van Oekraïne binnen deze landen een debat erover opkomt.

Internationale vertegenwoordiging eurozone in het IMF

De eurozone heeft geen eigenstandige en gemeenschappelijke vertegenwoordiging in het internationale monetaire bestel, met name in het Internationale Monetaire Fonds (IMF), ofschoon de eurozone op een aantal gebieden die onder de IMF-statuten vallen, zoals monetair beleid, exclusief bevoegd is.⁷² Alhoewel er een hoge mate van coördinatie tussen de landen van de eurozone plaatsvindt, is de stem van de eurozone in het IMF hierdoor gefragmenteerd.⁷³

Een gemeenschappelijke zetel van de eurozone in internationale financieel-monetaire gremia als het IMF zou eenheid en gezamenlijkheid uitstralen en zo het vertrouwen in de eurozone als economisch blok bevorderen. Tegelijk blijft, vanwege de praktische en symbolische waarde van internationale vertegenwoordiging, de politieke weerstand onder de lidstaten om hun eigen zetel op te geven, onverminderd groot.



► 6.6 Oud en nieuw

Veel van bovenstaande beleidsopties zijn al enige tijd in omloop. Over een gezamenlijke vertegenwoordiging van de eurozone in het IMF wordt al sinds 1998 gesproken.⁷⁴ Veel van de voorstellen ter bevordering van het economische vertrouwen in de euro, zoals afronding van de banken- en kapitaalmarktunie, dateren van tijdens en na de banken- en eurocrisis (2008-2012). Duidelijk is dat het beleid omtrent de internationale positie van de euro met realiteitszin moet worden vormgegeven en dat veel opties op korte termijn op politieke weerstand stuiten – inclusief in Nederland – en hoe dan ook een zaak van lange adem zijn.

Gezien de in hoofdstuk 1 en 2 beschreven internationale ontwikkelingen, verwacht de AIV dat het vraagstuk van monetaire strategische autonomie en de internationale rol van de euro in de toekomst in belang zal toenemen. Wetende dat de meeste voorstellen behalve voordelen ook nadelen of beperkingen kennen, zal het geheel aan afwegingen om ze wel of niet ter hand te nemen verschuiven onder geopolitieke druk.



Strategische afwegingen en conclusie

► 7.1 Naar een nieuw monetair stelsel: einde van dollarhegemonie?

De positie van de dollar – gevestigd na WOII in het Bretton-Woods systeem – was lange tijd onaantastbaar en vanzelfsprekend. Dat zal ook op korte termijn zo blijven. Echter, zoals hoofdstuk 2 liet zien, de geschiedenis leert dat munten hun positie kunnen verliezen. Zo ook de dollar. Het mondiale monetaire en financiële systeem is in beweging. Dat uit zich op ten minste drie manieren.

Ten eerste zoeken steeds meer landen onder druk en dreiging van (economische) dwang, polarisatie, ressentiment en de toegenomen inzet van dollarmacht een alternatief voor het dollar gedomineerde systeem. De vele voorbeelden genoemd in dit advies stapelen zich rap op. Op dit moment sorteren deze alternatieven – mede door de aanzienlijke dollardominantie – nog niet het door de initiatiefnemers gewenste effect, maar dat neemt niet weg dat de beweging is ingezet.

Ten tweede profileert China zich steeds nadrukkelijker als wereldmacht en als reëel alternatief voor de Verenigde Staten. Het land breidt zijn economische invloedssfeer uit via het *Belt & Road*-initiatief, vaart bijvoorbeeld ten aanzien van de oorlog in Oekraïne bewust een eigen koers en toont zich een diplomatieke wereldspeler door te bemiddelen in een vredesovereenkomst tussen Saoedi-Arabië en Iran. Op monetair terrein wil de Volksrepubliek zich niet alleen defensief tot de Amerikaanse dollarmacht verhouden maar op termijn de plaats en rol van de renminbi in het internationale monetaire stelsel ook offensief kunnen inzetten. China wint reeds aan monetair profiel door het aangaan van swaplijnen, het opzetten van renminbi clearing buiten China, toetreding tot de IMF-valutamand van speciale trekkingsrechten in 2016 en uitbreiding van het Chinese aandeel daarin in 2022, onderhandelingen met centrale banken langs de nieuwe zijderoute over het opnemen van renminbi in officiële reserves en de internationale uitrol van de digitale renminbi (e-CNY).

Ten derde leiden technologische ontwikkelingen zoals digitale munten tot een eigen dynamiek met nieuwe mogelijkheden én onzekerheden. De ontwikkeling van private cryptomunten gaat gestaag verder, ondanks het feit dat recente koersschommelingen en het uiteenvallen van de cryptobeurs FTX laten zien dat cryptomunten een onzekere waardeopslag zijn. Digitale centralebankmunten zijn overal in ontwikkeling.

Bijgevolg zijn ten minste drie mogelijke ontwikkelingen voor het internationale monetaire bestel te schetsen:

1. Het monetaire stelsel blijft unipolair. De dollarhegemonie houdt – ondanks bovengenoemde factoren – ook op de middellange en lange termijn aan. Net als nu kunnen de VS via de dollarmacht onafhankelijk van hun bondgenoten bepaalde ontwikkelingen in de internationale politiek afdwingen of opleggen. Voor de EU is dat allicht aanvaardbaar in een scenario waarin de belangen van de EU en de VS op een lijn liggen, maar – zoals de Iran-sancties duidelijk maakten – de EU is kwetsbaar als de belangen uiteen lopen.
2. De dollar en de renminbi verdelen de wereld in een bipolair stelsel, met twee invloedssferen. Afhankelijk van het karakter van de tweestrijd en de mate van concurrentie daarbinnen, zullen de twee grootmachten hun muntmacht voelbaar maken.

3. Het monetair financiële stelsel wordt multipolair. Verschillende munten bestaan naast elkaar, bijvoorbeeld langs regionale lijnen of gespecialiseerd naar functie. Voor dat laatste valt te denken aan een situatie waarin digitale munten bijvoorbeeld worden gebruikt in het internationale betalingsverkeer, de renminbi voor grondstoffenhandel en de dollar en euro als private en publieke reservemunten. Binnen hun regionale of functionele invloedssfeer kunnen verschillende landen via muntmacht tot op een zeker hoogte de toon zetten. Voor de overige landen valt er meer te kiezen en nemen afhankelijkheden af.

Uiteraard zijn ook andere toekomstbeelden denkbaar. Het precieze ontwikkelingspad is onmogelijk te voorspellen. Zo zijn kenners het niet eens over de mate waarin de renminbi een serieuze bedreiging kan vormen voor de dollar, noch over de termijn waarop de renminbi verder internationaliseert. Evenmin is er overeenstemming over de vraag of de opkomst van de renminbi geleidelijk zal verlopen of met grote schokken gepaard zal gaan. Op dit moment heeft de renminbi nog een grote achterstand, maar de ambitie en het groeipotentieel van de munt is evident. De opkomst van de renminbi ligt deels in de handen van de Chinese autoriteiten zelf. Via liberalisering van kapitaalstromen en vrije omwisselbaarheid van de munt kan duidelijke vooruitgang worden geboekt. Zeker is wel dat de mate waarin de euro zijn internationale potentieel kan ontplooien ook zal afhangen van de opstelling en acties van andere landen, met name China en de VS.

Muntmacht heeft in alle geschetste toekomstbeelden duidelijke meerwaarde. De EU en de eurozone zijn kwetsbaar voor economische machtspolitiek vanwege een zeer open economie, een asymmetrische verhouding ten opzichte van de VS en afhankelijkheden van China op het terrein van grondstoffen. Met name in een bipolair stelsel of in een unipolair stelsel waarin de trans-Atlantische belangen uiteenlopen is de eurozone vatbaar voor monetaire druk. Maar ook in een multipolair stelsel kan machtspolitiek prominent aanwezig zijn in het monetair financiële systeem en doen EU en eurozone er goed aan zich hierop voor te bereiden door zelf een van die polen te zijn.

