

Argentijnse lessen voor Griekenland

Herwin Loman en Michiel Verduijn

In dit artikel worden de gevolgen van een euro-exit voor de Griekse economie beschreven aan de hand van de gevolgen die het loslaten van de koppeling van de peso aan de dollar in 2002 had voor Argentinië. Hoewel in Argentinië de peso behouden werd, lijkt deze loskoppeling in veel opzichten op een Griekse euro-exit. We concluderen niettemin 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.

1 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 cyclisch geschoonde overheidstekort daalde van 15%-bbp in 2009 naar 5,4%-bbp in 2011 – zijn verdere, harde bezuinigingen onvermijdelijk. Het tekort op de lopende rekening van de betalingsbalans verbeterde van 14,9%-bbp in 2008 naar 9,8%-bbp in 2011, maar is nog steeds enorm. De afhankelijkheid van (publieke) buitenlandse financiering blijft hierdoor groot. Europa en het IMF hebben afgelopen voorjaar aangegeven verdere financiële steun te verlenen ter waarde van € 130 miljard (IMF 2012). Op termijn is een significante verbetering van de lopende rekening echter noodzakelijk om de afhankelijkheid van buitenlandse financiering te verkleinen. Tot op heden is de lopende rekening met name verbeterd door forse krimp van de importen en slechts in zeer beperkte mate door exportgroei. Tussen 2009 en 2011 groeiden de exporten van goederen en diensten, maar niettemin lagen de totale exporten van goederen en diensten in 2011 nog steeds onder het niveau van 2008. Hoewel recente data suggereren dat de Griekse prijsconcurrentiepositie sinds kort duidelijk begint te verbeteren, is het aanpassingsproces nog lang niet voltooid. Een verbetering van de (prijs)concurrentiepositie is gewenst om het aanpassingsproces via exportgroei en substitutie van importen door binnenlandse producenten te laten verlopen en niet alleen via een pijnlijke verlaging van de binnenlandse bestedingen. Op de korte termijn zullen vraaguitval vanuit de overheid en aanpassing van de relatieve kostenniveaus via neerwaartse druk op de loonontwikkeling ('interne devaluatie') leiden tot verdere krimp van de economie. Volgens het IMF zou de economie op termijn weer moeten gaan groeien door een verbetering van de concurrentiepositie van het Griekse bedrijfsleven. Vooralsnog blijven de perspectieven somber. Het IMF verwacht dat de Griekse economie in 2012 voor

het vijfde jaar op rij zal krimpen, met bijna 6%. Het IMF voorziet bovendien dat de werkloosheid, die recent sterk is opgelopen tot het huidige niveau van ruim 24%, nog jarenlang hoog zal blijven.

De rest van dit artikel is als volgt opgebouwd. Allereerst beschrijven wij de bestaande economische literatuur die ons een beeld kan geven van de gevolgen van een Grieks uittreden uit de eurozone. Vervolgens introduceren wij de economische positie van Argentinië in 2001, die in een aantal opzichten sterk lijkt op de situatie in Griekenland anno nu. Daarna analyseren wij de gevolgen van een Griekse uittreding aan de hand van de verschillen en overeenkomsten tussen Griekenland en Argentinië. We sluiten af met een conclusie.

