



Ukraine – die nächste große Staats- schuldenkrise in Europa

Aktualisierte Version Mai 2016

Fachinformation Nr. 52:
Ukraine – die nächste große Staatsschuldenkrise in Europa

Veröffentlichung: 01.07.2015, aktualisierte Fassung vom 24. Mai 2016

erlassjahr.de - Entwicklung braucht Entschuldung
Carl-Mosterts-Platz 1
40477 Düsseldorf
Tel.: +49 (0) 211 - 46 93 - 196
Fax: +49 (0) 211 - 46 93 – 197
E-Mail: buero@erlassjahr.de
Website: www.erlassjahr.de

Autor: Johannes Hollenhorst und Jürgen Kaiser
E-Mail: j.kaiser@erlassjahr.de

Zusammenfassung

- Die Verschuldung der Ukraine hat sich seit dem Beginn der politischen Umbrüche im Dezember 2013 zwar absolut gesehen nicht erhöht, aufgrund des Währungsverfalls und der durch die Stützungsmaßnahmen der ukrainischen Zentralbank deutlich verringerten Devisenreserven sowie sinkender Exporteinnahmen sind die Schulden trotzdem zu einem noch größeren Problem geworden.
- Die bisher durch Verhandlungen erreichten Entschuldungen reichen nicht aus, um langfristig eine Schuldentragfähigkeit herzustellen, und bleiben dabei hinter der vom IWF angestrebten Entlastungen in diesem Bereich zurück.
- Das IWF-Programm selbst verläuft nicht wie geplant, die bereits für den 15. Oktober 2015 geplante dritte Tranche wurde bisher nicht ausbezahlt. Der IWF begründet dies vor allem mit Planungsunsicherheiten auf Grund der politischen Instabilität.

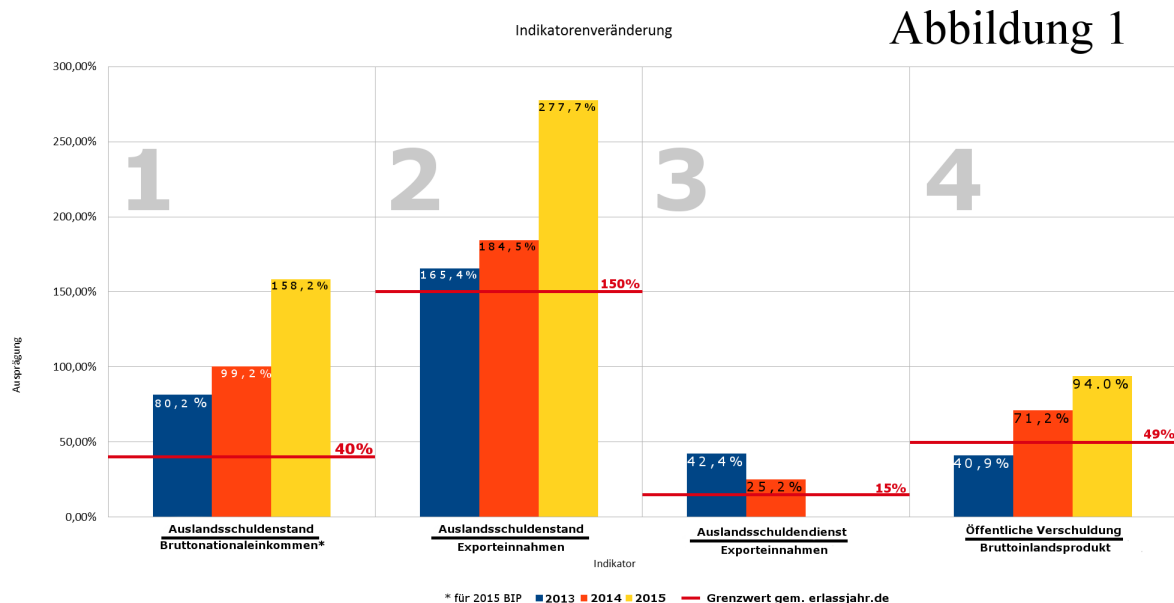
Ukraine – die nächste große Staatsschuldenkrise in Europa

Im politischen Schatten der Griechenlandkrise hat sich die Verschuldung der Ukraine seit Beginn des Jahres 2014 aus einer Vielzahl von Gründen so dramatisch entwickelt, dass das osteuropäische Land aktuell von der Kreditaufnahme am Kapitalmarkt praktisch ausgeschlossen ist. Der Internationale Währungsfonds (IWF) propagiert nicht weniger deutlich als im EU-Land Griechenland die Notwendigkeit substanzieller Schuldenerleichterungen. Dabei konnten bereits kleinere Erfolge, wie ein Schuldenschnitt in Höhe von 3 Milliarden Euro gegenüber privaten Investoren, verzeichnet werden. Allerdings werden weitere notwendige Schritte durch die politische Instabilität der Ukraine beeinträchtigt.

Diese Fachinformation diskutiert die Verschuldungssituation im Jahr 2015 sowie den aktuellen politischen Prozess zur Wiederherstellung von Schuldentragfähigkeit.

1. Die Auswirkungen der politischen Krise auf die Schuldenindikatoren der Ukraine

Aus der neusten Auflage der *International Debt Statistics 2016*¹ der Weltbank lassen sich die wichtigsten Auslandsschuldenindikatoren mit Stand vom 31.12.2014 entnehmen. Zu diesem Zeitpunkt lagen der Beginn der großen inneren Auseinandersetzungen und des Euromaidan ungefähr ein Jahr zurück, sodass die Zahlen bereits die Umwälzungen in der ukrainischen Politik widerspiegeln. Abbildung 1 vergleicht verschiedene Verschuldungsindikatoren über einen Zeitraum von 2013-2015.