Bij alle onzekerheid over toekomstige ontwikkelingen en scenario's, vallen toch drie algemene observaties te maken. Ten eerste zullen veranderingen in het mondiale monetaire stelsel, gegeven de huidige dollarhegemonie, vrijwel zeker leiden tot meer fragmentatie. Ten tweede gaan veranderingen hoe dan ook gepaard met aanzienlijke overgangskosten en onzekerheid. Bestaande systemen moeten immers worden aangepast en relaties veranderen. Ten derde zullen veranderingen trager verlopen dan sommige staten wellicht beogen. Er is geen overheid die de keuze voor het gebruik van een munt in het internationale bestel eenzijdig kan opleggen. Marktpartijen bepalen het internationale gebruik van de munt grotendeels op basis van vertrouwen. Het opbouwen van dit vertrouwen kost tijd en vraagt om een langjarige inzet.

In het licht van deze onzekerheden en constatering, loont het voor de EU om tijdig stelling te nemen, voorbereidingen te treffen voor mogelijke veranderingen (en de kosten en risico's die ermee gepaard gaan), te investeren in muntmacht en dit commitment ook internationaal uit te stralen en te onderbouwen.

► 7.2 Euromacht: een anti-Amerikaans project?

Aangezien grote veranderingen in het internationale monetaire bestel per definitie ten koste gaan van de dollar en bovendien kosten en onzekerheden met zich mee brengen, duikt de vraag op of de EU zich niet tegen deze ontwikkelingen zou moeten keren door zich pal achter de VS en de dollarmacht te scharen. Zeker in de context van de Russische oorlog tegen de Oekraïne waarin het trans-Atlantische bondgenootschap en het leiderschap van de VS zwaar wegen.

Kanteling naar bi- of multipolair

In een ontwikkeling naar een bipolair of multipolair stelsel verliest de dollar macht ten opzichte van de renminbi, mogelijk andere (BRICS-)valuta en/of de euro. In die situaties wordt voor de VS het belang van het trans-Atlantische bondgenootschap groter, dus ook het Amerikaanse belang bij een sterke EU en eurozone als partner. Hier ligt een parallel met het defensiedebat over NAVO en EU: in dat verband sporen de VS de EU-landen juist aan meer in hun defensie te investeren. Er is geen reden om aan te nemen dat het opbouwen van Europese muntmacht automatisch ten koste van de trans-Atlantische relatie zou gaan. Het tegendeel is evenzeer mogelijk. Een internationaal sterkere euro zou het strategische partnerschap tussen de EU en de VS kunnen versterken. Er kunnen bovendien zo nodig additionele coördinatiemechanismen worden opgezet om posities en inzet nader af te stemmen.

Interregnum en regionale belangen

Wanneer de opmars van alternatieven zoals de renminbi minder sterk of minder snel doorzet en de dollarhegemonie aanhoudt, heeft de eurozone niettemin het recht én de verantwoordelijkheid om de positie van de euro, waar mogelijk, uit te breiden om strategische slagkracht op monetair terrein te bevorderen. Er zijn duidelijke tekenen dat de VS in de voorzienbare toekomst economische machtspolitiek zullen blijven bedrijven. Voor zowel de Democratische als Republikeinse partij wegen binnenlandspolitieke (economische) belangen momenteel zwaar. Het Iranbesluit was voor de EU tot nu toe het meest zichtbare en voelbare voorbeeld van de inzet van extraterritoriale sancties en dollarmacht. Geostrategische belangen van de VS en de EU lopen op cruciale punten soms uiteen. Anders dan voor de VS is instabiliteit in het Midden-Oosten, Afrika (denk aan Soedan) of Centraal Azië (Afghanistan) voor de EU een nabije zorg, vanwege acute gevolgen voor migratiedruk of energieaanbod. Dit leidt tot andere afwegingen. Ook inzake China lopen, ondanks alle convergentie in waarden en visie op de internationale orde, de strategische en economische belangen tussen de VS en de EU niet altijd helemaal gelijk. Er spreekt veel voor dat de EU anticipeert en zich – binnen de mogelijkheden – voorbereidt op een mogelijk zwaardere inzet van muntmacht door de VS dan thans het geval is. In algemene zin geldt bovendien dat een grotere internationale rol van de euro aan de EU meer handelingsperspectieven verschaft, ook jegens andere machten.

Groeiende groep uitdagers

De EU is niet de enige die de mogelijke voordelen van meer monetair-financiële autonomie weegt, en loopt hierin zeker niet voorop. Zoals hierboven al bleek is de trend van de-dollarisatie breder dan Amerika's strategische rivalen Rusland en China: onder meer India, Zuid-Afrika, Saoedi-Arabië, Brazilië en Argentinië zoeken actief naar alternatieven voor de dollar. Het draagvlak voor de internationale wereldorde (inclusief de monetaire wereldorde), product van de verhoudingen in 1945, kalft in het mondiale Zuiden af. Zo sloot een groot deel van de wereld zich niet actief aan bij de westerse sancties tegen Rusland na de aanvalsoorlog in Oekraïne. Maar ook binnen de groep gelijkgezinde landen hebben Canada en Australië, net als de EU, een variant van het *blocking statute* ingesteld om hun weerbaarheid tegen de extraterritoriale werking van VS sancties tegen vergroten.

Voordelen van internationaliseringsambitie

Ook macro-economisch heeft internationalisering van de euro een meerwaarde. Deze leidt tot diversificatie in het monetaire stelsel en opent zo meer mogelijkheden tot spreiding van risico's, reserves en beleggingen ten opzichte van de huidige situatie waarin de dollar de monetaire cyclus domineert. Zo vergroot de dollardominantie de kans op financiële crises aangezien veel opkomende landen hun schulden in dollars aanhouden en fluctuaties in de wisselkoers tot instabiliteit kan leiden. Meer diversificatie kan baten. Een grotere rol voor de euro als reservevaluta brengt ook meer mogelijkheden om de verantwoordelijkheid als *lender of last resort* te delen tussen de VS en de EU. Op dit moment rust de exorbitante last vrijwel geheel op de schouders van de VS, waardoor de Fed de gehele wereldmarkt in tijden van crisis van liquiditeit moet voorzien.

Alles bijeen zal uitbreiding van de euromacht de dollar op korte termijn op geen enkele wijze bedreigen. Daarvoor is de afstand tussen beide munten te groot. Op langere termijn kan die uitbreiding vanuit Amerikaans perspectief ook voordelen hebben, vanwege genoemde grotere diversificatiemogelijkheden en een gedeelde verantwoordelijkheid voor het internationale bestel. De AIV is geen voorstander van beleidsopties die gericht zijn op ont koppeling, zoals het opzetten van een volledig autonoom SWIFT. Dat is economisch en politiek kostbaar en niet opportuun. Daarentegen zijn er – getuige de inventarisatie in het hoofdstuk 6 voldoende beleidsopties, zoals vergroening, digitalisering, ontwikkeling van de EU banken- en kapitaalmarktunie die bijdragen aan de internationalisering van de euro zonder de VS nodeloos te ontrieven of te dwarsbomen.

► 7.3 Muntmacht: dwingende omstandigheden en strategische kosten

De aanleiding voor de Europese Commissie om de internationalisering van de euro in 2018 te agenderen was het gebrek aan weerbaarheid van de EU tegen de extraterritorialiteit van de sancties van de VS op Iran. De casus was daarmee geënt op het *defensieve* gebruik van de muntmacht van de euro. Ook een casus voor lange termijn weerbaarheid tegen de renminbimacht is langs dezelfde lijn te maken.

