



## Een nieuwe balans tussen publiek en privaat geld

De opkomst van nieuwe verschijningsvormen van geld doet een 'oud' economisch debat herleven over de juiste balans tussen publieke en private belangen in het betalingsverkeer. Naar onze mening moeten publiek en privaat geld naast elkaar blijven bestaan: publiek geld zorgt voor vertrouwen, privaat geld voor innovatie. Maar het vinden van een optimale balans is niet eenvoudig, inwisselbaarheid tussen publiek en privaat geld is hierbij een leidend principe.

### KERNVRAGEN

Nieuwe digitale technologieën beïnvloeden niet alleen onze manier van leven en communiceren, maar veranderen ook in rap tempo de manier waarop we zaken doen en betalen voor goederen en diensten. Digitale betalingen met bankdeposito's nemen toe en het gebruik van publiek geld in de vorm van cash neemt af. Nieuwe digitale verschijningsvormen van geld zoals conventionele cryptovaluta ('crypto's') en stabiele munten ('stablecoins') kunnen bestaande geld- en betaalsystemen in de toekomst verstoren. Om publiek geld ook in de toekomst breed toegankelijk te houden, werken veel centrale banken momenteel aan een digitaal alternatief van publiek geld: *Central Bank Digital Currency* (CBDC). Een drietal kernvragen komt onmiddellijk op:

- Welke rol is in de toekomst weggelegd voor algemeen toegankelijk publiek geld als onderdeel van verder digitaliserende geld- en betaalsystemen?
- Welke vormen van geld worden in de toekomst dominant, en welke hooguit een niche product?
- Wat zijn de kansen en risico's van nieuwe digitale vormen van privaat geld, en langs welke lijnen kunnen de risico's – met name van stablecoins – het beste worden gemitigeerd?

### NIEUW EN OUD GELD: LESSEN UIT HET VERLEDEN

De recente – voornamelijk door technologie gedreven – ontwikkelingen doen een 'oud' economisch debat herleven waarin het vinden van een juiste balans tussen publieke en private belangen in het geldwezen centraal staat. Sinds jaar en dag worden de meeste betalingen verricht met behulp van contanten (publiek geld) of commerciële bankdeposito's (privaat geld), maar door de digitalisering beginnen deze bestaande 'geldverhoudingen' meer en meer te schuiven. Een belangrijke les uit het verleden is dat de ongecoördineerde uitgifte van publiek dan wel privaat geld tot financiële disrupties en economische instabiliteit kan leiden.

Geld verliest zijn waarde wanneer mensen geen vertrouwen meer hebben in de koopkracht ervan. In de literatuur wordt in dit verband gesproken over 'no questions asked': geld dient te worden geaccepteerd zonder dat er vragen of twijfels bestaan over de onderliggende waarde. Dit is geen vanzelfsprekendheid omdat de

Dr. W. Bolt (links) is senior econoom bij de divisie Economisch Beleid en Onderzoek van De Nederlandsche Bank (DNB) en werkzaam als hoogleraar Payment Systems bij de School of Business and Economics aan de Vrije Universiteit (VU).

V. Lubbersen MSc (midden) is econoom bij de divisie Betalingsverkeer van DNB.

Dr. P. Wiert is senior econoom bij de divisie Betalingsverkeer van DNB en werkzaam als hoofddocent aan de VU.

Alle overgebleven fouten zijn vanzelfsprekend onze eigen verantwoordelijkheid, en onze standpunten komen niet noodzakelijkerwijs overeen met die van DNB of het Eurosysteem.



uitgifte van geld bol staat van de economische verleidingen: 'overuitgifte' en geldontwaarding verminderen immers de monetaire verplichtingen van de gelduitgever. Een aantal belangrijke 'betaalperiodes' uit het verleden (denk aan het in omloop brengen van ondermaatse munten in de 16<sup>e</sup> eeuw, het uitgeven van nauwelijks gedekte private bankbiljetten in de 18<sup>e</sup> eeuw en het aantrekken van deposito's door dubieuze financiële instellingen in de 19<sup>e</sup> en 20<sup>e</sup> eeuw) illustreert dit fundamentele belangenconflict dat meer dan eens leidde tot financiële instabiliteit ('bank runs') en economische teruggang. De oplossing van deze conflicten vereiste allereerst het vinden van een nieuwe balans tussen publieke en private belangen. Het monopolie verlenen aan centrale banken op het uitgeven van munten en bankbiljetten, het verschaffen van depositogaranties en het reguleren van commerciële banken kunnen in dit licht worden gezien. Hierdoor kon het vertrouwen van gezinnen en bedrijven in het geld- en bankwezen worden hersteld, waarbij de een-op-een inwisselbaarheid tussen publiek en privaat geld een essentiële rol speelde.

