

Ratingsystematik der Creditreform Rating AG

Rating staatlicher Emittenten

(Sovereign Ratings)

Inhaltsverzeichnis

1	EINLEITUNG	2
2	ANWENDUNGSBEREICH	2
3	RATINGAUSSAGE UND -PROZESS	3
3.1	RATINGAUSSAGE	3
3.2	RATINGPROZESS	5
4	RATINGMETHODIK	6
4.1	RATINGMODELL	6
4.2	RATINGKRITERIEN	11
5	FOREIGN CURRENCY UND LOCAL CURRENCY SOVEREIGN RATING	27
6	FORTLAUFENDE ÜBERWACHUNG	28
	ANHANG	29

Bei diesem Dokument handelt es sich um ein Update, das keine wesentlichen, grundlegenden methodischen Änderungen enthält. Die inhaltliche Darstellung wurde präzisiert und geringfügig ergänzt. Das Update datiert vom Juli 2016.

1 Einleitung

Die Creditreform Rating AG (im Folgenden CRA) führt seit ihrer Gründung im Jahr 2000 Ratings durch und ist gemäß der EU-Verordnung (EG) Nr. 1060/2009 als europäische Ratingagentur registriert. Um beteiligten Parteien, Investoren und der interessierten Öffentlichkeit die Möglichkeit zu geben, ein Ratingurteil der CRA nachvollziehen zu können, wird die vorliegende Ratingsystematik zum Rating staatlicher Emittenten offengelegt. Die Ratingsystematik wird bei Änderungen in der anzuwendenden Systematik zur Erstellung von Ratings aktualisiert. Die Ratingsystematik und der Verhaltenskodex der CRA sind auf der Internetseite www.creditreform-rating.de frei verfügbar.

Dieses Dokument beschreibt die Vorgehensweise bei der Durchführung eines Ratings für einen staatlichen Emittenten (im Folgenden Sovereign Rating). Sovereign Ratings der CRA werden unter Einbezug aller für uns verfügbaren und als relevant eingestuften Informationen durchgeführt, die das Risiko einer vollständigen und fristgerechten Rückzahlung der Kapital- und Zinsbeträge beeinflussen können. Das Sovereign Rating liefert eine weltweit über alle Staaten und deren Entwicklungsstand vergleichbare Bonitätseinschätzung.

In diesem Zusammenhang werden die wesentlichen, das Kreditrisiko beeinflussenden Faktoren in Macroeconomic Performance, Institutional Structure, Fiscal Sustainability und Foreign Exposure eingeteilt. Die CRA trifft ihre Aussagen auf Basis einer Ratingmethodik, bei der diese Risikofaktoren anhand statistischer Verfahren analysiert werden. Im Rahmen dessen fließen quantitative und qualitative Indikatoren in die Beurteilung ein. Darüber hinaus werden Anpassungskriterien angewendet, die länderspezifische Risikoaspekte abbilden.

Bei Sovereign Ratings handelt es sich um fundierte Meinungsäußerungen über die Bonität eines Staates. Sie sind keine Empfehlungen zum Kauf, Verkauf oder zum Halten eines Finanzinstruments und gelten nicht als Einschätzung bezüglich des Wertes oder des Preises eines Finanzinstruments. Ferner stellt ein Sovereign Rating kein Rechtsgutachten dar.

2 Anwendungsbereich

Ein Sovereign Rating der CRA stellt eine Beurteilung der Fähigkeit und Bereitschaft eines Staates dar, seine finanziellen Verbindlichkeiten vollständig und fristgerecht zu begleichen. Diese Einschätzung der Bonität des Staates als Kreditnehmer ist nicht mit dem Länderrisiko gleichzusetzen, das sich auf das Geschäftsumfeld und auf den Kreditnehmer innerhalb eines Staates bezieht. Die CRA vergibt zudem Ratings für Schuldtitel oder finanzielle Verbindlichkeiten, die von einem Staat in Landes- oder Fremdwährung emittiert werden. Bei staatlichen Schuldverschreibungen handelt es sich in der Regel um vorrangige, unbesicherte Rückzahlungsansprüche gegenüber einem Staat. Folglich weichen die Ratings für von Staaten begebene Finanzinstrumente

selten von deren Sovereign Rating ab. Die vorliegende Ratingsystematik definiert den allgemeinen methodischen Analyserahmen für die Durchführung eines Sovereign Ratings.

3 Ratingaussage und -prozess

3.1 Ratingaussage

Sovereign Ratings der CRA stellen eine Beurteilung der Fähigkeit und Bereitschaft eines Staates dar, seine finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht zu begleichen. Bei einem Sovereign Rating handelt es sich um eine vorausschauende Meinungsäußerung zur Kreditwürdigkeit eines Staates und keine Prognose der Ausfallwahrscheinlichkeit.

Abb. 1: Ratingskala Long-term Sovereign Ratings

Ratingklasse	Rating	Beurteilung
AAA	AAA	Höchste Bonität, geringstes Ausfallrisiko
AA	AA+	Sehr hohe Bonität, sehr geringes Ausfallrisiko
	AA	
	AA-	
A	A+	Hohe Bonität, geringes Ausfallrisiko
	A	
	A-	
BBB	BBB+	Stark befriedigende Bonität, geringes bis mittleres Ausfallrisiko
	BBB	
	BBB-	
BB	BB+	Befriedigende Bonität, mittleres Ausfallrisiko
	BB	
	BB-	
B	B+	Ausreichende Bonität, höheres Ausfallrisiko
	B	
	B-	
C	CCC	Geringe Bonität, hohes bis sehr hohes Ausfallrisiko
	CC	
	C	
SD	SD	Ungenügende Bonität, Selektiver Ausfall eines wesentlichen Teils der Zahlungsverpflichtungen
D	D	Ungenügende Bonität, Ausfall
NR	Not Rated	Rating ausgesetzt, ausgelaufen, z. Zt. aufgrund unzureichender Informationslage ausgesetzt

Die CRA verwendet für Sovereign Ratings eine Notation bzw. Ratingskala mit den Ratingklassen von AAA bis D, die in 19 Bonitätsstufen, zwei Ausfallstufen und die Stufe NR (not rated) unterteilt ist (siehe Abb. 1). Die Ratings in den Ratingklassen AA bis B beinhalten Unterkategorien, bei denen die Ratingnote durch ein Plus (+) oder Minus (-) ergänzt wird, um innerhalb einer Ratingklasse eine Abstufung vorzunehmen und den jeweiligen Rang innerhalb der Kategorie anzuzeigen.

Sollte es sich bei einem Sovereign Rating um ein nicht angefordertes Rating (unsolicited) handeln, so wird dies kenntlich gemacht.

Die Darstellung von Ratings setzt eine Definition des Ausfalls voraus. Die CRA wird das Sovereign Rating auf SD (Selective Default) oder D (Default) herabsetzen, wenn der staatliche Emittent seinen finanziellen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Gläubigern des privaten Sektors nicht nachkommt. Die Ausfalldefinition findet sich im Anhang zu diesem Dokument.

Grundsätzlich kann zwischen langfristigen und kurzfristigen Ratings unterschieden werden. Die aufgeführte Darstellung bezieht sich auf langfristige Sovereign Ratings (im Folgenden auch Long-term Sovereign Ratings), welche die Zahlungsfähigkeit des Emittenten über einen langfristigen Zeithorizont widerspiegeln. Die CRA vergibt darüber hinaus Long-term Ratings für staatliche Schuldtitel mit einer Restlaufzeit von mehr als einem Jahr.

Die CRA ergänzt das Rating um einen Ausblick, der anzeigt, in welche Richtung sich das Rating innerhalb der nächsten zwölf Monate nach der Festlegung des Ratingergebnisses entwickeln könnte und potenziellen Veränderungen der konjunkturellen oder finanziellen Bedingungen Rechnung trägt. Der Ratingausblick wird mit „negativ“, „stabil“ oder „positiv“ gekennzeichnet. Gleichzeitig ist bei einem positiven oder negativen Ratingausblick nicht anzunehmen, dass zukünftig unweigerlich eine Anpassung der Ratingnote erfolgen wird.

Darüber hinaus behält sich die CRA vor, ein Sovereign Rating unter besondere Beobachtung zu stellen. In diesem Fall kann das Rating mit dem Zusatz „watch“ versehen werden, der den Ratingausblick ersetzt. Der Zusatz zeigt an, dass die CRA aufgrund bestimmter Sachverhalte eine Veränderung des Ratings in einem unterjährigen Zeitraum (in der Regel von bis zu sechs Monaten) überprüft. Dies kann dann erforderlich sein, wenn unvorhergesehene Ereignisse zu einer substantiellen Änderung der Entwicklung des beurteilten Staates führen oder die erwartete Entwicklung wesentlich von ihrem prognostizierten Pfad abweicht, so dass es notwendig erscheint, dass die Ratinganalysten kurzfristig zusätzliche Informationen einholen, um solche Risiken angemessen zu berücksichtigen. Besondere Ereignisse, die zur Vergabe des Watch-Status führen können, sind z.B. Naturkatastrophen oder die Eskalation inner- oder zwischenstaatlicher politischer Konflikte. Ferner können ein oder mehrere Sovereign Ratings unter Beobachtung gestellt werden, sofern die CRA in Bezug auf den Analyserahmen der Sovereign Ratings Änderungen bei Methoden oder wesentlichen Annahmen vornehmen sollte. Analog zum Ratingausblick führt auch ein Rating Watch nicht unweigerlich zu einer Anpassung der Ratingnote. Zudem kann die CRA ein Sovereign Rating grundsätzlich auch ohne ein Watch herauf- oder herabsetzen, sofern dies vor dem Hintergrund außergewöhnlicher Ereignisse als angemessen beurteilt wird.

3.2 Ratingprozess

3.2.1 Datenanforderungen und -aufbereitung

Bei der Beurteilung der Kreditwürdigkeit staatlicher Emittenten stützt sich die CRA auf die quantitative und qualitative Analyse von Daten und Informationen, die von einer Reihe öffentlich zugänglicher, internationaler Datenquellen bezogen werden. Darunter befinden sich u.a. die Datenbanken des International Monetary Fund (IMF), der World Bank, der Organisation for Economic Co-operation and Development (OECD), der United Nations (UN), der Bank for International Settlements (BIS), der Asian Development Bank (ADB), der Inter-American Development Bank (IADB) sowie der Europäischen Kommission. Daneben greift die CRA auf Datenquellen nationaler Organisationen und Behörden zurück, u.a. Zentralbanken, Statistikämter sowie Ministerien. Handelt es sich bei dem Sovereign Rating um ein angefordertes (solicited) Rating, finden zudem interne Informationen von Regierungsmitgliedern oder aus den Staatskonten und anderen relevanten internen Dokumenten des bewerteten Staates Berücksichtigung im Ratingprozess.

Daten werden vor der Verwendung auf ihre Plausibilität hin geprüft und anschließend in internen Datenbanken gespeichert. Bei den verwendeten Daten handelt es sich überwiegend um historische Daten. Zudem bestimmen die Analysten der CRA Prognosewerte, die grundsätzlich auf den Prognosen des IMF, der Regierungen selbst sowie auf eigenen Schätzungen basieren. Somit berücksichtigt der analytische Rahmen der CRA die Erwartungen in Bezug auf die Ausprägung bestimmter Variablen, z.B. insbesondere zur Finanz- und Haushaltslage eines Staates.