Anders ligt het met het gebruik van offensieve euromacht. Naar aanleiding van de aanvalsoorlog tegen Oekraïne trekt de EU samen met de VS en andere partners op bij de financiële sanctionering van Rusland. Daarbij zet de EU ook offensieve muntmacht in, bijvoorbeeld via het bevriezen van euro-tegoeden in de EU en het uitsluiten van een groot aantal Russische banken van SWIFT.⁷⁵

De EU-sancties tegen Rusland hebben volgens sommige kenners voor het eerst zelf kenmerken van extraterritorialiteit.⁷⁶ Zo kunnen ook partijen die helpen de sancties tegen Rusland te omzeilen worden gesanctioneerd, ongeacht of dat wordt gedaan door (rechts)personen uit de EU en ongeacht of de activiteiten op EU grondgebied plaatsvinden.⁷⁷ Ook kunnen schepen die olie met een prijs boven het prijsplafond transporteren in toekomst worden uitgesloten van technische of financiële diensten, zelfs wanneer zij onder een niet-EU-vlag varen.⁷⁸

Hoewel deze clausules voorjaar 2023 nog niet waren toegepast of uitgewerkt, duiden deze elementen van extraterritorialiteit toch op een kentering in het EU-sanctieregime, te meer daar deze extraterritoriale werking internationaalrechtelijk omstreden is.⁷⁹ Ook het EU-sanctie-handboek, dat de eigen visie van de Unie presenteert, ontkent meermaals stellig alle vormen van extraterritorialiteit.⁸⁰ Overigens laat het Nederlandse regeerakkoord de mogelijkheid voor extraterritoriale werking van economische sancties wel expliciet open: “We zetten de economische macht van de EU strategisch in, onder andere door sancties in te stellen die ook extraterritoriaal kunnen zijn.”⁸¹ De opstellers van het regeerakkoord (eind 2021) sorteren *de facto* dus op bovengenoemde kentering voor.

Duidelijk is dat de EU zich – samen met de VS – reeds assertiever opstelt in het gebruik van de muntmacht. Zonder hier juridisch te trancheren, valt te stellen dat de EU de grenzen van het offensieve (extraterritoriale) gebruik van sanctionering actief opzoekt.

Vanuit de klassieke EU-doctrine, het Europese zelfbeeld als hoeder van het internationale recht, lijkt dit inconsequent. Rondom de Iransancties golden muntmacht en extraterritorialiteit voor de EU juist als steen des aanstoets. De sancties op Rusland zijn echter ook te beschouwen als een uitzonderlijke reactie op een uitzonderlijke schending van het internationaal recht. Van de uitzonderlijkheid getuigt bijvoorbeeld ook de historische keuze van Zwitserland om in respons de traditie van neutraliteit los te laten en zich bij EU-sancties aan te sluiten.

Deze nieuwe assertiviteit heeft ook nadelen. Zo wordt het door de dwingende opstelling en instrumentele invulling van de spilfunctie lastiger voor de VS (en de EU) om zich te presenteren als *'benign hegemon'* die ten voordele van de gehele internationale gemeenschap het internationale (monetaire) systeem inricht. Tevens bleek al dat andere machten en landen in reactie defensieve maatregelen nemen, die de dollarhegemonie versneld onder druk zetten. Er zijn dus duidelijke kosten verbonden aan het offensieve gebruik van dollar en euro die per geval dienen te worden afgewogen tegen de baten van muntmacht.

► 7.4 Hoe kan de internationale rol van de euro worden vergroot?

In hoofdstuk 6 is een scala aan mogelijke beleidsopties geschetst om de rol van de euro in het internationale bestel te vergroten. Op basis van bovenstaande afwegingen kan daaruit een selectie worden gemaakt.

Externe dimensie: ambitie van meer strategische autonomie

De positie van de euro ten opzichte van andere munten kan worden versterkt op een wijze die geen afbreuk doet aan de relatie met de VS door aan te sluiten bij bestaande ontwikkelingen zoals vergroening en digitalisering. De EU-instellingen en -lidstaten zouden moeten inzetten op een vergroting van de rol van de euro in de facturering van hernieuwbare energie. Ook moet bij de ontwikkeling van de digitale euro de nadruk te liggen op grote grensoverschrijdende betalingen tussen zakelijke partijen, zoals banken en andere financiële dienstverleners. Op die manier biedt de digitale euro een alternatief betalingssysteem parallel aan SWIFT en draagt daarmee bij aan de versterking van de autonomie in het betalingsverkeer.

Daarnaast kan de eurozone voorsorteren op een grotere rol als *lender of last resort* door uitbreiding van het netwerk van ECB-swaplijnen te overwegen. Tegenover de economische risico's van die rol staan ook geostrategische voordelen. Het is geen toeval dat de Chinese centrale bank deze swaplijnen aanbiedt in het kader van het *Belt & Road* initiatief, waar de EU met haar 'Global Gateway' een aantrekkelijk alternatief tegenover wil zetten voor bijvoorbeeld landen in Centraal-Azië. Met het aanbieden van swaplijnen straalt de eurozone uit verantwoordelijkheid te willen nemen voor het internationale financiële stelsel door beschikbaarheid van euro's te garanderen. Het zet een stap dichterbij een geloofwaardige alternatieve veilige haven voor de dollar en daarmee een meer evenwichtig systeem. Een sterke euro als vehikel van Europese solidariteit met landen in nood.

Interne dimensie: niet verder springen dan de polsstok lang is

Vertrouwen en – als basis daarvan – een stevig economisch en politiek fundament zijn belangrijke determinanten voor het internationale bereik en gewicht van de euro. De externe rol van de euro met de bijbehorende internationale status en verantwoordelijkheden moet vanuit interne kracht gedragen kunnen worden. Recente crises, zoals de banken-, euro- en coronacrisis, maakten duidelijk dat de internationale rol en reputatie van de euro sterk afhangt van economische weerbaarheid en interne stabiliteit van de eurozone. Zonder solide thuisbasis geen externe projectie.

Evenals op het terrein van defensie, kunnen de EU en de eurozone nog aanzienlijk aan kracht winnen door te investeren in eigen monetair handelingsvermogen. Remedies uit de financiële crisis uit de jaren 2008-2012, zoals vervolmaking van de Europese banken- en kapitaalmarktunie, zijn daarom nog steeds zeer relevant. De eurozone is weliswaar robuuster uit die crisis gekomen, maar zeker niet onkwetsbaar. Dit bleek toen onrust op de financiële markten na het omvallen van de *Silicon Valley Bank* in maart 2023 naar het Europese continent overwaaide en de Duitse bondskanselier eraan te pas moest komen om de klanten van Deutsche Bank te sussen.⁸² Werk aan de bankenunie en kapitaalmarktunie, hoe dan ook nodig, bedient zo een dubbele zaak.

Ook kan de EU voortbouwen op eerdere initiatieven zoals het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) en de coronafondsen (*NextGenEU*). Deze instrumenten verkleinen fragmentatierisico's in de eurozone en dragen bij aan investeringen in groei, stabiliteit en veerkracht. Ook de huidige herziening van het Stabiliteits- en Groeipact biedt mogelijkheden om de eurozone via effectievere begrotingsregels te versterken.



Tijdsdimensie

Zoals uiteengezet is internationalisering van de euro een investering in de weerbaarheid en autonomie van de eurozone op langere termijn. Daarom dienen ook de beleidsopties in dit langere tijdsperspectief te worden gezet.

