# What risks face the Greeks if they return to the drachma?

By Anne-Laure Delatte (associate researcher of the Forecasting Department)

The debate about whether the Greeks will stay in the euro zone is intensifying. Christine Lagarde, head of the IMF, has lamblasted the Greek government. The German Finance Minister, Wolfgang Schäuble, believes that the euro zone can now deal with a Greek exit, and that the Greeks no longer have a choice. What would be the risks for the Greeks of a return to the drachma? Would this inevitably plunge the country into chaos? Argentina's experience with returning to the peso in 2002 provides some insight.

In Argentina, the peso/dollar parity was set at one peso per dollar by law in 1991. The dollar could be used freely in domestic exchange. The result was that dollars began to be used for everyday transactions, including the denomination of financial assets. In practice, in the 1990s, on average more than 70% of bank deposits and two-thirds of private sector lending were denominated in dollars. These figures peaked in the last quarter of 2001, just before the system was abandoned, when 75% of private deposits and 80% of all loans were denominated in dollars.

The average Argentinean's strong commitment to the dollar was propped up during the 1990s by the promises of all the presidential candidates to continue the system. Moreover, the abandon of the dollar in January 2002 took place in an especially dramatic context, after five presidents in a row had resigned and amidst a period of popular revolt that was felt beyond the country's borders. The peso was devalued by more than 70% against the dollar, and a massive amount of domestic savings fled the country into foreign banks. While

the barter economy remained marginal, the provinces and the central State began to issue their own currency to pay civil servants and government suppliers. According to the country's central bank, in 2002 these parallel currencies accounted for an average of 30% of all bills in circulation.

The context in which Argentina returned to its national currency in 2002 therefore bears some resemblance to the current situation in Greece: widespread political confusion, a serious recession, and above all a national currency with no credibility.

Against all expectations, despite the serious crisis, the social and political disorder and monetary disintegration, which led to predictions that it would take 10 years for Argentina's GDP to return to its pre-crisis level, an economic recovery began to take hold by the second half of 2002. With nominal annual growth of 9% and controlled inflation, Argentina ultimately restored its pre-crisis level by 2004. How did the country manage to leave the dollar with such results?

The default on 90 billion dollars in public debt, followed by a fiscal pact between the provinces and the central State, along with budget controls, led to a recovery in public finances. But the unique feature of Argentina's experience was the monetary reform carried out in January 2002.

The devaluation of the peso rocked the country's financial equilibrium. With 80% of lending contracted in dollars, most consumers and businesses saw the value of their debt virtually quadrupled! After the devaluation, in 2002 the amount of private debt came to 120 billion dollars, whereas the country's GDP was only 106 billion dollars. To avoid bankrupting the entire private sector, the national authorities came up with a rule for the reimbursement of debt.

The logic was that, to avoid bankruptcy, business revenue

should be denominated in the same currency as the debt. Hence on 4 February 2002, the government issued decree 214/02, which imposed the “peso-fication” of the entire economy: all prices and all contracts in the real and financial sectors, all salaries and debts, were converted into pesos at a rate of one peso per dollar, whereas the market rate was almost four pesos per dollar. Contracts in the financial sector were also converted: deposits that did not exceed thirty-thousand dollars were converted at a rate of 1.4 pesos for 1 dollar [1]. How could such a rule be imposed in light of the disastrous wealth effects on creditors?

The conversion at a rate of one for one (or 1.4 for 1) imposed by the authorities resulted in a settlement of conflicts over debt in favour of debtors, and to the detriment of national and foreign creditors. However, the main debtor in the economy is the productive sector, that is, businesses. By offering them a protected way out of the crisis, the new monetary rules neutralized balance sheet effects and permitted the devaluation to have the expansionary impact one would conventionally expect. In effect, trade began to run a surplus and the country’s economy was able to benefit from the booming global economy in the early 2000s. Exports rose from 10% to 25% of GDP, and by 2004 GDP was 2% higher than the average for the 1990s. In short, the government’s monetary rule led to a return to growth and employment, which explains why it won the support of the majority of the population.

In actuality, the Argentines, like the Greeks today, were caught in a trap: with contracts denominated in dollars, the return to the peso, following the devaluation, was leading towards a generalized bankruptcy of the private sector. If the Greeks were to leave the euro right now, the entire country would go bankrupt. If the drachma were devalued by 50%, as certain forecasts currently predict, private debt would double. With revenue denominated in drachmas and debt in euros, businesses and consumers would be incapable of repaying

their lenders. This was the same kind of trap that paralyzed Argentina’s leaders before 2002.

