

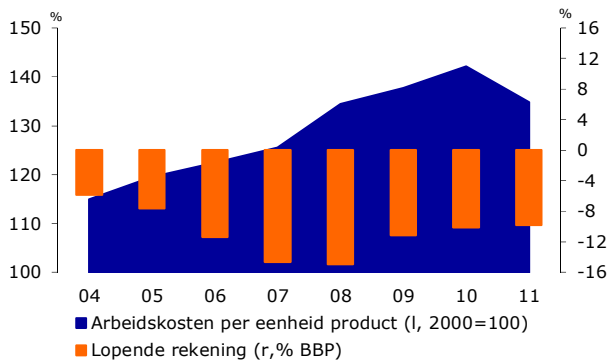
Griekenland en de euro

Argentijnse, Letse en Duitse lessen

De laatste tijd wordt veel gesproken over een mogelijke uittreding van Griekenland uit de eurozone. Volgens voorstanders is uittreding een manier om het Griekse concurrentievermogen te herstellen. Tegenstanders stellen dat dit ook

binnen de eurozone mogelijk is. Aan de hand van ervaringen die zijn opgedaan in Argentinië, Letland en Oost-Duitsland illustreren wij welke opties er zijn. Er zijn geen eenvoudige manieren waarop de Griekse concurrentiepositie kan worden verbeterd. Uittreding leidt tot grote risico's en onzekerheden. Wil het land binnen de eurozone blijven, dan biedt een combinatie van interne devaluatie, een verdere schuldherstructurering en meer politieke integratie het meeste perspectief.

Figuur 1: Concurrentiepositie Griekenland slecht



Bron: EIU

Sinds de invoering van de euro verslechterde de concurrentiepositie van Griekenland sterk en groeide het tekort op de lopende rekening fors. Hiermee samenhangend liepen de Griekse overheidsfinanciën uit de hand. Om de overheidsfinanciën houdbaar te maken en de afhankelijkheid van buitenlands kapitaal te reduceren, is een verbetering van het Griekse (prijs)concurrentievermogen zeer gewenst. Ondanks enige vooruitgang heeft Griekenland op dit vlak echter nog een lange weg te gaan. Hieronder geven wij weer hoe andere landen die met min of meer vergelijkbare problemen kampten, deze hebben opgelost.

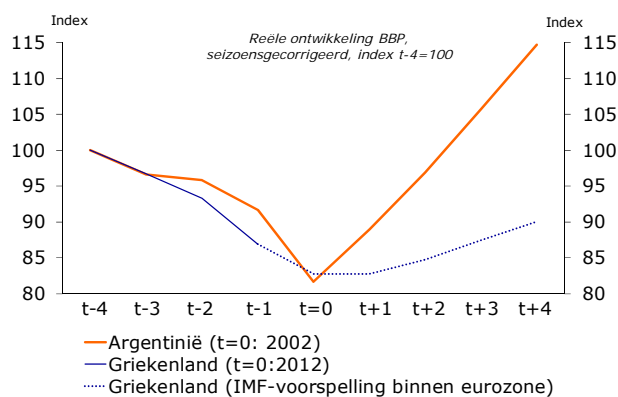
Argentinië: uittreding uit de eurozone

De economische positie van Argentinië in 2001 lijkt sterk op die van Griekenland nu. Door de invoering van de vaste één-op-één koppeling van de peso aan de dollar begin jaren negentig kan Argentinië op dat moment -net als Griekenland sinds de invoering van de euro- geen eigen monetair en wisselkoersbeleid meer voeren. Dit wordt een probleem wanneer de concurrentiepositie eind jaren negentig verslechtert door de sterke depreciatie van de Braziliaanse *real* en de appreciatie van de dollar. Buitenlandse beleggers, die in de voorgaande jaren veel uitleenden aan Argentinië en zo een oplopend tekort op de lopende rekening financierden, raken hun vertrouwen kwijt en de instroom van kapitaal stopt. Argentinië klopt aan bij het IMF en gaat bezuinigen. Wanneer de overheid hard snijdt, leidt dit echter juist tot minder vertrouwen en komt het land in een vicieuze cirkel van bezuinigingen en economische krimp terecht. De rigide arbeidsmarkt beperkt daarbij de mogelijkheid tot nominale loondalingen die Argentinië weer concurrerend zou kunnen maken. Vanaf 1999 krimpt de economie onafgebroken. Eind 2001 loopt de situatie totaal uit de hand en kondigt de overheid het tot dan toe grootste staatsbankroet ooit af. Begin 2002 laat zij de koppeling van de peso aan de dollar los en is de Argentijnse munt al snel minder

Griekenland en de euro

dan een derde van een dollar waard. Veel buitenlandse importproducten worden onbetaalbaar, terwijl de concurrentiepositie van binnenlandse producenten juist verbetert. Nadat de economie in het eerste kwartaal van 2002 nog verder

Figuur 2: BBP-ontwikkeling in Argentinië en Griekenland



Bron: Reuters EcoWin, IMF

krimpt, stabiliseert de economie in de daaropvolgende kwartalen, gevolgd door sterke groei in 2003 en de daaropvolgende jaren (zie figuur 2). In het begin profiteren vooral bedrijven die voor de binnenlandse markt produceren. De werkloosheid daalt gestaag. Het tekort op de lopende rekening slaat om in een fors overschot.