Im Jahr 2013 war vor allem die laufende Belastung durch den Auslandsschuldendienst, also Indikators 3 in der Abbildung, besorgniserregend. Zum Vergleich: Kein einziges kritisch verschuldetes Land im Globalen Süden muss fast die Hälfte seiner jährlichen Deviseneinnahmen für den Schuldendienst an ausländische Gläubiger aufwenden (allerdings einige andere europäische Länder).

Zudem bezog sich zu dieser Zeit das Schuldenproblem eher auf die privaten und weniger auf die öffentlichen Schulden, was anhand des damals unter dem Grenzwert von 49 Prozent liegenden Indikators 4, also der öffentlichen Verschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, deutlich wird.

¹ World Bank: „International Debt Statistics 2016“, <http://datatopics.worldbank.org/debt/ids/country/UKR>.

Insgesamt war die Verschuldung der Ukraine vor dem Beginn der politischen Umwälzungen kritisch jedoch nicht dramatisch.

Seit Ende 2013 hat sich die Auslandsverschuldung absolut gesehen von 147,1 Milliarden US-Dollar bis Ende 2014 um 11,2 Prozent auf 130,7 Milliarden US-Dollar reduziert. Gleichzeitig sank jedoch das BIP von 183,3 Milliarden US-Dollar um 28,1 Prozent auf 131,8 Milliarden US-Dollar und somit deutlich stärker, wodurch die Verschlechterung des Indikators 1, also der Auslandsverschuldung im Verhältnis zum Bruttoinlandsprodukt, auf ca. 100 Prozent zu Stande kommt.²

Das vorläufige BIP für 2015 liegt laut dem IWF lediglich noch bei ca. 90 Milliarden US-Dollar und die vorläufige Auslandsverschuldung leicht erhöht bei 142,6 Milliarden US-Dollar, woraus sich ein vorläufiger Indikatorstand von fast dem Vierfachen des Grenzwertes von 40 Prozent, nämlich 158,2 Prozent ergibt.

Der drastische Wertverfall von fast 50 Prozent der in US-Dollar ausgedrückten Wirtschaftsleistung in 2 Jahren ist dabei auch dem starken Währungsverfall der Hrywnja (UAH) gegenüber dem US-Dollar zuzuschreiben. Die Auslandsschuld blieb hingegen unverändert hoch, da sie größtenteils in Fremdwährung aufgenommen wurde.

Bis Ende 2013 lag der Wechselkurs durchschnittlich recht konstant bei dem Ziel der Zentralbank von ca. 8 UAH/USD, 2014 stieg der Durchschnitt auf ca. 12 UAH/USD, 2015 lag er bei ca. 22 UAH/USD und im Februar 2016 zeitweise bei ca. 27 UAH/USD, was eine Abwertung von über 60 Prozent zwischen 2013 und 2015 bedeutet.³ Diese Entwicklung lässt sich durch die Inflationsraten in dieser Zeit von noch moderaten 12,1 Prozent 2014 und deutlichen 48,7 Prozent 2015 erklären.

Die Veränderung des zweiten Indikators, also des Verhältnisses von Auslandsschuldenstand zu den Exporteinnahmen, hängt zum einen mit den geringeren Außenhandelserlösen zusammen, welche von 2013 bis 2015 nach vorläufigen Daten um rund 45 Prozent zurückgegangen sind.⁴

Die öffentliche Verschuldung im Verhältnis zum BIP, also der Indikator 4, spiegelt die bereits dargestellten Entwicklungen wider: Das BIP in US-Dollar ist deutlich gesunken und der öffentliche Schuldenstand, zu dem die Kredite der internationalen Gläubiger gezählt werden, hat sich leicht erhöht.

2. Erste Auswertung des IWF im August 2015 nach Beginn des Programms im März 2015

Während der IWF in seinem Papier im März 2015 von einer Schrumpfung des BIP in diesem Jahr um 5,5 Prozent (bereits revidiert gegenüber -3,4 Prozent im Papier vom Januar 2015) ausging, revidierte der Fonds dies in der aktualisierten Fassung erneut auf ein Minus von 9 Prozent, welches auf eine unerwartet starke Beeinträchtigung des Konsums, schlechten agrarwirtschaftlichen Ertrag sowie die Verzögerung der Erholung des produzierenden Gewerbes zurückgeführt wird.⁵ Trotz dieser ernüchternden Entwicklung nimmt der IWF für 2016 ein Wideranspringen des Wachstums und zwar um 2% an. Geändert wurden hingegen die Annahmen zur Inflationsrate: Statt der erwarteten 27 Prozent werden aktuell 46 Prozent für das Jahr 2015 und für 2016 statt ursprünglich angenommenen 5, nun 12 Prozent Inflation erwartet.

² IWF: „World Economic Outlook“, <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2015/02/weodata/index.aspx>. Die Abweichungen zwischen den Daten der Weltbank und des IWF wie der ukrainischen Zentralbank ergeben sich aus der Tatsache, dass letzterer die Krim und Sevastopol aus seinen Berechnungen ausklammert.

³ Ukrainische Zentralbank: „Exchange Rates“, http://www.bank.gov.ua/files/Exchange_r_e.xls.

⁴ Ukrainische Zentralbank: „BoP Ukraine“, <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27033416>.

⁵ IMF: „Ukraine: First Review under the Extended Arrangement“, Country Report 15/218, August 2015.

