



## De euro, een munt van wereldformaat

**Auteur(s):**

Schrijner, S.W.

Wolswijk, G.F.T.

*Economisch onderzoekers, Economisch Bureau ING. Een uitgebreide analyse is opgenomen in de brochure De euro in het internationale verkeer, Economisch Bureau ING, 1998.***Verschenen in:**

ESB, 84e jaargang, nr. 4190, pagina 136, 19 februari 1999

**Rubriek:**

Monitor

**Trefwoord(en):**

financiële, markten

*Handelscontracten, portefeuilles van beleggers, en officiële deviezenreserves zullen in toenemende mate in euro's worden opgesteld, zodat de vraag naar euro's toeneemt en de Europese munt met vijf tot tien procent kan appreciëren ten opzichte van dollar.*

**Op 1 januari 1999 is de euro geïntroduceerd in het girale betalingsverkeer. In 2002 wordt ook de chartale euro in de EMU ingevoerd, en is de overgang naar één Europese munt voltooid. De euro vervult niet alleen binnen de EMU een rol, ook daarbuiten wordt de euro gebruikt. De vraag is of de euro ook daar intensief zal worden gehanteerd, en zich zal ontpoppen als heuse concurrent van de dollar. Een vraag die daar veelal op volgt is wat dit betekent voor de eurodollarkoers. In deze bijdrage staan beide vragen centraal. Hierbij moet worden opgemerkt dat het, wat betreft het verloop van de euro-dollar koers, gaat om de structurele ontwikkeling. De depreciatie van de euro ten opzichte van de dollar begin februari hangt voornamelijk samen met conjuncturele factoren (zoals bijvoorbeeld verschillen in groeitempo), waar in deze bijdrage geen aandacht aan zal worden besteed.**

### Een internationale valuta

Een internationale valuta kan worden gedefinieerd als een valuta die één of meerdere geldfuncties (ruilmiddel, rekeneenheid en oppotmiddel) vervult buiten de grenzen van het land van uitgifte<sup>1</sup>. Daarbij wordt met name aandacht besteed aan de rol van de euro in internationale handelscontracten (facturering), in beleggingsportefeuilles en in het beheer van de officiële deviezenreserves. De reden dat voornamelijk aan deze functies aandacht wordt besteed, is dat een verschuiving hierin belangrijke gevolgen heeft voor met name de internationale vraag naar de euro.

#### Facturering

Bijna de helft van het internationale handelsverkeer wordt in dollars geprijsd, hoewel het aandeel van de VS in de wereldexport 'maar' 17% bedraagt. De verhouding tussen het internationale gebruik van een valuta en een relevante economische variabele wordt wel uitgedrukt als de 'internationalisatieratio'. Bij proportionaliteit tussen de internationale rol van een valuta en de rol van dat land in het handelsverkeer zou de ratio één bedragen. Dat de dollar hier, met 2,9, ver boven ligt komt onder meer omdat op de grondstoffenmarkt meestal in dollars wordt gefactureerd, ook wanneer er geen partij uit de VS bij betrokken is. Het aandeel van de EMU-landen in de wereldexport bedraagt circa 15%, maar de gezamenlijke EMU-valuta's kenden in 1997 slechts een aandeel van 5% in de facturering. Hierbij is de handel tussen EMU-landen niet meegerekend; het gaat hier immers om het gebruik van de euro buiten de EMU.

De euro zal aanzienlijk kunnen winnen ten opzichte van de uitgangssituatie. Op korte termijn (circa vier jaar) zal het niveau van de ratio van Duitsland (0,4) worden bereikt. Pas op de langere termijn zal de euro substantieel in handelscontracten doordringen. Gewinning aan de euro heeft dan plaatsgevonden, en lopende contracten dienen te worden vernieuwd. Verder zullen handelaren in diverse landen, waaronder Midden- en Oost-Europa, in toenemende mate overschakelen op de euro vanwege het economische belang van de EMU voor hen. Door de bestaande schaalvoordelen in het gebruik van de dollar blijft de stijging van de ratio voor de euro op lange termijn echter beperkt tot één. In tabel 1 is opgenomen wat deze schattingen betekenen voor de internationale vraag en het internationale aanbod van euro's op korte termijn (circa vier jaar) en lange termijn (circa acht jaar). De bedragen in de kolom 'lange termijn' betreffen de toenames ten opzichte van de op korte termijn bereikte situatie.

