

Salomon Fiedler, Stefan Kooths

Griechenland – zwischen Insolvenz und Schuldenerlass

Der griechische Staat hat von seinen europäischen Partnern ein drittes Hilfspaket erhalten. Neben der Frage, ob der griechischen Regierung die Umsetzung der dabei vereinbarten Reformen zugetraut werden kann, gilt die weiterhin hohe Staatsverschuldung als größte Hypothek für die ökonomische Entwicklung des Landes. Die Verschuldungsfrage ist politisch brisant, weil die griechischen Staatsschulden als Folge der Rettungspolitik der vergangenen fünf Jahre fast ausschließlich von den öffentlichen Haushalten der europäischen Partnerländer und nicht mehr von privaten Anlegern gehalten bzw. verbürgt werden.

Jede Form eines Schuldenerlasses stellt im Falle Griechenlands einen Transfer öffentlicher Mittel zwischen den beteiligten Ländern dar. Dieser kann entweder in Form eines Schuldenschnitts oder durch Konditionenanpassung (geringere Verzinsung und längere Laufzeit) erfolgen. Beide Varianten sind bereits zum Tragen gekommen. Da sich der griechische Staat derzeit nicht zu Marktkonditionen tragfähig finanzieren kann, ist er faktisch insolvent. Von Schuldentragfähigkeit kann derzeit überhaupt nur gesprochen werden, weil die Kreditkonditionen der öffentlichen Gläubiger in den letzten Jahren immer wieder zugunsten Griechenlands angepasst wurden. In dem Maße, wie die von den europäischen Partnern gewährten Konditionen günstiger sind als die Marktkonditionen, profitiert das Land bereits jetzt von einem massiven Schuldenerlass.

Angesichts der gleichwohl weiter steigenden Staatsschuldenlast in Relation zum Bruttoinlandsprodukt (BIP), die nicht zuletzt eine Folge des dortigen Regierungshandelns im letzten Halbjahr ist, wird derzeit über weitere Schuldenerleichterungen diskutiert. Im Vordergrund stehen dabei vor allem weitere Konditionenvergünstigungen, weil diese – so die Lesart des Bundesministeriums der Finanzen – anders als ein offener Schuldenschnitt nicht gegen europäisches Recht verstießen.¹ Damit stellt sich erneut die Frage, welche Spielräume hierfür noch bestehen und welche fiskalischen Wirkungen damit verbunden wären. Angesichts der großen Bedeutung des Bankensektors sowohl für die Gesundung der griechischen Volkswirtschaft als auch aufgrund des hohen Anteils, den

die zur Rekapitalisierung des griechischen Bankensektors vorgesehenen Mittel im jüngsten Hilfsprogramm ausmachen, steht dieser Bereich unter besonderer Beobachtung. Schließlich ist bei allen Überlegungen zum Umgang mit den griechischen Staatsschulden das Junktim zwischen Schuldenerlass und Reformpolitik mitzudenken.

Das dritte Hilfsprogramm

Die öffentlichen europäischen Gläubiger haben ein drittes Hilfsprogramm für Griechenland in Höhe von bis zu 86 Mrd. Euro aufgelegt. Die Gelder sollen in mehreren Tranchen bis spätestens 2018 ausgezahlt werden. 54,1 Mrd. Euro dienen der Rückzahlung bestehender Kredite und 25 Mrd. Euro sollen für die Rekapitalisierung des griechischen Bankensystems verwendet werden. Weitere 7 Mrd. Euro stehen zur Begleichung von Zahlungsrückständen zur Verfügung, während für den Aufbau von Reserven 7,6 Mrd. Euro vorgesehen sind. Dem stehen erwartete Privatisierungserlöse von 6,2 Mrd. Euro verteilt über die nächsten drei Jahre gegenüber. Sollten diese nicht erzielt werden, so würde der Finanzierungsbedarf entsprechend steigen.