Enkele van de in hoofdstuk 6 genoemde opties ter versterking van de interne architectuur van de eurozone, zoals het verhogen van risicovrije beleggingsobjecten via gezamenlijke schuldafgifte of andere vormen van schuldmutualisatie, beschikken op dit moment over onvoldoende politiek draagvlak in Nederland en een aantal andere EU-landen. Deze maatregelen zullen dus zeker niet worden ingevoerd omwille van de versterking van de internationale rol van de euro alleen. Op korte termijn kan de focus worden gelegd op beleidsmaatregelen die voor de EU intern – los van de internationalisering van de euro – grote meerwaarde hebben zoals voltooiing van de kapitaalmarkt- en bankenunie.

In maart 2023 riepen Europees Commissievoorzitter Ursula von der Leyen, voorzitter Charles Michel van de Europese Raad gesteund door presidenten Christine Lagarde van de Europese Centrale Bank (ECB), Werner Hoyer van de Europese Investeringsbank (EIB), en Eurogroep-voorzitter Paschal Donohoe Europese regeringsleiders op voortgang te maken met de voltooiing van de Europese kapitaalmarktunie.⁸³ De Eurotop van 28 april 2023 getuigde in het licht van recente onrust in de internationale bankensector van hernieuwd momentum voor de vervolmaking van de Europese bankenunie.⁸⁴



Op termijn is het wel van belang om het geopolitieke aspect in het oog te houden en geen opties uit te sluiten. Onder geopolitieke druk kan de afweging van economische en strategische belangen voor Nederland en/of voor EU-partners verschuiven of veranderen.

Nederlandse inzet

In het Nederlandse debat over de eurozone ligt de nadruk sterk op de financiële risico's van het lidmaatschap en mogelijke overdrachten vanuit Nederland naar andere landen van de eurozone. Deze focus dekt echter niet het hele plaatje. Zo staan tegenover economische lasten of risico's ook economische baten en kansen. Het gebrek aan een wisselkoerscorrectie binnen de eurozone, bijvoorbeeld, geeft Nederland een concurrentievoordeel ten opzichte van minder productieve eurolanden. Ook financiële stabiliteit is een belangrijk goed voor Nederlandse bedrijven en andere economische actoren.

Fundamenteel echter, zeker in het kader van dit advies, is dat het euro-lidmaatschap voor Nederland naast de economische ook een belangrijke strategische en geopolitieke dimensie heeft. Uit de historische beschouwing in hoofdstuk 3 bleek reeds dat de Economische en Monetaire Unie voor de initiatiefnemers altijd meer was dan een bureaucratisch en economisch project. Frankrijk zette als motor de doorontwikkeling van de gezamenlijke munt in gang met op cruciale momenten (zoals het einde van de Koude Oorlog na 1989) de uiteindelijk vitale doch pragmatische steun van Duitsland. Vanwege een puur financiële blik veronachtzaamde Nederland meermaals deze geostrategische dynamiek, werd het verrast en kon vervolgens weinig anders dan meebewegen in de uitgezette koers. Proactief meedenken over de rol van de euro op het wereldtoneel heeft dus ook voor Nederland grote politieke meerwaarde, niet het minst in de huidige internationale omstandigheden.

Als open economie is Nederland, ook in vergelijking met andere eurolanden, bovendien bijzonder kwetsbaar voor economische machtsuitoefening. Tussen de belangrijke afzetmarkten en aanvoerketens van China en de VS kan Nederland snel in de geo-economische klem komen te zitten. Zoals reeds bleek in de casus halfgeleiders (ASML), is het voor Nederland niet eenvoudig handelingsruimte te behouden. Als blok kan de EU – mits voldoende uitgerust – beter weerstand bieden dan Nederland alleen kan.

De Nederlandse regering heeft eerder met het Spaans-Nederlandse *non-paper* over strategische autonomie aangetoond een constructief kritische rol te willen spelen in de discussie erover.⁸⁵ Dit *non-paper* benoemde ook de internationale rol van de euro. Muntmacht is een extra element in de geopolitieke gereedschapskist. Gezien het economische en geopolitieke belang voor Nederland, zou het kabinet zich constructief-kritisch en met open oog voor geostrategische risico's in de EU moeten blijven inzetten.

Tot slot geldt dat de Nederlandse agenda voor de eurozone kan worden versterkt door toetreding van gelijkgezinde landen. In bilaterale contacten en in de EU zou Nederland moeten pleiten voor een uitbreiding van de eurozone met lidstaten die nog geen lid zijn, zoals Denemarken, Zweden en Polen. Ook voor deze landen geldt immers dat de geostrategische dimensie van de euro anno 2023 zwaarder zal wegen dan in het verleden en daarmee de overwegingen om wel of niet toe te treden verschuiven. Parallel aan de toetreding van Zweden en Finland tot de NAVO, sluit uitbreiding van de eurozone in noordoostelijke richting goed aan bij de Nederlandse agenda voor de euro en open strategische autonomie.



Eindnoten



Naar
inhoud

- ¹ Zo ging het Nederlands-Spaanse non-paper over strategische autonomie ten behoeve van de Raad Algemene Zaken van 23 maart 2021 ook in op de internationale rol van de euro als maatregel om de strategische autonomie van de Europese Unie te versterken: <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2021/03/25/spain-netherlands-non-paper-on-strategic-autonomy-while-preserving-an-open-economy>.
- ² COM(2018) 796: Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Europese Raad (Eurotop), de Raad, de Europese Centrale Bank, het Europese Economische en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: *Naar een sterkere internationale rol van de euro*. <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52018DC0796&from=EN>
- ³ Het gezamenlijke alomvattende actieplan; in het Engels het *Joint Comprehensive Plan of Action* (JCPOA) genoemd.
- ⁴ Speech by Christine Lagarde, President of the ECB, at the Council on Foreign Relations' C. Peter McColough Series on International Economics New York, 17 April 2023: <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2023/html/ecb.sp230417~9f8d34fbd6.en.html>
- ⁵ Adviesraad Internationale Vraagstukken (2022) *Adviesaanvraag Sterkere internationale rol voor de euro*, 17 maart 2022
- ⁶ De termen EU en de eurozone worden in dit advies tot op een zekere hoogte naast elkaar gebruikt. Voor de geopolitieke dimensie van de euro zijn zowel de Europese Unie als de eurogroep en eurozone relevante besluitvormingskaders. Toetreding tot de euro is een voorwaarde voor EU-lidmaatschap (met uitzondering van Denemarken die een *opt-out* heeft bedongen).
- ⁷ AIV (2010) *De EU en de Crisis: lessen en leringen*, AIV advies 68, 29 januari 2010. AIV (2012) *Naar een versterkt financieel-economisch bestuur in de EU*, AIV Briefadvies 19, 3 februari 2012. AIV (2017) *Is de Eurozone stormbestendig? Over verdieping en versterking van de EMU*, AIV Advies 105, 7 juli 2017.
- ⁸ Voor een meer uitputtende economische analyse kan worden verwezen naar het rapport van de Commissie Europese Economie (2021) *Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie*.
- ⁹ AIV (2022) *Slimme Industriepolitiek: een opdracht voor Nederland in de EU*, AIV advies 120, 18 maart 2022.
- ¹⁰ Het JCPOA werd op 14 juli 2015 afgesloten tussen Iran en de vijf permanente leden van de VN Veiligheidsraad plus Duitsland (P5+1). Ook de EU committeerde zich aan het akkoord via een stemming van de Raad van Ministers van Buitenlandse Zaken. De Hoge Vertegenwoordiger (HV) van de EU was nauw betrokken bij de coördinatie van de diplomatieke inspanningen om het akkoord tot stand te brengen. Daarnaast coördineert de HV het werk van de gezamenlijke commissie die onder het akkoord is opgericht om toe te zien op de implementatie van het akkoord.
- ¹¹ De Franse bank *BNP Paribas* kreeg in 2015 een boete van 8,9 mld dollar opgelegd vanwege overtreding van sanctiewetgeving in de VS ten aanzien van onder meer Iran.
- ¹² Zie <https://www.cnbc.com/2021/03/23/these-6-charts-show-how-sanctions-are-crushing-irans-economy.html> en <https://www.ohchr.org/sites/default/files/2022-05/Iran-country-visit-conclusions-SR-UCM-17May2022%20-EnglishPersian.docx>
- ¹³ Zie https://www.files.ethz.ch/isn/168617/eunpc_no_27.pdf
- ¹⁴ Het ruilsysteem *INSTEX (Instrument iN Support of Trade EXchanges)* werd opgericht om onafhankelijk van de dollar ruilhandel tot stand te brengen door ruil van Iraanse goederen tegen goederen uit de EU, technologie of diensten mogelijk te maken zonder onderliggende grensoverschrijdende financiële transacties. Het achterliggende concept is dat de EU exporteur van goed A in plaats van door de Iraanse importeur wordt betaald door een EU importeur van goed B wanneer de transacties dezelfde waarde hebben. INSTEX koppelt deze partijen aan elkaar. In Iran is een soortgelijk mechanisme (STFI) in het leven geroepen. Zo kunnen transacties toch



