

10 jaar Euro: wat zijn de vooruitzichten¹?

*Toespraak Drs. A.G. Romero, Financieel-economisch Directeur Bank van de Nederlandse Antillen gehouden voor de Lions Club Curaçao
28 mei 2009*

1. Het begin van de Euro.

Dit jaar is het 10 jaar sinds de lancering van de Euro als officiële valuta in de Eurolanden. Een juist moment om te evalueren wat de rol van de Euro is geweest, niet alleen in Europa maar voornamelijk in de wereld. Sinds de Tweede Wereldoorlog en de capitulatie van de Nazi-Duitsland, heeft de Amerikaanse dollar een belangrijke rol gespeeld als internationale reserve valuta. In het tijdperk vlak na de oorlog werden bijna alle handel- en kapitaaltransacties in dollars afgewikkeld. Hier lijkt echter verandering in te komen. De komende jaren zijn beslissend voor de rol van de dollar als reserve valuta in de wereld. Dit hangt in belangrijke mate af van wat er met de Euro gaat gebeuren. Zullen de landen die op dit moment de Euro gebruiken (of gaan gebruiken) zich onverbiddelijk houden aan de afspraken en voorwaarden van o.a. de strakke fiscale discipline en het monetaire beleid gericht op een lage inflatie en rente? Als dat het geval is, dan zou de rol van de Euro als reserve valuta verder toe kunnen nemen, dit ten koste van de dollar.

Voor deze presentatie heeft de schrijver voornamelijk gebruik gemaakt van twee boeken die recentelijk zijn verschenen over de rol van de Euro en de dollar. Het eerste boek: “10 jaar Euro; overleeft de Euro de crisis?” van Edin Mujagić vertelt het verhaal van de Euro sinds 1999. In het tweede boek: “Als de dollar valt. Alles over de kredietcrisis” gaat de auteur Willem Middelkoop in op de dollar.

De VS en het Eurogebied zijn wat betreft het inwonersaantal (300 resp. 318 miljoen) en bruto binnenlandse product (BBP) (VS 10.100 miljard Euro en Eurogebied 8.900 miljard Euro) vergelijkbare economieën. Toch kende Europa in tegenstelling tot de VS vóór 1999 geen gemeenschappelijke munt. Elk land had zijn eigen nationale munt en kon dus los van elkaar hun eigen monetaire beleid voeren. Zo had Duitsland de Deutsche Mark, kende Nederland de gulden, had Frankrijk de Franse Franc en Italië de Lire. Een nadeel van het hebben van verschillende valuta's is dat de handel- en kapitaalstromen tussen de verschillende landen van Europa onderhevig waren aan het wisselkoersrisico. Als gevolg van het omwisselen van nationale valuta's waren er extra kosten verbonden aan intra-Europese transacties. Vele Europese leiders vroegen zich vanaf 1970 af hoe ze de wisselkoersonzekerheid en hieraan verbonden kosten konden terugbrengen.

Een gezamenlijke munt in Europa zou de onzekerheden en de extra kosten, die gepaard gaan met het ruilen van de diverse valuta's, wegnemen. De gezamenlijke valuta zou dan wel in alle lidstaten moeten worden geaccepteerd. Tevens zouden tussen de lidstaten afspraken moeten worden gemaakt over fiscale en monetaire discipline.

¹ Dit artikel is geschreven voor een presentatie aan de Lions Club Curaçao op 28 mei 2009. Auteur: Drs.A.G.Romero.