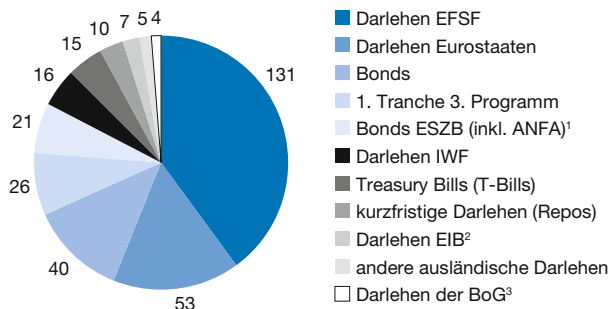
Salomon Fiedler, M. A., ist Experte für Geld, Finanzmärkte und Preisentwicklung im Prognosezentrum des Instituts für Weltwirtschaft (IfW) in Kiel.

Prof. Dr. Stefan Kooths leitet das IfW-Prognosezentrum und ist Professor für Volkswirtschaftslehre an der Business and Information Technology School (BiTS) in Berlin.

¹ Diese juristische Sichtweise kann hier nicht beurteilt werden. In der ökonomischen Wirkung unterscheiden sich die beiden Varianten des Schuldenerlasses nicht. Insofern wäre es überraschend, wenn aus der Nicht-Beistandsklausel des Maastricht-Vertrages zwar das Verbot eines Schuldenerlasses, nicht aber die Erleichterung des Schuldendienstes eines anderen Mitgliedslandes folgte.

Abbildung 1
Schulden nach Gläubigern des griechischen Staates

in Mrd. Euro



¹ ANFA = Agreement on Net Financial Assets. ² EIB = Europäische Investitionsbank. ³ BoG = Bank of Greece.

Quellen: Public Debt Management Agency (PDMA); Wall Street Journal; eigene Berechnungen.

Die erste Tranche von 26 Mrd. Euro umfasst drei Komponenten: 10 Mrd. Euro wurden gesondert für den noch zu ermittelnden Bedarf im griechischen Bankensektor zurückgelegt und 13 Mrd. Euro wurden direkt an Griechenland ausgezahlt, um kurzfristige Kreditverpflichtungen zu begleichen (vor allem gegenüber der EZB und dem Überbrückungskredit des Europäischen Finanzstabilisierungsmechanismus (EFSM)). Der Rest (3 Mrd. Euro) sind darauf konditioniert, dass bestimmte Meilensteine des Reformübereinkommens im September und Oktober erreicht werden. Im Herbst dieses Jahres ist eine erste Evaluation des Programms vorgesehen. Dabei soll spätestens bis Mitte November insbesondere über die Freigabe der restlichen 15 Mrd. Euro für die Rekapitalisierung der griechischen Banken entschieden werden.

Die Finanzierung des Programms läuft zunächst über den ESM, wobei weiterhin eine Beteiligung des Internationalen Währungsfonds (IWF) angestrebt wird. Die maximale durchschnittliche Laufzeit der vom Europäischen Stabilitätsmechanismus (ESM) zu gewährenden Kredite beträgt 32,5 Jahre. Die genauen Konditionen sind zwar Verschlussache, es ist aber davon auszugehen, dass die verlangten Zinsen äußerst niedrig sein und nur die laufenden Kosten des ESM decken dürften. Bei einer eventuellen späteren Beteiligung des IWF könnten die Konditionen für dessen Anteil etwas unvorteilhafter für Griechenland ausfallen.

Die Gläubiger des griechischen Staates

Nach Beschluss der ersten Tranche des dritten Hilfspakets ist der griechische Staat mit etwa 328 Mrd. Euro verschuldet. Dies entspricht 184% in Relation zum BIP von 2014. Im Zuge des dritten Hilfsprogramms stehen weitere Kredite in Höhe von ca. 60 Mrd. Euro bereit. Diese wer-

Tabelle 1
Deutscher Anteil der Schulden nach Gläubigern des griechischen Staates

in %

	Bilaterale Kredite	EFSF	ESM	IWF	Euro-system	Durchschnitt
Deutscher Anteil ¹	28,7	29,1	27,0	6,1	25,6	27,0

¹ Rettungsschirmanteile sind Mindestwerte vor Greifen der Übersicherung bei Ausfall weiterer Garantiegeber.