- doorgang vinden en worden alle partijen betaald zonder dat er grensoverschrijdende betalingen moeten worden verricht. Uitleg van de werking met een ruilsysteem: <https://www.forbes.com/sites/francescoppola/2019/06/30/europe-circumvents-u-s-sanctions-on-iran/?sh=aof16782c8d3>
 Zie ook: <https://instex-europe.com/about-us/>
- ¹⁵ <https://www.euractiv.com/section/global-europe/news/eu-plan-for-iran-trade-circumventing-us-sanctions-unravelling/>. INSTEX is in 2019 opgericht onder Franse jurisdictie en is gevestigd in Parijs. Landen die deelnemen aan INSTEX zijn Frankrijk, Duitsland, Verenigd Koninkrijk, België, Denemarken, Nederland, Noorwegen, Finland, Spanje en Zweden. Zie: <https://instex-europe.com/about-us/>
- ¹⁶ Ook het VK wilde vasthouden aan het Iranakkoord. Het VK was in 2019 tevens een van de oprichters van INSTEX, hoewel de vertrekprocedure uit de EU na het Brexit-referendum reeds was gestart.
- ¹⁷ Zie ook Gezamenlijke Mededeling van de Europese Commissie en de Hoge vertegenwoordiger van de Unie voor buitenlandse zaken en veiligheidsbeleid aan het Europees Parlement, de Europese Raad en de Raad, 'EU-China – een strategische visie', 12 maart 2019, JOIN (2019) 5 final en AIV (2019) *China en de strategische opdracht voor Nederland in Europa*, AIV-advies nr. III.
- ¹⁸ Zie R. Foroohar (2023) *A new world energy order is taking shape; Global oil trade is de-dollarising slowly but surely*, *Financial Times* 3 januari 2023.
- ¹⁹ Zie ook H. Thompson (2022) *Disorder: Hard Times in the 21st Century*, Oxford: Oxford University Press.
- ²⁰ Zie EU State of the Union 2018 *The Hour of European Sovereignty*: "The euro must become the face and the instrument of a new, more sovereign Europe."
- ²¹ H. Farrell and A.L. Newman (2019) *Weaponized Interdependence: How Global Economic Networks Shape State Coercion in International Security*, vol. 44(1), pp. 42-79.
- ²² Speech van Angela Merkel aan het Duitse parlement d.d. 7 september 2011: <https://www.bundesregierung.de/breg-de/service/bulletin/rede-von-bundeskanzlerin-dr-angela-merkel-802338>.
- ²³ B. Eichengreen (2011) *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press, p.22.
- ²⁴ Dit probleem werd in de jaren 1950 als eerste geconstateerd door Robert Triffin en wordt ook wel het Triffin-dilemma genoemd.
- ²⁵ B. Eichengreen (2011) *Exorbitant Privilege: The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*, Oxford: Oxford University Press.
- ²⁶ Ibid. De schattingen van de omvang van het *Exorbitant Privilege* lopen in de literatuur uiteen.
- ²⁷ B. Cohen (2019) *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, Chicago: The University of Chicago Press.
- ²⁸ Zie ook de benaming van de gemeenschappelijke markt van Argentinië, Brazilië, Paraguay en Uruguay: Mercosur.
- ²⁹ Dit kon omdat er in de VS een *mirror* data centrum is waar alle gegevens uit SWIFT worden opgeslagen. Daarnaast heeft SWIFT datacentra in België, Nederland en Hongkong.
- ³⁰ Dit gebeurt via de zogenaamde *Omnibus Foreign Trade and Competitiveness Act*. Sinds 2015 is het vanuit de *Trade Facilitation and Trade Enforcement Act* tevens toegestaan om boetes op te leggen.
- ³¹ <https://home.treasury.gov/news/press-releases/jy1094> .
- ³² <https://www.ft.com/content/57f104d2-e742-11e6-893c-082c54a7f539>.
- ³³ <https://www.wsj.com/articles/SB10001424052970204530504578076953350391848> en <https://www.ft.com/content/05a18088-cod2-11e3-bd6b-00144feabdco#axzzz2z09UqppN>.
- ³⁴ M. Neumann (1986) 'Internationalization of German Banking and Finance' in Korea Federation of Banks, *International of Banking: Analysis and Prospects*, Seoul, Korea Federation of Banks, 1986, p. 67-144.
- ³⁵ Het Plaza-akkoord van 1985 was een overeenkomst tussen de regeringen van het VK, Frankrijk, Duitsland, Japan en de VS met het doel de waarde van de dollar te verlagen. Zie [UTLink: Plaza Accord, September 22, 1985 \(utoronto.ca\)](#), art. 18.



