



Het internationale gebruik van de euro

Auteur(s):

Herpt, I.R.Y., van
Haffner, R.C.G.

Ministerie van Financiën, directie Buitenlandse Financiële Betrekkingen (afdeling Internationale Monetaire Zaken). Haffner is tevens verbonden aan OCFEB.

Verschenen in:

ESB, 86e jaargang, nr. 4298, pagina 232, 9 maart 2001

Rubriek:

Monitor

Trefwoord(en):

valuta

De euro wordt op de financiële markten intensiever gebruikt dan haar nationale voorgangers. Aan veel internationaal gebruik zijn voordelen verbonden.

Ondanks de depreciatie van de euro ten opzichte van de munten van belangrijke handelspartners is de munt een succes op internationale financiële markten. De euro is uitgegroeid tot de munt met het op één na meest verbreide gebruik en fungeert als referentie- of ankervaluta voor het wisselkoersbeleid in circa vijftig landen.

In deze bijdrage geven we een overzicht van het internationale gebruik van de euro, waarbij bedoeld wordt op het gebruik van de euro door niet-ingezetenen.

Voordelen

Het internationale gebruik van de euro wordt bepaald door de voorkeuren van marktpartijen in de context van Europese integratie en globalisering. Bij de bepaling van deze voorkeuren speelt het economische gewicht van de eurozone in de wereldeconomie een belangrijke rol. De eurozone is weliswaar kleiner dan de Verenigde Staten in termen van het bbp, maar vertegenwoordigt een groter aandeel in de wereldexport en heeft een grotere bancaire sector ontwikkeld. Omdat het internationale gebruik van de euro vooral door de beslissingen van marktpartijen wordt bepaald, noemt de ECB het bevorderen van de internationale rol van de euro geen beleidsdoelstelling.

Toch geniet een land dat een internationaal gebruikte valuta uitgeeft, voordelen. Een eerste voordeel is dat het land zijn externe tekorten kan financieren in de eigen valuta. Dat neemt niet alleen het wisselkoersrisico weg, het verruimt ook de mogelijkheden voor financiering van de lopende rekening. Zo heeft de vooraanstaande positie van de dollar zeker een bijdrage geleverd aan het gemak waarmee de omvangrijke tekorten op de lopende rekening van de VS konden worden gefinancierd.

Een tweede voordeel wordt gevormd door extra seignorage-inkomsten (de via het laten draaien van de bankbiljettenpers uitgespaarde rente). Volgens schattingen wordt zo'n vijftig à zestig procent van de dollarbankbiljetten in het buitenland aangehouden.

Ten derde levert het internationale gebruik van in de eigen munt gedenomineerde schuldpapieren een liquiditeitspremie op. Naar schatting 25 procent van de Amerikaanse overheidsschuld wordt aangehouden door niet-ingezetenen van de VS. Deze extra vraag naar Amerikaans overheidspapier drukt de rente op deze schuld. Ten vierde sorteert internationaal gebruik van een valuta efficiëntiewinst door verdieping van financiële markten (meer liquiditeit).

Volgens schattingen zou de jaarlijkse potentiële welvaartswinst door internationaal gebruik van de dollar voor de VS zo'n 0,4 procent van het bbp bedragen; voor de eurozone zou het welvaartsvoordeel kunnen oplopen tot zo'n 0,2 procent¹. Bij de laatste schatting is verondersteld dat de euro de dollar voorbijstreeft als belangrijkste internationale valuta, maar een minder dominante rol inneemt dan de dollar nu.

Tot slot geniet de uitgever van een internationaal algemeen geaccepteerde valuta andere, minder goed kwantificeerbare voordelen zoals een zware stem in het internationale financiële stelsel.

De keerzijde van de munt

Naast voordelen kan het bezit van een internationaal veelgebruikte valuta ook nadelen hebben. Als de euro ook buiten het eurogebied wordt gebruikt, kan dit bijvoorbeeld de stabiliteit van de geldvraag beïnvloeden. Tevens kan dit gevolgen hebben voor de wijze waarop monetair beleid doorwerkt op de prijsontwikkeling. Deze nadelen zullen echter volgens de ECB geen belemmering vormen voor het vermogen van de bank om prijsstabiliteit te handhaven omdat in het monetaire beleid rekening gehouden kan worden met de gevolgen van het internationale gebruik van de euro².