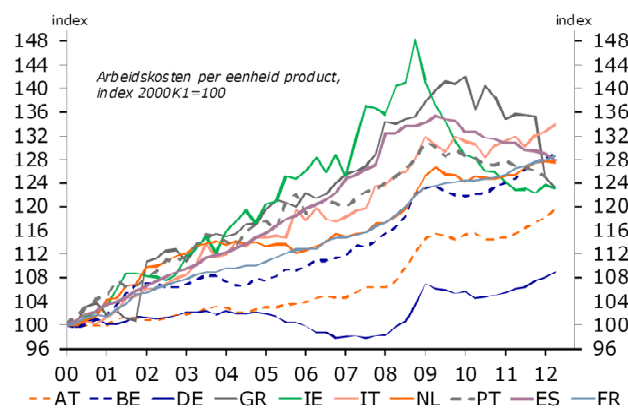
2 Theorie en literatuur

Sinds het ontstaan van de Europese schulden crisis hebben diverse economen en instituten gepleit voor een Griekse uittreding uit de eurozone. Zo stelt *Capital Economics* (2012) aan de hand van het voorbeeld van Argentinië in 2001 dat een uittreding op korte termijn tot grote verliezen leidt, maar dat het in tegenstelling tot het tot nu toe gevoerde beleid wel uitzicht biedt op economisch herstel. Volgens Roubini (2011) is een euro-exit de enige manier waarop de huidige negatieve spiraal doorbroken kan worden. Ook Feldstein (2012) stelt dat een euro-exit voor Griekenland een aantrekkelijke optie kan zijn. Volgens Eichengreen (2010) zijn de procedurele hindernissen voor een uittreding uit de eurozone daarentegen zo groot, dat euro-exit in de praktijk vrijwel onmogelijk is. Wolf (2012) voorspelt een Griekse chaos na uittreding, niet alleen in economisch opzicht, maar mogelijk ook in sociaal opzicht met civiele opstanden en plunderingen. Op basis van bestaand empirisch onderzoek blijkt echter dat de economische gevolgen van een Griekse uittreding uit de eurozone lastig zijn in te schatten.

Uitstappen uit de eurozone is een middel om de concurrentiepositie te herstellen door middel van een depreciatie van de munt. Dit kost echter enige tijd. De Marshall-Lerner voorwaarde stelt namelijk dat een depreciatie pas een gunstig effect heeft op de lopende rekening wanneer de som van de elasticiteit van de import en de export groter dan één is. In de praktijk blijkt volgens Krugman en Obstfeld (2001) dat dit op de korte termijn vaak niet het geval is, maar op de lange termijn is hier meestal wel sprake van. In deze context wordt daarom wel gesproken van een zogenaamde J-curve. Naast de *impact* op de lopende rekening is het belangrijk om te kijken naar het effect van een depreciatie op economische groei. Volgens een studie van de ECB, gebaseerd op een dataset voor 108 opkomende markten en ontwikkelingslanden voor de periode 1960-2006 (Bussiere 2010), is er een positief verband tussen een sterke depreciatie of devaluatie van een munt en economische groei. Het is echter lastig de uitkomsten van dit onderzoek te vertalen naar Griekenland, aangezien een depreciatie in het geval van Griekenland ook het uitstappen uit een muntunie impliceert en dit laatste effect niet wordt meegenomen in deze studie.

Rose (2007) geeft een historisch overzicht van het opbreken van muntunies en concludeert dat weinig uitredingen uit muntunies gepaard gingen met heftige macro-economische gevolgen. Zijn dataset bestaat echter met name uit muntunies die om politieke redenen ophielden te bestaan, zoals opsplitsingen van één land in twee afzonderlijke lidstaten of het afstoten van een kolonie. Ook Bordo en Jonung (1999) kwamen tot de conclusie dat het opbreken van muntunies in het verleden voornamelijk plaats vond op politieke gronden en niet op economische. Bij een politiek opbreken kunnen economische factoren een rol hebben gespeeld, maar dat is niet per definitie het geval. Een Grieks uitreden uit de eurozone zal in eerste instantie juist wel plaatsvinden op economische gronden en is daarom moeilijk te vergelijken met de onderzochte historische voorbeelden. Zo is het aannemelijk dat – vanwege de verwachte forse devaluatie – uitreding uit de eurozone ook tot een overheidsfaillissement leidt. Er is wel veel literatuur over de economische gevolgen van een overheidsfaillissement (Kamalodin 2011). Zo beschrijven Borensztein en Panizza (2008) vier effecten van een overheidsfaillissement; reputatiekosten, *impact* op het handelsverkeer, *impact* vanuit de financiële sector en de politieke gevolgen voor de zittende autoriteiten. Op basis van hun empirisch onderzoek concluderen zij dat de economische effecten van een faillissement zich meestal beperken tot een periode van maximaal twee jaar na het faillissement. Verder zou de keuze tussen een vaste of een flexibele wisselkoers ook de economische uitkomsten kunnen beïnvloeden, al stelt Rose (2011) dat de keuze voor een bepaald wisselkoersregime in de praktijk weinig gevolgen heeft.

Figuur 1 Ontwikkeling internationale arbeidskosten



Bron: Reuters EcoWin.

3 Of kiezen voor het Argentijnse alternatief?

De economische positie van Argentinië in 2001 lijkt in meerdere opzichten sterk op die van Griekenland nu. Door de invoering van de vaste een-op-een 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 niet alleen geen eigen wisselkoersbeleid maar ook geen monetair beleid meer kunnen voeren. Dit volgt uit het Mundell-Fleming trilemma. Dit trilemma stelt immers dat een land slechts twee van de volgende drie beleidselementen kan kiezen: een vaste wisselkoers, monetaire autonomie en vrij kapitaalverkeer. De harde koppeling van de peso aan de dollar in combinatie met vrij kapitaalverkeer zorgde er dus voor dat Argentinië geen monetaire autonomie had. Griekenland, dat dankzij het eurolidmaatschap geen eigen monetair beleid meer kan voeren, zit daardoor in dezelfde positie als Argentinië.