Demgegenüber steht die zahlenmäßig gute Entwicklung des Haushaltes: 2015 erzielte die Ukraine einen Primärüberschuss⁶ von ca. 3 Prozent, was deutlich über den angepeilten 1,1 Prozent liegt. Nichtsdestotrotz lag das tatsächliche Defizit, also nach Einberechnung der Zinszahlungen, die bei der Berechnung des Primärüberschusses außen vor bleiben, bei - 2,3 Prozent des BIP.⁷

3. Verlauf der Finanzierung seit Auflegen des Programms

Das Programm des IWF sieht insgesamt ein Volumen von 40 Milliarden US-Dollar an Finanzmitteln für die Ukraine vor. Die Zusammensetzung ergibt sich wie folgt:

- Anleihen des IWF in Höhe von 17,5 Milliarden US-Dollar
- bilaterale Anleihen in Höhe von 7,5 Milliarden US-Dollar
- Schuldenerlass durch Verhandlungen mit privaten Gläubigern in Höhe von 15 Milliarden US-Dollar.

Von den insgesamt 22,6 Milliarden US-Dollar Auslandsschulden bei privaten Gläubigern wurden nur 15 Milliarden, nämlich die *Public Eurobonds* im Umfang von 16,2 Milliarden US-Dollar abzüglich der 3 Milliarden US-Dollar, die davon auf den russischen *State Welfare Fonds* entfallen (s.u.) sowie die *FININPRO Eurobonds* im Umfang von 1,8 Milliarden US-Dollar, verhandelt.

Die Ukraine erreichte im Oktober 2015 eine Schuldenrestrukturierung mit ihren vier größten privaten Gläubigern, die einen Schuldenerlass in Höhe von rund 3 Milliarden US-Dollar vorsieht. Dadurch ergeben sich für den Zeitraum bis 2018 Ersparnisse bei Rückzahlungen und Zinsen in Höhe von 8,5 Milliarden US-Dollar.⁸ Die neu von der Ukraine auszugebenden Anleihen haben Laufzeiten bis 2019 und 2027 und werden mit 7,75 Prozent verzinst. Darüber hinaus erhalten die teilnehmenden Investoren sogenannte *Value Recovery Instruments* (VRI), die Gläubigern in der Zukunft eine Art Wachstumsbeteiligung ab einem Wirtschaftswachstum der ukrainischen Wirtschaft von über 3 Prozent im Zeitraum von 2021 bis 2040 in Aussicht stellen.⁹ Die „Russland-Anleihe“ in Höhe von 3 Milliarden US-Dollar wurde indes vom IWF als öffentliche und nicht als „kommerzielle“ Schuld qualifiziert. Damit stützt der IWF die Ansicht der russischen Regierung, dass die Verweigerung der Teilnahme an der Restrukturierung im Zug der Verhandlungen mit den privaten Gläubigern rechtmäßig sei.¹⁰ Die ausstehende Zahlung der Ukraine an Russland wurde im Dezember 2015 indes nicht geleistet, woraufhin sich der IWF neue Regeln in Bezug auf die Kreditvergabe an überschuldete Länder gab, die in Zahlungsverzug bei öffentlichen Gläubigern sind. Diese ermöglichen es dem IWF das Ukraine-Programm, trotz der Zahlungsverweigerung des Landes, weiterzuführen. Dies wiederum kritisiert Russland als politisch motivierte Entscheidung,¹¹ ohne deswegen allerdings die Praxis des IWF an sich infrage zu stellen.¹² Mitte Februar 2016 reichte Russland schließlich Klage gegen die Ukraine bei einem

⁶ Primärüberschuss = Bilanz aller staatlichen Einnahmen und Ausgaben außer den Zinszahlungen.

⁷ Ukrainische Zentralbank: „Inflation Report January 2016“, <http://www.bank.gov.ua/doccatalog/document?id=27033424>.

⁸ Ukraine Nachrichten: „Die Umschuldung ist vollbracht. Und was passiert weiter?“, 29.11.15, http://ukraine-nachrichten.de/umschuldung-vollbracht-was-passiert-weiter_4333.

⁹ Reuters: „Ukraine completes debt restructuring of around \$15 billion“, 12.11.15, <http://www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-debt-idUSKCN0T12FT20151112>.

¹⁰ IWF: „IMF Executive Board Takes Decision on the Status of Ukraine's Eurobond Held by the Russian Federation“, 16.12.15, <http://www.imf.org/external/np/sec/pr/2015/pr15570.htm>.

¹¹ Reuters: „Russia says changes to IMF lending rules aimed against Russia“, 08.12.15, <http://www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-imf-russia-idUSKBN0TR2DB20151208>.

¹² Reuters: „Russia will not leave IMF after debt rule change, minister says“, 10.12.15, <http://www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-imf-idUSKBN0TT1E620151210>.

Londoner Gericht ein, nachdem alle Verhandlungen gescheitert waren. Der Ausgang des Verfahrens ist dabei vollkommen offen.

Nach dieser großen Umschuldung konnten weitere kleinere Erfolge, zum Beispiel bei den Verhandlungen zu den *Eurobonds* der Stadt Kiew, die eine staatlich garantierte Schuld darstellen, erreicht werden. Dabei wurden die 2015er in 2016er Anleihen mit einem Schuldenschnitt von 25 Prozent umgewandelt.