Quellen: Bundesministerium der Finanzen; Internationaler Währungsfonds; Europäische Zentralbank.

den aber nur zu gut einem Drittel auf den Schuldenstand durchschlagen, da 38 Mrd. Euro davon zur Ablösung bestehender Schulden eingeplant sind.

Der größte Teil der griechischen Staatsschulden wird von öffentlichen Stellen im übrigen Euroraum gehalten (vgl. Abbildung 1). Die Europäische Finanzstabilisierungsfazilität (EFSF) hat 131 Mrd. Euro gewährt, während die Eurostaaten bilaterale Kredite in Höhe von 53 Mrd. Euro bereitstellten. Auf den ESM entfallen bislang 26 Mrd. Euro aus der ersten Tranche des dritten Programms, sein Anteil dürfte bis 2018 auf bis zu 86 Mrd. Euro steigen. Derzeit sind auch noch der IWF und das Eurosystem substantiell beteiligt. Die Höhe der zukünftigen Beteiligung dieser Institutionen ist aber ungewiss: der IWF will im Herbst darüber entscheiden, ob er sich am dritten Hilfsprogramm beteiligt oder sein Engagement in Griechenland auslaufen lässt, und die EZB steht vor der Frage, ob sie griechische Anleihen wieder für notenbankfähig erklärt, was auch Käufe im Zuge ihres aktuellen erweiterten Anleihekaufprogramms möglich machen würde. Der deutsche Anteil an den öffentlichen Krediten beträgt 27% (vgl. Tabelle 1).

Die gewichtete Restlaufzeit der griechischen Kredite ist sehr lang: vor dem dritten Hilfsprogramm betrug sie nach Angaben der griechischen Schuldenagentur PDMA bereits 15,7 Jahre.² Auch die durchschnittlichen Zinsen von 2,7% (Stand: 2014) sind vergleichsweise niedrig. Beide Werte dürften durch die Umschuldung auf ESM-Kredite noch einmal merklich zugunsten Griechenlands verändert werden. Zum Vergleich: bei einem Bruttostaatsschuldenstand von 169% des BIP (Stand: Februar 2015) wird Griechenland 2015 erwartungswise 4,1% seines BIP für Nettozinszahlungen aufwenden müssen. Demgegenüber stehen Zinsanteile von 4% für Italien bei einer Verschuldung von 135% und 2,8% für Spanien bei einer Verschul-

² Vgl. <http://www.pdma.gr/index.php/en/public-debt-strategy/public-debt/historical-characteristics/weighted-average-cost-maturity-of-annual-funding>.

dung von 98%. Demzufolge zahlen Italien und Spanien derzeit Zinssätze, die 18% und 22% über den griechischen liegen.

Diskontrate, Schuldenlast und -erleichterungen

Künftige Zahlungsströme können nur über eine Barwertbetrachtung (Gegenwartswert) vergleichbar gemacht werden. Hierzu ist eine entsprechende Diskontrate anzusetzen. Sie ist Ausdruck der Zeitpräferenz und der Opportunitätskosten des Entscheidungsträgers. Die Weltbank verwendet für ihre Projekte einen Satz von 5% (dort angewendet auf den Darlehenswert in US-Dollar), der auch hier für die Standardmodellrechnungen herangezogen werden soll.

Allerdings wären auch andere Setzungen denkbar. Die Untergrenze stellt die langfristig zu erwartende Inflationsrate dar, die im Euroraum jährlich bei etwa 2% liegen soll. Dies würde allerdings unterstellen, dass sich die Geldgeber die Mittel kostenfrei (zum Realzins von Null) am Markt beschaffen können, dass sie keine auch nur marginal nützlichen Alternativprojekte finden und dass keinerlei Ausfallrisiko besteht. Letzteres ist im Falle Griechenlands wohl kaum erfüllt, soll aber hier außer Acht bleiben, um das politische Kalkül von Regierungen der Eurozone abzubilden, die darauf setzen, die Rückzahlung der Kredite durch Konditionalitäten bei den Hilfsprogrammen sicherzustellen. Die zweite Bedingung erscheint ebenfalls fragwürdig: typischerweise bestehen in jeder Regierung lange Listen über Ausgabenprogramme und Steuersenkungen. Zur Ermittlung der niedrigsten Diskontrate wird zunächst aber davon ausgegangen, dass keine hinreichend attraktiven Alternativprojekte vorliegen. Die erste Bedingung ist in der längerfristigen historischen Betrachtung nicht haltbar: seit 1991 lagen die zehnjährigen Finanzierungskosten der 19 Staaten des Euroraums im Mittel bei 3,13% bei einer durchschnittlichen Inflationsrate von 2,15%.³