Internationaal gebruik

Bij het meten van het internationale gebruik van de euro kijken we vooral naar het aandeel van de euro in de officiële valutareserves en het aandeel op de markt voor internationale schulduitgiftes³. Daartoe presenteren we cijfers over de euro (van na 1 januari 1999) en cijfers over de vroegere EMS-valuta's (1998 en verder terug; inclusief de ecu). Vanwege de systeemwijziging die de invoering van de euro nu eenmaal is, zijn deze cijfers echter niet geheel vergelijkbaar.

Zo zijn de deviezenreserves van het eurosysteem geslonken met ingang van 1 januari 1999, omdat de nationale valuta's van de eurozone binnenlandse tegoeden zijn geworden. Daarnaast zijn in het eurosysteem eind 1998 de ecu's van de centrale banken omgezet in dollars en goud. Niettemin kunnen voorzichtige conclusies worden getrokken over hoe de euro met de erfenis van de nationale Europese valuta's omgaat.

Aandeel in officiële valutareserves

Uit [tabel 1](#) blijkt dat het gebruik van de euro als reservevaluta nog achterblijft bij de dollar. De dominante rol van de dollar is voor de start van de EMU zelfs toegenomen, hoewel dit mogelijk deels het gevolg is van de genoemde omwisseling van ecu's naar dollars. Zoals verwacht was het aandeel van de euro in 1999 lager dan het aandeel van de afzonderlijke nationale reservevaluta's in de eurozone (de Duitse mark, Franse frank enzovoort) in 1998.

Tabel 1. Samenstelling van officiële valutareserves in alle IMF-lidstaten, aandelen van totaal in procenten; jaareinde

	1990	1996	1997	1998	1999
dollar	50,6	60,1	62,1	65,7	66,2
yen	8,0	6,0	5,3	5,3	5,1
pond	3,0	3,4	3,6	3,8	4,0
Zwitserse frank	1,2	0,8	0,7	0,7	0,7
Euro	-	-	-	-	12,5
Duitse mark	16,8	12,8	12,6	12,1	-
Franse frank	2,4	1,7	1,3	1,3	-
Nederlandse gulden	1,1	0,3	0,4	0,3	-
ecu	9,7	5,9	5,0	0,8	-
niet gespecificeerd	7,1	9,0	9,0	9,9	11,6

Bron: IMF (2000)

Een uitsplitsing van de cijfers voor de industrielanden en de ontwikkelingslanden (hier niet gepresenteerd) leert dat het aandeel van de (voorlopers van) de euro in de officiële reserves in de industrielanden is afgenomen, maar in de ontwikkelingslanden juist is toegenomen. De cijfers voor de ontwikkelingslanden zijn interessant, omdat deze niet zijn vertekend door de technische aanpassingen als gevolg van de euro. Daaruit kan voorzichtig worden opgemaakt dat portefeuille-aanpassingen, voorzover deze hebben plaatsgevonden, ten voordele van de euro hebben gewerkt. Het aandeel van de euro is iets hoger dan de voormalige aandelen van mark, frank en gulden tezamen.

Internationale schuldemissies

Bij de internationale schuld-emissies is het vooral interessant te kijken naar de internationale obligatiemarkt ([tabel 2](#) en [tabel 3](#)); geldmarkt-emissies ([tabel 3](#) en [tabel 4](#)) spelen slechts een relatief bescheiden rol. De door de Bank voor Internationale Betalingen (BIB) gehanteerde definitie van 'internationaal schuldbewijs' dekt twee soorten schulduitgiften:

Tabel 2. Netto uitgifte van internationale obligaties, in miljarden dollars en als percentage

	euro		dollar		yen		pond		Zwitserse frank		totaal
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$
'98	219,4	32,7	404,5	60,3	-24,7	-3,7	54,9	8,2	7,0	1,0	670,9
'99	517,4	45,0	544,0	47,3	-8,3	-0,7	79,1	6,9	4,0	0,3	1149,1
'00 1e kw.	118,0	45,7	122,1	47,3	-2,2	-0,9	15,6	6,0	-1,0	-0,4	258,1
'00 2e kw.	100,2	39,4	105,5	41,4	30,8	12,1	16,8	6,6	0,2	0,1	254,6
'00 3e kw.	76,4	31,2	133,0	54,3	7,5	3,1	27,0	11,0	1,6	0,7	245,0

Bron: bib, Quarterly review of international banking and financial market developments, november 2000.

