



WHITE
PAPER

DOSSIER DIGITALE EURO – NO. 2

Waar is het fundamentele (politieke) **debat over publiek en privaat?**

Is de retailvariant van de digitale euro het enige en het juiste antwoord op private stablecoins en buitenlandse centrale bankmunten?

Inhoud



Achtergrond

Wat zijn de randvoorwaarden in de financiële sector, dus ook aan digitale munten? 5

Waarom denominatie van een munt het verschil maakt voor monetaire soevereiniteit 6



Scope

Welke benaderingen zijn er voor het behoud van monetaire soevereiniteit en financiële stabiliteit bij private euro-stablecoins? 8



Conclusie

Waar is het debat over de fundamentele keuzes?

10

De digitale euro is er nog niet, maar de kans daarop wordt steeds groter. De Europese Centrale Bank (ECB) doet nu onderzoek naar een Central Bank Digital Currency (CBDC)^[1], ook wel digitale euro genoemd. Een publieke digitale euro (retail CBDC) zou een aanvulling kunnen zijn op de ‘gewone’ – chartale – euro in het dagelijkse gebruik. Ook zou een digitale euro (wholesale-variant) de internationale rol van de euro kunnen versterken.

Nederlandse banken zijn voorstander van vernieuwing en verbetering van de Europese betalingsinfrastructuur. We delen de wens^[2] om de euro een relevante en aantrekkelijke munt te laten blijven. Een digitale euro kan zeker bijdragen aan een sterke internationale rol van de euro, zo betoogde de Nederlandse bankensector eerder in haar position paper (2021).

In dit paper gaan we dieper in op de retail-variant. We werpen een diepere blik op de beleidsdoelen die vaak worden genoemd als motivatie voor het ontwikkelen van een retail-CBDC – de digitale euro in het bijzonder. Een belangrijk beleidsdoel is het niet laten aantasten van de monetaire soevereiniteit van de euro in de Eurozone door:

- privaat uitgegeven digitaal geld (in het bijzonder stablecoins) of
- buitenlands digitaal centrale-bankgeld (CBDC).

We concluderen dat een digitale euro zeker een antwoord kan zijn op deze ontwikkelingen. Maar er zijn ook andere antwoorden mogelijk. Dit vraagt om een fundamentele discussie over de voors en tegens van de diverse antwoorden. Dit is eerst en vooral een politiek vraagstuk.

De digitale euro wordt vaak genoemd als reactie op de opkomst van private stablecoins en buitenlandse centrale-bankmunten. Dit roept allereerst de vraag op welke problemen private stablecoins en buitenlandse centrale-bankmunten eigenlijk opwerpen. Als die problemen helder zijn, is de vervolgvraag onder welke condities een digitale euro gericht op particulier gebruik^[3] het beste antwoord zou zijn. Of dat er ook andere antwoorden mogelijk zijn.

In dit paper bekijken we daartoe eerst welke randvoorwaarden op hoog abstractieniveau gelden voor financiële diensten en spelers, en daarmee ook voor digitale valuta. Die randvoorwaarden zijn monetaire soevereiniteit, financiële stabiliteit en consumentenbescherming. Vervolgens kijken we in hoeverre private stablecoins en buitenlandse centrale-bankmunten een bedreiging kunnen zijn voor deze randvoorwaarden.

.....

1 In dit artikel gebruiken wij de uitdrukking digitale euro voor de ECB-variant van CBDC. Het reguliere girale geld, dat naar zijn aard natuurlijk ook digitaal is, zullen wij aanduiden met de uitdrukking ‘girale euro’. De digitale euro is een verplichting van de centrale bank en onderdeel van de monetaire basis, MO, waar de girale euro een verplichting is van een gewone bank en dus géén onderdeel uitmaakt van de monetaire basis.

