



Rabobank

## Argentijnse lessen voor Griekenland

*In dit Themabericht analyseren we de gevolgen voor de Griekse economie van een euro-exit aan de hand van de –in meerdere opzichten vergelijkbare- manier waarop de Argentijnse overheid in 2002 een eind maakte aan de vaste koppeling van de peso aan de dollar.*

*We concluderen dat een euro-exit voor Griekenland op de meeste terreinen veel grotere gevolgen zal hebben dan het loslaten van de dollar-koppeling had voor Argentinië.*

### De weg van jarenlange pijn

De economische vooruitzichten voor Griekenland binnen de eurozone zijn bijzonder somber. Ondanks de significante begrotingsinspanning sinds de financiële crisis -het overheidstekort daalde van 15,8%-BBP in 2009 naar 9,1%-BBP in 2011– zijn verdere, harde bezuinigingen onvermijdelijk. Ook het tekort op de lopende rekening verbeterde van 14,6%-BBP in 2008 naar 9,8%-BBP in 2011. Aangezien dit tekort nog steeds gigantisch is, blijft een significante verbetering van de (prijs)concurrentiepositie noodzakelijk. De lopende rekening is immers met name verbeterd door forse krimp van de importen en slechts in zeer beperkte mate door exportgroei. Figuur 1 laat zien dat de ontwikkeling van de arbeidskosten per eenheid product in Griekenland sinds 2010 slechts langzaam is verbeterd. Op de korte termijn zullen de vraaguitval vanuit de overheid en de aanpassing van de relatieve kostenniveaus via

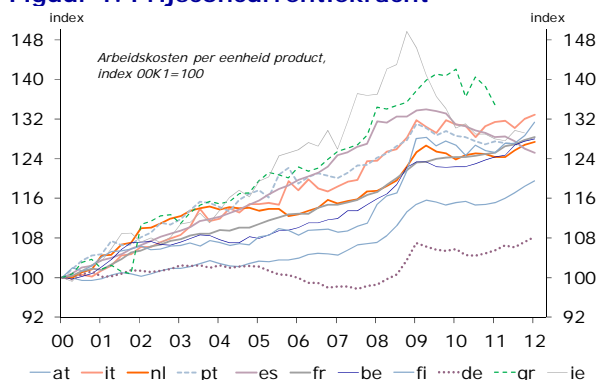
neerwaartse druk op de loonontwikkeling ('interne devaluatie') de economie vooral schade berokkenen. Het IMF verwacht dat de Griekse economie in 2012 voor het vijfde jaar op rij zal krimpen, met bijna 5%. Het IMF voorziet bovendien dat de werkloosheid, die recent hard is opgelopen tot het huidige niveau van 21,9%, nog jarenlang hoog zal blijven.

### Of kiezen voor het Argentijnse alternatief?

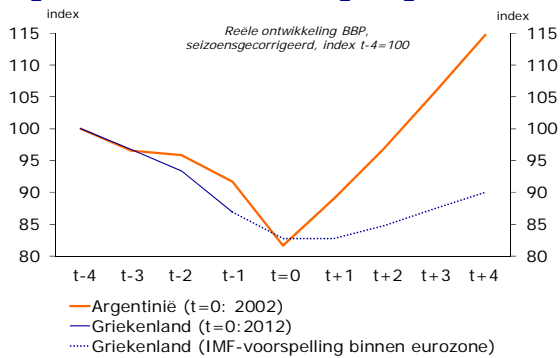
De economische positie van Argentinië in 2001 lijkt sterk op die van Griekenland nu. Door de invoering van de vaste één-op-één koppeling van de peso aan de dollar begin jaren negentig heeft Argentinië dan -net als Griekenland sinds de invoering van de euro- tien jaar lang geen eigen monetair en wisselkoersbeleid meer kunnen voeren. Doordat Argentinië met behulp van de koppeling de hyperinflatie weet te bedwingen en het veel privatiseringen doorvoert, wordt het land in de jaren negentig zeer populair bij beleggers. Dankzij de harde koppeling beschouwt de markt daarbij het wisselkoersrisico als gering en hoeft Argentinië slechts een lage rente te betalen. De importen nemen snel toe en het land wordt, net als Griekenland later, afhankelijk van een voortdurende instroom van buitenlands kapitaal.