Tabel 3. Uitstaande bedragen van internationale obligaties, in miljarden dollars en als percentage

	euro		dollar		yen		pond		Zwitserse frank		totaal
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$
dec '99	1469,4	28,8	2397,3	47,0	529,1	10,4	393,9	7,7	136,8	2,7	5096,1
juni '00	1617,4	29,4	2624,9	47,8	543,5	9,9	400,6	7,3	134,0	2,4	5488,8
sept '00	1563,8	28,1	2857,9	51,4	537,4	9,7	416,5	7,5	127,1	2,3	5562,5

Tabel 4. Netto-uitgifte van internationale geldmarktinstrumenten, in miljarden dollars en als percentage

	euro		dollar		yen		pond		Zwitserse frank		totaal
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$
'98	2,4	23,8	6,1	60,4	-2,1	-20,8	2,4	23,8	-0,9	-8,9	10,1
'99	53,4	80,4	1,4	2,1	1,1	1,7	8,6	13,0	-2,1	-3,2	66,4
'00 1e kw.	-4,2	-350	0,7	58,3	0,5	41,7	1,6	133	0,9	75	1,2
'00 2e kw.	10,6	43,4	12,8	52,5	1,0	4,1	-	-	-0,6	-2,5	24,4
'00 3e kw.	-0,3	-2,1	14,6	101,4	-1,0	-6,9	0,5	3,5	0,9	6,3	14,4

Bron: BIB, *op. cit.*

» alle uitgiften die luiden in een andere valuta dan die van het land waar de kredietnemer is gevestigd (bijvoorbeeld uitgiften in euro's door ingezetenen van de VS);

» uitgiften in binnenlandse valuta waarbij de beoogde belegger niet in hetzelfde land is gevestigd als de emittent (bijvoorbeeld uitgiften in euro door ingezetenen van het eurogebied waarbij de beoogde beleggers niet-ingezetenen van het eurogebied zijn).

[tabel 2](#) laat zien dat de euro-obligatiemarkt de op één na grootste markt voor internationale obligatie-emissies is, na de dollarmarkt (inmiddels gemeten!). Dit is opmerkelijk, omdat met de start van de EMU een deel van de emissies in EMS-valuta's niet langer onder de definitie van internationale obligatie-emissie viel, waardoor de euromarkt bij zijn geboorte in één keer kunstmatig werd verkleind. Dit effect werd echter meer dan gecompenseerd door het recordbedrag aan euro-emissies in 1999, waarbij de omvang van de dollaremmissies bijna werd geëvenaard ([tabel 3](#)). Worden alle internationale schuld-emissies (obligaties, geldmarktinstrumenten) tezamen genomen, dan was de euro in 1999 zelfs populairder dan de dollar.

Sinds begin 2000 ondergaat de groei van de euro-obligatiemarkt een vertraging, waarbij met name in het derde kwartaal van dit jaar de omvang van de euro-emissies aanzienlijk lager was dan die van de dollaremmissies. Volgens de BIB is dit mogelijk toe te schrijven aan de constant toenemende appreciatieverwachtingen ten aanzien van de euro, waardoor marktpartijen voor hun financiering terugkeerden naar de dollar als emissievaluta. Dit kan tevens een aanwijzing zijn voor de verminderde populariteit van zogenaamde euro-dollar 'carry trades'. Hierbij wordt in de laagrentende valuta (de euro) geleend om daarmee in de hoogrentende valuta (de dollar) te investeren, waarbij tevens wordt geanticipeerd op een appreciatie van de hoogrentende valuta. Carry trades zijn een risicovolle vorm van speculatie, omdat in feite tegen de ongedekte interestpariteit in wordt gespeculeerd: op basis van deze regel impliceert het renteverhaal een toekomstige depreciatie van de hoogrentende valuta. Het is mogelijk dat met het steeds verder depreciëren van de euro het wisselkoersrisico van de euro-dollar carry trades te groot werd.

Definitieverschillen

Behalve de BIB publiceert ook de ECB cijfers over de emissie en uitstaande bedragen van euro-gedemineerde internationale schulduitgiften. De ECB kijkt uitsluitend naar alle uitgiften die luiden in een andere valuta dan die van het land waar de kredietnemer is gevestigd (het eerste deel van de BIB-definitie). Uitgiften in binnenlandse valuta waarbij de beoogde belegger niet in hetzelfde land is gevestigd als de emittent (deel twee van de BIB-definitie) blijven in de ECB-definitie buiten beschouwing. Dit verschil in gehanteerde definities leidt tot interessante conclusies.