- ³⁶ B. Cohen (2019) *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, Chicago: The University of Chicago Press.
- ³⁷ B. Cohen (2015) *Currency Power: Understanding Monetary Rivalry*, Princeton: Princeton University Press, 138-148.
- ³⁸ Dit werd bevestigd in de eerste toespraak van ECB-president Wim Duisenberg *The euro has arrived* in 1999 bij De Nederlandsche Bank in Amsterdam.
- ³⁹ J. Gräß en A. Mehl (2019) *The benefits and costs of the international role of the euro at 20*, <https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201906~foda2b823e.en.html#toc15> en toespraak van Fabio Panetta, directielid van de ECB, aan het Europese Parlement getiteld *Unleashing the euro's untapped potential at global level*, d.d. 7 juli 2020, [Unleashing the euro's untapped potential at global level \(europa.eu\)](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/2020/070720_unleashing_the_euro_s_untapped_potential_at_global_level_en.html)
- ⁴⁰ Voor deze visie, zie bijvoorbeeld A. Szasz (2000) *The Road to European Monetary Union A Political and Economic History*, Palgrave Macmillan en M. Segers (2019) *Reis naar het continent: Nederland en de Europese integratie, 1950 tot heden*, Prometheus.
- ⁴¹ Tot dat moment bleef het intra-Europese handels- en betalingsverkeer vooral een systeem van bilaterale trekkingsrechten. Landen met een overschot op de betalingsbalans, zoals België, verstrekten op bilaterale basis financiële steun aan landen in een debiteurenpositie door bijvoorbeeld Marshallgelden door te sluisen in de vorm van kredieten.
- ⁴² De bandbreedte binnen het EMS fluctueerde van 2,25% voor 'sterke' munten tot 6% voor 'zwakke munten'.
- ⁴³ Het Verdrag van Maastricht (officieel: Verdrag betreffende de Europese Unie) is in 1991 overeengekomen in Maastricht. In 1992 is het ondertekend waarna het op 1 november 1993 in werking trad.
- ⁴⁴ De beginselen van het Stabiliteits- en Groeipact zijn overeengekomen in Annex I van de Conclusies van de Europese Raad in Dublin van 13-14 december 1996 (https://www.europarl.europa.eu/summits/dub2_en.htm). Deze beginselen zijn later uitgewerkt in een resolutie van de Europese Raad tot instelling van het Stabiliteits- en Groeipact die op 17 juni 1997 werd aangenomen te Amsterdam ([https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:31997Yo8o2\(o1\)&from=IT](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:31997Yo8o2(o1)&from=IT)), gevolgd door twee verordeningen over de praktische uitwerking daarvan op 7 juli 1997.
- ⁴⁵ Hetzelfde geldt breder voor het betalingssysteem: een betaling tussen een Turkse en Nederlandse bank kan – in het geval deze geen directe relatie met elkaar hebben – ook via een derde (buitenlandse) bank verlopen waarmee beide partijen wel een relatie hebben. Dit worden correspondent banken genoemd.
- ⁴⁶ SWIFT staat voor *Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication* en is een systeem voor het uitwisselen van betalingsopdrachten in het internationale interbancaire betalingsverkeer.
- ⁴⁷ De diepte van de markt wordt onder meer bepaald door de aanwezigheid van secundaire markten (i.e. de markt waar eerder afgegeven effecten worden verkocht en aangekocht), een hoge omzet en de aanwezigheid van korte-termijn-overheidsschulden. De breedte van de markt wordt bepaald door de variëteit van aangeboden financiële instrumenten en activa zoals obligaties, aandelen, opties, termijncontracten en andere effecten met verschillende looptijden en voorwaarden.
- ⁴⁸ Z. Zoe Liu en M. Papa (2022) *Can BRICS de-dollarize the global financial system* in B.S. Sergi (ed) *Elements in the Economics of Emerging Markets*, Cambridge University Press, VK: Cambridge
- ⁴⁹ <https://www.reuters.com/markets/currencies/china-says-it-will-set-up-yuan-clearing-arrangements-brazil-2023-02-07/>.
- ⁵⁰ <https://www.lowyinstitute.org/the-interpretor/china-s-digital-currency-next-stop-africa> en <https://www.coindesk.com/policy/2021/02/03/china-leads-africas-digital-currency-race/>.
- ⁵¹ Commissie Europese Economie, 2021, *Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie*, <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-6bcb1cb8-9db2-4c1d-b7ca-60c4954781b2/pdf>.



- ⁵² Commissie Europese Economie, 2021, *Kleur bekennen voor een stabiele en veerkrachtige Europese economie*, <https://open.overheid.nl/documenten/ronl-6bcb1cb8-9db2-4c1d-b7ca-60c4954781b2/pdf> en D.Furceri en A. Zdzienicka, 2013, *The Euro Area Crisis: Need for a Supranational Fiscal Risk Sharing Mechanism? IMF Working Paper No. 198*, <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp13198.pdf>.
- ⁵³ De aandelenmarkt in de VS bedraagt zo'n 200% van het BBP, terwijl de Europese aandelenmarkt ongeveer gelijk is 66% van het BBP.
- ⁵⁴ De beoordeling van de kredietwaardigheid van schuldenaars (overheid of privaat) door internationale kredietbeoordelaars als *Moody's*, *Fitch* en *Standard & Poor's*.
- ⁵⁵ B.J. Cohen (2019) *Currency Statecraft: Monetary Rivalry and Geopolitical Ambition*, Chicago: The University of Chicago Press.
- ⁵⁶ Vandaar dat twee Nederlandse auteurs, in het spoor van André Szasz, voormalig directielid van De Nederlandsche Bank, onlangs konden betogen: 'Oekraïne-crisis verbetert het toekomstperspectief van de euro.' Nijhuis, T. en C. Ullersma (2022) *Oekraïne-crisis verbetert het toekomstperspectief van de euro*, ESB 107(4812), p. 362-364.
- ⁵⁷ Eurocommissaris Kadri Simson in een speech op het Europese waterstof forum d.d. 26 november 2020: https://ec.europa.eu/commission/commissioners/2019-2024/simson/announcements/speech-commissioner-simson-european-hydrogen-forum_en.
- ⁵⁸ Met hydro wordt hier bedoeld op waterstof en niet waterkracht.
- ⁵⁹ <https://www.reuters.com/business/energy/bangladesh-pay-russia-yuan-nuclear-plant-2023-04-17/>
- ⁶⁰ Ook zet de Commissie in op een hoger internationaal gebruik van de euro in de transport-, grondstoffen-, landbouw-, en valutamarkten.
- ⁶¹ <https://www.reuters.com/markets/currencies/chinas-digital-yuan-stands-out-cross-border-pilot-show-global-ambition-2022-10-27/>.
- ⁶² <https://www.centralbanking.com/fintech/cbdc/7954185/russia-developing-cross-border-cbdc-settlement#:~:text=Earlier%20last%20year%2C%20Russia%20announced,at%20the%20end%20of%202022.>
- ⁶³ Vostro-rekeningen zijn rekeningen waarbij een buitenlandse exporteur bij een Indiase bank een tegoed aan kan houden in roepies. Wanneer hij goederen verkoopt aan een Indiase importeur wordt het bedrag in roepies verrekend op de Indiase rekening en vice versa voor een exporteur. Bij gebruik van een vostro-rekening gaan er geen geldstromen de grens over en hoeft er geen gebruik gemaakt te worden van de gebruikelijke systemen zoals SWIFT. Zie https://content.dgft.gov.in/Website/dgftprod/4f665d2f-20cc-4887-ae6a-5ec912bc0d44/FTP2023_Chapter02.pdf.
- ⁶⁴ European Commission, 2019, *Strengthening the International Role of the Euro: Results of the Consultations, Commission Staff Working Document SWD (2019)600 final*, 12 June 2019.
- ⁶⁵ World Economic Forum (2023) The global financial system is facing \$65 trillion in hidden dollar debt, <https://www.weforum.org/agenda/2023/01/65-trillion-debt-bank-financial-system-economic/>.
- ⁶⁶ <https://www.bbc.com/news/business-61505842>.
- ⁶⁷ Zie P. Hasekamp en B. Soederhuizen (2023) *CPB Position Paper Toekomst van de Euro*: <https://www.tweedekamer.nl/kamerstukken/detail?id=2023Z02257&did=2023D05210>.
- ⁶⁸ COM(2020)590 Mededeling van de Commissie aan het Europees Parlement, de Raad, het Europees Economisch en Sociaal Comité en het Comité van de Regio's: Een kapitaalmarktunie ten dienste van mensen en ondernemingen – Een nieuw actieplan, <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:52020DC0590&from=EN>.
- ⁶⁹ In 2022 heeft de Tweede Kamer zowel een motie aangenomen tegen uitgifte van eurobonds en andere nieuwe vormen van schuldmutualisering (motie van Haga en Ephraïm, Kamerstuk 35925, nr. 167) als een motie tegen gezamenlijke schulduitgifte voor nieuwe Europese fondsen en projecten (motie Omtzigt, Kamerstuk 35925, nr. 169).
- ⁷⁰ De ECB heeft swaplijnen met VS, VK, Canada, Japan, China, Denemarken, Zweden, Zwitserland en Polen.
- ⁷¹ Dit regionale swap-netwerk tussen de ASEAN-landen, Japan, China en Zuid-Korea werd in 2000 opgericht naar aanleiding van de Aziatische financiële crisis van 1997. Naast het openstellen van swaplijnen, voorziet dit netwerk ook in leningen voor landen in financiële problemen die