Argentinië komt in de problemen als Brazilië, de belangrijkste handelspartner van het land, eind jaren negentig de real laat depreciëren, terwijl de dollar, waaraan de peso is gekoppeld, juist apprecieert. Tegelijkertijd daalt ook de prijs van Argentijnse agrarische exportproducten. De economie belandt in een recessie en de instroom van kapitaal stopt. Door de koppeling kan Argentinië in theorie alleen door een expansief begrotingsbeleid iets aan de crisis doen. De begrotingspositie van de overheid staat dit echter niet toe en om het vertrouwen van beleggers te herwinnen, moet de overheid juist bezuinigen. De bezuinigingen verlopen eerst moeizaam, ook daar het land net als Griekenland- wordt geplaagd door cor-

**Figuur 1: Prijsconcurrentiekracht**



Bron: Reuters EcoWin.

**Figuur 2: BBP-ontwikkeling vergeleken**

Bron: Reuters EcoWin, IMF

ruptie en patronagesystemen. Wanneer de overheid later echter wel hard snijdt, leidt dit juist tot minder vertrouwen en komt het land net als Griekenland in een vicieuze cirkel van bezuinigingen en economische krimp terecht. De rigide arbeidsmarkt hindert daarbij net als in Griekenland de neerwaartse aanpassing van het loonniveau die Argentinië weer concurrerend zou kunnen maken. Vanaf 1999 krimpt de economie onafgebroken. De werkloosheid neemt steeds verder toe.

Eind 2001 loopt de situatie totaal uit de hand. De overheid bevriest bankrekeningen om te voorkomen dat banken omvallen. Dit leidt tot grote politieke en sociale onrust. Nadat het IMF weigert om nieuw geld over te maken, kondigt de Argentijnse overheid eind december het tot dan toe grootste staatsbankroet ooit af. Begin januari 2002 laat zij de één-op-één koppeling van de peso aan de dollar los. De peso valt en is al snel nog maar minder dan een derde van een dollar waard. Argentijnse producten herwinnen aan prijsconcurrentievermogen, maar buitenlandse producten worden voor veel Argentijnen onbetaalbaar. Juist doordat importproducten onbetaalbaar worden, wordt het aantrekkelijker voor de binnenlandse markt te produceren. Nadat de economie in het eerste kwartaal van 2002 nog verder krimpt, stabiliseert de economie zich in de daaropvolgende kwartalen, gevolgd door sterke groei in 2003. Dat jaar en ook in de daaropvolgende jaren groeit de economie zelfs met ruim 8% per jaar (figuur 2). De werkloosheid daalt gestaag. Het lukt Argentinië zo de tekorten op de lopende

rekening van de betalingsbalans en de overheidsbegroting om te doen slaan in overschotten.

### Het Argentijnse voorbeeld als grote sprong in het duister

De Argentijnse casus laat zien dat een wisselkoersaanpassing in combinatie met een herstructurering van de overheidsschuld aanvankelijk pijnlijk is, maar dat dankzij het herwinnen van prijsconcurrentie van binnenlandse producenten op vrij korte termijn de binnenlandse dynamiek juist kan terugkeren. Zo bezien lijkt het dus aantrekkelijk voor Griekenland om het strakke korset van de euro uit te trekken. Het Argentijnse voorbeeld volgen is voor Griekenland echter een grote sprong in het duister. Dit blijkt wanneer een aantal belangrijke gevolgen van een euro-exit op een rij wordt gezet, en daarbij rekening wordt gehouden met een aantal grote verschillen tussen de Griekse situatie anno nu en Argentinië in 2001.

**Invoeren eigen munt:** Hoewel de economie voor een belangrijk deel gedollariseerd was en Argentinië door de harde koppeling geen monetair en wisselkoersbeleid kon voeren, beschikte het land nog wel over een eigen munt. Wel gingen veel provincies, toen hun inkomsten sterk afnamen, hun eigen geld uitgeven. De hierdoor ontstane parallele munten verdwenen pas in de loop van 2003 uit circulatie. Voor Griekenland vereist een exit uit de eurozone de invoering van een eigen munt. Dit kost tijd en leidt waarschijnlijk tot veel chaos en onzekerheid. Allereerst zal de Griekse centrale bank moeten pogen op zeer korte termijn een nieuwe Griekse munteenheid in omloop te brengen, aangezien het ontbreken van een chartaal betaalmiddel economisch zeer ontwrichtend is. Consumenten en bedrijven zullen op hun beurt geneigd zijn om de chartale euro's die zij nog in hun bezit hebben op te sparen in plaats van uit te geven, aangezien deze naar verwachting veel meer waard zullen zijn dan de nieuwe munt. Hierdoor zou geldschaarste op kunnen treden.