In [tabel 6](#) zijn de BIB-cijfers omgerekend naar euro's en naast de ECB-cijfers gezet. De systematisch hogere omvang van de BIB-cijfers suggereert dat een aanzienlijk deel van de internationale euro-uitgiften voor rekening komt van de uitgifte door ingezetenen van het eurogebied waarbij de beoogde beleggers niet-ingezetenen zijn (deel twee van de BIB-definitie). Dit suggereert dat de buitenlandse investeringen in door euro-ingezetenen uitgegeven europapier een sterkere groei hebben doorgemaakt dan de buitenlandse uitgifte van europapier. Dit ondermijnt de theorie dat de depreciatie van de euro in 1999 onder andere werd gevoed door de sterke opkomst van de euro als financieringsvaluta door niet-ingezetenen (die de verkregen euro's vervolgens omruilden naar dollars).

Tabel 6**Tabel 6. Netto internationale schulduitgiften en totale uitstaande bedragen in euro's (in miljarden euro's): enge en brede definitie**

	netto uitgiften		uitstaande bedragen (ultimo's) _c	
	ecb (enge def.) _{b2}	bis (brede def.) _c	ecb (enge def.) _b	bis (brede def.)
1999	179,9	535,5	628,4	1544,9
2000 1e kw.	44,8	115,4	674,9	1673,2
2000 2e kw.	28,3	118,8	703,3	1795,6
2000 3e kw.	17,9	84,1	727,7	1876,7

- a. Totaal van obligaties en geldmarkt-instrumenten.
 b. Enge definitie: uitgiften door niet-ingezetenen.
 c. Brede definitie: 1. uitgiften door niet-ingezetenen; 2. uitgiften door ingezetenen bedoeld voor belegging door niet-ingezetenen.
 Bron: ECB, BIB, eigen berekeningen.

Conclusie

De vooraanstaande positie van de euro is deels een erfenis van de internationale rol die met name de Duitse mark, maar ook de Franse frank en in enige mate de Nederlandse gulden speelden als internationale valuta. Op sommige deelreinen is het gebruik van de euro thans echter groter dan van de som van zijn nationale voorgangers, met name bij de uitgifte van internationale schuldbewijzen. Vergelijkingen tussen voor en na de start van de EMU worden echter bemoeilijkt door technische aanpassingen als gevolg van de systeemwijziging op 1 januari 1999.

Meer internationaal gebruik van de euro bevordert de diepte en liquiditeit van de Europese geld- en kapitaalmarkten, hetgeen de aantrekkelijkheid van deze markten (lagere transactiekosten) vergroot. Europese beleidsmakers kunnen de opwaartse spiraal steunen met initiatieven die de markt-integratie vergroten. Daarmee zou de euro haar huidige goede uitgangpositie nog verder moeten kunnen uitbouwen. Zie ook [tabel 5](#)

Tabel 5

Tabel 5. Uitstaande bedragen van internationale geldmarkt-instrumenten, in miljarden dollars en als percentage

	euro		dollar		yen		pond		Zwitserse frank		totaal
	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	\$	%	
dec. '99	86,4	34,6	112,8	45,2	6,2	2,5	23,9	9,6	6,0	2,4	249,5
juni '00	92,0	33,6	126,3	46,1	7,6	2,8	25,2	9,2	6,3	2,3	273,7
sept '00	89,6	31,4	140,9	49,4	6,5	2,3	25,6	9,0	7,0	2,5	285,5

Bron: BIB, *op. cit.*

1 R. Portes en H. Rey, *The emergence of the euro as an international currency*, mimeo, 1997, en R. Portes, *The role of the euro in the world: past developments and future perspectives*, mimeo, 2000.

2 De internationale rol van de euro, *ECB Maandbericht*, augustus 1999, blz. 33-56.

3 Daarmee blijven enkele belangrijke functies van de euro buiten beschouwing. Zo neemt de euro naar verwachting een tweede plaats in als meest verhandelde valuta op de valutamarkt en neemt de munt ook een tweede plaats in op de markt voor derivaten in buitenlandse valuta's. Ook de rol van de euro in het internationale handelsverkeer (denk aan facturering in de eigen valuta) blijft buiten beschouwing.