2 <https://www.nvb.nl/media/4335/nvb-publieke-digitale-euro.pdf>

3 We beperken ons hier tot CBDC primair gericht op gebruik in het retail-betalingsverkeer. Dit is ook het doel dat de ECB primair voor ogen lijkt te hebben. In ons separate paper ‘Hoe kan de digitale euro de internationale positie van de euro versterken?’ gaan we in op een CBDC primair gericht op wholesale-gebruik.

Als laatste zetten we twee fundamentele benaderingen tegenover elkaar om met name monetaire soevereiniteit te waarborgen. De eerste is een strikte benadering, waarin slechts ruimte is voor een zeer beperkt aantal typen geld. De tweede is een ‘zachtere’ benadering waarin verschillende typen – ook privaat uitgegeven – geld naast elkaar worden geaccepteerd. Zonder een standpunt te willen innemen voor één van deze twee benaderingen, constateren we enkel dat een fundamenteel debat over deze twee benaderingen noodzakelijk is, vóór een digitale euro technisch verder wordt ingevuld. Als Nederlandse banken roepen we op dit debat in de Europese en nationale politiek te voeren, en staan we klaar om er een constructieve bijdrage aan te leveren.

Auteur namens de Expertpool Central Bank Digital Currencies van de Nederlandse Vereniging van Banken (NVB)

Teunis Brosens, Head Economist for Digital Finance & Regulation, ING.

Co-auteurs

Havi Kurda, Joris Dekker (ABN AMRO); Rob Stofberg (ING); Edwin Sanders, Menno Middeldorp, Bart Bierens, Harro Janssen, Wim Boonstra, Wouter van Eijkelenburg (Rabobank); Robert Renskers (Volksbank), Gijs Boudewijn, Marnix Blom (Betaalvereniging), Angela Paparo, Paul van Kempen, Maurits de Nerée tot Babberich (NVB).



Wat zijn de randvoorwaarden in de financiële sector, dus ook aan digitale munten?

De randvoorwaarden die beleid en toezicht stellen in de financiële sector – en dus ook aan digitale munten – laten zich rangschikken onder drie hoofddoelstellingen.

Monetaire soevereiniteit

Het vermogen van overheden (in het bijzonder centrale banken) om met ongehinderd en effectief monetair beleid de ontwikkeling te sturen ^[4] van economie en inflatie. Voorbeeld: de brede adoptie van een buitenlandse munt in een land, vermindert de effectiviteit van rentebeleid op de eigen munt. Het is aldus een aantasting van de monetaire soevereiniteit.

Financiële stabiliteit

Er mag geen twijfel ontstaan over de gezondheid van financiële instituties. Ze dienen opgewassen te zijn tegen crisissituaties. Voorbeeld: voor digitale munten kan dit betekenen eisen en garanties rond de waarde en de inwisselbaarheid. Digitale valuta moeten te allen tijde blijven fungeren als liquide en waardevast betaalmiddel op en tussen digitale markten (waaronder ook platforms en decentrale marktplaatsen). Andersom mag het success van één digitale munt ook geen hindernis, bedreiging of risico vormen vormen voor het bredere financiële stelsel.

Consumentenbescherming

Gebruikers mogen onder andere rekenen op een minimumniveau aan informatievoorziening. Op eerlijke markten en prijzen en op zekere garanties (zoals het depositogarantiestelsel voor bankrekeningen) en dat aanbieders toetsen of producten geschikt voor hen zijn.

In het vervolg van dit paper zoomen we in op monetaire soevereiniteit en (in mindere mate) financiële stabiliteit.

.....
4 Zie [Europees Parlement PE 703.337, p.7 \(2022\)](#).



Waarom denominatie van een munt het verschil maakt voor monetaire soevereiniteit

Denominatie

Een belangrijk kenmerk van een valuta, of het nu een stablecoin is of een centrale-bankmunt, is de denominatie. Een buitenlandse centrale-bankmunt, een stablecoin die in een buitenlandse valuta is gedenomineerd (zoals een dollar-stablecoin), of eentje waarvan de waarde is gebaseerd op een mandje van valuta (zoals het oorspronkelijke Libra-plan van Facebook), is vanuit Eurozone-perspectief een buitenlandse munt. Brede adoptie van zo'n munt als betaalmiddel binnen de Eurozone tast de effectiviteit van het rentebeleid van het Eurosysteem aan, en is derhalve niet wenselijk. Het is begrijpelijk dat beleidsmakers het gebruik van dergelijke munten zeer beperkt willen houden.