Na twee eerdere pogingen² om te komen tot een monetaire unie in Europa en een gezamenlijke munt zijn enkele landen in 1999 van start gegaan met de implementatie van strikte voorwaarden die moesten gelden als richtsnoer voor deelname aan een nieuwe monetaire unie. De Euro landen (11 landen) van het eerste uur waren: België, Duitsland, Spanje, Frankrijk, Ierland, Italië, Luxemburg, Nederland, Oostenrijk, Portugal en Finland. Deze landen moesten, om deel te nemen aan de monetaire unie, voldoen aan de z.g. Maastricht criteria (zie kader) die in grote lijnen gericht waren op het onder controle houden van de inflatie en de rente enerzijds en de beperkingen ten aanzien van financieringstekorten en schuldopbouw anderzijds. Budgettaire discipline was dus één van de centrale afspraken tussen de EU landen die deelnamen aan het Euro experiment. Na deze landen traden ook Griekenland, Slovenië, Malta en Cyprus tot het Eurostelsel. Dit jaar is ook Slowakije toegetreden waardoor het totale aantal deelnemers anno 2009 staat op 16.

Vooraf de landen die voor de introductie van de nieuwe Europese munt in 1999 pleitten, konden bogen op een sterke valuta en strikte fiscale (budgettaire) discipline. Zo hadden Duitsland en Nederland een lage gemiddelde inflatie en rente weten te combineren met een degelijke budgettaire discipline. Deze landen hebben vanaf het begin geëist dat landen die deel zouden nemen aan de Europese monetaire unie zich moesten richten op een behoudend beleid op macro-economisch gebied.

Kader 1.

Maastricht criteria uit 1992 waar de deelnemende landen aan moesten voldoen voordat ze tot het Euro gebied konden toetreden:

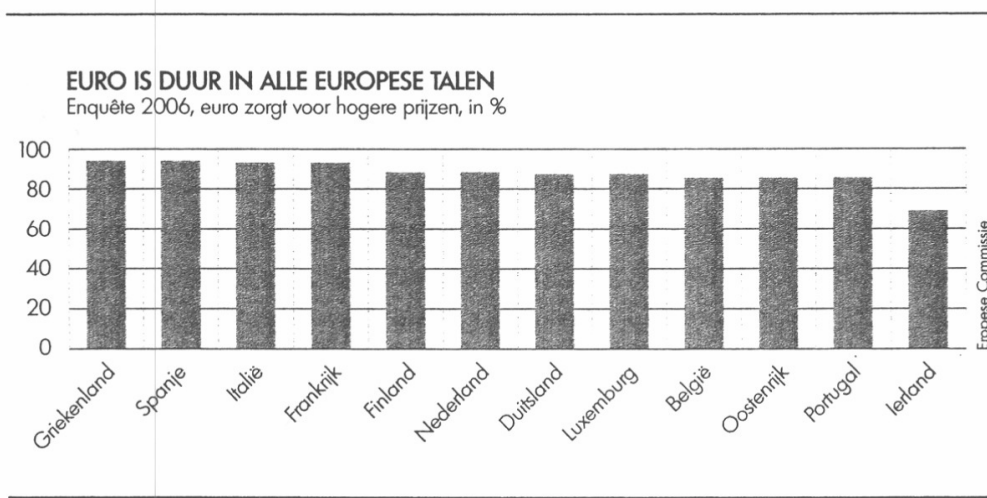
1. inflatie van elk lid mag maximaal 1,5% hoger zijn dan de gemiddelde inflatie van de 3 landen met de laagste inflatiegraad;
2. de lange rente van elk lid mag niet hoger zijn dan 2% van de gemiddelde lange rente van de 3 landen met de laagste inflatiegraad;
3. het begrotingstekort van elke deelnemer mag niet meer zijn dan 3% van het BBP;
4. schuldquote mag niet meer zijn dan 60% van het BBP van het land;
5. de valuta van het deelnemende land mag 2 jaar voor de toetreding tot de unie niet meer dan 15% hebben gefluctueerd ten opzichte van de Euro.
6. de centrale bank dient onafhankelijk te zijn van politieke en bestuurlijke inmenging. Dit is uiteindelijk in de EU grondwet opgenomen om zekerheid te hebben op monetair beleid ten principale is gericht op inflatie bestrijding.