Tabel 1. Argentinië - Griekenland

	Arg 2001	Grie 2011
Reële economische groei	-4,4%	-6,9%
Saldo lopende rekening (%-BBP)	-1,4%	-9,8%
Openheid (export & import %-BBP)	22%	51%
Primaire saldo overheid (%-BBP)	0,5%	-2,2%
Overheidsschuld (%-BBP)	54%	165%
Krediet aan private sector (%-BBP)	20%	115%
Binnenlandse deposito's (%-BBP)	22%	83%
Corruptie perceptie-index	57/91	80/182

Bron: Reuters EcoWin, IMF, Transparency International

**Impact op overheidsfinanciën:** In Argentinië zorgde de depreciatie van de peso voor een dramatische toename van de schuld als percentage van het BBP. Op het moment van de ontkoppeling was de overheid echter al gestopt zijn buitenlandse schulden te betalen. Omdat de Argentijnse overheid een primair overschot had, kon zij ondanks de devaluatie haar uitgaven blijven betalen. Doordat de overheid zich na de het bankroet hard opstelde tegenover buitenlandse crediteuren en in toenemende mate marktonvriendelijk en onvoorspelbaar beleid voert, heeft Argentinië echter nog altijd geen goede toegang tot buitenlands kapitaal. Als Griekenland uit de euro stapt, zal het naar verwachting meteen zijn staatsschuld niet meer kunnen terugbetalen. Dit komt doordat de nu al hoge overheidsschuld als percentage van het BBP, net als in Argentinië, hard zal toenemen door de verwachte depreciatie van de munt. Groot probleem daarbij is dat Griekenland nog steeds een primair tekort heeft (tabel 1) dat waarschijnlijk groter wordt bij een aanvankelijke verergering van de crisis door een euro-exit. Zelfs als de overheid alle bestaande schuld niet meer zou terugbetalen, moet het land dus ofwel nog meer pijnlijke bezuinigingen doorvoeren, of de Griekse centrale bank moet de schuld monetair financie-

ren. Dit laatste maakt het echter moeilijk om vertrouwen te creëren in de nieuwe munt en kan bovendien leiden tot een hoge inflatie. Deze zal de positieve effecten van een devaluatie deels teniet doen. Vanwege de herstructurering zal ook Griekenland te maken krijgen met reputatieschade, al leert het voorbeeld van Argentinië dat daarbij veel afhangt van het overheidsbeleid na de wanbetaling<sup>1</sup>.

**Impact op bankwezen:** De Argentijnse bankensector werd hard geraakt door de loskoppeling van de peso en het bankroet van de overheid. Ongeveer 30% van de bezittingen van banken bestond in december 2001 uit uitzettingen aan de overheid. Verder werden de banken getroffen door de asymmetrische manier waarop dollardeposito's en dollarleningen in peso's werden omgezet; terwijl bij deposito's iedere dollar in 1,4 peso werd omgezet, werden leningen 1 tegen 1 omgezet. Dit leidde tot aanzienlijke verliezen voor banken, die de overheid pas later compenseerde. Eind 2002 hief de overheid alle bevrozingen van de bankrekeningen, die al voor de loskoppeling van de peso waren ingevoerd, op.

Ook Griekse banken hebben veel Griekse staatsobligaties op de balans staan en zij worden dus geraakt door het verwachte staatsbankroet. Ook zouden zij in problemen kunnen komen wanneer de overheid schulden en bezittingen op een asymmetrische manier omzet in de nieuwe valuta. Nieuwe kapitaalinjecties zullen daarom nodig zijn, maar de overheid kan alleen financiële steun geven door geld bij te drukken. Vanwege de economische chaos zal de overheid naar verwachting ook bankrekeningen moeten bevroren en kapitaalcontroles moeten instellen.