Argentina’s experience thus provides several lessons. First, the main risk for Greece of leaving the euro is that the entire private sector would go bankrupt. Given that the public sector has already restructured 50% of its debt, all else being equal, a return to the drachma would lead to financial conflicts between private creditors and debtors that would paralyze the entire system of payments. Secondly, the State has to play a key role as arbitrator in order to resolve the crisis. In conditions like these, the nature of the rules adopted is not neutral. A number of solutions exist, and these reflect different policy orientations and have different economic consequences. In Argentina, the decision to favour national debtors ran counter to the interests of the holders of capital and foreign investors. Furthermore, contrary to the assertions of Wolfgang Schäuble, the Greek government does have choices. This is the third lesson. The resolution of the Greek crisis is not simply an economic matter, and the options being offered to the Greek people involve political choices. The choice made will have a more favourable result for some economic groups (such as European creditors, Greek employees, holders of capital, etc.).

Depending on the nature of the political order, the State could seek to maintain the existing balance of forces, or, on the contrary, disrupt them. A reform could lead to a rupture, and provide an opportunity to establish a new balance of forces. The option pursued up to now has consisted of spreading the cost of resolving the Greek crisis over creditors, on the one hand, by restructuring the public debt, and over debtors, on the other hand, by means of structural efforts (cuts in wages \and social transfers), along with an increase in the tax burden. In contrast, a withdrawal from the euro zone accompanied by an Argentina-style restructuring of private and public debt would place the burden of the crisis

resolution more on the shoulders of creditors, mainly the rest of Europe. This explains the renewed pressure seen in the discourse of some European creditor countries with respect to Greece, as well as the confusion that typifies the debate in Europe today: in the absence of an optimal solution with a neutral impact, each party is defending its own interests – at the risk of destroying the euro.

[1] Deposits of greater amounts could be either converted under the same conditions or transformed into dollar-denominated Treasury bonds.

---

# Quels sont les risques du retour à la drachme encourus par les Grecs ?

par Anne-Laure Delatte (chercheure associée au département des Etudes)

Le débat sur le maintien ou non de la Grèce dans la zone euro s'intensifie. La directrice du FMI, Christine Lagarde, fustige le gouvernement grec. Le ministre allemand des Finances, Wolfgang Schäuble, estime que la zone euro peut désormais supporter une sortie de la Grèce et maintient que les Grecs n'ont pas le choix. Quels sont les risques pour les Grecs du retour à la drachme ? Cette option conduirait-elle nécessairement le pays au chaos ? Quelques éléments de réponse peuvent être trouvés dans l'expérience argentine du

retour au peso en 2002.

En Argentine, la parité fixe peso/dollar au taux de un peso pour un dollar fut établie par la loi du 1er Avril 1991. Le dollar pouvait être utilisé indifféremment dans les transactions internes. Il en résulta une circulation de dollars dans les transactions courantes et la dénomination des actifs financiers en dollars. Concrètement, en moyenne, dans les années 1990, plus de 70 % des dépôts bancaires et deux tiers des crédits au secteur privé étaient libellés en dollars. Ce montant a culminé au dernier trimestre 2001, la veille de l'abandon du régime, quand 75 % des dépôts privés et 80 % de l'ensemble des crédits étaient libellés en dollars.

Le fort attachement de la population argentine au dollar a été conforté tout au long des années 1990 par la promesse de chaque candidat aux élections présidentielles de maintenir ce régime.  Aussi l'abandon du dollar en janvier 2002 s'est fait dans un contexte politique particulièrement dramatique, marqué par la démission successive de cinq présidents et un désarroi populaire qui a retenti bien au-delà des frontières argentines. Le peso a subi une dévaluation de plus de 70 % par rapport au dollar et l'épargne domestique a fui de façon massive vers des comptes bancaires étrangers. Si le troc est resté marginal, les provinces et l'Etat central ont commencé à émettre leur propre monnaie pour payer les fonctionnaires et leurs fournisseurs. Selon la Banque centrale argentine, ces monnaies parallèles ont représenté 30 % des billets en circulation en moyenne tout au long de 2002.

Ainsi, le contexte dans lequel l'Argentine a rétabli sa monnaie nationale en 2002 était en partie comparable au contexte grec actuel : une forte confusion politique, une grave récession et surtout une monnaie nationale sans réelle crédibilité.

Contre toute attente, malgré l'ampleur de la crise, le désordre social et politique et la fragmentation monétaire qui

laissaient prédire une période de 10 ans pour retrouver le niveau de PIB d'avant la crise, la reprise économique s'est amorcée dès le second semestre 2002. Avec une croissance nominale de 9 % par an et une inflation maîtrisée, l'Argentine a finalement récupéré son niveau d'avant-crise en 2004. Comment l'Argentine est-elle sortie du dollar « par le haut »?

Le défaut sur 90 milliards de dollars de dette publique, suivi d'un pacte fiscal entre les provinces et l'Etat central et de maîtrise des dépenses ont redressé les finances publiques. Mais ce qui fait l'originalité de l'expérience argentine, c'est la réforme monétaire opérée dès janvier 2002.

En effet, la dévaluation du peso bouleversait les équilibres financiers à l'intérieur du pays. Avec 80 % des crédits contractés en dollars, la plupart des ménages et des entreprises ont vu la valeur de leur dette multipliée par près de quatre ! Après la dévaluation, le montant des dettes privées atteignait en 2002 120 milliards de dollars tandis que le PIB argentin ne pesait plus que 106 milliards de dollars. Pour éviter la faillite de l'ensemble du secteur privé, les autorités argentines ont alors imaginé une règle de remboursement des dettes.

