



GREECE : ENGLISH AND FRENCH VERSIONS

(English version as of 06/27/2015)

On learning from one's mistakes

- The very rancorous turn in negotiations between Greece, the European institutions and the IMF and the recent announcement of a referendum require (i) some facts to be set straight and (ii) a new direction to be taken.
- The facts are that despite the increasingly common view and the laments of some of the staff and the executive board members, the IMF hasn't made a mistake by participating in the Greek program nor by working alongside the European Union. It had no choice because Greece was a member country requesting financial assistance and because the euro area in late 2010 had become a systemic risk for global financial stability.
- The IMF had also no choice but to do it alongside the EU, as it had already done in Hungary, Romania and Latvia in 2009/2010 with some success and as it will do across the world in the future alongside regional financial safety nets. This is a secular evolution of the international monetary system that is unavoidable even if often overlooked.
- The IMF also didn't make a mistake by extending exceptional access to Greece and by accepting even with regrets to delay a debt reduction on its debt until the summer of 2011. Despite intense lobbying by the IMF, the European firewalls were not in place before that and an earlier crisis would have increased the costs of stabilization for the EU and the IMF as a whole.
- Once decided, the haircut should have certainly been deeper but it could only have been a little faster. This delay has probably helped some banks and debt holders to get off scot-free, this is a regrettable collateral damage, but it has also allowed Europe some time to put Ireland and Portugal under program and thereby reduce the risks that a precipitous PSI could have inflicted on the zone earlier.

- As a result a huge effort has been asked to the Greek people. But this effort is not fruitless: the budget is now close to the primary surplus.
- However, the IMF did make some mistakes and I am ready to take my share of responsibility for them. The IMF misdiagnosed the Greek problem as a typical balance of payment/fiscal crisis, while the incomplete nature (namely on fiscal policy and banking regulation) of the European monetary union was both at the origin of the crisis and should have been an essential element of its resolution. It also underestimated the profound institutional shortcomings of Greece, which would have required a much heavier assistance from the World Bank and more substantial concessional lending and technical support.
 - Indeed, the IMF should have been more forceful in its recommendations to the euro area as a whole to force a more symmetrical (i.e. asking efforts to the Greeks but also to the other countries) and less pro-cyclical adjustment across the monetary union. It should have also leaned against both the continental preference for accelerated fiscal adjustments and the conservatism of its monetary authorities. This could have avoided a second dip recession in 2011 and greatly helped the adjustment in the South as the later work by the IMF's research department on fiscal multipliers would come to show.
 - The IMF should also have been more humble about what structural reforms could achieve in an environment where State institutions were and remain largely deficient. The Independent Evaluation Office of the IMF pointed out later how optimistic were the projections about the effect of supply side reforms on the economic projections.
- The danger now is that we collectively do not learn the lessons from this experience and go on bringing us into conflict. Indeed, we seem to be repeating the mistakes and this is why **I believe that we need to think different, we need a change in the logic, we need a radically new direction to reframe the negotiations with Greece.**
- My proposal is the following: Greece should get no more new financing from the EU or the IMF but it should get a generous maturity extension and significant nominal debt reduction from the official sector (OSI). Insisting on a frontloaded fiscal adjustment in the current economic environment is both economically and politically irresponsible. Providing more assistance to simply repay existing official creditors is simply inane.
- The Eurogroup had committed in November 2012 to take the necessary steps to ensure Greece's debt sustainability. Now is the time to deliver on this constructively ambiguous promise. The IMF should do the same and ensure that all the repayments due in the coming two years are effectively rolled over or refinanced by the remaining funds left in the program. I do know the institutional problems raised by this proposal but they have to be overcome.
- This would free Greece from any of its obligations to the official sector in the coming two years but it would still be faced with a hard budget constraint. Having no access to markets and receiving no new financing from the EU or the IMF it will have to

balance its budget alone. The Greeks will need to make tough fiscal choices but they would make them on their own. To achieve this, the Government would have to start collecting taxes and confronting the oligarchy, the vested interests and the deep State that are sapping its formidable potential. In this endeavor it could rely on the assistance of the World Bank, the EBRD, the OECD and the European Commission but in a radically new context of constructive cooperation rather than antagonistic conditionality.