3.2.2 Erstellung von Ratings

Das Ziel des Ratingprozesses besteht darin, auf effiziente und konsistente Weise zu einer angemessenen und verlässlichen Risikobeurteilung zu gelangen. Die Vorgehensweise orientiert sich an der Zielsetzung, die Qualität und Integrität des Ratingprozesses zu gewährleisten, Interessenkonflikte zu vermeiden und den Prozess der Entscheidungsfindung vergleichbar zu gestalten. Als abschließende Instanz der Beurteilung dient ein Ratingkomitee. In einem Ratingkomitee werden die Analyseergebnisse vorgestellt und ein Beschluss gefasst. Im Rahmen dessen werden die Ergebnisse der quantitativen und qualitativen Analyse berücksichtigt.

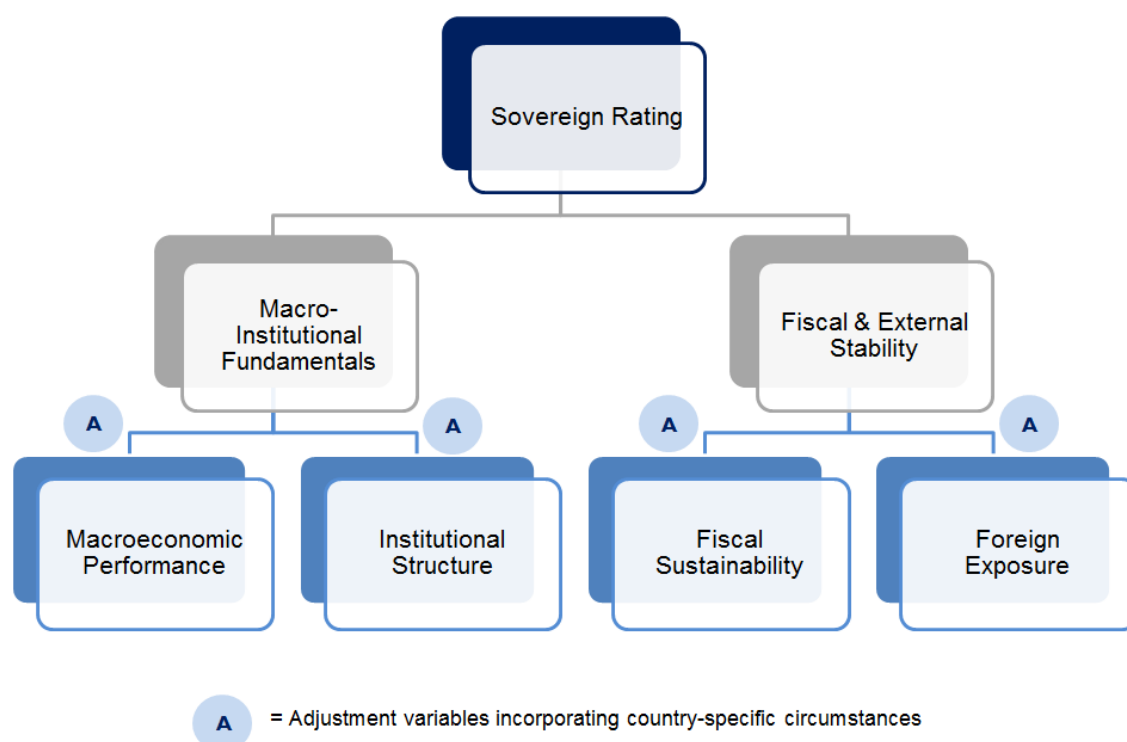
Die CRA erstellt Sovereign Ratings in einer Weise, die den länderspezifischen Eigenheiten eines beurteilten Staates Rechnung trägt. Die CRA gibt jeweils zum Ende des Monats Dezember eines Jahres einen Zeitplan für die kommenden zwölf Monate heraus, in dem die Veröffentlichungszeitpunkte der Sovereign Ratings und gegebenenfalls die Veröffentlichungszeitpunkte der damit verbundenen Ratingausblicke genannt werden. Die Zeitpunkte werden so festgelegt, dass sie auf einen Freitag fallen. Dabei werden Sovereign Ratings erst nach Handelsschluss und mindestens eine Stunde vor Öffnung der Handelsplätze in der Europäischen Union veröffentlicht.

4 Ratingmethodik

4.1 Ratingmodell

Das CRA Sovereign Rating Modell stellt den analytischen Rahmen für die quantitative und qualitative Analyse der Bonität eines Staates dar (siehe Abb. 2). Die Basis des Sovereign Rating Modells bilden die vier Risikofaktoren Macroeconomic Performance, Institutional Structure, Fiscal Sustainability und Foreign Exposure. Dabei verwendet die CRA einen statistischen Ansatz, im Zuge dessen für jeden einzelnen Risikofaktor ein Score bestimmt wird. Hierbei zieht die CRA eine weite Bandbreite quantitativer und qualitativer Indikatoren heran und verdichtet diese in den einzelnen Risikofaktoren.

Abb. 2: CRA Sovereign Rating Modell



Die Berechnung der vier Risikofaktoren erfolgt in zwei Schritten. Zunächst werden die Initial Scores für die den einzelnen Risikofaktoren zugrundeliegenden Kernindikatoren, auf die in Abschnitt 4 näher eingegangen wird, ermittelt. Im Zuge dessen werden die Indikatoren ihrer Ausprägung entsprechend einer der zehn Mapping-Kategorien zugeordnet, welche mit einer bestimmten Risikosituation korrespondieren (siehe Abb. 3). Dabei werden alle Indikatoren auf einer Skala von LR (niedriges Risiko) bis HR (hohes Risiko) eingeteilt, dazwischen liegen die Kategorien S (stabile Risikosituation), M (moderates Risiko), E (erhöhtes Risiko) und I (beeinträchtigte Risikosituation). Die Kategorien S und I beinhalten Unterkategorien, bei denen diese durch ein Plus (+) oder Minus (-) ergänzt werden. In diesem Zusammenhang wurden für jeden gescorten

Risikofaktor-Indikator standardisierte Schwellenwerte für die einzelnen Mapping-Kategorien festgelegt.

Abb. 3: Scoring-Raster zur Einschätzung der Risikosituation

Mapping-Kategorien	Risikosituation
LR	niedriges Risiko
S(+)	
S	stabil
S(-)	
M	moderat
E	erhöht
I(+)	
I	beeinträchtigt
I(-)	
HR	hohes Risiko

In einem zweiten Schritt findet für jeden Risikofaktor ein Anpassungsprozess statt. So bilden die zuvor ermittelten Initial Scores der einzelnen Risikofaktoren eine erste indikative Einschätzung des Risikoprofils und der wesentlichen Stärken und Schwächen eines beurteilten Staates. Um jedoch sicherzustellen, dass länderspezifische Einflussfaktoren erfasst werden, berücksichtigt die CRA bei der Beurteilung der Risikosituation in den Bereichen Macroeconomic Performance, Institutional Structure, Fiscal Sustainability und Foreign Exposure Anpassungsvariablen, die nicht für alle Staaten gleichermaßen relevant sind. Auf diese Weise ist gewährleistet, dass länderspezifische Eigenheiten untersucht werden und im Risikoprofil angemessen abgebildet werden. Dieser Anpassungsprozess kann schließlich dazu führen, dass die Ausprägungen der einzelnen Risikofaktoren im Scoring-Raster um einige Stufen höher oder niedriger ausfallen, als nach der Ermittlung des Initial Scores angezeigt wurde. Die Anpassungsvariablen sowie der Anpassungsprozess werden in Abschnitt 4.2 näher erläutert.

Nach der Bestimmung der finalen Risikofaktoren (nach dem Anpassungsprozess) werden diese zu den so genannten Hauptfaktoren verdichtet. Hierbei werden die Risikofaktoren Macroeconomic Performance und Institutional Structure zur Bestimmung des Hauptfaktors Macro-Institutional Fundamentals verwendet. Die Risikofaktoren Fiscal Sustainability und Foreign Exposure sind die Input-Parameter für die Konstruktion des Hauptfaktors Fiscal & External Stability.

Im Rahmen der Kombination der Risikofaktoren Macroeconomic Performance (siehe hierzu genauer Abschnitt 4.2.1) und Institutional Structure (siehe hierzu genauer Abschnitt 4.2.2) gehen diese Parameter gleich gewichtet ein und bilden entsprechend der kombinatorischen Matrix in Abbildung 4 den Hauptfaktor Macro-Institutional Fundamentals. Im Hinblick auf die Hauptfaktor-Scores findet wiederum das Scoring-Raster Anwendung, das bereits zur Bestimmung der Risikosituation in den Risikofaktoren herangezogen wurde.

Abb.4: Kombination der Risikofaktoren Macroeconomic Performance und Institutional Structure

		Macroeconomic Performance									
		LR	S(+)	S	S(-)	M	E	I(+)	I	I(-)	HR
Institutional Structure	LR	LR	LR	S(+)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M
	S(+)	LR	S(+)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E
	S	S(+)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E
	S(-)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)
	M	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)
	E	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I
	I(+)	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I
	I	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)
	I(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)	I(-)
	HR	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)	I(-)	HR

Eine analoge Vorgehensweise erfolgt bei der Ermittlung des Hauptfaktors Fiscal & External Stability. So werden die beiden verbleibenden Risikofaktoren Fiscal Sustainability (siehe hierzu genauer Abschnitt 4.2.3) und Foreign Exposure (siehe hierzu genauer Abschnitt 4.2.4) kombiniert, um den Hauptfaktor Fiscal & External Stability zu bilden. In diesem Zusammenhang werden die Risikofaktoren in Abhängigkeit vom Währungsstatus eines Staates gemäß der in Abbildung 5 aufgeführten kombinatorischen Matrizen aggregiert.

Die Definition des Währungsstatus einer Landeswährung basiert auf der fünfjährlichen Überprüfung des Währungskorbes für die Bewertung der Sonderziehungsrechte (Special Drawing Rights, SDR) seitens des IMF sowie der dreijährlichen Zentralbankerhebung über die weltweiten Umsätze an den Devisenmärkten der BIS. Die CRA unterscheidet zwischen vier Währungsstatus-Klassen, die von CS 3 bis CS 0 reichen. Dabei erhält ein Staat einen höheren Währungsstatus, sofern dieser über eine Reservewährung oder eine Transaktionswährung, d.h. eine der an den internationalen Devisenmärkten meistgehandelten Währungen, verfügt.

Den Währungsstatus CS 3 erhalten die Staaten mit einer Reservewährung. Maßgeblich für die Einstufung als Reservewährung ist für die CRA der Währungskorb, den der IMF für die Bewertung der Sonderziehungsrechte heranzieht. Aktuell (Mai 2016) verfügen die Vereinigten Staaten (US-Dollar), das Vereinigte Königreich (Pound Sterling), die Mitgliedstaaten des Euroraums (Euro) und Japan (Yen) über den Reservewährungsstatus. Erst in der jüngsten Vergangenheit trat der chinesische Renminbi als fünfte Reservewährung hinzu, so dass China ab dem vierten Quartal 2016 ebenfalls den Status CS 3 erhält.

Der „Triennial Central Bank Survey of foreign exchange and derivatives market activity“ der BIS ist die umfassendste Quelle von Informationen zu Umfang und Struktur der globalen Devisenmärkte. In entsprechender Orientierung an der BIS-Zentralbankerhebung erhält ein Staat den Währungsstatus CS 2, wenn der Anteil der Landeswährung am täglichen Umsatz aller globalen Devisengeschäfte größer als 2% ist und der Staat nicht CS 3 aufweist. In die Kategorie CS 1 fal-

len die Staaten mit einer Landeswährung, deren Anteil am täglichen Umsatz aller Devisengeschäfte zwischen 1 und 2% betragt. Alle anderen Staaten werden mit CS 0 eingestuft.