Euro-stablecoins

Dit is echter heel anders voor stablecoins die in euro's luiden (we negeren hier het onwaarschijnlijke scenario dat een buitenlandse centrale bank euro-gedenomineerde CBDC zou uitgeven en hiermee de Europese markt zou willen betreden. Dit zou met regulering effectief tegengegaan kunnen worden). Deze tasten, mits goed gereguleerd, in principe de monetaire soevereiniteit van de centrale bank niet aan. Immers, de waarde van de coin is 1-op-1 gekoppeld aan die van de euro. Euro-stablecoins zouden een vorm van euro-geld kunnen zijn naast de bestaande vormen contact geld, banktegoed en elektronisch geld – vanzelfsprekend ingebed in een institutioneel kader.

Andere effecten van stablecoins

Wel hebben stablecoins andere implicaties die aandacht verdienen. Als een stablecoin gedekt worden door liquide activa met laag risico, kan de betreffende stablecoin-uitgever zich ontwikkelen tot een partij die grote partijen van dat soort activa uit de markt opkoopt. Deze activa, vaak staatsobligaties, zijn dan niet meer beschikbaar voor gebruik als bijvoorbeeld onderpand op kredietmarkten of bancaire liquiditeitsreserves, of voor gebruik door bedrijven en financiële instellingen om grote sommen geld risicovrij aan te kunnen houden. Schaarste van deze activa kan ongewenste effecten op de prijs en daarmee de rente hebben, en aldus relevant zijn voor monetair beleid. Effecten op financiële stabiliteit zijn er potentieel ook, als andere partijen noodgedwongen uitwijken naar riskantere activa. Vanuit dit oogpunt ligt het voor de hand dat toezichthouders de omvang van stablecoins die volledig gedekt worden door liquide activa, begrenzen. Het gaat dan om stablecoins die, economisch gezien, lijken op geldmarktfondsen of 'full reserve'-banken. We merken overigens op dat het in de huidige wereld van lage en negatieve rentes moeilijk is om een verdienmodel te zien van een munt gedekt door laag- en negatief renderende activa.

Regulering

Stablecoins gedekt door meer gevarieerde activa vormen een kleiner of in elk geval minder risico voor de beschikbaarheid van liquide assets op financiële markten, maar brengen weer andere risico's met zich mee, zoals die van een bank run of kredietverliezen. Gezien de economische gelijkenissen van dit soort stablecoins met de huidige banken, ligt regulering als bank in dat geval sterk voor de hand. Dit is dan ook de benadering die gekozen is in de 'Markets in Crypto Assets' regulering, die momenteel in Europees verband wordt voorbereid. Ook in de VS wordt met deze gedachte gespeeld. Ongedekte stablecoins (bijvoorbeeld de zogenaamde 'algoritmische' stablecoins) lopen een erg hoog risico om instabiel te blijken, en het ligt voor de hand dat zij een niet meer dan marginale rol toebedeeld krijgen.

We stellen vast dat in de Eurozone een zeer restrictieve behandeling gerechtvaardigd is van munten die niet gedenomineerd zijn in euro's als betaalmiddel (of het nu gaat om privaat uitgegeven stablecoins of buitenlandse centrale-bankmunten). Dit is onder andere de gekozen benadering in de Europese Markets in Crypto Assets Regulation (MiCAR). Voor privaat uitgegeven stablecoins luidend in euro's, is meer ruimte vanuit monetair perspectief. Al introduceert het wel andere risico's en blijft derhalve een duidelijk regelstellend en strikt gehandhaafd kader onontbeerlijk.