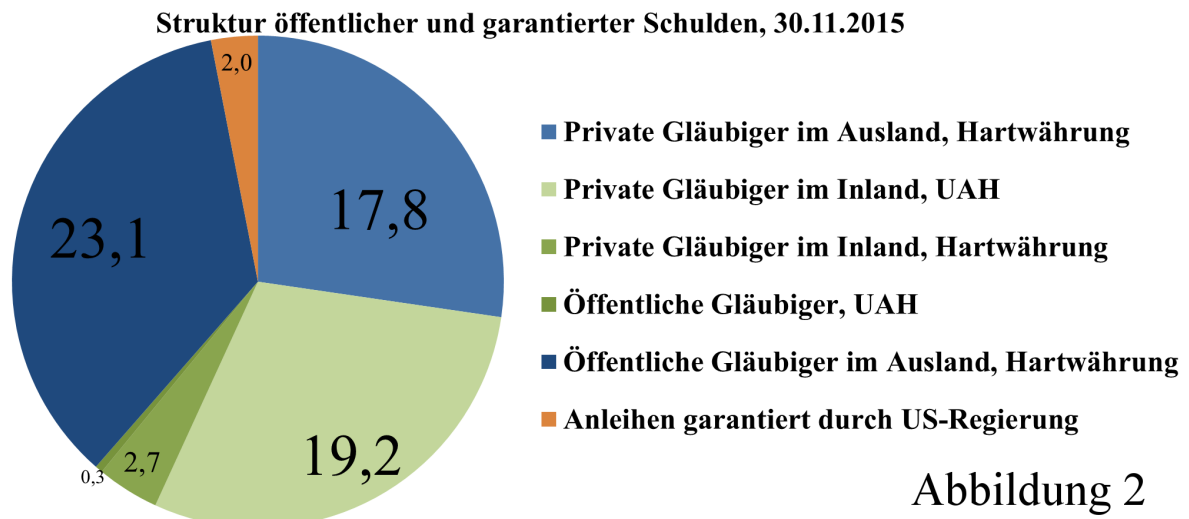
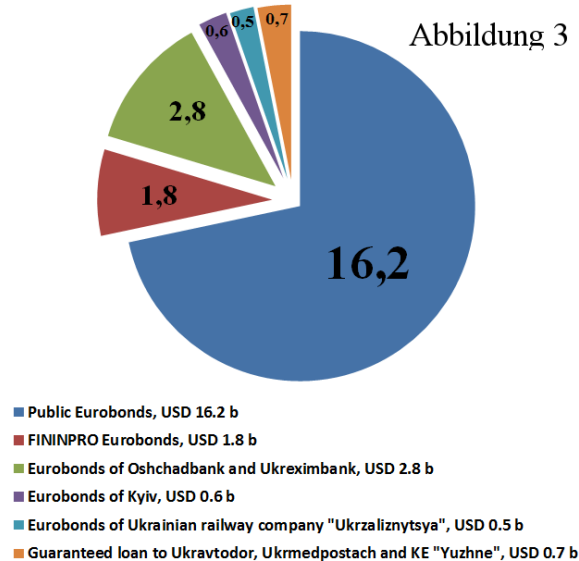


Abbildung 2



Insgesamt ist jedoch offensichtlich, dass die vom IWF vorgesehene Schuldenerleichterung um 15 Milliarden US-Dollar bis 2018 durch bisherige Verhandlungen nicht realisiert werden konnte.

Bis Ende November 2015 beläuft sich die Verringerung des Schuldenstandes im Vergleich zu Ende 2014 auf 4,66 Milliarden US-Dollar. Selbst diese positiv anmutenden Erleichterungen mit privaten Gläubigern stellen jedoch vor allem eine Verlagerung des Finanzierungsproblems in die Zukunft ohne langfristige Schuldenerleichterungen dar. Die Abbildung 2 zeigt die Gläubigerstruktur der Ukraine nach der Restrukturierung gemäß dem Ukrainischen Finanzministerium.¹³ Aus dieser resultiert für die Realisierung weiterer

Entschuldungen ein markantes Problem. In der aktuell herrschenden Praxis nehmen öffentliche Gläubiger an Anleihen-Restrukturierungen nicht Teil, selbst wenn sie Anleihen halten. Die privaten Gläubiger im Inland sind größtenteils lokale Banken und die Zentralbank. Die Reduzierung der Verschuldung bei ausländischen Gläubigern (Abbildung 3)¹⁴ ist somit

¹³ Ministry of Finance Ukraine: „Statistics on the public and government-guaranteed debt of Ukraine as per November 30, 2015“, <http://www.minfin.gov.ua/en/news/view/statystychni-materialy-shchodo-derzhavnoho-ta-harantovanoho-derzhavoiu-borhu-ukrainy-u--rotsi?category=borg&subcategory=statistichna-informacija-schodo-borgu>.

¹⁴ Die Abbildung 3 zeigt die Struktur der Auslandsverschuldung bei privaten Gläubigern in Milliarden US-Dollar vor der Umstrukturierung.

für die Ukraine wohl das einzige probate Mittel, um Schulden effektiv zu verringern, solange die internationalen öffentlichen Gläubiger nicht von ihren Regularien abweichen.