De invoering van de Euro ging in de periode vlak na 1999 gepaard met een daling van de Eurokoers ten opzichte van de dollar tot circa 0.82 dollarcent per Euro in 2000. Hierna won de Euro weer snel in aanzien op de internationale valutamarkten. De laatste weken

² De eerste poging om te geraken tot een monetaire unie was in 1970 toen Commissie Werner de voorwaarden op papier zette om te geraken tot één monetair gebied in Europa. Na de uitbraak van de eerste oliecrisis verdwenen de plannen hiervoor in de la. De tweede poging was in 1978 toen op initiatief van Frankrijk en Duitsland de Europese leiders in Brussel afspraken om te starten met de oprichting van een Europese Monetaire Stelsel. Doel van dit stelsel was om de wisselkoersen tussen Europese landen te stabiliseren en de inflatie te beteugelen. Ook deze tweede poging strandde met het uitbreken van de 2^e oliecrisis in 1979-1980.

noteert de Euro circa 1,35 dollars wat vergeleken met de bodem van 2000 een appreciatie (waardestijging) van 65% betekent. De burgers van de Eurolanden vonden dat door de introductie van de Euro, die de vertrouwde nationale valuta's waaronder de guldens, D-Marken en Franse Francs verving, de goederen en diensten in hun landen sterk in prijzen waren gestegen. Men sprak zelf van de "Teuro" i.c. de dure Euro. Het woord "Teuro" is een combinatie van het Duitse woord teuer (duur) en Euro. In 2006 werd in het Eurogebied een enquête gehouden onder een representatieve deel van de bevolking uit alle 12 deelnemende landen. Het resultaat van dit onderzoek was dat in alle landen, met uitzondering van Ierland, boven de 80% van de bevolking vond dat het dagelijkse leven door de Euro duurder was geworden (zie onderstaand grafiek 1). In Ierland was meer dan 60% van de bevolking overtuigd dat de Euro het leven duurder had gemaakt. Onderzoeken door Centrale banken in Europa hebben uitgewezen dat de invoering van de Euro slechts resulteerde in een stijging van de prijzen met maximaal 0.5% gemiddeld. De prijsstijgingen waren het resultaat van het feit dat winkeliers bij de omzetting van de "nationale valuta" prijzen in Euro's zijn afgeweken van de officiële omwisselkoersen. Het publiek kreeg hierdoor het gevoel dat de marges van winkeliers sterk waren opgeschroefd. Voor sommige goederen en diensten is dit ongetwijfeld het geval geweest.

Grafiek 1. De Euro heeft het leven in het Eurogebied duurder gemaakt.



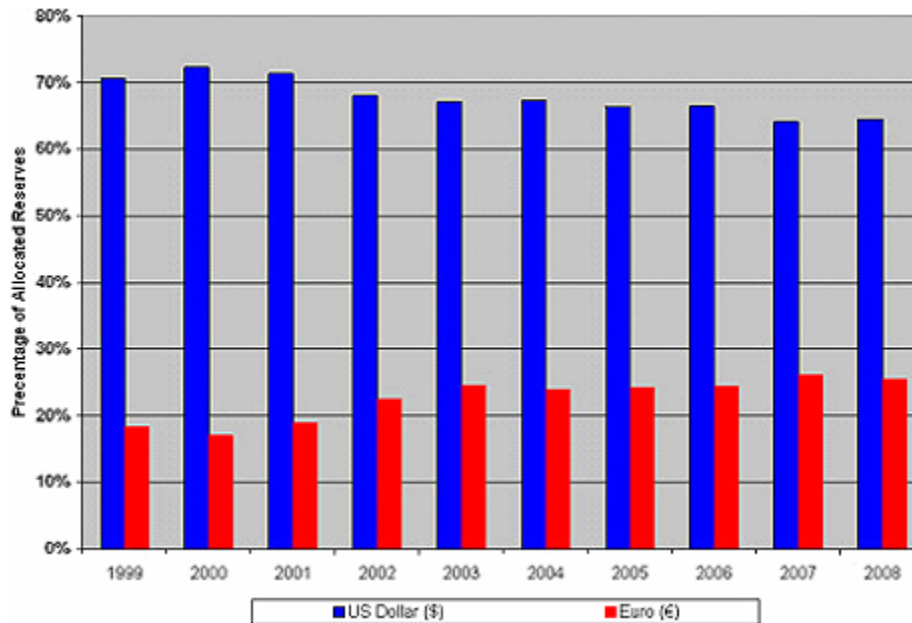
2. De internationale rol van de Euro.