Welke benaderingen zijn er voor het behoud van monetaire soevereiniteit en financiële stabiliteit bij private euro-stablecoins?

Er zijn in essentie twee zeer verschillende fundamentele benaderingen om de eenheid van een munt, monetaire soevereiniteit en financiële stabiliteit te behouden.

‘Strikte uniformiteit’ van geld

Een zeer restrictieve behandeling van euro-stablecoins, en tegelijkertijd de ontwikkeling van een CBDC die op alle digitale markten en platformen gebruikt kan worden. Dit is de gekozen richting in China, en vooralsnog ook in de EU. De dominante aanwezigheid van CBDC in deze benadering garandeert monetaire soevereiniteit, maar gaat mogelijk ten koste van marktwerking. Concurrentie, innovatie, en de flexibiliteit en onafhankelijkheid van betaalsystemen kunnen in zo’n opzet in het geding komen (zie [Europees Parlement PE 703.337, p.46 \(2022\)](#)).

‘Zachte uniformiteit’ van geld

Een meer marktgerichte benadering, waarbij euro-stablecoins wel gereguleerd worden, maar wordt toegestaan dat ze met elkaar concurreren – vergelijkbaar met hoe verschillende banken in het bestaande geldstelsel met elkaar concurreren om de gunst van de klant, maar ook concurreren met elektronisch geld (‘e-money’). In deze benadering zijn er dus verschillende vormen van privaat uitgegeven geld mogelijk, onder mogelijk verschillende reguleringsregimes met verschillende gradaties van veiligheid en liquiditeit. Ten opzicht van ‘strikte uniformiteit’ leidt dit tot een complexer veld, met verschillende uitgevers. Dit vraagt van het publiek bewustzijn over deze verschillende aspecten; iets wat maar tot op zekere hoogte realiseerbaar en wenselijk is. Het vraagt daarom ook oplettendheid van beleidsmakers en toezichhouders om het reguleringsraamwerk bij de tijd te houden en af te dwingen, en ongewenste ontwikkelingen bijtijds te signaleren en te stoppen. In deze benadering zou een CBDC naast privaat uitgegeven geld kunnen bestaan, maar dat is niet noodzakelijk voor behoud van monetaire soevereiniteit. In de VS wordt nagedacht over deze benadering.

Bovenstaande twee benaderingen verschillen op fundamenteel niveau van elkaar. Ze reflecteren uiteenlopende opvattingen over de rolverdeling tussen markt en overheid. We merken op dat het bestaande stelsel kenmerken heeft van ‘zachte uniformiteit’: centrale-bankgeld in de vorm van bankbiljetten bestaat naast banktegoeden en elektronisch geld. Meer dan 90% van het geld in omloop is een verplichting van private partijen. Privaat uitgegeven depositoverplichtingen luidend in euro’s, strijden met elkaar om de gunst van de klant. Daarbij wordt vanuit regulering en toezicht een

kader gehandhaafd, waarin eerdergenoemde doelstellingen (monetaire soevereiniteit, financiële stabiliteit, consumentenbescherming) geborgd zijn. Het hieruit voortvloeiende vertrouwen van gebruikers zorgt doorgaans voor een perfecte uitwisselbaarheid tussen de diverse privaat uitgegeven euro-deposito's.

Als er specifieke zorgen rijzen over de concurrentiepositie van uitgevende partijen van stablecoins, of over hun domicilie, dan ligt het voor de hand dat regulering niet aangrijpt op de munt, maar op de uitgevende partij zelf. De reactie is dan niet het overwegen van een CBDC, maar ligt op het terrein van mededingingsbeleid. Specifiek voor bigtech platforms zijn de Digital Markets Act en de Digital Services Act ook van belang.