4. Politische Instabilität

Zu größeren Komplikationen in Bezug auf das gesamte Programm kam es Ende 2015. Nachdem die ersten beiden Tranchen in Höhe von insgesamt rund 6,7 Milliarden US-Dollar ausgezahlt worden waren, monierte der IWF politisch motivierte Blockaden bei der Umsetzung von vereinbarten Strukturanpassungen.¹⁵

Zwar konnte der Haushalt für 2016 mit einem Defizit von 3,7 Prozent wie vereinbart verabschiedet werden, die Verabschiedung einiger Steuerreformen wurde jedoch auch von kritischen Stimmen im Parlament begleitet, die darauf verwiesen, dass die Bevölkerung ohnehin schon mit der schlechten wirtschaftlichen Lage zu kämpfen hätte.¹⁶

In eine tatsächliche Regierungskrise schlittert die Ukraine seit Februar 2016: Anfang Februar erklärte der Wirtschaftsminister Aivaras Abromavicius, dem extra für seine Tätigkeit die ukrainische Staatsbürgerschaft verliehen worden war, seinen Rücktritt mit Verweis auf die ausufernde Korruption um die neue Regierung.¹⁷ Trotz aller Mahnungen von Seiten des IWF und bilateralen Gläubigern wie Frankreich, Großbritannien, Deutschland und der USA zerfällt die Regierungskoalition zusehends, während das Vertrauen in die politische Elite der Ukraine aufgrund der jüngsten Korruptionsanschuldigungen weiter sinkt. Konstituiert sich nach dem Rückzug von drei ehemaligen Regierungsparteien aus der Koalition in den nächsten Wochen keine neue Regierung, so könnte es noch in diesem Jahr Neuwahlen geben¹⁸. Präsident Petro Poroschenko hat unterdessen bereits den Ministerpräsidenten Arseni Jatsenjuk zum Rücktritt aufgefordert, obwohl deren beider Parteien die verbliebene Minderheitsregierung stellen. Solange sich die verfahrenere Situation nicht klärt, wird die Ukraine wohl ohne die Gelder von internationalen Gläubigern auskommen müssen, da auch die Freigabe von bilateralen Krediten an dem Votum des IWF hängt. Das Ukrainische Finanzministerium stellte derweil klar, dass die Regierung bis Juli 2016 in der Lage sei, allen laufenden Zahlungsverpflichtungen nachzukommen ohne weiteres Geld von internationalen Gläubigern zu benötigen.¹⁹

5. Veränderung der Regularien des IWF

Die Ermöglichung von Programmen bei gleichzeitigen Zahlungsrückständen des Schuldners gegenüber öffentlichen Gläubigern ist im Allgemeinen zu begrüßen. Bisher verbot eine Regelung die Vergabe von Krediten bei Zahlungsausfällen gegenüber öffentlichen Gläubigern, während Ausfälle bei privaten Gläubigern als unproblematisch betrachtet wurden. Der IWF rechtfertigte den fragwürdigen Zeitpunkt der Revision dieser Regel mit der generellen Notwendigkeit einer solchen Reform, bei der die Lage in der Ukraine nur ein Beispiel sei. Aus der Entscheidung kann allerdings die Gefahr resultieren, dass tatsächliche Schuldenrestrukturierungen noch weniger als ohnehin schon im Fokus der Programme des IWF stehen. Die Verlagerung von Zahlungsschwierigkeiten in die Zukunft wird noch

¹⁵ Reuters: „Ukraine can service foreign debt until July without extra cash - FinMin official“, 12.02.16, <http://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-finmin-idUSL8N15R4BF>.

¹⁶ Reuters: „Ukraine backs 2016 budget with deficit agreed with IMF“, 24.12.15, <http://www.reuters.com/article/us-ukraine-crisis-budget-idUSKBN0U804Q20151225>.

¹⁷ Die Welt: „Wichtiger Reformer rechnet mit Poroschenkos Staat ab“, 04.02.16, <http://www.welt.de/politik/ausland/article151853507/Wichtiger-Reformer-rechnet-mit-Poroschenkos-Staat-ab.html>

¹⁸ FAZ: „Proeuropäische Koalition verliert Mehrheit“, 18.02.16, <http://www.faz.net/aktuell/politik/ukraine-jatsenjuk-nach-samopomitsch-austritt-ohne-mehrheit-14077345.html>.

¹⁹ Reuters: „Ukraine can service foreign debt until July without extra cash - FinMin official“, 12.02.16, <http://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-finmin-idUSL8N15R4BF>.

attraktiver, da bei Überschuldungssituationen nicht unmittelbar gehandelt werden muss, wenn der IWF mit Rettungskrediten einspringt. Sinnvoller wäre also die Verknüpfung von Krediten des IWF mit einem für alle Gläubiger verbindlichen Verfahren, bei dem die Schulden unmittelbar verhandelt statt in die Zukunft verschleppt würden und so erfahrungsgemäß noch höhere Kosten verursachen.

6. Soziale Sicherung vs. Strukturanpassungsmaßnahmen

Der IWF ist auf Grund der politischen Instabilität nun schon seit dem 15. September 2015 mit der Auszahlung der zweiten und seit dem 15. Dezember 2015 mit der Auszahlung der dritten Tranche und den damit eigentlich verbundenen Berichten im Verzug. Zwar entspricht der von der Werchowna Rada (Parlament) verabschiedete Haushalt für 2016 den Anforderungen des IWF (s.o.) doch werden aus Washington noch weitergehende Maßnahmen gefordert. Gleichzeitig übte die IWF Chefin Christine Lagarde weiteren Druck auf die Verantwortlichen der Ukraine aus. Als Reaktion auf den Rücktritt des Wirtschaftsministers im Februar 2016 forderte sie abermals neue Anstrengungen.

In der Folge setzte die Rada einige wichtige Forderungen des IWF um, bei denen es sich um die Privatisierung von Staatsunternehmen, Korruptionsbekämpfung, Kontrolle von Vermögen, Planung von Klagemöglichkeiten bei Korruption und die Offenlegungspflicht der persönlichen Vermögen von Mandatsträger/innen handelte.²⁰

Es wird nun maßgeblich von der politischen Umsetzung der weiteren vorgesehenen Reformen abhängen, ob der IWF sein Programm weiterführt.