En effet, pour éviter la faillite, la logique voulait que les revenus des entreprises soient libellés dans la même monnaie que les dettes. C'est ainsi que le 4 février 2002, par le décret 214/02, le gouvernement a imposé la « pesification » de l'ensemble de l'économie : tous les prix, les contrats dans les secteurs réel et financier, salaires et dettes ont été convertis en pesos au taux de un peso pour un dollar alors que le cours du marché atteignait presque 4 pesos pour un dollar. Les contrats dans le secteur financier ont subi une conversion du même ordre : les dépôts ne dépassant pas trente mille dollars ont été convertis au taux de 1,4 peso pour 1 dollar[1]. Comment une telle règle s'est-elle imposée malgré les effets de richesse désastreux sur les créanciers ?

La conversion au taux de un pour un (ou 1,4 pour 1) imposée par les autorités a opéré un règlement du conflit sur les dettes en faveur des débiteurs au détriment des créanciers nationaux et étrangers. Or le principal agent débiteur dans l'économie est le secteur productif, c'est-à-dire les entreprises. En leur offrant une sortie de crise protégée, les nouvelles règles monétaires ont neutralisé les effets de bilan et permis que la dévaluation retrouve des effets expansionnistes classiques. En effet, la balance commerciale est devenue excédentaire et l'économie argentine a pu alors profiter du contexte mondial florissant du début des années 2000. Les exportations sont passées de 10 à 25 % du PIB et dès 2004, le niveau du PIB était de 2 % supérieur à la moyenne des années 1990. Autrement dit la règle monétaire a permis le retour à la croissance et à l'emploi, ce qui explique qu'une majorité de la population y a adhéré.

En fait, les Argentins, comme les Grecs aujourd'hui, étaient pris au piège : avec des contrats de dettes libellés en dollar, le retour au peso, après dévaluation, entraînait une faillite généralisée du secteur privé. Si les Grecs abandonnaient l'euro aujourd'hui, le pays entier serait en faillite. En effet, si la drachme était dévaluée de 50 %, comme certaines prévisions l'indiquent actuellement, la dette privée serait multipliée par deux. Avec des revenus libellés en drachmes et des dettes en euro, les entreprises et les ménages seraient incapables de rembourser leurs créanciers. C'est bien le même phénomène de piège qui paralysait les autorités argentines avant 2002.

Au total, plusieurs enseignements peuvent être tirés de l'expérience argentine. Premièrement, le principal risque pour la Grèce d'une sortie de l'euro est une faillite généralisée du secteur privé. Après le secteur public qui a déjà restructuré 50 % de sa dette, le retour à la drachme, toutes choses égales par ailleurs, fera émerger des conflits financiers entre créanciers et débiteurs privés qui

paralyseront le système de paiement. Deuxièmement, pour résoudre la crise, l'Etat doit jouer un rôle central d'arbitre. Dans ces conditions, la nature des règles retenue n'est pas neutre. Les solutions sont multiples, exprimant des orientations politiques et ayant des conséquences économiques divergentes.  En Argentine, le choix de favoriser les débiteurs nationaux est allé à l'encontre des intérêts des détenteurs de capital et des investisseurs étrangers. Aussi, contrairement à ce qu'affirme Wolfgang Schäuble, le gouvernement grec a le choix. C'est le troisième enseignement. La résolution de la crise grecque est plus qu'un projet économique et les options qui s'offrent au peuple grec relèvent de choix politiques. Le choix déterminera des conditions plus favorables à certains groupes économiques (comme les créanciers européens, les salariés grecs, les détenteurs de capital, etc.).

Selon la nature de l'ordre politique, l'Etat pourra chercher à conserver la matrice des rapports de force ou au contraire à la bousculer. Une réforme peut en effet entraîner une rupture et être l'occasion d'une définition de nouveaux rapports de force. L'option poursuivie jusqu'ici a consisté à répartir le coût de la résolution de la crise grecque sur les créanciers d'une part, *via* la restructuration de la dette publique, et sur les débiteurs d'autre part, *via* les efforts structurels (réduction des salaires et transferts sociaux) et l'augmentation de la pression fiscale. A contrario, une sortie de la zone euro accompagnée d'une restructuration des dettes privées et publique « façon Argentine » imposerait le coût de la résolution davantage aux créanciers, principalement le reste de l'Europe. Cela explique le regain de tension dans les propos de certains pays européens créanciers à l'égard de la Grèce, ainsi que la confusion qui règne dans le débat européen actuel : en l'absence d'une solution optimale aux effets neutres, chaque partie défend ses propres intérêts au risque d'y laisser la peau de l'euro.

[1] Les dépôts de montants supérieurs étaient au choix convertis dans les mêmes conditions ou transformés en obligations du Trésor libellées en dollars.