Abb.5: Kombination der Risikofaktoren Fiscal Sustainability und Foreign Exposure

CS 3/2

		Foreign Exposure									
		LR	S(+)	S	S(-)	M	E	I(+)	I	I(-)	HR
Fiscal Sustainability	LR	LR	LR	LR	LR	LR	S(+)	S(+)	S(+)	S(+)	S(+)
	S(+)	LR	S(+)	S(+)	S(+)	S(+)	S(+)	S	S	S	S
	S	S(+)	S(+)	S	S	S	S	S	S(-)	S(-)	S(-)
	S(-)	S	S	S	S(-)	S(-)	S(-)	S(-)	S(-)	M	M
	M	S(-)	S(-)	S(-)	S(-)	M	M	M	M	M	E
	E	M	M	M	M	M	E	E	E	E	E
	I(+)	M	E	E	E	E	E	I(+)	I(+)	I(+)	I(+)
	I	E	E	I(+)	I(+)	I(+)	I(+)	I(+)	I	I	I
	I(-)	I(+)	I(+)	I(+)	I	I	I	I	I	I(-)	I(-)
	HR	I	I	I	I	I(-)	I(-)	I(-)	I(-)	I(-)	HR

CS 1

		Foreign Exposure									
		LR	S(+)	S	S(-)	M	E	I(+)	I	I(-)	HR
Fiscal Sustainability	LR	LR	LR	S(+)	S(+)	S(+)	S	S	S	S	S(-)
	S(+)	S(+)	S(+)	S(+)	S	S	S	S(-)	S(-)	S(-)	S(-)
	S	S(+)	S	S	S	S(-)	S(-)	S(-)	M	M	M
	S(-)	S	S	S(-)	S(-)	S(-)	M	M	M	E	E
	M	S(-)	S(-)	S(-)	M	M	M	E	E	E	I(+)
	E	M	M	M	M	E	E	E	I(+)	I(+)	I(+)
	I(+)	M	E	E	E	E	I(+)	I(+)	I(+)	I	I
	I	E	E	I(+)	I(+)	I(+)	I(+)	I	I	I	I(-)
	I(-)	I(+)	I(+)	I(+)	I	I	I	I	I(-)	I(-)	I(-)
	HR	I(+)	I	I	I	I(-)	I(-)	I(-)	I(-)	HR	HR

CS 0

		Foreign Exposure									
		LR	S(+)	S	S(-)	M	E	I(+)	I	I(-)	HR
Fiscal Sustainability	LR	LR	S(+)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E
	S(+)	S(+)	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E
	S	S(+)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)
	S(-)	S	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)
	M	S	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I
	E	S(-)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I
	I(+)	S(-)	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)
	I	M	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)	I(-)
	I(-)	M	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)	I(-)	HR
	HR	E	E	I(+)	I(+)	I	I	I(-)	I(-)	HR	HR

Bei der Ermittlung des Hauptfaktors Fiscal & External Stability gehen die Risikofaktoren Fiscal Sustainability und Foreign Exposure bei einem Währungsstatus CS 0 gleich gewichtet ein, während der Risikofaktor Foreign Exposure in der Aggregation bei Staaten mit einem Währungsstatus CS 3 bzw. 2 mit 20% gewichtet wird und bei Staaten mit einem Währungsstatus CS 1 mit

30%. Staaten mit einer Reserve- oder Transaktionswährung profitieren davon, dass ihre Landeswährungen außerhalb ihres Landes nachgefragt werden. So sind Reservewährungen voll konvertibel und werden von Zentralbanken zur Sicherung der internationalen Liquidität in ihren Währungsreserven gehalten. Zudem werden Währungen mit einem CS 3/2/1 im Rahmen von grenzüberschreitenden Finanztransaktionen als Vehikelwährung verwendet. Grundsätzlich besitzen Staaten mit einer Reserve- oder aktiv gehandelten Währung breite und tiefe Kapitalmärkte und Assets in deren Landeswährung werden wesentlich stärker nachgefragt als von den CS 0-Staaten. Diese Faktoren führen letztendlich dazu, dass Staaten mit einem CS 3/2/1 über merklich größere geld- und fiskalpolitische Spielräume verfügen, um ihre Staatsverschuldung zu refinanzieren und infolgedessen weniger anfällig gegenüber außenwirtschaftlichen Einflussfaktoren sind. Gleichzeitig sind CS 0-Staaten selten in der Lage, sich im Ausland in eigener Währung zu verschulden. Dies verstärkt grundsätzlich deren Anfälligkeit, da eine Abwertung der Landeswährung die Bedienung der Auslandsschulden erschwert, was die Bereitschaft ausländischer Investoren verringert, diese Staaten zu finanzieren.

Schließlich wird das Sovereign Rating in einem letzten Schritt aus den beiden Hauptfaktoren Macro-Institutional Fundamentals und Fiscal & External Stability zusammengesetzt (siehe Abb. 6). Dabei folgt die Aggregation der Hauptfaktoren-Scores einem nicht-linearen Zusammenhang.

Abb.6: Kombination der Hauptfaktoren Macro-Institutional Fundamentals und Fiscal & External Stability

		Macro-Institutional Fundamentals									
		LR	S(+)	S	S(-)	M	E	I(+)	I	I(-)	HR
Fiscal & External Stability	LR	AAA	AAA	AAA	AA	AA-	A	A-	BBB	BB	B+
	S(+)	AAA	AAA	AA+	AA-	A+	A-	BBB+	BBB-	BB-	B
	S	AAA	AAA	AA	A+	A	BBB+	BBB	BB+	B+	B
	S(-)	AAA	AA+	AA-	A	A-	BBB	BBB-	BB	B+	B-
	M	AAA	AA	A+	A-	BBB+	BBB-	BB+	BB-	B	B-
	E	AA+	AA	A	A-	BBB	BB+	BB	B+	B-	CCC
	I(+)	AA+	AA-	A-	BBB+	BBB-	BB	BB-	B	B-	CCC
	I	AA	A+	BBB+	BBB	BB+	BB-	B+	B	CCC	CCC
	I(-)	AA-	A	BBB+	BBB-	BB	B+	B	B-	CCC	CC/C
	HR	A+	A-	BBB-	BB+	BB-	B	B-	CCC	CCC	CC/C

Bei Staaten mit sehr guten makroökonomischen und institutionellen Fundamentaldaten wird die Zahlungsfähigkeit in einem geringeren Ausmaß durch eine Verschlechterung der Risikosituation im fiskalpolitischen und außenwirtschaftlichen Bereich beeinträchtigt als dies bei Staaten mit einer schwächeren Konstitution der Fall ist. Folglich gewichtet die CRA den Hauptfaktor Macro-Institutional Fundamentals in den Mapping-Kategorien LR bis S(-) stärker als in den Kategorien, die durch ein höheres Risiko geprägt sind. Gleichzeitig sind Staaten mit einer geringen gesamtwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit und schwachen Institutionen anfälliger gegenüber einer un-

günstigen Entwicklung fiskalpolitischer oder außenwirtschaftlicher Einflussfaktoren. So ist ein BB bzw. B+ das beste Sovereign Rating, das ein Staat mit einem I(-) bzw. HR im Hauptfaktor Macro-Institutional Fundamentals erreichen kann.

Die CRA vergibt Long-term Sovereign Ratings für staatliche Emittenten sowie für von Staaten emittierte Schuldtitel. Indessen gilt der Analyserahmen für die Bestimmung des Sovereign Ratings unabhängig davon, ob die finanziellen Zahlungsverpflichtungen eines staatlichen Emittenten in Fremdwährung oder Landeswährung denominiert sind. Gleichwohl kann es bei Sovereign Ratings von Schuldtiteln in heimischer Währung zu Abweichungen kommen. Auf die Erklärung sowie die entsprechenden Kriterien für eine solche Abweichung wird in Abschnitt 5 genauer eingegangen.

Insgesamt gestaltet sich der Analyserahmen für die Beurteilung der Bonität staatlicher Emittenten flexibel. Die hier aufgeführten kombinatorischen Matrizen dienen in erster Linie der Transparenz und Veranschaulichung der Ermittlung von Sovereign Ratings. Im Rahmen der Beurteilung der Zahlungsfähigkeit kann es prinzipiell zu Abweichungen von der hier dargestellten Grundstruktur kommen, sofern die Ratinganalysten zu dem Schluss gelangen, dass dies bei einem bestimmten Staat für die angemessene Erfassung der Kreditrisiken angezeigt ist. So besteht grundsätzlich die Möglichkeit, dass zusätzliche, hier nicht aufgeführte Ratingkriterien zum Einsatz kommen oder die relative Gewichtung der Risiko- oder Hauptfaktoren unterschiedlich ausfällt.

4.2 Ratingkriterien

Die CRA analysiert im Rahmen ihrer Ratingsystematik die vier Risikofaktoren Macroeconomic Performance, Institutional Structure, Fiscal Sustainability und Foreign Exposure, die sich jeweils aus einer großen Bandbreite an quantitativen und qualitativen Indikatoren zusammensetzen. Die Kernindikatoren werden mittels statistischer Verfahren analysiert (siehe Abschnitt 4.1) und anhand der in Abbildung 7 dargestellten Gewichtung aggregiert. Der finale Risikofaktor, der dann in die Bestimmung der Hauptfaktoren eingeht, ergibt sich schließlich nach Berücksichtigung einer Reihe von Anpassungsvariablen, anhand derer länderspezifische Risikoaspekte abgebildet werden können.

Zur Beurteilung der genannten Variablen stützt sich die CRA auf historische Daten sowie Prognosen über die zukünftige Entwicklung der jeweiligen Indikatoren. Während der Rückgriff auf gesicherte Zeitreihendaten die Identifizierung von längerfristigen Trends erlaubt, wird durch die Einbeziehung von Prognosewerten der Tatsache Rechnung getragen, dass es sich bei einem Rating stets um eine in die Zukunft gerichtete Einschätzung handelt und eine reine Fortschreibung vergangener Entwicklungen zu kurz greifen kann. Die CRA verfolgt somit einen Through-the-cycle-Ansatz. Auf diese Weise ist gewährleistet, dass die Anpassung von Ratingnoten weniger durch zyklische Komponenten geprägt ist, sondern die strukturelle Verfassung einer Volkswirtschaft bzw. die Bonität des Staates widerspiegelt.

Abb. 7: Sovereign Rating Indikatoren in den einzelnen Risikofaktor-Kategorien

Risk factors	Weight (in %)	Core indicators	Adjustment variables
Macroeconomic Performance	60	GDP per capita	Credit development Economic resilience and flexibility
	20	GDP trend growth	
	20	GDP volatility	
Institutional Structure	20	Monetary policy effectiveness	Payment record Program country Sustainability of monetary policy Political risk Quality of statistics
	80	Good governance	
	40	Government effectiveness	
	20	Voice & accountability	
	20	Control of corruption	
	20	Rule of law	
Fiscal Sustainability	40	Change in government debt/GDP	Fiscal policy framework Foreign currency debt Contingent liabilities/sovereign wealth funds Demographics
	20/40*	Government debt/GDP	
	40/20*	Interest payments/Revenue	
Foreign Exposure	30/20*	(Current account balance+net FDI)/GDP	Sudden reversals in balance of payments FX regime Refinancing conditions Sustainability of external debt service
	20/30*	International reserves/Imports	
	25	Sovereign external debt/Government debt	
	25	Sovereign external debt/Total external debt	

*) Risk weights for sovereigns with currency status=3/2 and sovereigns with currency status=1/0, respectively

Während sich die Analyse der Risikofaktoren überwiegend auf quantitative Indikatoren stützt, kommen auch qualitative Indikatoren zum Tragen. In diesem Zusammenhang ist festzustellen, dass der qualitativen Analyse von Informationen grundsätzlich eine ebenso große Bedeutung zukommt wie der quantitativen Untersuchung – in manchen Fällen können qualitative Faktoren bei der Beurteilung der Bonität eines staatlichen Emittenten eine übergeordnete Rolle spielen. Dies ist in erster Linie darauf zurückzuführen, dass ein staatlicher Emittent im Vergleich zu anderen Schuldnern über besondere Befugnisse bzw. Durchgriffsrechte verfügt. So sind bei einem Staat geld- und fiskalpolitische, aber auch regulatorische und politische Handlungsspielräume vorhanden, die durch quantitative Faktoren allein nicht angemessen beurteilt werden können. Entscheidend ist ferner, dass im Fall von Sovereign Ratings die Zahlungsbereitschaft zuweilen bedeutender sein kann als die Zahlungsfähigkeit.