Auf der anderen Seite können langfristige Kapitalmarkterträge zur Bezifferung der Opportunitätskosten herangezogen werden. Zhuang et al. errechnen aus langfristigen US-Unternehmensanleihen höchster Bonität für den Zeitraum von 1947 bis 2005 eine reale Vorsteuerverzinsung von 7,29%.⁴ Legt man breiter aufgestellte Aktienindizes zugrunde, so ergäben sich noch deutlich höhere Sätze. Diese Diskontraten wären aus gesamtwirtschaftlicher Sicht einschlägig, wenn die Regierungen die Hilfsmittel

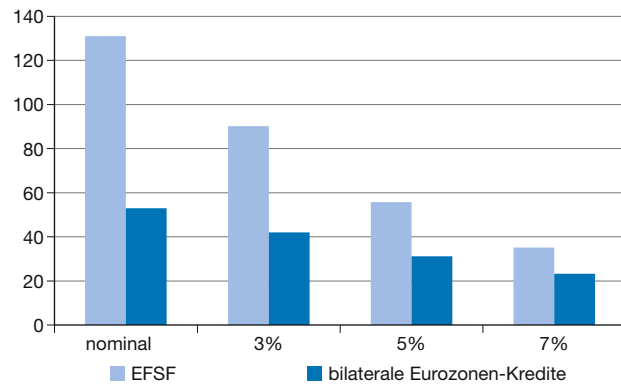
3 Inflationsrate: geometrisches Mittel der Veränderung des harmonisierten Verbraucherpreisindex im Euroraum (variable Zusammensetzung).

4 Vgl. J. Zhuang, Z. Liang, T. Lin, F. De Guzman: Theory and Practice in the Choice of Social Discount Rate for Cost-benefit Analysis: A Survey, ERD Working Paper, Nr. 94, 2007.

Abbildung 2

Gegenwartswert¹ der größten Schuldenpositionen

in Mrd. Euro



¹ Barwert der Verbindlichkeiten bei verschiedenen Diskontraten.

Quelle: eigene Berechnungen.

aus Steuermitteln aufbringen würden,⁵ weil sie dann im selben Umfang der Verfügung des privaten Sektors entzogen würden, der diese dann nicht mehr zum Kapitalstockaufbau verwenden kann.

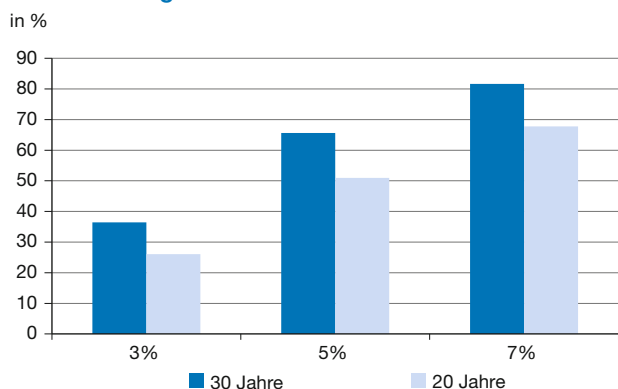
Die von staatlichen Stellen angewandten Diskontraten variieren stark von Land zu Land und im Zeitablauf. Deutschland setzte ab 2004 eine vergleichsweise niedrige reale Rate von 3% an (nominal: 5%), während zum Beispiel Kanada 10% verwendet.⁶ Im Folgenden wird eine Diskontrate von 5% als Referenz herangezogen. Illustrativ werden dazu noch die Ergebnisse für einen niedrigeren und einen höheren Satz von 3% und 7% betrachtet.