#### Portefeuillebeheer

Op dit moment vervult dollarpapier een grote rol op de financiële markten, wat samenhangt met de lage transactiekosten op de dollarmarkten. Brede en liquide financiële markten betekenen dat beleggers veel beleggingsmogelijkheden ter beschikking staan, terwijl er kan worden gehandeld zonder een direct effect op de marktprijs. Voor de financiële markten in de EMU gaat min of meer hetzelfde gelden, al zijn de (deel)markten vaak nog minder omvangrijk en gefragmenteerd. Verschuivingen treden hier snel op. Voor de raming van de extra vraag naar euro's uit hoofde van portefeuillebeheer nemen we de communis opinio als uitgangspunt<sup>2</sup>. Wel wordt rekening gehouden met de afgenomen mogelijkheden tot diversificatie van portefeuilles binnen het EMU-gebied, een element dat in andere studies meestal ontbreekt. Nu wisselkoersschommelingen en (forse) renteversillen binnen de EMU-zone tot het verleden behoren, zullen Europese beleggers bij hun zoektocht naar extra rendement hun blik meer buiten de EMU richten. Dit effect neemt niet weg dat per saldo kapitaal

naar de financiële markten in de EMU toestroomt.

Tegenover de extra vraag naar waardepapier in euro's staat ook enig extra aanbod. De grote, liquide Europese markt nodigt uit tot meer emissies omdat een breder beleggerspubliek wordt bereikt. Niet alleen EMU-partijen ervaren dit zo, maar ook partijen - overheden en bedrijven - buiten de EMU. Verwacht wordt dat ongeveer de helft van de extra vraag naar financiële titels in euro wordt opgevangen door extra aanbod. De helft van alle obligatie-emissies in januari 1999 luidde in euro's (zestig miljard euro), tegenover veertig procent in dollars <sup>3</sup>. Dit hoge niveau werd deels veroorzaakt door de 'euroforie' na de start van de EMU.

### Officieel deviezenbeheer

Centrale banken en overheden houden officiële reserves aan om in noodgevallen de importbehoefte enige tijd te kunnen opvangen, en om te interveniëren op de valutamarkt. De dollar domineert nu de samenstelling van de internationale officiële reserves, getuige de internationalisatieverhouding van 3,5 (aandeel dollar in wereldreserves/ aandeel VS in wereldimport), tegenover 0,8 van de gezamenlijke EMU-valuta's.

De beheerders van de deviezen van landen die veel handel drijven met het EMU-gebied, of die de euro als anker voor hun nationale valuta gebruiken, zullen ook het aandeel euro's in hun reserves willen vergroten. Ook politieke motieven dragen daaraan bij. Landen die zich in politiek opzicht tegen de Verenigde Staten kanten, zoals Cuba, hebben nu een reëel alternatief voor de dollar. De Chinese overheid, die de op één na grootste deviezenreserves ter wereld beheert, heeft aangekondigd dat een fors deel van de dollarreserves wordt omgezet in euro's <sup>4</sup>. Als gevolg van dergelijke verschuivingen veronderstellen we dat op korte termijn de euro de internationalisatieverhouding van de D-mark (1,8) zal evenaren. Op de langere termijn zullen meer landen overschakelen op de euro als ankervaluta <sup>5</sup>. Ook de toenemende facturering in euro draagt bij aan een groeiend aandeel van de euro in de officiële reserves. Op basis daarvan verwachten we een toename van de ratio tot een niveau van 2.

### Totaalbeeld

Op elk van de drie beschreven terreinen zal de euro marktaandeel winnen in vergelijking met de rol die de EMU-valuta's vóór 1999 speelden. [tabel 1](#) vat de verwachte verschuivingen samen.

**Tabel 1. Toename internationale vraag en aanbod euro's**

	korte termijn	lange termijn	totaal
	<i>miljard euro</i>		
particuliere vraag	330	465	795
<i>i.v.m. facturering</i>	50	315	365
<i>i.v.m. portefeuillebeheer</i>	280	150	430
officiële vraag			
<i>i.v.m. officieel deviezenbeheer</i>	170	35	205
totale vraag	500	500	1000
aanbod door emissies	195	45	240
internationaal vraagoverschot euro	305	455	760

#### Korte termijn

Bij de besproken veronderstellingen zullen op korte termijn de internationale vraag en het internationale aanbod van de euro met respectievelijk 500 en 195 miljard euro kunnen stijgen. Dit betekent een netto-vraag naar de euro van ruim 300 miljard euro. Vooral in het portefeuillebeheer, zowel particulier als officieel (deviezenbeheer), treden relatief snel wijzigingen op. Op het terrein van facturering speelt inertie een grotere rol.

#### Lange termijn

De verdere groei van de euro enkele jaren na de start van de EMU is afhankelijk van een daling van de transactiekosten in het gebruik van de euro. Om dit te laten gebeuren is onder meer een volledige ontplooiing van de financiële markten in de EMU vereist, zowel in de breedte als in de diepte, alsook vertrouwen in de waardevastheid van de euro. Daardoor kan een 'sneeuwbaaleffect' optreden: de genoemde factoren leiden tot schaalvoordelen en lagere transactiekosten, waardoor het gebruik van de euro in het internationale verkeer toeneemt, wat op zijn beurt weer leidt tot lagere kosten, enz. Treedt dit effect inderdaad op, dan neemt de netto-vraag naar de euro op langere termijn verder toe, tot een totaal van ruim 750 miljard euro.