Grundsätzlich können weitere Indikatoren zur Beurteilung der einzelnen Risikofaktoren in Betracht gezogen werden, wenn die CRA davon ausgeht, dass zusätzliche Indikatoren im Hinblick auf die Einschätzung der Zahlungsfähigkeit und Zahlungsbereitschaft eines Staates zu einem höheren Erklärungsgehalt führen.

4.2.1 Macroeconomic Performance

Die Fähigkeit eines Staates, Staatseinnahmen zu erzielen und mit diesen seine Schulden fristgerecht und vollumfänglich zu bedienen, hängt maßgeblich von der gesamtwirtschaftlichen Leistungsfähigkeit der betreffenden Volkswirtschaft ab. Auf diese hat der Staat mittelbar Einfluss, indem er die Rahmenbedingungen für private Wirtschaftsakteure setzt. Dem Staat kommt somit eine Schlüsselrolle zu, wenn es darum geht, die Voraussetzungen für eine stabile Wirtschaftsentwicklung zu schaffen. In diesem Zusammenhang lässt die langfristige Entwicklung makroökonomischer Indikatoren darauf schließen, ob es dem Staat gelingt, die Wirtschaftsaktivität mittels wirtschafts-, fiskal- und geldpolitischer Maßnahmen zu fördern und damit auch die eigene Zahlungsfähigkeit zu gewährleisten.

Kernindikatoren

Der Initial Score für den Risikofaktor Macroeconomic Performance (im Folgenden auch MP) wird durch den gewichteten Durchschnitt der Scores für die drei konstituierenden Kernindikatoren GDP per capita, GDP trend growth und GDP volatility bestimmt.

(i) *GDP per capita*: Wichtigster Indikator für den Entwicklungsstand einer Volkswirtschaft ist das Pro-Kopf-Einkommen. Volkswirtschaften mit einem höheren Pro-Kopf-Einkommen verfügen über eine breitere potenzielle Steuergrundlage und können im Inland erworbene Einkommen oder Assets stärker besteuern oder neue Steuern einführen. Exogene Schocks können zudem besser abgefedert werden, da ein hohes Bruttoinlandsprodukt (im Folgenden auch BIP) pro Kopf tendenziell mit einem hohen wirtschaftlichen Wohlstand in Form von Human- und Sachkapital sowie einem größeren Finanzvermögen einhergeht. Grundsätzlich weisen Volkswirtschaften mit einem

höheren Pro-Kopf-BIP effektivere Institutionen sowie eine hohe politische Stabilität auf und haben oftmals Mechanismen implementiert, die geeignet sind, eine Überschuldung des Staates zu verhindern.

Das Pro-Kopf-Einkommen errechnet sich als Quotient aus dem nominalen Bruttoinlandsprodukt und der Bevölkerungszahl eines Landes. Um ein objektives und angemessenes Bild vom Grad der wirtschaftlichen Entwicklung der jeweiligen Volkswirtschaft zu erhalten, verwendet die CRA das kaufkraftbereinigte (PPP) Bruttoinlandsprodukt pro Kopf. Somit werden mögliche Wechselkurseffekte neutralisiert und die Vergleichbarkeit verschiedener Volkswirtschaften gewährleistet.

(ii) GDP growth trend: Selbst wenn ein Staat nominal keine Schulden tilgt, sinkt die staatliche Schuldenquote unter der Voraussetzung, dass ein positives Wirtschaftswachstum verzeichnet wird. Anhaltendes Wachstum ist somit eine Möglichkeit die Schuldentragfähigkeit zu verbessern. Die Verringerung der realen Schuldenlast über das Wirtschaftswachstum hat für die Regierung den Vorteil, dass keine unpopulären Einsparungen durchgesetzt werden müssen, die in der Bevölkerung die Akzeptanz für den Schuldenabbau mindern könnten. Zudem gehen von einer anhaltend positiven gesamtwirtschaftlichen Entwicklung gemeinhin positive Effekte auf die Steuereinnahmen eines Staates aus.

Da die Höhe des Wirtschaftswachstums nicht allein Resultat der Regierungspolitik ist und aufgrund exogener Ereignisse in einzelnen Jahren schwanken kann, analysiert die CRA bei ihrer Beurteilung in entsprechender Orientierung am Through-the-cycle-Ansatz das mittel- bis langfristige Trendwachstum. Zur Bestimmung des Trendwachstums stützt sich die CRA auf einen gleitenden Durchschnitt, der neben dem realen BIP-Wachstum der letzten fünf Jahre auch Prognosewerte für das laufende Jahr sowie die beiden darauf folgenden Jahre umfasst. Dabei wird berücksichtigt, dass sich die Wachstumsdynamik in einer Volkswirtschaft mit steigendem Pro-Kopf-Einkommen tendenziell abflacht und entwickelte Volkswirtschaften langsamer als Schwellen- und Entwicklungsländer wachsen.

(iii) GDP volatility: Eine hohe Schwankungsintensität der inländischen Wirtschaftsleistung kann verschiedene Gründe haben. So kann eine zu starke Abhängigkeit von Exportmärkten einhergehend mit einem unterentwickelten Binnenmarkt ebenso zu einer erhöhten Outputvolatilität führen, wie die Konzentration auf zyklische Branchen oder Rohstoffexporte. Darüber hinaus kann eine erhöhte makroökonomische Volatilität insbesondere bei Schwellenländern eine Folge der landesspezifischen Finanz- und/oder Geldpolitik sein. Stark schwankende Wachstumsraten können somit ein Indiz für eine unangemessene Fiskal- und/oder Geldpolitik sein, oder aber auf Ineffizienzen bei der Implementierung der gewählten Politikmaßnahmen hindeuten. Grundsätzlich ist eine schwankungsarme Entwicklung der Wirtschaftstätigkeit aufgrund der resultierenden Erwartungssicherheit positiv für die Kreditwürdigkeit des Staates zu werten.

Starke Schwankungen der gesamtwirtschaftlichen Leistung und in der Folge der Staatseinnahmen erschweren die Bestimmung der tatsächlichen Schuldentragfähigkeit und können zudem die

fristgerechte Bedienung der Staatsschulden gefährden. Zur Messung der Volatilität zieht die CRA die Standardabweichung der Wachstumsraten des realen BIP über einen Zeitraum von acht Jahren heran, wobei die prognostizierten Wachstumsraten für das laufende und das folgende Jahr ebenso Berücksichtigung finden wie die der vergangenen sechs Jahre.

Anpassungsvariablen

Der Initial MP-Score wird einem Anpassungsprozess unterzogen, im Rahmen dessen die CRA prüft, ob und in welchem Ausmaß länderspezifische Anpassungsvariablen zum Tragen kommen. In diesem Zusammenhang untersuchen die Ratinganalysten die Risikosituation in den Bereichen Credit development sowie Economic resilience and flexibility, wobei jeweils eine Reihe optionaler Indikatoren, die nicht zwingend bei jedem analysierten Staat angewendet werden müssen, überprüft wird.

Credit development: Grundsätzlich ist ein leistungsfähiger Finanzsektor, der in der Lage ist, die Expansion der inländischen Wirtschaft zu finanzieren, positiv zu sehen. Ein gemessen am BIP hoher Anteil inländischer Kredite signalisiert einen gut entwickelten Finanzmarkt mit einer breiten Basis inländischer Investoren. Nichtsdestotrotz besteht die Möglichkeit, dass die Kreditvergabe dauerhaft stärker als die Wirtschaftsleistung wächst. Hieraus resultiert das Risiko, dass die MP-Kernindikatoren verzerrt und die tatsächliche gesamtwirtschaftliche Leistungsfähigkeit einer Volkswirtschaft nicht adäquat reflektiert wird. Gleichzeitig können im Zuge eines Kreditbooms Risiken für die staatliche Kreditwürdigkeit entstehen. In der Folge einer zu starken Ausweitung der Kreditvergabe kann es zur Bildung von Vermögenspreisblasen kommen. Solche Boom-Bust-Zyklen bei Krediten und Vermögenspreisen können die gesamtwirtschaftliche Stabilität spürbar beeinträchtigen. So fielen die meisten Finanzkrisen mit einem scharfen Rückgang des Wirtschaftswachstums zusammen.

Um mögliche Kreditblasen in einem frühen Stadium zu identifizieren, beobachtet die CRA die Wachstumsrate der gesamtwirtschaftlichen Kreditvergabe kontinuierlich. Liegt die Ausweitung des Kreditvolumens über einen längeren Zeitraum deutlich oberhalb des durch die Fundamentaldaten gerechtfertigten Niveaus, behält sich die CRA vor, den MP-Score um bis zu zwei Stufen zu verringern. Gleiches gilt, wenn sich das Kreditwachstum erheblich von seinem langfristigen Trendwachstum abkoppeln sollte.

Economic resilience and flexibility: Die CRA misst bei der Bewertung der Kreditwürdigkeit staatlicher Emittenten dem Wirtschaftsmodell der zugrundeliegenden Volkswirtschaft eine hohe Bedeutung bei. Die Widerstandsfähigkeit der untersuchten Wirtschaft und deren Fähigkeit, sich veränderten wirtschaftlichen und finanziellen Rahmenbedingungen anzupassen, stehen dabei besonders im Fokus. Eine einseitige Ausrichtung der Wirtschaft auf bestimmte Sektoren, Rohstoffe oder Exportmärkte birgt dagegen erhebliche Risiken. Die Nachhaltigkeit eines solchen Wirtschaftsmodells und damit mittelbar auch der Staatsfinanzen kann durch technologischen Fortschritt, eine Verschiebung der Nachfragepräferenzen sowie Preisänderungsrisiken am Weltmarkt

gefährdet werden. Bei der Erstellung des Sovereign Ratings analysiert die CRA daher, ob starke Konzentrationen in der sektoralen Wirtschaftsstruktur bestehen. Zudem wird geprüft, inwieweit Rohstoffe für einen beträchtlichen Teil der Wirtschaftsleistung bzw. der Exporte stehen.

Um die Anpassungs- und Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft zu beurteilen, werden unter anderem der "Ease of doing business index" der World Bank sowie der "Global Competitiveness Index" des World Economic Forum herangezogen. Es erfolgt eine Peer-Group-Analyse, bei der das Geschäftsumfeld des jeweiligen Staates unter Berücksichtigung der Situation in Staaten mit einem vergleichbaren Grad wirtschaftlicher Entwicklung bewertet wird. Im mittel- bis langfristigen Zeitfenster lässt sich die Wettbewerbsfähigkeit einer Volkswirtschaft auch anhand der Entwicklung des realen effektiven Wechselkurses einschätzen. Darüber hinaus nimmt die Absorptionsfähigkeit gegenüber wirtschaftlichen sowie finanziellen Schocks mit einer zunehmenden Flexibilität des Arbeitsmarktes zu. Hohe Arbeitslosigkeit und eine geringe Erwerbsbeteiligung können auf Matching-Probleme oder ein rigides Arbeitsrecht hindeuten und können dazu führen, dass eine Wirtschaft hinter ihrem Wachstumspotential zurückbleibt.