Een veelgestelde vraag is of de Euro als internationale valuta de dollar zal voorbijstreven. In de periode 1999-2008 ziet men steeds meer landen overstappen op de Euro als reserve valuta, omdat men bang is dat de dollar verder in waarde zal afnemen door 1) de immense tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans in de VS, en 2) de structurele tekorten in de begrotingen van dat land. Men spreekt van een 'twin deficit' in de VS, waardoor de dollar op termijn haar huidige positie in de internationale valutamarkten niet meer kan handhaven. De internationale kredietcrisis heeft de situatie in de VS alleen maar verergerd. Zo heeft de rente een historisch minimum bereikt.

Vergeleken met 1999, toen de Euro als officiële valuta van de Eurolanden werd geïntroduceerd, luidde circa 18% van de reserve valuta's van landen in Euro's tegenover

70% in dollars. Per eind 2008 werd de Euro al in 25% van de landen in de wereld gebruikt als reserve valuta. Het aandeel van de dollar daalde in dezelfde periode van 70% naar 63%. (zie onderstaande grafiek 2)

Grafiek2. Het aandeel van de dollar en de Euro als reserve valuta in de wereld.

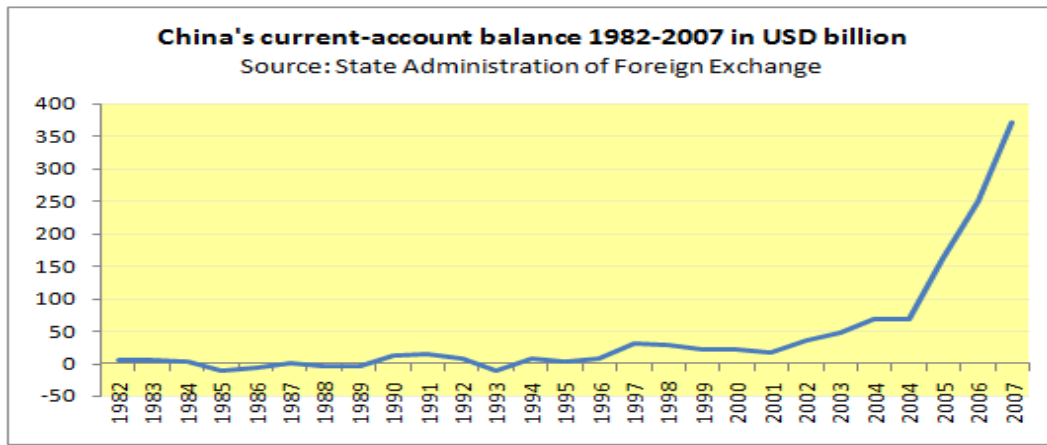


In het boek van 10 jaar Euro doet de auteur E. Mujagić op basis van onderzoeken in Europa een prognose dat de Euro om en nabij het jaar 2015 de dollar zal evenaren als de internationale reserve valuta in de wereld. Dat gaat snel omdat er kennelijk door de VS te weinig pogingen worden ondernomen om de ‘twin deficits’ tegen te gaan. Zo staat tegenover een tekort op de lopende rekening van de VS van 673,5 miljard dollar (2008) een overschot op de lopende rekening van de betalingsbalans van China van 371,8 miljard dollar (2007). (Zie ook grafiek 3). China bouwt dus dollarreserves op als gevolg van de netto exporten naar vooral de VS. Eind 1^e kwartaal 2009 had China al circa 1900 miljard dollars als reserve.