Verder merken we op dat zachte uniformiteit natuurlijk niet betekent dat stablecoins gevrijwaard blijven van elke regulering. Integendeel – voor de uitwisselbaarheid van verschillende in euro's luidende stablecoins is juist een sterk vertrouwen nodig en daarom stevig toezicht. Net zoals banken zeer streng gereguleerd zijn, zouden ook euro-stablecoins onderhevig moeten zijn aan strenge eisen. Zo kunnen gebruikers vertrouwen op de liquiditeit en waardevastheid ervan. Ook aan de denominatie, kwaliteit en liquiditeit van de activa zullen eisen gesteld moeten worden (net als bij banken), en mogelijk ook over de rentevergoeding (als daar überhaupt sprake van is).



Waar is het debat over de fundamentele keuzes?

Dat met geld en betalingsverkeer publieke belangen gemoeid zijn, staat buiten kijf. Maar publieke belangen impliceren niet dat het noodzakelijkerwijs ook de overheid moet zijn die alles in handen heeft. Private uitvoering kan leiden tot grotere diversiteit, competitie en innovatie. Er zijn talloze voorbeelden van activiteiten met publiek belang die uitgevoerd worden door private partijen, binnen duidelijke kaders geschapen door de overheid. Voorbeelden zijn voedsel- en energievoorziening, de aanleg en onderhoud van fysieke en digitale infrastructuur, en delen van de gezondheidszorg. Private partijen brengen meer diversiteit in het aanbod en hebben een veel sterkere prikkel tot innovatie.

VS en Zweden volop in debat

Dit geldt ook voor de inrichting van het monetaire systeem en het betalingsverkeer. Hoewel de digitale toekomst onmiskenbaar nieuwe uitdagingen oplevert, is het daarom niet op voorhand evident dat CBDC noodzakelijk een hoofdrol moet krijgen om deze uitdagingen het hoofd te bieden. We constateren dat de VS volop in debat is over de mogelijke rol van CBDC, en over wat we hier ‘zachte’ versus ‘harde’ uniformiteit genoemd hebben. De Federal Reserve heeft in [haar consultatie](#) fundamentele vragen opgeworpen. Ook in Zweden is, [op verzoek van de Riksbank](#), een breed onderzoek gaande over de publieke rol in het toekomstige betaal- en monetaire systeem. In de woorden van de Riksbank, ‘[t]his is not a question of a narrow inquiry into an e-krona, but of a broad inquiry in which the question of whether the state shall issue a future e-krona [is] only one component.’ ([Riksbank 2019](#)). Dit onderzoek is in [december 2020 gestart](#) en zou in november dit jaar afgerond moeten worden.

Debat in Eurozone ontbreekt vooralsnog

In de Eurozone ontbreekt dit fundamentele debat vooralsnog. Er lijkt vol ingezet te worden op strikte uniformiteit, met een digitale euro en hooguit een bijrol voor private stablecoins. Deze Europese keuze lijkt op het eerste gezicht vanzelfsprekend, ook in de bredere context van andere beleidsinitiatieven gericht specifiek op bigtech-platforms. Maar eventuele dominantie van platforms moet met concurrentiebeleid worden aangepakt (zoals de recent vastgestelde Digital Markets Act) en niet met valutabeleid. Een fundamenteel debat over de rolverdeling tussen CBDC en private alternatieven is in onze ogen daarom gerechtvaardigd en nodig.

We zijn zeer vertrouwd met een wereld van publiek ingekaderd, maar privaat uitgegeven geld. Natuurlijk kan het geldstelsel fundamenteel anders worden ingericht, met een sterke rol voor publiek uitgegeven centrale-bankgeld, maar dit is dan wel een fundamentele verschuiving. Dat rechtvaardigt een fundamenteel politiek debat – iets dat er op dit moment niet is in de EU. Hoewel de technische onderzoeken naar de digitale euro al lopen, is het niet te laat om dit fundamentele politieke debat te voeren. Als Nederlandse banken roepen we op dit debat in de Europese en nationale politiek te voeren, en staan we klaar om er een constructieve bijdrage aan te leveren.



© Juni 2022

Nederlandse Vereniging van Banken

Gustav Mahlerplein 29-35

1082 MS Amsterdam

www.nvb.nl