Staaten, die Unternehmen günstige Standortbedingungen bieten, sowie flexible Arbeitsmärkte und eine diversifizierte Wirtschaftsstruktur aufweisen, verfügen über ein nachhaltiges Wachstumsmodell. Die Einnahmehasis des Staatshaushalts ist hinreichend breit aufgestellt und lässt sich vergleichsweise gut prognostizieren, was sich positiv auf die Zahlungsfähigkeit auswirkt. Der MP-Score kann sich im Rahmen der Anpassungsvariable Economic resilience and flexibility um bis zu vier Stufen verringern oder erhöhen.

4.2.2 Institutional Structure

Das Risiko, dass ein Staat seinen Zahlungsverpflichtungen trotz womöglich vorhandener finanzieller Ressourcen nicht nachkommt, spiegelt sich in den vorherrschenden Institutionen eines Staates wider. Dabei sind Institutionen als die Spielregeln zu verstehen, die das Verhalten der interagierenden Wirtschaftsakteure beeinflussen oder steuern. Von herausragender Bedeutung sind in diesem Zusammenhang ökonomische Institutionen wie bspw. Eigentumsrechte oder das Vorhandensein von Märkten, da diese das Anreizgefüge innerhalb einer Gesellschaft beeinflussen und die Unsicherheit im Wirtschaftssystem verringern. Ökonomische Institutionen sind größtenteils endogen und werden im Rahmen einer kollektiven Entscheidungsfindung bestimmt, deren Ausgang von den politischen Institutionen abhängig ist, welche die Beschränkungen und Anreizstrukturen der politischen Akteure bestimmen. In letzter Konsequenz erscheinen Unterschiede im Hinblick auf die Beschaffenheit ökonomischer wie politischer Institutionen einen Großteil der zwischen den einzelnen Staaten bestehenden Unterschiede beim Wirtschaftswachstum und gesellschaftlichen Wohlstand zu erklären. Entsprechend fasst die CRA die Qualität der Institutionen in einer Volkswirtschaft als politisches Signal für das Engagement und die grundlegende Bereitschaft eines Staates, seinen finanziellen Verbindlichkeiten nachzukommen, auf.

Kernindikatoren

Der Initial Score für den Risikofaktor Institutional Structure (im Folgenden auch IS) wird durch den gewichteten Durchschnitt der Scores für die zwei konstituierenden Kernindikatoren Good governance und Monetary policy effectiveness bestimmt.

(i) *Good governance*: Die Zahlungsbereitschaft nimmt im Kontext der Beurteilung der Bonität staatlicher Emittenten eine zentrale Stellung ein und ist ein wesentlicher Faktor, der das Rating staatlicher Emittenten von den Ratings anderer Emittenten oder Finanzinstrumente unterscheidet. Dabei spielen die institutionellen Rahmenbedingungen der politischen Entscheidung, die ausstehenden finanziellen Verbindlichkeiten (nicht) zu bedienen, eine grundlegende Rolle. Diese sind konstituierendes Element der Governance, d.h. die Ausübung wirtschaftlicher, politischer und administrativer Autorität zur Regelung der staatlichen Angelegenheiten auf allen Ebenen. Eine gute Regierungsführung stellt sicher, dass die langfristigen Wachstumsperspektiven einer Volkswirtschaft gegeben sind und eine merkliche Verschlechterung der staatlichen Bonität vermieden wird. Merkmale einer Good Governance sind eine gewisse Vorhersagbarkeit und die Verlässlichkeit der politischen Entscheidungsfindung – unabhängig von politischen Führungswechseln. Dagegen sind Staaten mit einer in der Tendenz unzulänglichen Führung der Regierungsgeschäfte durch ein unzuverlässiges Rechtssystem, eine geringe Effizienz des öffentlichen Sektors, eine nicht hinreichende Bindung staatlichen Handelns an Gesetze, mangelnde Transparenz bei der Verwendung öffentlicher Mittel sowie Korruption gekennzeichnet.

Um die institutionellen Rahmenbedingungen beurteilen zu können, greift die CRA unter anderem auf die World Governance Indicators der World Bank zurück. Der wichtigste Indikator für Good Governance ist der Indikator zur Effektivität und Qualität der Wirtschaftspolitik Government effectiveness, der die Kompetenz der Staatsbediensteten und Qualität öffentlicher Leistungen misst. Dieser Subindikator geht bei der Zusammensetzung zum Kernindikator Good Governance mit dem größten Gewicht ein. Bedeutsam sind zudem die beiden Indikatoren, die das Vertrauen in die staatlichen Institutionen widerspiegeln: Rule of law, der für die Berechenbarkeit der Gerichte und die Durchsetzbarkeit vertraglicher Vereinbarungen steht, sowie Control of corruption, der anzeigt, inwieweit die öffentlichen Durchgriffsrechte zur Erzielung privater Gewinne ausgenutzt werden. Die letzte Komponente besteht in Voice & accountability, die den Grad der Meinungsfreiheit in einer Volkswirtschaft wiedergibt.

(ii) *Monetary policy effectiveness*: Sehr hohe oder niedrige Inflationsraten können zur Erhöhung der gesamtwirtschaftlichen Unsicherheit und somit einer höheren Volatilität der Vermögenspreise und makroökonomischen Instabilität beitragen. Vor allem aber sieht die CRA ein preisstabiles Wirtschaftsumfeld als Kennzeichen für eine unabhängige Zentralbank sowie eine wirksame und effiziente Wirtschaftspolitik im Allgemeinen. Die Delegation von Befugnissen und Funktionen an eine unabhängige geldpolitische Behörde gewährleistet prinzipiell ein höheres Maß an Glaubwürdigkeit langfristiger wirtschaftspolitischer Zielverpflichtungen. Größere Entscheidungs-

und Eingriffsbefugnisse bilden ferner die Grundlage für ein effektiveres Eingreifen bei wirtschaftlichen wie finanziellen Fehlentwicklungen und wirken unterstützend für ein nachhaltiges Wirtschaftswachstum.

Die CRA misst die Glaubwürdigkeit einer nationalen Zentralbank anhand der mittel- bis langfristigen Inflationsentwicklung. Zur Bestimmung der Trendinflation berechnet die CRA einen gleitenden Durchschnitt, der neben den Inflationsraten der letzten fünf Jahre auch Prognosewerte für das laufende Jahr sowie die beiden darauf folgenden Jahre umfasst.

Anpassungsvariablen

Der Initial IS-Score wird einem Anpassungsprozess unterzogen, im Rahmen dessen die CRA prüft, ob und in welchem Ausmaß länderspezifische Anpassungsvariablen zum Tragen kommen. In diesem Zusammenhang untersuchen die Ratinganalysten die Risikosituation in den Bereichen Payment record, Program country, Sustainability of monetary policy, Political risk sowie Quality of statistics, wobei jeweils eine Reihe optionaler Indikatoren, die nicht zwingend bei jedem analysierten Staat angewendet werden müssen, überprüft wird.

Payment record: Die Frage, inwieweit der staatliche Schuldenstand als tragfähig einzuschätzen ist, hängt stark vom in der Vergangenheit gezeigten Zahlungsverhalten ab. Empirische Untersuchungen zeigen, dass Staaten, die bereits einmal ausgefallen sind, ein höheres Ausfallrisiko aufweisen, was als Symptom struktureller institutioneller Schwächen gesehen werden kann. Zudem führen Ausfälle dazu, dass Institutionen auch mittel- bis langfristig geschwächt bleiben. Ferner lindern Schuldenrestrukturierungen infolge eines Zahlungsausfalls oftmals kurzfristige Liquiditätsprobleme, ändern jedoch wenig an der schlechten strukturellen Konstitution des Staates, der seinen finanziellen Verbindlichkeiten nicht nachgekommen ist.

Staaten, die in der Vergangenheit ausgefallen sind, verlieren dadurch in der Regel an Reputation am Kapitalmarkt. Verglichen mit Staaten, die ihre Schulden in der Vergangenheit beglichen haben, zögern Investoren bei ausgefallenen Staaten bereits bei vergleichsweise niedrigen Verschuldungsquoten, dem Staat weitere finanzielle Mittel zur Verfügung zu stellen, da sie einen erneuten Ausfall fürchten. In der Folge steigen nicht nur die Zinssätze, die von den Kapitalgebern gefordert werden – diese Staaten sind darüber hinaus anfälliger für externe Schocks. In Abhängigkeit von ihrem historischen Zahlungsverhalten, das anhand der Ausfallhistorie sowie den Zahlungsrückständen gegenüber offiziellen Gläubigern beurteilt wird, behält sich die CRA vor, den IS-Score um bis zu drei Stufen zu verringern.

Program country: Die CRA berücksichtigt, ob der jeweilige staatliche Emittent ein Hilfsprogramm beim IMF oder – im Fall einer Zugehörigkeit zum Euroraum – der European Financial Stability Facility (im Folgenden EFSF) bzw. dem European Stability Mechanism (im Folgenden ESM) in Anspruch genommen hat. Beiden Institutionen stehen verschiedene Instrumente zur Gewährung von Stabilitätshilfen zur Verfügung, die ein Staat bei Erfüllung strikter Auflagen erhalten kann.

Dabei kann die Involvierung des IMF oder EFSF/ESM sehr unterschiedliche, zum Teil gegensätzliche Auswirkungen haben. Durch die Bereitstellung finanzieller Mittel kann ein potenzieller Zahlungsausfall verhindert werden. Zudem kann ein Hilfsprogramm eine vertrauensbildende Maßnahme darstellen, die eine Katalysatorwirkung auf offizielle und private Kreditgeber fördert. Ferner mag die Einhaltung eines makroökonomischen Anpassungsprogramms zur Gesundung der wirtschaftlichen und finanziellen Situation führen. Auf der anderen Seite könnten Investoren ein Programm als Signal verstehen, ihr Kapital schnellstmöglich aus dem betreffenden Land abziehen und somit einen „Rush to the exit“ provozieren. Daneben hängt der Erfolg eines Programms wesentlich davon ab, inwieweit sich die Regierung mit dem Maßnahmenpaket identifiziert und die Konditionalität umgesetzt wird. Die CRA nimmt eine fallspezifische Einschätzung vor, die z.B. die Ausgestaltung der Konditionalität oder die Kredithöhe und -bedingungen in Betracht zieht. Der IS-Score kann sich dementsprechend um bis zu zwei Stufen erhöhen oder verringern.

Sustainability of monetary policy: Während der Inflationstrend als Indikator für die Zielerfüllung und Effektivität einer Zentralbank und die Qualität der Institutionen im Allgemeinen betrachtet wird, qualifiziert die CRA diese Messgröße im Rahmen des Anpassungsprozesses durch die Volatilität der Inflationsrate. Prinzipiell kann eine volatile Inflationsentwicklung das Wirtschaftswachstum selbst bei einem verhaltenen Preisauftrieb bremsen. Eine stark schwankende Inflationsrate führt dazu, dass die Erwartungsbildung über das künftige Preisniveau mit großer Unsicherheit behaftet ist und ist ein Anzeichen dafür, dass die Zentralbank Schwierigkeiten bei der Erfüllung ihres Mandats hat.