Die Tragfähigkeit der griechischen Schuldenlast wird kontrovers diskutiert. Insbesondere der IWF drängt auf einen Forderungsverzicht der europäischen Gläubiger, bevor er sich an weiteren Hilfen beteiligt. Hierbei ist indes zu beachten, dass die hohen Summen, die nominal in die griechische Gesamtschuld einfließen, teilweise erst bis 2054 zurückzuzahlen sind. Dies bedeutet, dass die beiden größten Positionen – Kredite der EFSF in Höhe von nominal 131 Mrd. und bilaterale Eurozonenkredite von 53 Mrd. Euro – auch durch die bereits durchgeführten Erleichterungen bei Zinsen und Laufzeiten deutlich niedrigere Gegenwartswerte aufweisen, was den Spielraum für zusätzliche Kreditnachlässe durch Konditionenanpassung einschränkt. Die Zinsen für die bilateralen Kredite ergeben sich aus einem Aufschlag auf den dreimonatigen Euribor und liegen derzeit bei etwa 0,5%, während sich

5 Vgl. den Vorschlag von Clemens Fuest zur Finanzierung des deutschen Anteils am dritten Hilfspaket, den Solidaritätsbeitrag für drei Jahre auf 8% heraufzusetzen: <http://www.faz.net/aktuell/wirtschaft/eurokrise/griechenland/steuern-in-deutschland-wegen-griechenland-erhoehen-13704731.html>.

6 Vgl. J. Zhuang, Z. Liang, T. Lin, F. De Guzman, a.a.O.

Abbildung 3
Abschreibungsbedarf¹



¹ Bei Zahlungsaufschub von 20 bzw. 30 Jahren, und Diskontrate von 3%, 5%, 7%.

Quelle: eigene Berechnungen.

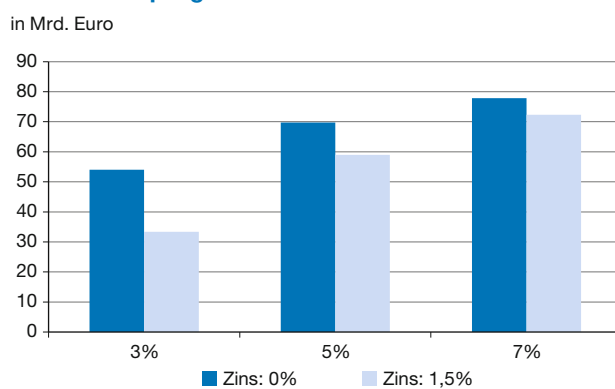
die EFSF-Zinssätze aus den Refinanzierungskosten der Fazilität ergeben und zudem bis 2023 gestundet wurden; im Durchschnitt über die gesamte Laufzeit seien für beide 1,5% unterstellt. Aufgrund der bereits sehr langen Laufzeiten schlägt der Diskontierungseffekt stark auf den Gegenwartswert durch (vgl. Abbildung 2). So ergibt sich bei einem Diskontsatz von 5% ein tatsächlicher Gesamtwert der genannten Forderungen von nur 87 Mrd. Euro anstelle von 184 Mrd. Euro. Diskontsätzen von 3% bzw. 7% führen zu Barwerten von 132 Mrd. Euro und 58 Mrd. Euro.

Da die Eurostaaten einen nominalen Schuldenschnitt abgeschlossen haben und sich die Zinsen kaum noch weiter senken lassen, ohne Jahr für Jahr offene Verluste auszuweisen, wurde eine weitere Verschiebung der Zahlungen in die Zukunft ins Spiel gebracht. Zahlungsaufschübe von 20 und 30 Jahren – wie sie zuletzt vom IWF vorgeschlagen wurden – würden bei einer Diskontrate von 5% und einer Stundung zu 1,5% zu einer Barwertreduktion von 51% und 66% führen (vgl. Abbildung 3). Dies entspräche 23 Mrd. Euro bzw. 32 Mrd. Euro. Somit stünde bei einem Zahlungsaufschub von 20 Jahren den ursprünglich gewährten Krediten von 184 Mrd. Euro⁷ nur noch ein Gegenwartswert aus zukünftigen Rückzahlungen von 64 Mrd. Euro gegenüber. Bei 30 Jahren Zahlungsaufschub schrumpft der Restwert sogar auf 55 Mrd. Euro.