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. Argentinië ontwikkelt zich eind jaren negentig zelfs tot de grootste uitgever van buitenlandse schuld van alle opkomende markten.¹ De importen nemen snel toe en het land wordt, net als Griekenland later, afhankelijk van een voortdurende instroom van buitenlands kapitaal, al is het tekort op de lopende rekening in Argentinië, dat piekt op 4,8%-bbp in 1998, niet zo groot als het tekort op de lopende rekening van Griekenland, dat piekt op 14,9%-bbp in 2008.

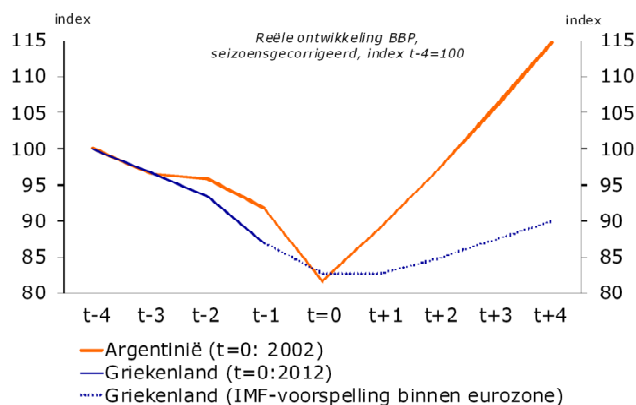
Argentinië komt in de problemen als Brazilië, de belangrijkste handelspartner van het land, tussen 1998 en 1999 de real ten opzichte van de dollar 36% laat depreciëren, terwijl de dollar, waaraan de peso is gekoppeld, juist apprecieert. Tegelijkertijd daalt op de wereldmarkt de prijs van veel agrarische producten. Aangezien een belangrijk deel van de Argentijnse export uit agrarische producten bestaat, heeft dit negatieve gevolgen voor Argentinië. De economie, die in 1997 nog met 8,1% groeide, belandt in 1999 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. Dit wordt waarschijnlijk mede veroorzaakt doordat het land net als Griekenland wordt geplaagd door corruptie en patronagesystemen.² 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. Vanaf 1999 krimpt de economie onafgebroken. De werkloosheid neemt steeds verder toe. Het lukt echter niet of nauwelijks om het loonniveau neerwaarts bij te stellen. Terwijl Argentinië van 1999 tot en met 2001 deflatie kent, blijven de totale arbeidskosten per eenheid product daarom stijgen. Hierdoor lukt het niet om de concurrentiepositie van het Argentijnse bedrijfsleven te verbeteren.

¹ Zie Blustein (2005) voor meer informatie.

² Zie Scherlis (2010) voor meer informatie over patronage en corruptie in Argentinië. Zie *Transparency International* (2012) voor meer informatie over corruptie in Griekenland.

Eind 2001 verslechtert de economische situatie wanneer Argentijnen hun bankrekeningen beginnen leeg te halen. Op één dag wordt dan \$ 1,8 miljard (oftewel 2,7% van alle deposito's) van rekeningen gehaald. De overheid bevriest bankrekeningen om te voorkomen dat banken omvallen. Dit leidt tot grote politieke en sociale onrust. Meer dan de helft van de stedelijke bevolking belandt onder de armoedegrens en niet alleen de armen maar ook de middenklasse gaat massaal demonstreren. Het land wordt bijna onbestuurbaar. 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 een-op-een koppeling van de peso aan de dollar los. Aanvankelijk wordt de peso alleen gedevalueerd naar een wisselkoers van 1,4 peso per dollar maar al snel laat Argentinië de peso vrij zweven. De peso valt en is weldra 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.³ 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 van 22% in 2002 tot 10% in 2006. Tekorten op de lopende rekening van de betalingsbalans en de overheidsbegroting slaan om in overschotten. In 2002 heeft Argentinië zelfs een overschot op de lopende rekening van 8,6%-bbp, gevolgd door een overschot van 6,3%-bbp in 2003. Argentinië profiteert daarnaast ook van de stijging van de prijzen van sojaproducten en enkele andere landbouwproducten, al stijgen deze prijzen, afgezien van een piek in 2004, vooral pas hard na 2005.