Bezüglich der wichtigen Reform bei der Steuererhebung wurde bereits ein allgemeiner Steuersatz von 18 Prozent eingeführt, welcher für Personen, die weniger als 10 Mindestgehälter (ca. 580 US-Dollar) verdienen, einen Anstieg der Belastung um 3 Prozent, und für diejenige, die mehr als das verdienen, eine Erleichterung um 2 Prozent darstellt. Des Weiteren wurden die Sozialabgaben für Beschäftigte aufgehoben und der Satz für Unternehmen auf einheitliche 22 Prozent festgelegt, was insgesamt deutlich niedrigere Einnahmen durch Sozialabgaben erwarten lässt. Zur Finanzierung der Ausgaben für Renten wird daher im Jahr 2016 ein größerer Teil (55 Prozent) durch Steuermittel aufgebracht werden müssen.²¹

Gemäß den Vorgaben im IWF Report vom August 2015 sollen daher die Kosten für Renten gesenkt werden, was ebenfalls zu den Hauptpunkten der Reformagenda für die Ukraine in diesem Jahr gehört. Zudem soll das Sozialsystem im Allgemeinen einer Überprüfung unterzogen werden. Bereits 2015 wurden die Subventionen für Gas deutlich gesenkt, was zu erhöhten Heizkosten der Bevölkerung führte. Bis April 2016 soll eine 75-prozentige und bis April 2017 eine 100-prozentige Kostendeckung des Monopolkonzerns *Naftogaz* erreicht werden.

Was passiert, wenn die Ukraine das altbekannte Programm von Ausgabensenkungen und Steuererhöhungen nicht umsetzen wird, ist vollkommen offen. Werden die Erhöhungen jedoch vorgenommen, ist eine Verschlechterung der sozialen Situation vieler Ukrainer/innen absehbar. Fraglich ist ebenfalls, ob die stets positiven Prognosen des IWF im Falle der Ukraine tatsächlich Realität werden. Alle bisherigen Indikatoren sprechen eine andere Sprache und von Schuldenerleichterungen, die die Schuldentragfähigkeit wiederherstellen, kann bisher nicht die Rede sein. Das bisher erreichte Verhandlungsergebnis mit den privaten

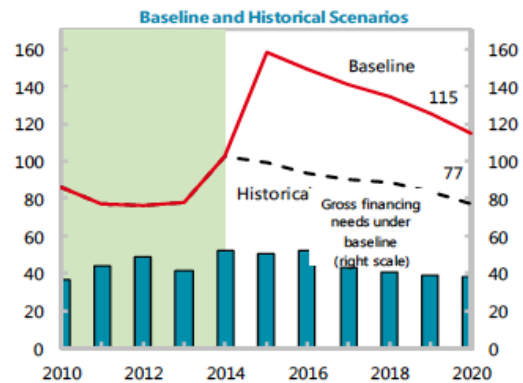
²⁰ Senate Foreign Relations Committee: „Testimony of Victoria Nuland“, http://www.foreign.senate.gov/imo/media/doc/031516_Nuland_Testimony.pdf

²¹ KyivPost: „Neverending story’ of Ukraine’s tax reforms“; UHY Prostor point of view, 21.01.16, <http://www.kyivpost.com/article/content/business-wire/neverending-story-of-ukraines-tax-reforms-uhy-prostor-point-of-view-406389.html> und CMS: „Ukrainian tax reform 2016 overview“, 30.12.15, <http://www.cms-lawnow.com/ealerts/2015/12/ukrainian-tax-reform-2016-overview>.

Gläubigern ist unzureichend, um auch nur den ausgemachten Entlastungsbedarf von 15,3 Milliarden US-Dollar zu decken. Letztlich fußt die Vision des Programms auf dem Vertrauen in eine wirtschaftliche Erholung. Dieses allgemeine Vertrauen auf höhere Investitionen erscheint nicht zuletzt aufgrund der globalen Entwicklung fraglich.²²

7. Besondere Risiken für die weitere Entwicklung

Die Vorhersagen des IWF für den Schuldenstand im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung zeigen sich in der nebenstehenden Graphik²³ in der roten Linie. Die Diskrepanz zwischen der Entwicklung der Schulden im Verhältnis zur Wirtschaftsleistung und dem *historical scenario*, das die Entwicklung nach 2014 auf der Basis der wirtschaftlichen Indikatoren von vor 2013 fortschreibt, zeigt den gigantischen Schock, den die Wirtschaft und die fiskalische Handlungsfähigkeit der Ukraine mit den Ereignissen von 2014 und 2015 erlitten haben.²⁴



Der IWF betrachtet die Schuldensituation trotz der optimistischen Sprachregelung als höchst kritisch. Seine sehr aufschlussreiche Risiko-Matrix (*Heat Map*)²⁵ zeigt, dass jedes einzelne Risiko-Szenario im Standard-Repertoire des IWF im Blick auf die Schuldenhöhe sowie den Finanzierungsbedarf des Landes zu einer nicht mehr tragfähigen Schuldensituation führen würde. Vier von fünf Charakteristika des aktuellen Schuldenprofils liegen ebenfalls im roten Bereich, das heißt, sie können im Fall von Abweichungen von den IWF-Vorhersagen zu neuerlichen Zahlungsschwierigkeiten führen.