Zur Messung der Volatilität zieht die CRA die Standardabweichung der Inflationsrate über einen Zeitraum von acht Jahren heran, wobei die prognostizierten Inflationsraten für das laufende und das folgende Jahr ebenso Berücksichtigung finden wie die der vergangenen sechs Jahre. In Abhängigkeit der Höhe der Inflationsvolatilität kann sich der IS-Score um eine Stufe verringern oder erhöhen.

Political risk: Ein Zahlungsausfall kann durch eine Veränderung politischer Parameter ausgelöst werden, welche die Zahlungsbereitschaft eines Staates bestimmen. Grundsätzlich erhöht politische Instabilität das Risiko eines Zahlungsausfalls. Entsprechend sind Zahlungsausfälle in einer engen Verbindung mit einer politischen Wende bzw. einem Politikwechsel sowie zunehmenden politischen und sozialen Spannungen zu sehen. Die Wirtschaftshistorie hat gezeigt, dass soziale Unruhen, politische Konflikte oder im schlimmsten Fall sogar kriegerische Auseinandersetzungen zu Zahlungsausfällen führen können. Empirische Studien deuten zudem darauf hin, dass die Wahrscheinlichkeit eines politischen Wechsels das Ausfallrisiko unmittelbar vor Wahlen erhöht. Einem Politikwechsel muss jedoch nicht unbedingt eine Wahl vorausgehen, auch der Austausch eines hochrangigen Ministers könnte eine Veränderung in der Zahlungsbereitschaft signalisieren.

Die CRA greift unter anderem auf den World Governance Indicator der World Bank, Political stability and absence of violence zurück, der die Wahrnehmung der Wahrscheinlichkeit abbildet, dass ein Staat durch verfassungswidrige oder gewaltsame Mittel destabilisiert wird. Hierbei ist zu betonen, dass das politische Risiko quantitativ schwer zu erfassen ist und der genannte Indikator nur Ausgangspunkt der Analyse ist. Sollte die CRA zu dem Schluss gelangen, dass politische Faktoren ein Risiko für die Zahlungsbereitschaft eines staatlichen Emittenten bergen oder in der kurzen bis mittleren Frist darstellen könnten, kann sich der IS-Score um bis zu drei Stufen verringern.

Quality of statistics: Die Beurteilung des Kreditrisikos kann durch eine nicht hinreichende Qualität der Daten wesentlich erschwert werden. Die Qualitätskriterien im Hinblick auf die Daten aus nationalen Quellen sind insbesondere die Genauigkeit der Schätzungen, die Aktualität und Pünktlichkeit der Datenbereitstellung, die Verfügbarkeit und Klarheit der Informationen, die Vergleichbarkeit der verfügbaren Statistiken sowie die Kohärenz der Daten. Sollten die Ratinganalysten der CRA im Ratingprozess Mängel bezüglich der öffentlich verfügbaren nationalen Daten feststellen, kann dies zu einer Verringerung des IS-Scores um eine Stufe führen.

4.2.3 Fiscal Sustainability

Im Gegensatz etwa zur Entwicklung der Weltkonjunktur, die nicht direkt beeinflussbar ist, liegt die Ausrichtung der Fiskalpolitik im alleinigen Verantwortungsbereich der jeweiligen Regierung. Somit handelt es sich um einen maßgeblichen Indikator für die Effizienz und Qualität staatlichen Handelns. Die Konditionen, zu denen ein Staat am Kapitalmarkt Schuldtitel platzieren kann, hängen entscheidend davon ab, welche Ziele die staatliche Fiskalpolitik verfolgt und ob die dazu genutzten Mittel angemessen sind, um diese Ziele zu erreichen. Grundsätzlich dürften sich für Staaten mit einer nachhaltigen Fiskalpolitik der Zugang zum Kapitalmarkt und die Finanzierungsbedingungen günstiger gestalten. Eine nachhaltige Fiskalpolitik beinhaltet mehrere Elemente. Zuerst muss sie glaubwürdig signalisieren, dass die Staatsverschuldung langfristig auf einem moderaten Niveau gehalten wird, so dass die Tragfähigkeit der Schuldenlast auch bei Eintritt unvorhergesehener Ereignisse gegeben ist. Im Hinblick auf die Verwendung der Steuermittel sollte der Staat dafür Sorge tragen, dass neben rein konsumptiven Ausgaben auch ausreichend Investitionen getätigt werden, die das langfristige Wachstumspotential der Volkswirtschaft stärken.

Kernindikatoren

Der Initial Score für den Risikofaktor Fiscal Sustainability wird durch den gewichteten Durchschnitt der Scores für die drei konstituierenden Kernindikatoren Government debt/GDP, Change in government debt/GDP und Interest payments/Revenue bestimmt. Dabei gehen die Variablen Government debt/GDP und Interest payments/Revenue in Abhängigkeit vom Währungsstatus eines Staates gemäß der in Abbildung 7 aufgeführten Gewichtung in die Aggregation zum Hauptfaktor Fiscal Sustainability (im Folgenden auch FS) ein.

(i) *Government debt/GDP*: Grundsätzlich steigt die Ausfallgefahr eines Staates mit dessen Schuldenquote, da die Ausgaben für den Schuldendienst bei einer steigenden Schuldenquote tendenziell zunehmen. Da die Verschuldungssituation unmittelbare Folge der Haushaltspolitik ist, kann eine hohe Schuldenquote zudem auf strukturelle Ineffizienzen im Ausgabeverhalten und/oder bei der Generierung von Staatseinnahmen hinweisen. Darüber hinaus geht mit einer hohen Schuldenquote eine Einengung des Handlungsspielraums der Regierung einher, etwa um auf exogene Schocks zu reagieren. Liegt die Schuldenquote über 90% des BIP, so wirkt sich dies dämpfend auf das Wirtschaftswachstum der jeweiligen Volkswirtschaft aus. Die Wirkungskanäle sind (i) das Sparverhalten des privaten Sektors, (ii) öffentliche Investitionen sowie (iii) die Totale Faktorproduktivität (TFP).

(ii) *Change in government debt/GDP*: Die Veränderungsrate der staatlichen Schuldenquote ist insbesondere für die Entwicklung der Risikoprämien langfristiger Staatsanleihen entscheidend. Wächst die Staatsverschuldung gemessen am BIP stark an, so verlangen Investoren für die Gewährung neuer Finanzmittel tendenziell höhere Risikoprämien. In der Folge steigt die Belastung des Staatshaushaltes durch Zinszahlungen, zu deren Bedienung abermals neue Kredite aufgenommen werden müssen, was die Schuldenquote wiederum ansteigen lässt. Es besteht die Gefahr, dass der Staat in einen Teufelskreis aus steigenden Zinsen und wachsender Verschuldung gerät. Mit steigenden Zinsen für staatliche Schuldtitel ist zudem die Gefahr eines Crowding Out verbunden.

Zur Bestimmung des Schuldentrends stützt sich die CRA auf die jährliche Veränderung der Schuldenquote und bildet einen gleitenden fünfjährigen Durchschnitt, der neben den letzten zwei Jahren auch Prognosewerte für das laufende Jahr sowie die beiden darauf folgenden Jahre umfasst.

(ii) *Interest payments/Revenue*: Neben dem Niveau und der Dynamik ist die Finanzierbarkeit der Staatsschulden bei der Beurteilung der Fiskalpolitik zu berücksichtigen. Zunächst zeigt das Verhältnis von Zinsausgaben und Staatseinnahmen an, ob die erhobenen Steuern und Abgaben ausreichen, um die Zinszahlungen zu leisten. Dabei ist zum einen die Stabilität der Einnahmenseite zu bewerten, aber auch die Sensitivität der Zinsbelastung gegenüber möglichen Zinsänderungs- oder Wechselkursrisiken. Wird ein hoher Anteil der Staatsausgaben für den Zinsdienst aufgewendet, so schränkt dies den fiskalpolitischen Spielraum der Regierung deutlich ein. Zudem geht ein steigendes Verhältnis von Zinszahlungen zu Einnahmen mit einer abnehmenden Zahlungsbereitschaft des Staates einher. Empirische Analysen zeigen, dass Staaten dazu neigen, sich für zahlungsunfähig zu erklären, wenn die Interest payments/Revenue-Ratio über 25% steigt. Steigt der Anteil des Schuldendienstes an den Staatseinnahmen, so stehen weniger Finanzmittel zur Verfügung, um bspw. Sozialleistungen und öffentliche Güter zu finanzieren. In der Folge wird der Vorrang des Schuldendienstes vor anderen staatlichen Ausgaben zunehmend durch die Bevölkerung in Frage gestellt und der politische Druck wächst, den Schuldendienst einzustellen oder dessen Konditionen mit den staatlichen Kreditgebern neu zu verhandeln.

Anpassungsvariablen

Der Initial FS-Score wird einem Anpassungsprozess unterzogen, im Rahmen dessen die CRA prüft, ob und in welchem Ausmaß länderspezifische Anpassungsvariablen zum Tragen kommen. In diesem Zusammenhang untersuchen die Ratinganalysten die Risikosituation in den Bereichen Fiscal policy framework, Foreign currency debt, Contingent liabilities/sovereign wealth funds sowie Demographics, wobei jeweils eine Reihe optionaler Indikatoren, die nicht zwingend bei jedem analysierten Staat angewendet werden müssen, überprüft wird.

Fiscal policy framework: Die Ratinganalysten analysieren die Wahrscheinlichkeit, dass sich die Schuldenquote auf einem langfristig tragfähigen Niveau bewegt und die Bedienung der Schulden aus den Steuereinnahmen geleistet werden kann. Eine Schlüsselrolle kommt hierbei der Dynamik der Neuverschuldung zu. Als Indikator dient der mittelfristige Trend des konjunkturbereinigten Primärsaldos des Staatshaushaltes. Des Weiteren wird überprüft, ob es institutionell verankerte Regeln gibt, die eine übermäßige Neu- bzw. Gesamtverschuldung effektiv unterbinden können. Ebenfalls untersucht wird die Laufzeitstruktur der ausstehenden Schuldtitel, insbesondere der kurzfristige Refinanzierungsbedarf. Die CRA analysiert darüber hinaus die Stabilität der Staatseinnahmen. Die historische Volatilität der Steuereinnahmen in Zeiten eines rückläufigen oder stagnierenden BIPs ist dabei ebenso von Interesse wie die Herkunft der Mittel.

Staaten, die eine moderate Neuverschuldung aufweisen und eine regelgebundene Haushaltspolitik verfolgen, stärken durch eine solche Politik das Vertrauen der Marktakteure in die langfristige Solidität der Staatsfinanzen und verbessern dadurch ihre Zahlungsfähigkeit. Im Rahmen der Anpassungsvariable Fiscal policy framework kann sich der FS-Score um bis zu drei Stufen verringern oder erhöhen.

Foreign currency debt: Insbesondere Schwellen- und Entwicklungsländer verschulden sich überwiegend in Fremdwährung. Ist ein maßgeblicher Teil der Staatsschulden in fremder Währung denominiert, kann eine plötzliche starke Abwertung der Landeswährung dazu führen, dass sich die realen Zins- und Tilgungszahlungen für Fremdwährungsverbindlichkeiten erheblich erhöhen. Anders als im Falle von Anleihen, die in Landeswährung denominiert sind, hat der staatliche Emittent nur begrenzte Möglichkeiten, um gegenzusteuern. Der FS-Score kann sich um bis zu zwei Stufen verringern, wenn ein Großteil der Staatsschulden in Fremdwährungen denominiert ist.