Een belangrijk nadeel voor Griekenland ten opzichte van Argentinië destijds is dat de financiële sector in Griekenland in relatieve zin veel groter is: afgezet tegen het BBP heeft de

<sup>1</sup> Zie Rabobank Special 11/02 voor meer informatie over reputatieschade na een soevereine wanbetaling. Zie Rabobank Special Report 11/22 over het beleid dat Argentinië voerde na de loskoppeling.

bankensector in Griekenland bijna zes keer zoveel krediet verleend (tabel 1). Daarbij komt nog dat een substantieel deel van de schuld uiteindelijk door de ECB is gefinancierd en dat deze financieringsstroom na een exit waarschijnlijk opdroogt.

**Impact op handelsverkeer:** Na de loskoppeling en depreciatie van de peso vond een enorme contractie van de importen in Argentinië plaats, terwijl de exporten redelijk op peil bleven, mede doordat de belangrijke agrarische exportindustrie relatief weinig schade ondervond van de economische chaos. Door de herbalancering van de economie herwonnen binnenlandse producenten aan prijsconcurrentiekracht en was Argentinië niet meer afhankelijk van een voortdurende instroom van buitenslands kapitaal. Hierbij moet worden opgemerkt dat Argentinië in de jaren na de loskoppeling profiteerde van de enorme toename van de vraag naar soja en andere agrarische producten en van de sterke groei van de Braziliaanse economie.

Met een tekort op de lopende rekening van 9,8%-BBP in 2011 zijn de betalingsbalansproblemen van Griekenland, en daarmee de noodzaak van een verbetering van de concurrentiepositie, op dit moment veel groter dan die van Argentinië in 2001<sup>2</sup>. De Griekse economie is daarbij opener dan de Argentijnse economie destijds (tabel 1), wat de herbalancering gemakkelijker zou moeten maken. Doordat Griekenland veel meer importeert dan Argentinië destijds, is er bijvoorbeeld meer potentieel voor imports substitutie. Op termijn zal de verwachte depreciatie daarbij een sterke impuls kunnen geven aan de belangrijke Griekse toeristenindustrie, zeker omdat een belangrijk deel van het toerisme in Griekenland een homogeen karakter heeft en dus sterk zou kunnen profiteren van de verbeterde prijsconcurrentiepositie. Om de verbetering van de concurrentiepositie op de lange termijn in stand te

houden, is het daarbij wel belangrijk dat de relatieve prijs- en kostenniveaus in Griekenland niet te hard stijgen.

De import-afhankelijkheid van Griekenland is op de korte termijn echter juist een kwetsbaarheid. Doordat het vlak na een euro-exit moeilijk zal zijn om producten te importeren, bestaat de kans dat producenten cruciale toevoer niet kunnen verkrijgen. Ook zal het land wellicht moeilijk aan brandstof en medicijnen kunnen komen. Daarnaast zal de exportsector naar verwachting op de korte termijn zwaar worden getroffen. In Griekenland vormen diensten –voornamelijk toerisme- de meerderheid van de Griekse uitvoerwaarde (58%) en wij verwachten dat juist dit toerisme sterk zal lijden door de chaos rondom een uittreding.

### Conclusie

*Voor Griekenland betekent voortgaan op de huidige weg nog jarenlang economische pijn. Het lijkt daarom aantrekkelijk om het voorbeeld van Argentinië van tien jaar geleden te volgen en uit de euro te stappen. Een uittreding zou de Griekse concurrentiepositie in één klap kunnen herstellen en zo de economie kunnen laten herbalanceren. Wij benadrukken echter dat de risico's en de negatieve gevolgen van een uittreding veel groter zullen zijn dan in Argentinië destijds. Allereerst ontstaat er chaos doordat Griekenland een nieuwe munt moet invoeren. Daarnaast houdt de Griekse overheid, ook nadat zij al haar schulden eenzijdig zou afstempelen, nog een tekort op de overheidsbalans en is de omvang van de Griekse financiële sector veel groter dan die in Argentinië destijds. Hoe een uittreding precies uitpakt, hangt daarbij sterk af van het beleid dat Griekenland zowel tijdens als na het uitstappen voert en de mate waarin het nog hulp van buitenaf krijgt.*

juni 2012

Herwin Loman (030 – 2131105)

H.Loman@rn.rabobank.nl

Michiel Verduijn (030 – 2130522)

M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl

www.rabobank.com/economie

<sup>2</sup> Het tekort op de lopende rekening piekte in Argentinië in 1998 met 4,8%-BBP, in Griekenland was dat in 2008 met 14,8%-BBP.