Het Argentijnse succes maakt een Griekse euro-exit wellicht aantrekkelijk. Een uittreding zou de Griekse (prijs)concurrentiepositie in één klap kunnen herstellen. We verwachten echter dat de risico's en de negatieve gevolgen van een uittreding uit de eurozone veel groter zullen zijn dan in Argentinië destijds. Allereerst

ontstaat er namelijk een enorme chaos doordat Griekenland een nieuwe munt moet invoeren. Daarnaast houdt de Griekse overheid, ook nadat zij al haar schulden eenzijdig zou afstempelen, een begrotingstekort. De overheid moet dan dus ofwel nog meer pijnlijke bezuinigingen doorvoeren, of de Griekse centrale bank moet de tekorten monetair financieren, wat onvermijdelijk slecht uitpakt voor het vertrouwen in de nieuwe munt. Daarnaast is de omvang van de financiële sector veel groter dan die in Argentinië destijds, waardoor het lastig en kostbaar wordt deze sector overeind te houden na de voor de sector waarschijnlijk zeer schadelijke uittreding. Ook is het te verwachten dat het toerisme, de voornaamste Griekse exportindustrie, sterker lijdt onder de chaos die gepaard gaat bij een uittreding dan de agrarische sector, de belangrijkste Argentijnse exportsector, destijds in Argentinië. Uittreding is hiermee een grote sprong in het duister.

Letland: interne devaluatie

Ook de ervaringen van Letland van de afgelopen jaren worden regelmatig aangehaald als voorbeeld voor Griekenland. In de jaren voorafgaand aan de Grote Recessie stroomt veel buitenlands kapitaal Letland in. De kredietverlening groeit snel en de prijsconcurrentiepositie verzwakt aanzienlijk, resulterend in een tekort op de lopende rekening van 24%-BBP in 2007. De Letse munt is gekoppeld aan de euro en in tegenstelling tot Argentinië besluit de overheid de koppeling niet te verbreken, mede daar een groot deel van de schuld in euro's is gedomineerd en het land toe wil treden tot de eurozone. In plaats hiervan kiest men voor een beleid van interne devaluatie: door de lonen en prijzen te verlagen, moet het land zijn concurrentiepositie verbeteren.

Griekenland en de euro

De overheid implementeert daarbij een hard bezuinigingsprogramma. Inmiddels is de concurrentiepositie van Letland inderdaad verbeterd. Zo dalen de arbeidskosten per eenheid product tussen 2008 en 2010 met 16,1% en slaat het tekort op de lopende rekening van 16,9% om in een overschot van 2,5%. De verbetering van de lopende rekening is echter wel voor een belangrijk deel het gevolg van de enorme importdaling die plaatsvindt door de sterke krimp van de economie. Het BBP krimpt in 2009 met 17,7%, nadat het al met 3,3% is gedaald in 2008. De werkloosheid stijgt daarbij snel van 7,5% in 2008 tot 18,4% in 2010. Interne devaluatie gaat voor Letland dus gepaard met veel pijn.

Een aantal factoren maakt interne devaluatie in Letland gemakkelijker dan in Griekenland. Zo is de Letse bevolking door de ineenstorting van de Sovjet-Unie en de transitie naar een markteconomie al gewend geraakt aan pijnlijke hervormingen. Ook is de Letse arbeidsmarkt, in tegenstelling tot de Griekse, flexibel en is de economie relatief open, wat een aanpassing door interne devaluatie vergemakkelijkt. Verder is Letland ook in het voordeel doordat het land voor de crisis een snelle stijging van het BBP kende en de staatsschuld laag was. Ook is er een sterke politieke consensus, mede doordat het land de euro wilde invoeren en interne devaluatie daarvoor noodzakelijk leek. Al deze factoren ontbreken of zijn in veel mindere mate aanwezig in Griekenland, wat de kans op succes van het Letse medicijn voor de Griekse economie sterk verkleint.