Selbst wenn Griechenland die Kredite des dritten Hilfsprogramms vollständig wie vereinbart zurückzahlen sollte, stellt dies für die Gläubiger einen fiskalischen Transfer dar (vgl. Abbildung 4). Unterstellt man einen Zins von 1,5% und einen Diskontsatz von 5%, so kommt das Pro-

⁷ Diese müssten zur vollen Vergleichbarkeit eigentlich noch für die bereits verstrichene Laufzeit verzinst werden.

Abbildung 4
Drittes Hilfsprogramm: fiskalischer Transfer



Quelle: eigene Berechnungen.

gramm einer Zahlung von 59 Mrd. Euro gleich; der „echte Kreditanteil“ wäre nur 27 Mrd. Euro wert. Selbst bei einem Diskontsatz von 3% und einem Zins von 1,5% betrüge der Transfer immer noch 33 Mrd. Euro. Nimmt man dagegen den höheren Diskontsatz und den niedrigeren Zins an, so beläuft sich der Transferanteil auf 78 Mrd. Euro; die Zahlungsströme aus den Krediten wären dann nur noch 8 Mrd. Euro wert. Zusätzlich bestehen Überlegungen, Einnahmen in Höhe von 7,7 Mrd. Euro, die dem Eurosystem aus früheren Anleihekaufprogrammen der EZB bis Juli 2018 zufließen sollen, an Griechenland auszus zahlen. Abhängig vom Zins der ESM-Kredite und dem Diskontsatz könnte das dritte Hilfsprogramm so vollständig zur Schenkung werden.

Rekapitalisierung der griechischen Banken

Nachdem der griechische Staatsbankrott durch das dritte Hilfsprogramm vorerst abgewendet wurde, verbleiben als größtes Problem für den hellenischen Finanzsektor die notleidenden Kredite, deren Anteil Ende des ersten Quartals bei etwa 40% der gesamten Kreditsumme lag und seitdem noch gestiegen sein dürfte. Als notleidend gelten Kredite, wenn bei ihnen Zahlungsrückstände von über 90 Tagen bestehen.

Da der europäische Bankenrettungsfonds erst schrittweise bis 2024 aufgebaut werden soll, sind 25 Mrd. Euro aus dem dritten Paket für eventuelle außerordentliche Bail-outs (Rekapitalisierung) der griechischen Banken vorgesehen. Es wurde immer wieder betont, dass Depositorien bei einer Restrukturierung nicht belangt werden sollen, allerdings ist es wahrscheinlich, dass zumindest einige Gläubiger der Banken Verluste werden hinnehmen müssen. Die europäischen Regeln über die Bankenresolution sehen vor, dass

zuerst mindestens 8% der Bilanzsumme eines in Schieflage geratenen Geldhauses aus einem Bail-in von Eigen- und Fremdkapitalgebern nach der sogenannten Haftungskaskade gedeckt werden müssen, bevor maximal 5% an externen Bail-out-Mitteln bereitgestellt werden können. Dabei ist zu beachten, dass Anfang Juni 2015 die aggregierte Bilanzsumme aller griechischen Kreditinstitute nur 386 Mrd. Euro betrug, womit der größtmögliche Bail-out eigentlich nicht über 19 Mrd. Euro hinausgehen sollte.

Außerdem soll Griechenland einige Auflagen erfüllen, um die Stabilität seines Finanzsystems zu verbessern. Diese zielen insbesondere auf die effizientere Abwicklung der notleidenden Kredite durch beschleunigte Insolvenzverfahren und auf eine verbesserte Führungsstruktur innerhalb des staatlichen Bankenrettungsfonds Hellenic Financial Stability Fund ab, der seit dem letzten Bail-out Haupteigner der vier systemischen griechischen Banken ist.