In [tabel 2](#) worden de 'marktaandelen' gegeven die de euro op korte en lange termijn kan bereiken in de onderscheiden functies als internationale valuta, op basis van de ramingen uit [tabel 1](#). Het beeld is duidelijk: de euro wint aan belang, en wordt een internationale valuta van wereldformaat. De overheersende rol van de dollar wordt echter op geen van de terreinen aangetast, ook al gaat het overgrote deel van de winst van de euro ten koste van de dollar.

**Tabel 2. Aandeel dollar en euro in internationale valutafuncties in % van totaal**

rol valuta in	aandeel dollar		aandeel euro	
	huidig	huidig	korte termijn	lange termijn
facturering	48	5	6	15

portefeuillebeheer	35	22	23	23
officiële reserves	56	12	27	30

De invoering van de euro betekent een structuurbreuk, waardoor dergelijke ramingen met grote onzekerheid zijn omgeven. Niet zeker is bijvoorbeeld of de (impliciete) aanname, dat de Fed en de ecb de geschetste uitbreiding van de rol van de euro ten koste van de dollar aanvaarden, bewaarheid wordt. Voor de ecb impliceert dit bijvoorbeeld dat de geldhoeveelheid minder goed beheersbaar wordt. Verder is in de ramingen voorbijgegaan aan EMU-toetreding van meer landen, met name het Verenigd Koninkrijk, waardoor de invloedssfeer van de euro verder zou toenemen.

### *Wisselkoerseffect*

Het wisselkoerseffect als gevolg van de grotere internationale rol van de euro wordt niet vaak aangegeven. Om dit effect globaal te kunnen bepalen is gekeken naar de effectiviteit van valutamarkt-interventies en naar wisselkoersveranderingen die vereist zijn om het initiële evenwicht tussen euro- en dollar-obligaties te herstellen<sup>6</sup>. Op basis daarvan kan worden verwacht dat de extra vraag naar euro's zal leiden tot een appreciatie van de euro met vijf tot tien procent ten opzichte van de dollar. Deze appreciatie betreft de trendmatige stijging van de koers van de euro. Bijvoorbeeld als gevolg van uiteenlopende conjuncturele posities in de EMU en de VS kan de koersbeweging op korte termijn hiervan afwijken.

### **Conclusie**

De euro zal een belangrijke rol gaan vervullen in het internationale handelsverkeer, op de internationale financiële markten, en in de officiële deviezenreserves. Zolang de internationale rol van de euro zich verder uitbreidt, zal een extra vraag naar de euro ontstaan, die vooral ten koste gaat van de dollar. Dit leidt tot enige appreciatie van de euro versus de dollar, in de orde van grootte van vijf tot tien procent. Door een asynchroon conjunctuurverloop kan de feitelijke koersontwikkeling hiervan afwijken. Op de wat langere termijn neemt de rol van de euro verder toe wanneer de transactiekosten van het gebruik van de euro verder dalen.

Of de euro ooit de dollar zal weten te ontronen, en of dit wel wenselijk is, valt nog te bezien. Voor een belangrijke internationale rol van de euro zijn factoren als politieke stabiliteit en politieke macht van belang. Een munt van wereldformaat vereist politieke eenheid, maar de thans nog altijd merkbare Europese verdeeldheid geeft aan dat Europa er nog niet klaar voor is

<sup>1</sup> R.M. Oort, De internationale rol van de euro: determinanten beschreven en getoetst, *Financiële en Monetaire studies*, Groningen, 1998.

<sup>2</sup> Zie IFO Schnelldienst, *Der Euro - Das Ende der Vorherrschaft des Dollar?*, München, 1998, voor een overzicht van studies op dat terrein.

<sup>3</sup> Euro beats dollar in bond market trade in first month, *Financial Times*, 2 februari 1999.

<sup>4</sup> Het aandeel van de euro wordt uitgebreid van 19% naar 35%. Zie het *Financieele Dagblad*, 10 december 1998.

<sup>5</sup> Meer hierover is te vinden in I.D. Mulders, [Wisselkoersafspraken rond de euro](#), *ESB*, 14 augustus 1998, blz. 620-622.

<sup>6</sup> Zie K.M. Dominguez en J.A. Frankel, *Does Foreign Exchange Intervention work?*, Institute for International Economics, Washington DC, 1993, blz. 96; R.N. McCauley, The euro and the dollar, *BIS working paper*, nr. 50, 1997, blz. 48.