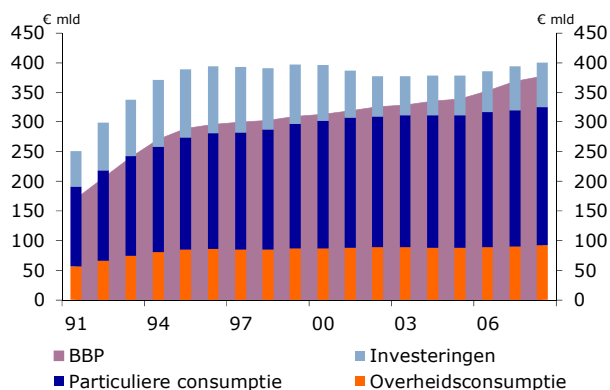
Oost-Duitsland: transferunie en structurele hervormingen

De ervaringen van Oost-Duitsland na de Duitse eenwording vormen een derde inspiratiebron voor Griekenland. Na de eenwording kampt ook Oost-Duitsland met een slechte concurrentiepositie. Hoewel de arbeidsproductiviteit in Oost-Duitsland veel lager is dan die in West-Duitsland, wordt de Ost-Mark bij de eenwording tegen een hoge wisselkoers omgezet in de D-Mark. Hierdoor komen de arbeidskosten per product van het sterk verouderde Oost-Duitse bedrijfsleven ver boven die van het West-Duitse bedrijfsleven te liggen. Interne devaluatie door een daling van de lonen is echter onmogelijk, aangezien vakbonden en politici het loonverschil tussen Oost en West zeer beperkt houden. In plaats van een snelle neerwaartse aanpassing van de lonen worden maatregelen genomen die de productiviteit van de economie moeten vergroten. Zo wordt de economie geherstructureerd en geprivatiseerd en wordt er veel geïnvesteerd in infrastructuur. Verder vindt er een omvangrijke migratie plaats van Oost naar West. In de tussentijd zijn grootschalige transfers van West naar Oost nodig. In 1991 heeft Oost-Duitsland een tekort op de lopende rekening van 47%-BBP (zie figuur 3) en bedragen de overdrachten vanuit het Westen ongeveer 35%-BBP (beide cijfers zijn met inbegrip van Berlijn). Ruim twee decennia later is de concurrentiepositie van Oost-Duitsland sterk verbeterd. Waar de arbeidskosten aanvankelijk veel hoger zijn dan in West-Duitsland, dalen zij sterk en vanaf ongeveer 2000 wordt Oost-Duitsland zelfs goedkoper dan West-Duitsland.

Griekenland en de euro

In de eerste jaren na de eenwording groeit de Oost-Duitse economie snel en vindt er een snelle convergentie plaats van het inkomen per capita. Het convergentietempo daalt echter sterk na 1996. Verder blijft Oost-Duitsland afhankelijk:

Figuur 3: Economie oostelijk deelstaten (in EUR mld)



Bron: Volkswirtschaftliche Gesamtrechnungen der Länder

zo is het tekort op de lopende rekening in 2008 nog steeds 7%-BBP en bedragen de jaarlijkse overdrachten ongeveer 20%-BBP. Volgens schattingen heeft de Duitse eenwording tot nu toe € 1300 tot € 1600 miljard gekost. Doordat de tekorten in Griekenland minder hoog zijn dan in Oost-Duitsland en de omvang van de economie van Griekenland ten opzichte van de rest van de eurozone veel geringer is dan die van Oost-Duitsland ten opzichte van West-Duitsland in 1991, zullen de kosten in het geval van Griekenland relatief minder hoog zijn.

Tegelijkertijd zijn er voor een dergelijk scenario niet alleen grootschalige overdrachten en solidariteit, maar ook heel veel geduld nodig.

Daar de kans groot is dat er een zekere mate van permanente afhankelijkheid ontstaat en de verstrekkers van overdrachten hoe dan ook controle zullen willen uitoefenen op de besteding is daarnaast ook zeer vergaande integratie noodzakelijk.

Conclusie

Eenvoudige manieren om de Griekse prijsconcurrentiepositie te verbeteren zijn er niet. Het Argentijnse scenario van uittreding uit de eurozone zou deze positie weliswaar kunnen verbeteren, maar gaat gepaard met zeer grote risico's en onzekerheden. Een verbetering realiseren binnen de eurozone á la Letland lijkt bijzonder pijnlijk voor de Griekse economie en burgers, wat de kans op succes verkleint. Het politieke draagvlak om het Oost-Duitse voorbeeld van een transferunie te volgen, lijkt afwezig. Het meest haalbaar lijkt een tussenweg in de vorm van een interne devaluatie ('Letland') in combinatie met een verdere herstructurering van de Griekse schuldenlast en verdergaande politieke integratie ('Oost-Duitsland'). Ten slotte hangt het succes van een verbetering van de Griekse concurrentiepositie ook af van het beleid dat andere landen voeren. Zo zouden hogere bestedingen en een iets hoger inflatiecijfer in de Noordelijke eurozonen landen het voor Griekenland gemakkelijker kunnen maken om de relatieve prijzen aan te passen.

Herwin Loman
H.Loman@rn.rabobank.nl