- If this proves successful, Greece should then become eligible for gradual nominal debt write downs conditional on milestones and institutional reforms along the lines of the highly indebted poor country initiative, which the IMF has undertaken in a number of developing countries.
- Only the 10bn earmarked for banking sector recapitalization should be returned to Greece to allow the ECB to extend more ELA in the case of further deposit attrition.
- This is not guaranteed to work. It may still fail if the Greek authorities are too timid or too captured to change but it is worth trying because the alternatives are worse. Forcing the Greek government to cave in would set a tragic precedent for European democracy and could set in motion an uncontrollable chain reaction. And on the other hand, prolonging the current failed program, extend economic hardship beyond reason and prolong the agony and the divisive tensions between debtors and creditors would be disastrous.
- These are mistakes that Europe has experienced too many times in its history to repeat them. Speaking like this, I want to urge my friends and former colleagues not to continue on a way that seems to me to be a deadlock.

(Version française du 27/06/2015)

Apprendre de ses erreurs

- Le tour très aigre que prennent les négociations entre la Grèce, l'UE et le FMI, comme le referendum qui vient d'être annoncé, imposent (i) de rappeler quelques réalités et (ii) de prendre une nouvelle direction.
- La réalité c'est qu'en dépit d'une idée qui tend à se répandre et des lamentations de quelques fonctionnaires du FMI ou de quelques membres de son Conseil d'Administration, c'est à bon droit que le Fonds a participé au programme grec et qu'il l'a fait aux cotés de l'Union Européenne. Le FMI n'avait d'ailleurs pas d'autre choix puisque la Grèce était un Etat membre qui souhaitait bénéficier d'une assistance financière et parce que fin 2010 la Zone Euro devenait un risque systémique pour la stabilité financière mondiale.
- Le FMI n'avait aussi pas d'autre choix que de le faire avec l'Union Européenne, comme il venait de le faire en 2009/2010 avec un certain succès en Hongrie, en Roumanie et en Lettonie et comme il devra continuer à le faire partout dans le monde en participant à la mise en place de filets de sécurité régionaux. Il s'agit là d'une évolution historique du système monétaire international qui est inévitable en raison de la montée en puissance des groupements régionaux mais qui est souvent sous-estimée.
- Le FMI ne s'est pas trompé non plus en accordant à la Grèce un accès exceptionnel à ses ressources et en acceptant, même à regret, de retarder la réduction de sa dette jusqu'à l'été 2011. Malgré les très fortes pressions du FMI, les pare-feux européens n'étaient pas encore en place à cette époque et une crise dans ces conditions aurait été très couteuse pour l'Union comme pour le FMI.
- Dès lors qu'elle a été décidée, la restructuration de la dette aurait certainement dû être plus massive mais n'aurait pu être qu'à peine plus rapide. Ce retard a sans doute permis à quelques banques et créanciers de s'en sortir à bon compte et c'est un dommage collatéral regrettable, mais ce délai a aussi permis à l'Europe de mettre en place les programmes irlandais et portugais et, par là même, de réduire les risques de contagion qu'une restructuration plus précipitée de la dette privée (Private Sector Involvement) aurait pu entraîner.
- La conséquence de tout cela est qu'un énorme effort a été demandé au peuple grec. Il n'est toutefois pas sans résultat : le budget est maintenant proche de l'équilibre primaire.
- Quoiqu'il en soit, le FMI a fait des erreurs et je suis prêt à prendre ma part de responsabilité. Le diagnostic du FMI selon lequel nous rencontrons un problème classique de crise budgétaire et de balance des paiements a négligé le fait que la nature inachevée (notamment sur le plan de la politique budgétaire et de la régulation bancaire) de l'union monétaire européenne était à l'origine de tout le

problème et aurait dû être un élément essentiel de sa solution. Le FMI a aussi sous-estimé la profondeur des faiblesses institutionnelles de la Grèce qui imposaient à la fois une assistance beaucoup plus grande de la Banque Mondiale, une assistance technique plus importante et des prêts plus concessionnels.