- onafhankelijk van het IMF worden verleend.
- ⁷² Voor andere onderwerpen, zoals advisering over macro-economisch beleid, is de eurozone samen met zijn lidstaten bevoegd of zijn lidstaten exclusief bevoegd, zoals ten aanzien van steun aan landen buiten de eurozone met betalingsbalansproblemen.
- ⁷³ De landen uit de eurozone hebben individuele vertegenwoordigen die zijn verdeeld over acht van de 24 zetels. Twee landen uit de eurozone (Duitsland en Frankrijk) hebben een zelfstandige zetel in de Raad van Bewindsvoerders (*executive board*) terwijl de overige landen uit de eurozone, waaronder Nederland, deel uitmaken van een kiesgroep met verschillende landen die gezamenlijk optreden en gezamenlijk met een zetel hun stem uitbrengen (zogenaamde *constituencies*).
- ⁷⁴ Verder kwam de Ecofin Raad in 2006 overeen dat op lange termijn zou worden gestreefd naar één zetel voor de eurozone in het IMF. In 2014 kondigde de Commissie in haar werkprogramma aan dat zij wil streven naar een meer gestroomlijnde externe vertegenwoordiging van de eurozone. Het verslag van de vijf voorzitters uit 2015 gaf aan dat versterking van de internationale stem nodig was om de economische *governance* van de eurozone te verbeteren. Daarop publiceerde de Commissie in 2015 een routekaart naar een consistentere externe vertegenwoordiging van de eurozone in internationale fora en een voorstel voor een Raadsbesluit voor een gezamenlijke vertegenwoordiging van de eurozone in het IMF per 2025. Ook in de Communicatie van de Europese Commissie over de internationale rol van de euro uit 2018 werd de gemeenschappelijke vertegenwoordiging van de eurozone in onder andere het IMF benadrukt.
- ⁷⁵ Het valt daarbij op dat de sanctionering via SWIFT – oorspronkelijk beschreven als nucleaire optie in het sanctiepakket – voor een groot en minder geïsoleerd land als Rusland in vergelijking met Iran minder vergaande consequenties heeft. Ook heeft de Russische regering en de Russische Centrale Bank zich – naar aanleiding van de Iransanctie en de sancties na de inval op de Krim – voor sanctionering via de dollar- en euromacht gewapend bijvoorbeeld door de reserves meer in renminbi en goud aan te houden.
- ⁷⁶ I. Timofeev and D. Kiku (2022) <https://valdaiclub.com/a/highlights/new-stage-of-eu-sanctions-policy-extraterritorial/>.
- ⁷⁷ Verordening (EU) 2022/1905 van de Raad van 6 oktober 2022: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022R1905&qid=1679329271755&from=EN>.
- ⁷⁸ Verordening (EU) 2022/1904 van de Raad van 6 oktober 2022: <https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32022R1904&from=EN>.
- ⁷⁹ Zo memoreert de Commissie in overwegingen 2 van de verordening gericht op de aanpassing van het EU *Blocking Statute* naar aanleiding van de Iran-sancties: “De verordening erkent dat dergelijke instrumenten vanwege de extraterritoriale toepassing daarvan strijdig zijn met het internationale recht.” Gedelegeerde Verordening (EU) 2018/1100 van de Commissie van 6 juni 2018: [L12018199NL.01000101.xml](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/NL/TXT/HTML/?uri=CELEX:32018R1100&qid=1679329271755&from=EN) (europa.eu).
- ⁸⁰ https://finance.ec.europa.eu/system/files/2023-03/faqs-sanctions-russia-consolidated_en_1.pdf.
- ⁸¹ VVD, D66, CDA en ChristenUnie (2021) *Omzien naar elkaar, vooruitkijken naar de toekomst, coalitieakkoord 2021-2025*, p.38: <https://www.parlement.com/9291000/d/pdfs/coalitieakkoord-2021-2025.pdf>.
- ⁸² <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/wackeliges-vertrauen-in-die-deutsche-bank-18774288.html>.
- ⁸³ Charles Michel, Ursula von der Leyen, Paschal Donohue, Christine Lagarde en Werner Hoyer (2023) *Het is tijd voor meer ambitie bij de financiële integratie van Europa*, *Financieel Dagblad* 9 maart 2023: <https://fd.nl/opinie/1469849/het-is-tijd-voor-meer-ambitie-bij-de-financiele-integratie-van-europa-lae3ca3vCK9s>.
- ⁸⁴ Zie de verklaring van Paschal Donohoe en marge van de bijeenkomst van de eurogroep van 28 April 2023: <https://www.consilium.europa.eu/nl/press/press-releases/2023/04/28/remarks-by-paschal-donohoe-following-the-eurogroup-meeting-of-28-april-2023/>.
- ⁸⁵ <https://www.rijksoverheid.nl/documenten/publicaties/2021/03/25/spain-netherlands-non-paper-on-strategic-autonomy-while-preserving-an-open-economy>.



Adviesaanvraag



Naar
inhoud

Koninkrijk der Nederlanden

Aan de voorzitter van de Adviesraad Internationale Vraagstukken
Prof. A. G. (Bert) Koenders
Postbus 20061
2500 EB Den Haag

Postbus 20061
2500 EB Den Haag
Nederland
www.rijksoverheid.nl

Datum maart 2022
Betreft Adviesaanvraag Sterkere internationale rol voor de euro

Geachte voorzitter,

In Europees verband wordt de afgelopen jaren in toenemende mate gesproken over de rol en positie van de Europese Unie op het wereldtoneel en hoe de EU in de toekomst het best haar belangen kan behartigen en waarden kan verdedigen¹. Deze discussie vindt plaats tegen een achtergrond van schuivende geopolitieke verhoudingen, waarvan de verschuiving van de aandacht van de Verenigde Staten richting Azië en de opkomst van China als wereldmacht de meest in het oog springende zijn.

In die context wordt er ook gesproken over de internationale rol van de euro als één van de elementen die mogelijk kunnen bijdragen aan een versterking van de economische positie van de Europese Unie, met doorwerking naar de geopolitieke positie van de EU en in analogie met het voordeel dat de Verenigde Staten haalt uit de dominante positie van de dollar.

Sinds de introductie van de euro in 1999 als rekenmunt en als chartaal betaalmiddel in 2002 heeft de euro in een eerste fase een duidelijke groei doorgemaakt als betaalmiddel in het internationale betalingsverkeer. Vanaf 2009 is daar echter een kentering in gekomen en is het gebruik van de euro afgenomen. Sinds enige jaren is het stabiel rond de 19%². Over deze periode als geheel is de euro daarmee wel altijd met afstand de meest gebruikte munt in het internationale betalingsverkeer gebleven na de dollar.

Naar de toekomst kijkend lijken zich buiten de EU meerdere ontwikkelingen voor te doen die van invloed kunnen zijn op het gebruik van de euro. Ten eerste zou de opkomst van de Chinese economie de rol van de renminbi op de internationale financiële markten op de langere termijn kunnen vergroten. Daarnaast is er sprake van de opkomst van zogenaamde crypto-valuta en in het verlengde daarvan, de mogelijke introductie van digitaal centrale bank geld. Deze ontwikkelingen kunnen bestaande posities en structuren in het internationale

¹ [Towards a stronger international role of the euro: Commission contribution to the European Council and the Euro Summit \(13-14 December 2018\)](#), en BNC-fiche: Kamerstuk 22 112, nr. 2752

² ECB, [International role of the Euro](#), June 2021.



betalingsverkeer onder druk zetten. Ook hier speelt China, dat bijvoorbeeld reeds op beperkte schaal Chinees digitaal centrale bank geld introduceerde, een rol. Gezien de breedte van de beleidsterreinen die aan bod komen in het Europese discours over de positie van de euro en de mogelijke geopolitieke, economische en monetaire implicaties van een grotere internationale rol van de euro, is een nadere analyse wenselijk. Hiertoe dient zich een aantal vragen aan, die zich logischerwijs ook bevinden op het snijvlak van geopolitiek, internationale handel en financieel-economisch en monetair terrein.