In de VS waren per eind 2007 de totale schulden (van de overheid en de particuliere sector) vijf keer hoger dan het nationaal inkomen. Begin jaren 60 was deze verhouding circa 1 op 1. De VS bouwt dus internationaal gezien gigantische schulden op terwijl andere landen deze internationale schulden aan het financieren zijn door het opkopen van schulden van de Amerikanen. De kredietcrisis heeft de situatie in de VS en elders alleen maar verergerd. Kan een dergelijke trend zich voortzetten zonder dat de dollar als wereldvaluta op termijn in gevaar komt? Wat gebeurt er indien bijvoorbeeld de Arabische landen hun verdiende oliedollars massaal in de markt gaan brengen of bijvoorbeeld de olie niet meer willen prijzen in dollars? Dit zijn doemscenario’s waar economen extreem bang voor zijn omdat dit onherroepelijk zal resulteren in een vrije val van de dollar.

Schuldtitels in dollars worden dan in korte tijd minder waard ten opzichte van beleggingen in Euro's.

Grafiek 3. Lopende rekening overschotten in de betalingsbalans van China (in miljarden \$).



Een theoretisch voorbeeld:

Als een vermogende persoon uit Europa in 1999 één miljoen dollar had uitgezet in de VS dan zou dat kapitaal op dit moment 65% in waarde zijn gedaald even los van het rendement dat kon worden gehaald uit de uitzettingen in de VS. Dit kapitaal zou nu dus slechts circa 350 duizend dollar waard zijn als gevolg van het wisselkoersrisico dollar - Euro!!

Een tweede belangrijk element dat heeft bijgedragen aan de trend die zichtbaar is van meer uitzettingen in Euro's is het volgende. In 1999 werd 50% van obligaties in de internationale kapitaalmarkt in dollars uitgegeven tegen 19% in Euro's. In 2007 is de uitgifte van Euro obligaties toegenomen naar 33% tegen een terugval van de dollar obligaties tot 44%. Men ziet een duidelijke verschuiving van de preferenties van deelnemers in de internationale primaire kapitaalmarkt naar de Euro's.

Een andere bedreiging voor de functie van de dollar is dat Arabische landen al in een heel vergevorderd stadium zijn met de lancering van hun eigen munteenheid. Saoedië Arabië, de Verenigde Arabische Emiraten, Bahrein, Qatar en Kuwait hebben al vergevorderde plannen aangekondigd om in 2010 of iets later te beginnen met een monetaire unie voor de Arabische wereld. Er circuleren zelfs namen van de nieuwe valuta: de "khaleeji" (wat betekent: van de golfstroom). Het symbool voor deze nieuwe munt is inmiddels ook bekend.

In mei 2007 koppelde Kuwait haar valuta -de Dinar- aan een mandje van valuta's. Hiermee eindigde Kuwait een jarenlange directe koppeling met de dollar. Zelfs in New York accepteren verschillende winkeliers (het liefst) betalingen in Euro's in plaats van de dollar.

Dit zijn allemaal tekens dat de dominante rol van de dollar in de internationale valuta- en kapitaalmarkten tanende is. De cruciale vraag blijft of de Euro inderdaad de dollar als internationale reserve valuta gaat overnemen.

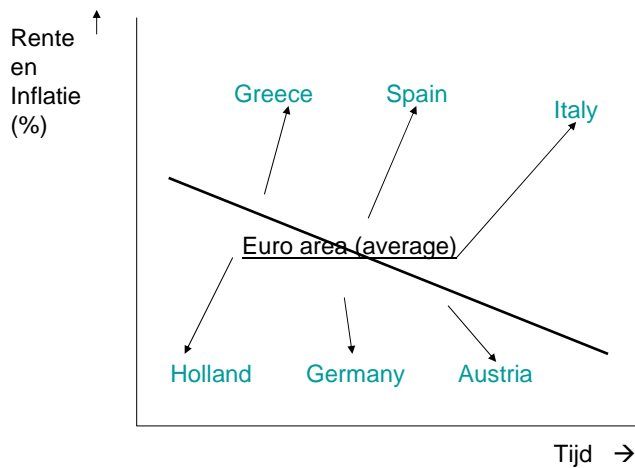
3. Kan het experiment met de Euro als geslaagd worden beschouwd?