Heat Map

Debt level ²⁷	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability shock
Gross financing needs ²⁷	Real GDP Growth Shock	Primary Balance Shock	Real Interest Rate Shock	Exchange Rate Shock	Contingent Liability Shock
Debt profile ³⁷	Market Perception	External Financing Requirements	Change in the Share of Short-Term Debt	Public Debt Held by Non-Residents	Foreign Currency Debt

Im Sommer 2015 war der IWF noch ziemlich positiv gestimmt: Der Länderbericht vom August²⁶ konstatiert, dass die aktuelle Regierung bislang alle quantitativen Vorgaben des laufenden Programms eingehalten habe und auch die politische und militärische Situation

²² Vgl. erlassjahr.de und Misereor: „Schuldenreport 2016“, <http://erlassjahr.de/wordpress/wp-content/uploads/2016/03/Schuldenreport-2016.pdf>.

²³ IMF 2015: „Annex II Debt Sustainability Analysis“, S. 75.

²⁴ Dass überhaupt eine Entwicklung zum besseren entweder genau beim Übergang von der Wirklichkeit zur Vorhersage oder - wie in diesem Fall - kurz danach angenommen wird, hat ebenfalls nicht notwendigerweise etwas mit der Realität der Ukraine zu tun. Es entspricht der typischen Annahme des IWF, dass seine Programme verlässlich umgesetzt werden und ebenso verlässlich ihre wachstumsfördernde Wirkung entfalten.

²⁵ IMF 2015: „Annex II Debt Sustainability Analysis“, S. 70. Die *Heat Map* – so etwas wie eine Wärmebildaufnahme für wirtschaftliche und fiskalische Risiken – zeigt in den beiden oberen Zeilen, ob ein durchgespieltes bestimmtes Schock-Szenario zu einer untragbaren Verschuldung führt (rot=ja, grün= nein, gelb = eventuell); in der dritten Zeile werden bestimmte Aspekte der Schuldenstruktur daraufhin untersucht, ob darin noch besondere Risiken stecken, die die nackten Indikatoren allein nicht erkennen lassen würden.

²⁶ IMF: „Ukraine: First Review under the Extended Arrangement“, Country Report 15/218, August 2015.

Grund zu vorsichtigem Optimismus biete. Aktuell zeichnen sich jedoch wieder neue Probleme ab, sodass die Einschätzung in einem noch zu erwartenden neuen Bericht des IWF deutlich anders ausfallen könnte.

8. Ein realistischer Schuldenerlass und wie er zu erreichen sein könnte

Es ist festzuhalten, dass die Berechnungen des IWF einer notwendigen *Debt Operation* nur unter der Voraussetzung Sinn machen, dass die zahlreichen Risiken für das in Washington entworfene Szenario 2015-2018 allesamt nicht eintreten. Sollte dies doch geschehen, ist der Entlastungsbedarf im Programmzeitraum entsprechend höher – und unerreichbarer.

Selbst diese „minimale“ Entlastung ist aber auf der Grundlage dessen, was aktuell zwischen der Ukraine und seinen Anleihegläubigern diskutiert wird, gar nicht zu erreichen. Umso erstaunlicher ist es, dass weitergehende Maßnahmen – etwa eine Einbeziehung bilateraler öffentlicher Gläubiger in eine Schuldenerleichterung – gar nicht diskutiert werden. Ein solches Vorgehen entspricht indes der häufig geübten Praxis des IWF, vor Entschuldungsoperationen von Burundi bis Griechenland einfach die Einnahmen schönzurechnen, damit am Ende die Rechnung aufgeht.

Was aber kann geschehen, wenn deutlich wird, dass das großzügig verteilte Lob aus Washington für die Einhaltung der bisherigen Programmvorgaben nicht mehr erreicht hat, als einen irgendwie positiven Grundton zu schaffen, das Erreichte aber keineswegs ausreicht, um die Schulden der Ukraine auch nur im mittelfristigen Programmzeitraum auf ein irgendwie tragbares Maß zu reduzieren?

Schuldenerleichterungen im Umfang von 15,3 Milliarden US-Dollar durch die *Debt Operation*, die der IWF für notwendig hält, stellen etwas mehr als 10 Prozent der Gesamtverschuldung des Landes dar. Wie oben gezeigt, klafft eine erhebliche Lücke bei den Plänen zur Erzielung dieses Erlasses in den Planungen der Regierung und des IWF und den bisher erreichten Konzessionen derjenigen Gläubigergruppe, die nach den Vorstellungen der beiden Seite durch ihren Verzicht auf Zinsen und Tilgungen zwischen 2015 und 2018 die notwendigen Schuldenerleichterungen beibringen soll.

Es sei daran erinnert, dass in Griechenland ein ungleich höherer Schuldenschnitt zulasten der Privatgläubiger (rund 50 Prozent) sich lediglich in einer kleinen Delle in der Entwicklung des Schuldenstandes bemerkbar gemacht hat, da sein Reduzierungseffekt durch die Neukreditvergabe, die – wie auch in der Ukraine – den größten Teil der „Rettung“ ausmachte, überkompensiert wurde. Die Suggestion von Schuldentragfähigkeit nach der *Debt Operation* entsteht von daher auch gar nicht als Folge der Schuldenreduzierung, sondern im Wesentlichen als Folge der Annahme eines wieder anspringenden Wirtschaftswachstums ab 2016. Die vom IWF identifizierten fiskalischen Risiken (s.o.) und der bis zum heutigen Tag anhaltende bewaffnete Konflikt in der Ost-Ukraine als entscheidender wirtschaftlicher Destabilisierungsfaktor schmälern darüber hinaus die Erfolgsaussichten des Programms.