Bovengenoemd belangenconflict lijkt momenteel terug op tafel door de snelle opkomst van digitale valuta waaronder conventionele 'ongedekte' cryptovaluta (kort gezegd: een digitale registratie) en stablecoins (een digitale registratie met een link naar andere activa). Gebaseerd op zogenoemde *distributed ledger technology* (DLT) – of vergelijkbare technologie – maken deze digitale valuta elektronische betalingen mogelijk door alternatieve vormgeving van financiële dienstverlening, zoals cryptobeurzen en bedrijven die de transacties valideren. Het risico komt op dat toenemende populariteit en groter gebruik bij een breder publiek – met name van stablecoins – kan leiden tot financiële desintermediatie, machtsconcentratie en verlies van monetaire controle. Bovendien keert het 'run risico' terug als de uitgevers van stablecoins de gebruikers er niet van kunnen overtuigen dat hun inleg te allen tijde in betrouwbare en stabiele handen is.

### NIEUWE BALANS: CBDC EN EFFECTIEVE REGULERING

Publiek geld en privaat geld moeten ook in de toekomst naast elkaar blijven bestaan, 'pure' hoekoplossingen zijn ongewenst. Ofschoon de uitgifte van privaat geld gepaard kan gaan met perverse prikkels en

een gebrek aan coördinatie, kunnen private initiatieven het innovatieve potentieel in het betalingsverkeer versterken. Het vertrouwen in privaat geld moet daarom worden ondersteund door inwisselbaarheid met publiek geld. In die zin draagt publiek geld bij aan vertrouwen en stabiliteit en zorgt privaat geld voor innovatie en efficiency.

Het vinden van deze optimale balans is niet eenvoudig. Dit vereist allereerst een 'technologische update' van publiek geld in de vorm van CBDC en daarnaast ook een effectief reguleringskader voor crypto's en stablecoins. Voor zowel de adoptie van stablecoins en CBDC als betaalmiddel spelen tweezijdige marktstructuren, relatieve prijs- en kostenvoordelen, en netwerk- en schaafeffecten een belangrijke rol. Het samenspel van deze effecten veroorzaakt in de regel een 'winner-takes-most'-dynamiek waarbij slechts een klein aantal betaalinstrumenten naast elkaar gebruikt gaan worden. Hiermee zal bij de ontwerpkeuze van CBDC rekening moeten worden gehouden.

Crypto's en stablecoins kunnen in beginsel bijdragen aan een innovatiever, efficiënter en inclusiever internationaal betalingsverkeer. Maar er zijn ook grote financiële risico's aan verbonden die oplopen naarmate het gebruik ervan toeneemt. Onder de veronderstelling dat het gebruik van contant geld in de toekomst verder afneemt en conventionele (instabiele) crypto's een nicheproduct blijven, hangt veel af van hoe stablecoins zich wereldwijd gaan ontwikkelen. Massale adoptie is niet geheel ondenkbaar, zeker wanneer grote *Bigtech* technologieplatformen zich ermee gaan bemoeien. Een effectief reguleringskader met een palet aan opties zal daarom rekening moeten houden met de mate van adoptie van digitale valuta. Als gebruik en acceptatie relatief beperkt blijft, volstaat een licht reguleringsregime. Echter, bij toenemende adoptie en daarmee oplopende financiële risico's, zou ook de intensiteit en strengheid van de regelgeving daarop afgestemd moeten worden. Belangrijke instrumenten hierbij zijn de vereisten van de activa waarmee de stablecoin wordt gedekt. In het zwaarste geval worden stablecoins verboden en zouden alleen commerciële bankdeposito's als privaat geld gebruikt mogen worden. ■