³ Volgens Cohen (2011) stimuleerden prijsstijgingen van importproducten de binnenlandse productie van goederen en diensten. Multiplier-effecten ondersteunden het midden- en kleinbedrijf, wat zorgde voor nieuwe banen.

Figuur 2 bbp-ontwikkeling vergeleken tussen Argentinië en Griekenland

Bron: Reuters EcoWin, IMF.

4 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 gedollariiseerd was en Argentinië door de harde koppeling geen monetair en wisselkoersbeleid kon voeren, beschikte het land nog over een eigen munt. Wel gingen veel provincies, toen hun inkomsten sterk afnamen, hun eigen geld uitgeven. De hierdoor ontstane parallelle 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. Om kapitaalvlucht te voorkomen zal de overheid daarbij mogelijk bankrekeningen bevroren en kapitaalcontroles instellen. 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, aange-

zien deze naar verwachting veel meer waard zullen zijn dan de nieuwe munt. Zolang er nog weinig nieuwe munten in omloop zijn zou daardoor de functie van geld als betaalmiddel onder druk kunnen komen te staan, met waarschijnlijk sterke negatieve gevolgen voor de bestedingen.

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 ont koppeling was de overheid echter al gestopt haar 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 voerde, heeft Argentinië echter nog altijd geen goede toegang tot buitenlands kapitaal.

Als Griekenland uit de euro stapt, zal het naar verwachting meteen zijn staats-schuld niet meer kunnen terugbetalen. Dit komt doordat de nu al hoge overheids-schuld als percentage van het bbp, net als in Argentinië, hard zal toenemen door de verwachte depreciatie van de munt. Een 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 financieren. 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 herstructure-ring zal ook Griekenland te maken krijgen met reputatieschade, al leert het voorbeeld van Argentinië dat daarbij veel afhangt van het overheidsbeleid na de wanbeta-ling.⁴ Zoals reeds gemeld beperken volgens empirisch onderzoek de effecten van een faillissement zich meestal tot een periode van maximaal twee jaar na het fail-lissement.

⁴ Zie Rabobank Special 11/02 voor meer informatie over reputatieschade na een soevereine wanbeta-ling. Zie Rabobank Special Report 11/22 over het beleid dat Argentinië voerde na de loskoppeling.

Tabel 1 Argentinië – Griekenland vergeleken

	Argentinië	Griekenland
	%	
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
	index	
Corruptie perceptie-index	57/91	80/182

Bron: Reuters EcoWin, IMF, Transparency International.

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 dollar-deposito's en dollarleningen in peso's werden omgezet; terwijl bij deposito's iedere dollar in 1,4 peso werd omgezet, werden leningen een tegen een omgezet. Dit leidde tot aanzienlijke verliezen voor banken, die de overheid pas later compenseerde. Eind 2002 hief de overheid alle bevriezingen van de bankrekeningen op, die al voor de loskoppeling van de peso waren ingevoerd. 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 en/of herstructureringen van de bankensector zullen daarom nodig zijn, maar de overheid kan alleen financiële steun geven door geld bij te drukken. Zonder kapitaalinjecties en herstructureringen is de kans groot dat het vermogen van de bankensector om nieuwe kredieten te verstrekken sterk wordt gereduceerd, wat waarschijnlijk negatieve gevolgen heeft voor investeringen en economische groei. Vanwege de economische chaos zal de overheid naar verwachting ook bankrekeningen moeten bevriezen 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 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 euro-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 rela-

tief 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 buitenlands 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. Zo namen de exporten van agrarische producten toe van \$ 13,4 miljard in 2002 tot \$ 37,8 miljard in 2010. De exporten naar Brazilië stegen in dezelfde periode van \$ 4,8 miljard naar \$ 14,4 miljard.

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 2001.⁵ De Griekse economie is daarbij opener dan de Argentijnse economie destijds (Tabel 1), wat de herbalancering gemakkelijker zou kunnen maken. Doordat Griekenland veel meer importeert dan Argentinië destijds, is er bijvoorbeeld wellicht meer potentieel voor imports substitutie. Volgens het IMF is de productie van duurzame consumptiegoederen en kapitaalgoederen in Griekenland met 50% gedaald sinds het begin van de crisis.⁶ Dit suggereert dat de productie van dit soort producten weer relatief gemakkelijk op te voeren is. Op termijn zou de verwachte depreciatie daarbij een impuls kunnen geven aan de belangrijke Griekse toeristenindustrie, die in 2011 verantwoordelijk was voor € 10,5 miljard aan inkomsten uit het buitenland.⁷ 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 juist dit toerisme zou sterk kunnen lijden onder de chaos rondom een uit-treding.