Contingent liabilities/sovereign wealth funds: Bei Eventualverbindlichkeiten handelt es sich um Verbindlichkeiten außerhalb des Staatshaushaltes, die bei Eintritt besonderer Ereignisse wirksam werden. Hohe Eventualverbindlichkeiten stellen somit ein latentes Risiko für die künftige Entwicklung der Schuldenquote dar. Unter Eventualverbindlichkeiten fallen bspw. Bürgschaften für staatseigene Unternehmen sowie Garantien für Verbindlichkeiten des inländischen Bankensektors. Werden diese Garantien etwa in Folge einer Bankenkrise fällig, so muss der Staat die zur Rekapitalisierung der Banken erforderlichen Finanzmittel bereitstellen, um die Funktionsfähigkeit des inländischen Finanzsystems zu gewährleisten. Um potentielle Gefahrenherde im inländischen

schen Bankensystem frühzeitig zu erkennen, stützt sich die CRA auf ein breites Set an Indikatoren zur Beurteilung der Finanzstabilität, das u.a. den Anteil notleidender Kredite, die Entwicklung der Immobilienpreise oder die Loan-Deposit-Ratio umfasst. Daneben finden auch Vermögenswerte außerhalb der staatlichen Bilanz Berücksichtigung. Insbesondere Staaten mit hohen Leistungsbilanzüberschüssen verfügen häufig über staatliche Investitionsfonds, die einen Teil der Überschüsse in ausländische Anleihen und Unternehmensbeteiligungen investieren. Die Existenz eines solchen Fonds stellt Staatsvermögen außerhalb des Haushalts dar, das bei Bedarf liquidiert werden kann und somit die Bonität des staatlichen Schuldners verbessert. Insgesamt kann die Bewertung der Eventualverbindlichkeiten und des Vermögens der Staatsfonds den FS-Score um eine Stufe erhöhen oder um bis zu zwei Stufen verringern.

Demographics: Eine hohe Erwerbsbeteiligung vorausgesetzt, wirkt sich ein hoher Bevölkerungsanteil zwischen 15 und 64 Jahren positiv auf den Staatshaushalt aus. Je nach Lebensphase ist ein Staatsbürger in der Regel Nettobeitragszahler oder –empfänger staatlicher Leistungen. Zudem analysiert die CRA die Entwicklung der Gesundheits- und Sozialausgaben. Sind aufgrund der demografischen Bevölkerungszusammensetzung oder des zu beobachtenden Ausgabentrends künftige Belastungen für den Staatshaushalt zu erwarten, die nur über eine Ausweitung der Neuverschuldung finanziert werden können, so kann sich der FS-Score um eine Stufe verringern.

4.2.4 Foreign Exposure

Neben der Globalisierung des Handels mit Waren und Dienstleistungen hat auch die Integration der internationalen Finanzmärkte spürbar zugenommen. Staaten wie Unternehmen nutzen die Möglichkeit, sich am internationalen Kapitalmarkt zu verschulden und von unterschiedlichen Finanzierungskonditionen zu profitieren. Von der engeren Vernetzung der internationalen Wirtschaftsakteure gehen jedoch Risiken aus. Negative Entwicklungen in einzelnen Volkswirtschaften sind nur noch schwer zu isolieren. Eine hohe Abhängigkeit von ausländischen Finanzmitteln erhöht die Verwundbarkeit des Staates ebenso wie chronische, außenwirtschaftliche Ungleichgewichte. Die Kreditwürdigkeit eines Staates kann daher nur adäquat beurteilt werden, wenn den Risiken Rechnung getragen wird, die mit den Finanz- und Warenströmen zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden einhergehen. Im Fokus steht dabei insbesondere, ob ein staatlicher Emittent hinreichend Mittel in fremder Währung erwirtschaftet, um seine finanziellen Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden nachzukommen.

Kernindikatoren

Der Initial Score für den Risikofaktor Foreign Exposure wird durch den gewichteten Durchschnitt der Scores für die vier konstituierenden Kernindikatoren (Current account balance+net FDI)/GDP, International reserves/Imports, Sovereign external debt/Government debt sowie Sovereign external debt/Total external debt bestimmt. Dabei gehen die Variablen (Current account balance+net FDI)/GDP und International reserves/Imports in Abhängigkeit vom Währungsstatus eines Staates

gemäß der in Abbildung 7 aufgeführten Gewichtung in die Aggregation zum Hauptfaktor Foreign Exposure (im Folgenden auch FE) ein.

(i) *(Current account balance+net FDI)/GDP*: Fließen einer Volkswirtschaft dauerhaft mehr Mittel zu als aus ihr abfließen, so stärkt dies die Zahlungsfähigkeit eines staatlichen Emittenten. Wirtschaftliche Transaktionen zwischen Gebietsansässigen und Gebietsfremden werden in der Leistungsbilanz erfasst, deren Saldo als Indikator für die Fähigkeit eines Staates dient, Devisen zu erwirtschaften. Bei einem Leistungsbilanzüberschuss übersteigen die Einkünfte aus dem Ausland die Zahlungen und der Staat bildet Vermögen im Ausland, das für die Bedienung von Fremdwährungsschulden oder die Aufstockung von Währungsreserven genutzt werden kann. Bei Direktinvestitionen handelt es sich um Auslandsinvestitionen mit dem Ziel, in einer anderen Volkswirtschaft Tochterunternehmen zu gründen oder sich an gebietsfremden Unternehmen zu beteiligen. Auch die Vergabe von Krediten zwischen verbundenen Firmen sowie der Erwerb von Bonds werden zu den Direktinvestitionen gerechnet. Positive Nettodirektinvestitionen bedeuten, dass Gebietsfremde mehr in die inländische Wirtschaft investieren als die Gebietsansässigen im Ausland. Als Maß für die Abhängigkeit des Staates von externen Kapitalzuflüssen zieht die CRA das Verhältnis der Summe aus Leistungsbilanzsaldo und Nettodirektinvestitionen zur Wirtschaftsleistung heran.

(ii) *International reserves/Imports*: Insbesondere Schwellenländer, die sich nicht oder nur eingeschränkt in eigener Währung verschulden können, sind anfällig für Liquiditätskrisen. Viele dieser Staaten finanzieren ihr Leistungsbilanzdefizit durch ausländische Gläubiger. Ziehen diese ihr Kapital unerwartet und in großem Umfang ab, so kann es zu einer massiven Abwertung der Landeswährung kommen, was Importe deutlich verteuert. Um sicherzustellen, dass die gebietsansässigen Unternehmen weiter Rohstoffe und Vorprodukte importieren und ihre Fremdwährungsverbindlichkeiten begleichen können, muss die Zentralbank ihre Währungsreserven angreifen. Stehen nicht ausreichend Devisen zur Verfügung, kann ein Rückgang der Wirtschaftsleistung und eine Verschärfung der Insolvenzsituation im Unternehmenssektor drohen.

Um zu bestimmen, ob die Währungsreserven der Größe und dem Grad der Offenheit einer Volkswirtschaft angemessen sind, analysiert die CRA das Verhältnis von Gold- und Währungsreserven zu den Importen. Je höher der Anteil der Gold- und Währungsreserven ausfällt, desto eher kann ein Land seine Schulden in fremder Währung begleichen und desto geringer ist die Anfälligkeit der Wirtschaft gegenüber Liquiditätsschocks.

(iii) *Sovereign external debt/Government debt und Sovereign external debt/Total external debt*: Staaten können ihren Finanzbedarf durch Aufnahme von Auslandsschulden decken. Insbesondere Volkswirtschaften mit einem wenig entwickelten heimischen Kapitalmarkt machen von dieser Möglichkeit häufig Gebrauch. Darüber hinaus können die verhältnismäßig günstigen Zinskonditionen in Zeiten einer hohen Liquidität an den internationalen Finanzmärkten für Staaten einen Anreiz darstellen, sich extern zu verschulden.

Prinzipiell ist es im Hinblick auf die staatliche Kreditwürdigkeit negativ zu werten, wenn ein höherer Anteil der Schulden von ausländischen Investoren gehalten wird. Selbst Staaten mit einer moderaten Verschuldung setzen sich hohen Risiken aus, wenn sie zur Finanzierung des Staatshaushaltes auf stetige Kapitalzuflüsse aus dem Ausland angewiesen sind. Das Kreditangebot ausländischer Gläubiger ist als prozyklisch und volatil zu charakterisieren. Kommt es auf den internationalen Kapitalmärkten zu unvorhergesehenen Ereignissen, in deren Folge die Risikoaversion der Marktteilnehmer steigt, so besteht die Gefahr, von den ausländischen Finanzierungsquellen abgeschnitten zu werden. Ein solcher Sudden stop kann den betreffenden Staat in eine Liquiditätskrise stürzen und dessen Zahlungsfähigkeit ernsthaft gefährden. Bei Schwellen- und Entwicklungsländern kommt hinzu, dass die Auslandsschulden häufig in fremder Währung denominiert und nach ausländischem Recht begeben sind, was vor dem Hintergrund von Währungsinkongruenzen weitere Risiken birgt. So werden die Einkünfte in der Regel in Landeswährung erzielt, während die Verbindlichkeiten in Fremdwährung beglichen werden müssen. Wertet die Landeswährung stark ab, steigt die reale Schuldenlast in fremder Währung. Ferner kann ein Staat seine Fremdwährungsverbindlichkeiten nicht durch inflationär wirkende Maßnahmen gezielt entwerten.

Um den Grad der Abhängigkeit von ausländischem Kapital zu bestimmen, nutzt die CRA zwei Indikatoren. Dabei handelt es sich um den Quotient aus staatlicher Auslandsverschuldung und staatlicher Gesamtverschuldung bzw. aus staatlichen Auslandsverbindlichkeiten und gesamter Auslandsverschuldung eines Landes.

Anpassungsvariablen

Der Initial FE-Score wird einem Anpassungsprozess unterzogen, im Rahmen dessen die CRA prüft, ob und in welchem Ausmaß länderspezifische Anpassungsvariablen zum Tragen kommen. In diesem Zusammenhang untersuchen die Ratinganalysten die Risikosituation in den Bereichen Sudden reversals in balance of payments, FX Regime, Refinancing conditions sowie Sustainability of external debt service, wobei jeweils eine Reihe optionaler Indikatoren, die nicht zwingend bei jedem analysierten Staat angewendet werden müssen, überprüft wird.

Sudden reversals in balance of payments: Die empirische Evidenz zeigt, dass es insbesondere in Schwellenländern häufig zu Zahlungsbilanzkrisen kommt, wenn sich Kapitalströme plötzlich umkehren. Vor diesem Hintergrund untersucht die CRA die Zahlungsbilanz und deren Teilbilanzen auf mögliche Schwachstellen, wobei die Entwicklung der Leistungs- und Kapitalbilanz sowie des Auslandsvermögensstatus (im Folgenden Net international investment position, NIIP) im Fokus stehen. Als zeitpunktbezogene Bestandserhebung ergänzt die NIIP die Zahlungsbilanz, die als zeitraumbezogene Statistik wertmäßig alle wirtschaftlichen Transaktionen zwischen Inländern und Ausländern innerhalb einer bestimmten Periode erfasst. Eine positive NIIP steht meist in engem Zusammenhang mit einem Leistungsbilanzüberschuss. Werden Exportüberschüsse etwa in ausländische Wertpapieranlagen investiert, so verbessert sich die NIIP.