Een bevestigend antwoord op deze vraag is niet zo zeker te geven. Eén scenario is dat de Euro een internationale munt van wereldformaat gaat worden. Een belangrijke conditie hierbij is wel dat de fiscale discipline van de zwakke landen in het Eurogebied sterk moet verbeteren de komende jaren. Vooral de deelnemers in het Zuiden van Europa met Italië, Spanje, en Griekenland als zwakke broeders moeten het serieus gaan nemen met hun begrotingsdiscipline. Ook de publieke schulden in deze lidstaten moeten beter in de hand worden gehouden. De introductie van de Euro heeft wel overal in de deelnemende landen geleid tot een daling van de inflatie en rente binnen het Eurogebied in de tijd, maar de laatste jaren ziet men weer het inflatieverschil tussen de zwakke en sterke landen binnen het Eurogebied oplopen. Hierdoor ontstaat een situatie waarbij landen als Italië, Griekenland en Spanje een relatief hoge inflatie hebben en daardoor een te lage reële rente betalen en dus het voordeel hebben van het handhaven van een Euro.

Een andere ontwikkeling die zeker van invloed gaat zijn voor een sterke positie van de Euro is wat er in de VS gaat gebeuren op fiscaal terrein. Een sterke munt kan alleen die positie ambiëren en handhaven indien het land dat deze valuta uitgeeft geen structurele tekorten heeft op de lopende rekening van de betalingsbalans, zoals wij dat de laatste jaren hebben gezien in de VS. Een sterke dollar vereist een conservatief beleid en structurele sterke betalingsbalanspositie. Lukt dit niet dan zal de dollar op termijn verder onder druk komen te staan. De verwachting is dat men dan in de toekomst wel 1,80 dollar zal moeten betalen voor een Euro. Pessimisten voorspellen zelf een koers van 2 dollar per euro. Of die voorspelling uitkomt, blijft een grote vraag.

Onderstaande grafiek 4 beschrijft de huidige situatie waarbij de sterke Eurolanden een inflatie hebben dat lager ligt dan het gemiddelde in de Eurolanden en daardoor in feite een te hoge reële rente betalen vergeleken met een situatie waarbij zij hun eigen munt hebben. Voor de inwoners en bestuurders van deze landen is het extra problematisch om de huidige situatie te handhaven. Klaarblijkelijk liggen zwakke landen niet wakker van een hoge inflatie en trekken hierdoor de rentecurve van de Eurolanden omhoog.

Grafiek 4. De druk op de Euro yield-curve.



Een tweede scenario waar men op anticipeert, is dat de sterke Eurolanden uit de unie gaan treden – als niets binnen de unie verandert. Het argument voor uittreding zal zijn dat het gevaar van het lange termijn handhaven van de begrotingsdiscipline, lage inflatie en rente niet overall even serieus wordt aangepakt. Vooral in Duitsland, Nederland en Oostenrijk is de roep om strengere aanpak duidelijker hoorbaar. Recentelijk is bekend geworden dat een rechterlijke uitspraak uit 1993 bevestigt dat Duitsland de Euro vaarwel kan zeggen indien de andere deelnemers aan de unie zich niet houden aan de afspraken van Maastricht.

Voor ons eigen land zal door de koppeling van de gulden aan de dollar de importen uit de VS minder zwaar te lijden hebben, terwijl onze exporten naar het Eurogebied goedkoop kunnen worden verkocht. Het toerisme zal zeker profiteren van een sterke Euro.