5 Conclusie

Voor Griekenland betekent voortgaan op de huidige weg nog veel economische pijn.⁸ Het lijkt daarom aantrekkelijk om het voorbeeld van Argentinië van tien jaar

⁵ Zoals reeds gemeld piekte het tekort op de lopende rekening in Argentinië in 1998 met 4,8%-bbp, in Griekenland was dat in 2008 met 14,9%-bbp..

⁶ IMF, 2012.

⁷ Reuters, 2012.

⁸ In Loman (2012) wordt behandeld hoe Griekenland zich zou kunnen aanpassen binnen de eurozone.

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.

Auteurs

Herwin Loman (e-mail: H.Loman@rn.rabobank.nl) en Michiel Verduijn (e-mail: M.P.Verduijn@rn.rabobank.nl) zijn als econoom werkzaam bij de Rabobank.

Literatuur

- Blustein, P., 2005, And the Money Kept Rolling In (and Out): Wall Street, the IMF, and the Bankrupting of Argentina, maart 2005.
- Bordo, M., en L.Jonung, 1999, The future of EMU: what does the history of monetary unions tell us?, NBER Working Paper Series 7365.
- Borensztein, E., en U. Panizza, 2008, The cost of sovereign default, IMF Working Paper 08/238.
- Bussière, M., S. Saxena en C. Tovar, 2010, Chronicle of currency collapses: re-examining the effects on output, July 2010, *Journal of International Money and Finance*, vol 31(4):680-708.
- Capital Economics, 2012, What are Argentina's lessons for the euro-zone?, 10 april 2012.
- Cohen, M. 2011, Growth and Recovery in a Time of Default: Lessons from the Role of the Urban Sector in Argentina Authors: Date: March 2011 UNU-WIDER Working Paper 2011/10.
- Eichengreen, B., 2010, The Euro: Love it or Leave it? VOXEU article, May 2010, <http://www.voxeu.org/article/eurozone-breakup-would-trigger-mother-all-financial-crisis>, gebaseerd op The Breakup of the Euro Area, Barry Eichengreen, NBER Working Paper 13393, Issued in September 2007.
- Feldstein, M., 2012, The failure of the euro, Foreign Affairs, <http://www.foreignaffairs.com/articles/136752/martin-feldstein/the-failure-of-the-euro>
- Fleming, J.,1962, Domestic financial policies under fixed and floating exchange rates, IMF Staff Papers 9: 369-79.
- IMF, 2012, Greece: Request for Extended Arrangement Under the Extended Fund Facility, IMF Country Report No. 12/57.
- Kamalodin, S., 2011, To default, or not to default?, Rabobank Economic Research Department, Special 11/02.
- Krugman, P., en M. Obstfeld, 2003, International Economics: Theory and Policy, 6th Edition, published by Addison-Wesley.
- Lerner, A.P., 1944, Economics of Control: Principle of Welfare Economics (New York, 1944).
- Loman, H., 2012, Griekenland en de euro, Argentijnse, Letse en Duitse lessen, http://overons.rabobank.com/content/images/EKB092012-Focus_tcm64-167420.pdf
- Mundell, R.A.,1963, Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates, *Canadian Journal of Economic and Political Science*, vol. 29(4): 475-85.
- Reuters, 2012, Greek tourism income may fall 15 percent, <http://www.reuters.com/article/2012/06/06/us-greece-tourism-interview-idUSBRE8550PM20120606>
- Rose, A., 2007, Checking out: exits from currency unions, Monetary Authority of Singapore Staff Paper 44.
- Rose, A.K., 2011, Exchange Rate Regimes in the Modern Era: Fixed, Floating, and Flaky, *Journal of Economic Literature*, vol. 49(3): 652-672.
- Roubini, N. 2012, Greece must exit, 27 mei 2012, Project syndicate <http://www.project-syndicate.org/commentary/greece-must-exit>
- Transparency International, 2012, Greece: corruption and the crisis, <http://blog.transparency.org/2012/06/06/greece-corruption-and-the-crisis/>
- Scherlis, G., 2010, Patronage and Party Organization in Argentina: The Emergence of the Patronage-based Network Party. Unpublished Phd. dissertation, Leiden University.

Wolf, M., 2012, A permanent precedent, *Financial Times*,
<http://www.ft.com/intl/cms/s/0/614df5de-9ffe-11e1-94ba-00144feabdc0.html#axzz20zOQXd6T>