Grundsätzlich sinkt die Anfälligkeit einer Volkswirtschaft gegenüber externen Schocks, wenn der inländische Konsum ohne Zufluss ausländischen Kapitals finanziert werden kann, also kein Leistungsbilanzdefizit vorliegt. Eine positive NIIP, die eine größere Unabhängigkeit von externen Finanzmitteln signalisiert, wirkt sich ebenso positiv auf die Verwundbarkeit gegenüber exogenen Schocks aus. In Abhängigkeit des externen Finanzierungsbedarfs kann sich der FE-Score um bis zu zwei Stufen verringern oder verbessern.

FX Regime: Der Beurteilung des staatlichen Wechselkursregimes kommt eine hohe Bedeutung zu, da sich der Außenwert einer Währung über verschiedene Kanäle auf die Anfälligkeit gegenüber externen Faktoren auswirkt. Der Wechselkurs beeinflusst neben der Schuldenlast in ausländischer Währung auch die Entwicklung der Direktinvestitionen und der Leistungsbilanz. Ein fixes Wechselkursregime schränkt den Handlungsspielraum eines Staates merklich ein, so dass dieser mangels einer souveränen Währungspolitik nur einen begrenzten Einfluss auf die wirtschaftlichen und finanziellen Bedingungen einer Volkswirtschaft ausüben kann. In der Vergangenheit hat sich gezeigt, dass fixe Wechselkursregime insbesondere dann zu immensen gesamtwirtschaftlichen Kosten führen, wenn sie sich nicht dauerhaft aufrechterhalten lassen. Darüber hinaus riskiert jede Regierung, die ihre Landeswährung den Marktkräften entzieht, das Entstehen von außenwirtschaftlichen Ungleichgewichten, die in Zahlungsbilanzkrisen münden können.

Bei der Beurteilung des staatlichen Währungsregime orientiert sich die CRA an der Klassifikation der Wechselkursregime des IMF Annual Report on Exchange Arrangements and Exchange Restrictions (AREAER), der vier Währungsregimes unterscheidet: Floating, Hard Peg, Soft Peg sowie sonstige Wechselkursvereinbarungen. Ein fixes Wechselkursregime kann z.B. in Verbindung mit nachhaltigen Zahlungsbilanzungleichgewichten die Anfälligkeit eines Staates für externe Schocks erhöhen und den FE-Score um bis zu zwei Stufen verringern.

Refinancing conditions: Grundsätzlich sollten die Finanzierungsbedingungen eines Staates zu jedem Zeitpunkt dessen makroökonomische Fundamentaldaten widerspiegeln. Kommt es jedoch an den internationalen Anleihemärkten zu Turbulenzen, so können sich die Refinanzierungsbedingungen zeitweise von der makroökonomischen Situation lösen, so dass es vor dem Hintergrund eines plötzlichen Anstiegs der Risikoaversion zu einer Portfolioumschichtung kommt. Dabei werden Anleihen von Schwellenländern verkauft und die freiwerdenden Mittel in Schuldtitel der Industrieländer oder für sicher erachtete Finanzinstrumente reinvestiert („Flight to safety“). In der Folge können die Risikoprämien eines Staates steigen und sich dessen Finanzierungskosten erhöhen. Gemessen an den Renditen für zehnjährige Staatsanleihen und dem 5-Jahres CDS Spread kann ein deutlicher und sprunghafter Anstieg der mittel- bis langfristigen Finanzierungskosten den FE-Score um bis zu zwei Stufen verringern.

Sustainability of external debt service: Für einen nachhaltigen ausländischen Schuldendienst spielen die Währungsreserven vor allem für Schwellen- und Entwicklungsländer eine entscheidende Rolle, da deren Auslandsverbindlichkeiten in der Regel in Euro oder US-Dollar denominated

sind. Die CRA stützt sich bei der Beurteilung der Nachhaltigkeit des Auslandsschuldendienstes auf zwei Indikatoren. Das Verhältnis von Zins- und Tilgungszahlungen zu den Währungsreserven gibt an, wie lange ein Staat seine Auslandsschulden bedienen kann, wenn keine Devisen mehr ins Land fließen. Um das Liquiditätsrisiko abzubilden, wird das Verhältnis der kurzfristigen Verbindlichkeiten gegenüber Gebietsfremden zu den Währungsreserven betrachtet. Der FE-Score verringert sich um bis zu zwei Stufen, wenn die Nachhaltigkeit des Auslandsschuldendienstes nicht gegeben erscheint.

5 Foreign Currency und Local Currency Sovereign Rating

Die Ratingsystematik der CRA gilt für staatliche Zahlungsverpflichtungen in heimischer und ausländischer Währung. Dies bedeutet, dass bei der Beurteilung von Schuldtiteln in heimischer Währung in der Regel dieselben Risikofaktoren zum Tragen kommen wie bei den Fremdwährungsverbindlichkeiten eines Staates.

Zwar kann ein Staat Einnahmen in heimischer Währung generieren, indem er Steuern erhebt oder die Steuerbasis erweitert. Zudem kann ein Staat – abgesehen von der zumindest in der Theorie bestehenden Möglichkeit, unbegrenzt Geld zu drucken – über expansive geldpolitische Maßnahmen die Refinanzierungskosten beeinflussen. Schließlich verfügen Staaten mit einem liquiden inländischen Kapitalmarkt über eine größere Flexibilität bei der Refinanzierung ihrer Verbindlichkeiten in inländischer Währung, so dass sie weniger abhängig von den internationalen Kapitalmärkten sind.

Gleichzeitig liefern die in der jüngeren Vergangenheit gesammelten historischen Ausfallerfahrungen wenig Belege, dass Staaten zwischen heimischen und ausländischen Gläubigern unterscheiden und die Bedienung der finanziellen Verbindlichkeiten in heimischer Währung priorisieren. Eine solche bevorzugte Behandlung von Gläubigern, die Schuldtitel in Landeswährung halten und eine entsprechende Differenzierung zwischen Local und Foreign Currency Sovereign Ratings spielt zudem vor dem Hintergrund der immer weiter fortschreitenden Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte eine untergeordnete Rolle. Angesichts der Tatsache, dass die Kapitalmärkte nicht nur in den Industrienationen sondern auch in den Schwellenländern immer tiefer und breiter werden, hat das Risiko zugenommen, dass Probleme bei der Bedienung der Auslandsverschuldung auch auf die Verschuldung in heimischer Währung übergreifen und vice versa. Zudem erscheinen die Anreize für die bevorzugte Behandlung inländischer Verschuldung relativ gering, da Kapitalverkehrskontrollen nicht nur in den Industrienationen zunehmend aufgehoben werden und das Kapital ausländischer Investoren weitgehend ungehindert in ein Land hinein- und herausfließen kann. In Fällen, in denen ein Staat keine eigene Währung besitzt (z.B. Währungsunion, Dollarisierung), wird nicht zwischen Verschuldung in Fremd- und Landeswährung unterschieden.

Dementsprechend unterscheidet sich das Sovereign Rating für Schuldtitel in heimischer Währung selten vom Foreign Currency Sovereign Rating. Dennoch kann es in einzelnen Fällen angebracht sein, dass ein Local Currency Sovereign Rating vom Foreign Currency Sovereign Rating abweicht. Dabei verfolgt die CRA einen Notch-up-Approach, d.h. wenn die Beurteilung der Bonität in heimischer und ausländischer Währung auseinanderfällt, dann kann das Local Currency Sovereign Rating ein bis zwei Rating-Notches über dem Foreign Currency Sovereign Rating liegen. Die Entscheidung der CRA, ob oder um wie viele Notches das Local Currency Sovereign Rating vom Foreign Currency Sovereign Rating abweicht, basiert im Wesentlichen auf drei Kriterien:

- (i) Entwicklung der inländischen Kapitalmärkte: Staaten, die sich auf tiefe und breite heimische Kapitalmärkte stützen können, steht prinzipiell eine kostengünstige und sichere Finanzierungsquelle zur Bedienung ihrer finanziellen Verbindlichkeiten in Landeswährung zur Verfügung. Dies trifft mitunter dann zu, wenn die Marktkapitalisierung der heimischen Aktien- und Anleihenmärkte relativ hoch ist oder ein freier Kapitalverkehr vorliegt.
- (ii) Ungleichgewicht zwischen fiskalpolitischer Performance und Anfälligkeit gegenüber außenwirtschaftlichen Einflüssen: Verfolgen Regierungen eine nachhaltige Fiskalpolitik und verfügen über eine solide Haushaltsentwicklung, während ihr Finanzierungsbedarf von externen Schocks empfindlich getroffen werden könnte, spricht dies tendenziell für ein besseres Local Currency Sovereign Rating. In solchen Fällen wird die negative Ausprägung des Hauptfaktors Fiscal & External Stability in der Regel durch den Risikofaktor Foreign Exposure determiniert.
- (iii) Verlässlichkeit des Schuldendienstes: Lassen sich anhand des in der Vergangenheit gezeigten Zahlungsverhaltens Fälle identifizieren, in denen eine bevorzugte Behandlung der Verschuldung in Landeswährung vorlag, kann ein besseres Local Currency Sovereign Rating in Erwägung gezogen werden.

6 Fortlaufende Überwachung

Nach Veröffentlichung eines Sovereign Ratings werden die konjunkturellen und finanziellen Bedingungen und Entwicklungen durch das Analystenteam fortlaufend überwacht (Monitoring). Das Ziel besteht darin, dass das Rating in seiner Aussage aktuell ist. Treten wesentliche Ereignisse oder Entwicklungen auf, die sich positiv oder negativ auf die Beurteilung der Fähigkeit und Bereitschaft eines Staates auswirken, seine finanziellen Verpflichtungen vollständig und fristgerecht zu begleichen, wird das Sovereign Rating angepasst.

Anhang

Ausfalldefinition

Die CRA wird das Sovereign Rating auf D (Default) herabsetzen, wenn der staatliche Emittent eines Schuldtitels oder einer finanziellen Verbindlichkeit, einer Schuldverschreibung oder eines anderen Finanzinstruments seinen finanziellen Zahlungsverpflichtungen gegenüber Gläubigern des privaten Sektors nicht nachkommt.

Die CRA wird das Sovereign Rating auf SD (Selective Default) herabsetzen, wenn der Emittent nur in Bezug auf eine bestimmte finanzielle Zahlungsverpflichtung in Zahlungsverzug gerät, wohingegen die Zahlungsverpflichtungen für andere Schuldtitel oder schuldtitelähnliche Finanzinstrumente weiterhin erfüllt werden.

Dabei betrachtet die CRA einen Staat als zahlungsunfähig, wenn eines der folgenden Ereignisse eintritt:

- i. Der Emittent zahlt das Kapital oder die Zinsen auf seine finanziellen Verpflichtungen nicht zum Fälligkeitstag (unter Berücksichtigung vereinbarter Nachfristen) zurück, wie es in den Vertragsbedingungen der Kreditvereinbarung festgelegt wurde.
- ii. Der Emittent nimmt eine einseitige, zwanghafte Veränderung der vertraglich vereinbarten Modalitäten für die Rückzahlung des Kapitals oder der Zinsen vor, z.B. indem er die Laufzeit verlängert oder die ausstehenden Schulden in eine neue Währung konvertiert.
- iii. Der Emittent bietet eine Umschuldung der ausstehenden Schuld oder neue Schuldtitel zu ungünstigeren Konditionen an, was im Verhältnis zur ursprünglichen Schuldtitelemission zu einer Verminderung der finanziellen Zahlungsverpflichtung des Emittenten führt.
- iv. Der Emittent erklärt die Zahlungsunfähigkeit bzw. den Staatsbankrott, so dass die finanziellen Zahlungsverpflichtungen sehr wahrscheinlich nicht erfüllt werden oder sich die Auszahlungen zumindest wesentlich verzögern werden.