Onze referentie

1. In hoeverre kan de internationale rol van de euro als gevolg van Europees beleid worden vergroot en in welke mate draagt een dergelijke grotere internationale rol van de euro dan in concrete zin bij aan een versterking van de economische en de geopolitieke positie van de EU? Ten opzichte van welke internationale spelers? Zou een grotere internationale rol van de euro ten koste gaan van de dollar, en wat zijn daarvan dan de consequenties?
2. Gegeven het feit dat de rol van de euro voor 2009 sterker was dan zij nu is³, wat zijn de belangrijkste determinanten voor het behoud c.q. het versterken van de rol van de euro in de toekomst? Hoe kan het vertrouwen in en het gebruik van de Euro, bijvoorbeeld in grondstoffen- of energiemarkten worden gestimuleerd, of hoe kan verbetering van de architectuur van de euro het vertrouwen laten toenemen?
3. Indien een sterkere rol van de euro bij kan dragen aan een sterkere geopolitieke rol van de EU, wat zijn dan effectieve maatregelen om dit te bewerkstelligen? Wat kan de rol van de Nederlandse overheid daarin zijn?
4. Regelmatig wordt gewezen op de bijdrage die een grotere integratie van financiële markten in de EU kan leveren aan het vergroten van de internationale rol van de Euro. In welke mate kunnen de huidige Europese plannen op het gebied van de kapitaalmarkt en de bankensector daar een wezenlijke bijdrage aan leveren? En zijn er nog evidente ontbrekende elementen in die context?
5. In hoeverre mag verwacht worden dat de renminbi verder zal opkomen als internationaal gebruikte valuta en wat voor interactie kan er ontstaan op het moment dat zowel de euro als de renminbi opkomen als reservevaluta ten koste van de positie van de dollar? Heeft dat wezenlijke implicaties voor het wereldwijde financiële stelsel en de geopolitieke verhoudingen tussen de EU, de VS en China

Hoogachtend,

De minister van Buitenlandse Zaken,

W.B. Hoekstra

³ Cf. de samengestelde index die de ECB hanteert, zie bijvoorbeeld https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ech.ire202106--a058f84c61_en.html

Geraadpleegde personen

- **Prof. dr. S. (Steven) Blockmans**
Directeur onderzoek *Centre for European Policy Studies (CEPS)*. Tevens Hoogleraar *Law of EU External Relations* aan het Europacollege.
- **Prof. dr. W. (Wim) Boonstra**
Speciaal Economisch Adviseur bij *RaboResearch Global Economics & Markets*. Tevens Bijzonder hoogleraar Economische en Monetair Politiek aan de Vrije Universiteit Amsterdam
- **Drs. H. (Hans) van Cleef**
Hoofd Onderzoek en Strategie Energie, Publieke Zaken ERS
- **Prof. dr. M. (Maria) Demertzis**
Plaatsvervangend Directeur van Bruegel en Hoogleraar *Economic Policy* aan het *European University Institute*
- **Mr. F. (Frank) Elderson, LL.M.**
Directielid van de Europese Centrale Bank
- **Prof. dr. D. (Daniel) Gros**
Directeur van het *Centre for European Policy Studies*. Tevens Hoogleraar aan de *University of California at Berkeley*.
- **Dr. M. (Michel) Heijdra**
Waarnemend Directeur Generaal Klimaat en Energie, Ministerie van Economische Zaken en Klimaat. Tevens voormalig Thesaurier-Generaal, Ministerie van Financiën.
- **Dr. G. (Gergely) Hudecz**
Principal economist Economic and Market Analysis, Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM).
- **Dr. A. (Alexander) Italianer**
Voormalig Secretaris Generaal van de Europese Commissie.
- **Prof. dr. E. (Erik) Jones**
Directeur van het *Robert Schuman Centre for Advance Studies* van het *European University Institute*. Tevens Hoogleraar *European Studies and International Political Economy* aan de *Johns Hopkins School of Advanced International Studies*
- **Prof. dr. P. (Peter) Praet**
Voormalig lid van de *Executive Board* en voormalig hoofdeconoom van de Europese Centrale Bank
- **Prof. dr. W. (Waltraud) Schelkle**
Hoogleraar *European Public Policy* aan het *European University Institute*, Florence.
- **Prof. dr. M. (Martin) Selmayr**
Voormalig kabinetschef van Commissievoorzitter Juncker en Secretaris-Generaal van de Europese Commissie (2014-2019); momenteel Hoofd van de Vertegenwoordiging van de Europese Commissie in Oostenrijk.
- **Dr. R. (Rolf) Strauch**
Hoofdeconoom en lid van de Raad van Bestuur van het Europees Stabiliteitsmechanisme (ESM) en de Europese Faciliteit voor Financiële Stabiliteit (EFSF)
- **Prof. dr. A. (Amy) Verdun**
Hoogleraar Europese Politiek en Politieke Economie aan de Universiteit van Leiden
- **Drs. M. (Maarten) Verwey**
Directeur Generaal *Economic and Financial Affairs (ECFIN)*, Europese Commissie



Lijst van figuren

Figuur 1	Aandeel valuta in buitenlandse reserves (=waardeopslag)	30
Figuur 2	Versillende valuta als waardeopslag en ruilmiddel anno 2021	31
Figuur 3	Het belang van internationale munten als rekeneenheid	32
Figuur 4	Eigenschappen van de kapitaalmarkt in de Eurozone en de VS	35
Figuur 5	Schulden aan China (in % BBP)	36
Figuur 6	Het relatieve belang van economische en geopolitieke factoren in de keuze van de reservemunt	37
Figuur 7	Overzicht van digitale centralebankmunten naar fase van ontwikkeling	42
Figuur 8	Wereldwijde swaplijnen in 2020	46
Tabel 1	Functies van internationale valuta	29/39
Foto 1	Shutterstock, StockFoto	Cover
Foto 2	Shutterstock, StockFoto, ID	15



Lijst met afkortingen

AIV	Adviesraad Internationale Vraagstukken
BBP	Bruto Binnenlands Product
BENELUX	België, Nederland, Luxemburg
BIS	<i>Bank for International Settlements</i>
BRICS	Brazilië, Rusland, India, China en Zuid-Afrika
CIPS	<i>Cross-border Interbank Payment System</i>
DNB	De Nederlandsche Bank
EBRD	<i>European Bank for Reconstruction and Development</i>
EBU	Europese BetalingsUnie
ECB	Europese Centrale Bank
ECU	<i>European Currency Unit</i>
EEG	Europese Economische Gemeenschap
EGKS	Europese Gemeenschap voor Kolen en Staal
EIB	Europese Investeringsbank
EMI	Europees Monetair Instituut
EMS	Europees Monetair Stelsel
EMU	Economische en Monetaire Unie
ERM	<i>European Exchange Rate Mechanism</i>
ESCB	Europees Stelsel van Centrale Banken
ESM	Europees Stabiliteitsmechanisme
EU	Europese Unie
Fed	The Federal Reserve
FOREX	<i>Foreign Exchange</i>
GATT	<i>Generalized Agreement on Tariffs and Trade</i>
IMF	Internationaal Monetair Fonds
INSTEX	<i>Instrument iN Support of Trade EXchanges</i>
JCPOA	<i>Joint Comprehensive Plan of Action</i>
NAVO	Noord-Atlantische Verdragsorganisatie
STFI	<i>Special Trade and Finance Instrument</i>
SWIFT	<i>Society for Worldwide Interbank Financial Telecommunication</i>
TTIP	<i>Transatlantic Trade and Investment Agreement</i>
VK	Verenigd Koninkrijk
VS	Verenigde Staten
WO	Wereldoorlog
WTO	<i>World Trade Organisation</i>