Jenseits der Frage, wie umfangreich ein Schuldenerlass ausfallen muss, stellt sich die Frage, wie er zu erreichen wäre angesichts der sehr komplizierten politischen Situation in der Ukraine und des Fehlens eines geordneten Entschuldungsmechanismus. Eine größere Gruppe von Anleihezeichnern hatte sich angesichts der vom IWF „angeordneten“ *Debt Operation* zu einem Gläubigerkomitee zusammengeschlossen.²⁷ Damit konnte das Verhandlungsergebnis auf alle Eurobondhalter ausgeweitet werden, da die verhandelten Eurobonds *Collective Action Clauses* enthielten.²⁸

²⁷ Reuters: „Holders of \$ 10bln in Ukraine bonds form creditor committee“, 09.04.15, <http://www.reuters.com/article/ukraine-crisis-bonds-committee-idUSL5N0X60XT20150409>.

²⁸ NZZ: „Poker um Ukraine-Schulden“, 18.06.2015, <http://www.nzz.ch/wirtschaft/poker-um-die-ukraine-schulden-1.18564627>.

Auf dem Weg zu einer tragfähigen Lösung ist es aber nicht mehr als der erste Schritt gewesen. Auf diesem weiteren Weg hat die Ukraine zwei Optionen:

Option (1): Tieferer Schuldenschnitt auf der Grundlage der Berechnungen des IWF. Es wird davon ausgegangen, dass der Finanzierungsbedarf in Höhe von 40 Milliarden US-Dollar vom IWF realistisch kalkuliert ist und eine Erholung des Landes auf dieser Grundlage zumindest im Bereich des Möglichen liegt. In dem Fall muss ein realistisches Vorgehen so aussehen, dass die 40 Milliarden US-Dollar ausschließlich aus nicht erneut Verschuldung generierenden Mitteln aufgebracht werden. Da Schenkungen im Sinne klassischer FZ einem Mitteleinkommensland wie der Ukraine nicht zur Verfügung stehen, muss die Erleichterung in Form eines Schuldenerlasses zumindest in der Höhe der im Programm vorgesehenen 15,3 Milliarden US-Dollar gewährt werden. Ein solcher glatter Schnitt ist einer langfristig angelegten – und womöglich konditionierten, also potenziell immer wieder widerrufbaren – Erleichterung beim jährlichen Schuldendienst vorzuziehen. Das Vertrauen künftiger Investoren lässt sich nicht durch halbherziges Entgegenkommen gegenüber Altinvestoren, sondern nur durch eine realistische Wiederherstellung der Schuldendienstfähigkeit durch eine ausreichend weitgehende Entlastung wiederherstellen.

Ist, wie sich oben abzeichnete, das für die Erreichung von Schuldentragfähigkeit notwendige Niveau von Schuldenerleichterungen mit den privaten Anleihegläubigern alleine nicht zu erreichen, wäre die nächste Option die Einbeziehung öffentlicher bilateraler Forderungen, welche der Pariser Club unter seinen *Evian Terms* theoretisch gewähren könnte.²⁹ Größter bilaterale Gläubiger mit Forderungen von 3 Milliarden US-Dollar ist allerdings Russland, mit den oben beschriebenen Schwierigkeiten.

Option 2: Schuldenkonferenz. Die gewagten Annahmen sehr positiver Wachstumsraten auf der Grundlage eines erreichbaren Primärüberschusses, der Beilegung des bewaffneten Konflikts und eines zumindest nicht widrigen weltwirtschaftlichen Umfelds durch den IWF lassen erwarten, dass der gesamte Finanzierungsbedarf in Höhe von 40 Milliarden US-Dollar die Entlastungsnotwendigkeit unterschätzt. Soll der Neuanfang gelingen, ist eine höhere und vor allem sofort und in einem Zuge umzusetzende Schuldenerleichterung notwendig. Um diese zu erreichen, sollte die Ukraine aufgrund ihrer exzeptionellen Situation als Opfer der Konfrontation zwischen der EU und Russland eine Schuldenkonferenz nach dem Vorbild der Londoner Schuldenkonferenz von 1953 für die Bundesrepublik Deutschland einberufen und dort in einem offenen und von unparteiischer Seite – etwa den gerade neue Formen des *Debt Workout* diskutierenden Vereinten Nationen – eine für alle Seiten akzeptable Lösung anstreben. Da der bei Weitem kritischste Indikator der Schuldendienst im Verhältnis zu den durch Exporte erzielbaren Hartwährungseinnahmen ist, sollte die Reduzierung dieses Indikators auf eine zum Beispiel im Rahmen der HIPC-Initiative als tragfähig erachtete Größenordnung von 15 Prozent als Ausgangspunkt der Gespräche genommen werden. Der daraus resultierende Entlastungsbedarf für alle Gläubiger läge bei etwa zwei Dritteln.

Eine unparteiliche Mediation zwischen dem Schuldner und den sehr divergierende Interessen verfolgenden Gläubigern legt auch eine andere historische Erfahrung nahe: Als zwischen Indonesiens Großgläubiger Sowjetunion und den westlichen Mächten im Pariser Club keine sinnvolle Lösung für das überschuldete Indonesien erreichbar war, erwies sich

²⁹ 2001 hatten im Club Deutschland, Japan, die USA, Italien und Frankreich der Ukraine bereits einmal eine begrenzte und nicht-konzessionäre Umschuldung gewährt.

die Mediation durch einen deutschen Banker als Schlüssel zu einer allseits akzeptablen Lösung.³⁰ Die Parallelen zur heutigen Situation der Ukraine sind offensichtlich.

³⁰ Eine kurze Zusammenfassung des damaligen Mediationsprozesses und Hinweise auf detaillierte Literatur findet sich in Kaiser, J.: „Resolving Sovereign Debt Crises“, FES Dialogue on Globalization, 2013, S. 26.