- Le FMI aurait dû être beaucoup plus pressant dans ses recommandations faites à la Zone Euro pour conduire à un ajustement plus symétrique (c-a-d un ajustement demandant des efforts aux Grecs mais aussi aux autres pays) et moins pro-cyclique dans toute la zone. Il aurait dû aussi s'élever plus encore qu'il ne l'a fait pour combattre à la fois la préférence européenne pour des ajustements budgétaires sévères ainsi que le conservatisme des autorités monétaires. Cela aurait pu éviter le second plongeon de 2011 et aurait beaucoup contribué à aider les pays du Sud comme l'ont montré les travaux ultérieurs faits par le département de recherche du FMI sur les multiplicateurs budgétaires.
 - Le FMI aurait aussi dû être plus humble sur les résultats à attendre des réformes structurelles dans un environnement où les institutions publiques étaient et demeurent largement défailtantes. L'Office d'Evaluation Indépendant au sein du Fonds a d'ailleurs montré comment les projections sur l'effet des réformes étaient optimistes.
- Le danger vient maintenant de ce que nous soyons collectivement incapables de tirer les leçons de notre expérience et que nous continuions à nous dresser les uns contre les autres. En réalité, tout donne à penser que nous nous complaisons à répéter les mêmes erreurs et c'est pourquoi **je crois que nous avons besoin de penser différemment, de changer de logique et de prendre une direction radicalement différente dans les négociations avec la Grèce.**
 - Ma proposition est que la Grèce ne reçoive plus aucun financement nouveau de la part de l'UE comme du FMI mais qu'elle bénéficie d'une très large extension de la maturité et même d'une réduction nominale massive de sa dette à l'égard des institutions publiques (Official Sector Involvement). Insister sur un ajustement budgétaire préalable dans l'environnement économique actuel est irresponsable à la fois économiquement et politiquement. Fournir plus d'aide pour seulement rembourser les créanciers publics existant est tout simplement inepte.
 - L'Eurogroup s'est engagé en novembre 2012 à prendre les mesures nécessaires pour garantir la soutenabilité de la dette grecque. C'est le moment de tenir cette promesse constructive mais ambiguë. Le FMI doit faire de même et s'assurer que tous les remboursements prévus pour les deux années à venir sont effectivement repoussés ou refinancés par les ressources qui restent disponibles dans le programme. Je n'ignore rien des difficultés institutionnelles que cela implique mais il faut les surmonter.
 - Cela libérera la Grèce de toutes ses obligations envers le secteur officiel (institutions publiques) pour les deux prochaines années, et cela laissera le pays devant une contrainte budgétaire difficile puisque qu'il ne pourra pas emprunter sur les marchés, ne recevra plus de ressources de l'UE ou du FMI et devra donc équilibrer

son budget tout seul. Pour y parvenir, les Grecs devront faire des choix budgétaires difficiles mais ils les feront eux-mêmes, de leur propre chef. Pour ce faire, le Gouvernement devra commencer par percevoir des impôts et se battre contre l'oligarchie, les intérêts privés et la lourdeur de l'appareil d'Etat qui sapent son formidable potentiel. Dans cette entreprise, il doit pouvoir compter sur l'assistance de la Banque Mondiale, de la BERD, de l'OCDE et de la Commission européenne mais dans un contexte radicalement nouveau qui sera celui de la coopération constructive au lieu d'être celui d'une conditionnalité antagonisante.

- Si cela fonctionne, la Grèce deviendra éligible à des effacements progressifs de sa dette conditionnés par les différentes étapes et réformes institutionnelles de l'initiative PPTE (Pays Pauvres Très Endettés) que le FMI a déjà mise en œuvre dans de nombreux pays en développement.
- Seules la dizaine de milliards prévus pour la recapitalisation du système bancaire devraient être versés afin de permettre à la BCE de poursuivre l'ELA (Emergency Liquidity Assistance) et de stabiliser le système financier.
- Il n'est pas sûr que cela marche. Cela peut échouer si les autorités grecques sont insuffisamment courageuses ou insuffisamment indépendantes pour faire les choix nécessaires mais cela vaut la peine d'essayer parce que toutes les autres alternatives sont pires. Forcer le Gouvernement grec à céder créerait un précédent tragique pour la démocratie européenne et pourrait mettre en marche une réaction en chaîne incontrôlable. Et, d'un autre côté, poursuivre le programme actuel qui a échoué, étendre la dureté économique au delà de toute raison et prolonger l'agonie et les tensions entre les prêteurs et les emprunteurs serait désastreux.
- Telles sont les erreurs que l'Europe a commises trop de fois dans son histoire pour les répéter encore. Parlant ainsi, je veux conjurer mes amis et anciens collègues de ne pas perdurer dans une voie qui me paraît être une impasse.