Schuldenerleichterung und Reformauflagen

Die Entscheidung zwischen einem sofortigen Schuldenschnitt und einer in Aussicht gestellten späteren Schuldenermäßigung bzw. einer weiteren Lockerung der Zins- und Tilgungskonditionen kann zwar aus der fiskalischen Warte der Geberländer ökonomisch äquivalent sein, für die Durchsetzung der Konditionalität des Hilfsprogramms (Kredithilfen gegen Reformen) sind die Unterschiede indes beachtlich. Solange der griechische Staat schwebend insolvent bleibt, ist er auf das Wohlwollen der Geberländer angewiesen, die diese Position dazu nutzen können, den Reformdruck aufrecht zu erhalten. Insbesondere verhindern die ausstehenden Staatsschulden einen Rückfall in die Politik hoher Neuverschuldung. Anders sähe die Situation nach einem großzügigen Schuldenschnitt aus, der das Land über Nacht wieder kapitalmarktfähig machte. In diesem Fall wäre der Einfluss der (dann ehemaligen) Kreditgeber deutlich geschwächt. Indes ist der durch die gewählte Strategie der Geberländer aufrecht erhaltene Reformdruck bei weitem keine Garantie für eine erfolgreiche Reformpolitik. Wie die Erfahrungen mit internationalen Überwachungsprogrammen lehren, steht und fällt ihr Erfolg mit der Einsicht der handelnden nationalen Entscheidungsträger in die

Reformnotwendigkeit. An der Bereitschaft der Regierung in Griechenland zu tiefgreifenden Strukturreformen bestehen indes weiterhin erhebliche Zweifel. Diese ergeben sich allein schon daraus, dass die einschlägigen Reformen, die sich nicht gegen die Interessen des Landes richten, sondern im Gegenteil deren wirtschaftliche Leistungsfähigkeit heben sollen, den griechischen Regierungsvertretern nur in einem mühsamen Verhandlungsprozess abgerungen werden konnten.

Fazit

Inzwischen wird der Großteil aller Kreditforderungen an den griechischen Staat von öffentlichen Stellen, insbesondere den anderen Euroländern, gehalten. Barwertbetrachtungen zeigen, dass die dem griechischen Staat gewährten Kreditkonditionen bereits einen erheblichen fiskalischen Transfer zugunsten Griechenlands enthalten. So schrumpft der Barwert der ausstehenden, von den Europartnern bilateral und über die EFSF gewährten Kredite bei gängigen Annahmen auf weniger als die Hälfte des nominalen Kreditbetrages. Der Schuldenerlass, über den in der Öffentlichkeit kontrovers diskutiert wird, findet daher längst statt. Dieser würde nochmals größer, wenn die Laufzeiten abermals um beträchtliche Zeiträume verlängert würden. Auch im jüngst vereinbarten dritten Hilfspaket sind in den Kreditkonditionen bedeutende fiskalische Transfers enthalten. Diese indirekte Form des Schuldenerlasses, bei dem das Land schwebend insolvent bleibt (sich also gegenwärtig nicht am Kapitalmarkt zu tragfähigen Konditionen finanzieren kann), versetzt die Geberländer zwar in die Lage, den Reformdruck aufrecht zu erhalten. Eine Garantie für den Erfolg der Reformpolitik ist dies indes nicht. In der kurzen Frist steht die Rekapitalisierung der großen griechischen Geschäftsbanken an, die mehrheitlich dem staatlichen griechischen Bankenrettungsfonds gehören. Hierzu wird ein erheblicher Teil der Mittel aus dem dritten Hilfspaket eingesetzt. Dass ein funktionsfähiges Bankensystem die Voraussetzung für eine ökonomische Gesundung des Landes ist, steht außer Frage. Die genaue Ausgestaltung der nötigen Restrukturierung der griechischen Banken bleibt indes abzuwarten. Insbesondere wird sich zeigen, ob die neuen europäischen Regeln, die verstärkt Bail-in-Komponenten anstelle von reinen Bail-outs vorsehen, eingehalten werden.

Title: Greece – Between Insolvency and Debt Relief

Abstract: Greece was granted a third bailout package by its European partners, although it is unclear whether Greece will be able to keep its reform commitments. Because Greece's debt is now held primarily by the eurozone public sector, any concessions on credit terms constitute fiscal transfers between the countries involved.

JEL Classification: E62, F34, H63