

Gärtner, Manfred; Griesbach, Björn; Jung, Florian

**Article — Published Version**

## Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken

Wirtschaftsdienst

*Suggested Citation:* Gärtner, Manfred; Griesbach, Björn; Jung, Florian (2012) : Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken, Wirtschaftsdienst, ISSN 1613978X, Springer, Heidelberg, Vol. 92, Iss. 4, pp. 251-255, <https://doi.org/10.1007/s10273-012-1370-7>

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/68378>

### Standard-Nutzungsbedingungen:

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

### Terms of use:

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

Manfred Gärtner, Björn Griesbach, Florian Jung

# Die Macht der Meinungsmacher: Ratingagenturen und staatliche Verschuldungsdynamiken

**Die Finanzmärkte reagieren in der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise offensichtlich auf Meinungsäußerungen der marktbeherrschenden Ratingagenturen – selbst wenn diese in scheinbarem Widerspruch zur vorherigen Bewertung ökonomischer Fundamentaldaten stehen. Das führt dazu, dass private Interessen staatliche Verschuldungsdynamiken beeinflussen können und für sie damit politischer Handlungsspielraum entsteht.**

Jede Kreditvergabe durch rational handelnde Kreditgeber gründet immer auf einer Einschätzung der Bonität des Kreditnehmers. Hierzu bedarf es verlässlicher Informationen. Dies gilt auch, wenn der Kreditnehmer keine Privatperson oder ein Unternehmen, sondern ein souveräner Staat ist. Infolge der Emission staatlicher Schuldverschreibungen entstand somit eine Nachfrage nach Informationen über die Kreditwürdigkeit souveräner Staaten. Dass diese gegenwärtig lediglich von einer Handvoll Ratingagenturen befriedigt wird,<sup>1</sup> mag als Indiz für die Realisierbarkeit von Skaleneffekten bei der Beschaffung, Aufbereitung oder Deutung derartiger Informationen dienen. Entscheidender für die oligopolistische Struktur des Marktes für Ratings erscheinen jedoch die marktformkonservierenden Wirkungen von über die Zeit aufgebauten Reputationseffekten und staatlichen Regulierungsmaßnahmen. Letztere spiegeln sich beispielsweise in der Tatsache wider, dass in den USA, als dem weltweit wichtigsten Finanzplatz, nur Bonitätseinschätzungen von sogenannten „Nationally Recognized Statistical Rating Organizations“ rechtsverbindlichen Charakter entfalten. Diesen von der amerikanischen Börsenaufsichtsbehörde SEC gewährten Status besitzen derzeit lediglich zehn Unternehmen.<sup>2</sup> Im Jahre 2003 existierten infolge von Unternehmenszusammenschlüssen sogar nur drei staatlich anerkannte Ratingagenturen in den USA, die hinsichtlich der europäischen Staatsschuldenkrise auch heute noch im Mittelpunkt des medialen Interesses stehen; nämlich Fitch, Moody's Investors Service und Standard & Poor's

Ratings Services.<sup>3</sup> Wie Abbildung 1 zeigt, teilten sich diese drei Ratingagenturen 2010 95% des weltweiten Marktumsatzes.

Bei der Erstellung von Bonitätseinschätzungen für souveräne Staaten sehen sich Ratingagenturen spezifischen Problemen gegenüber. Neben der Tatsache, dass das tatsächliche Eintreten der Zahlungsunfähigkeit eines Staates immer auch einen schwer prognostizierbaren, politischen Willen erfordert, da nominale Schulden in eigener Währung stets durch eine Ausweitung der Geldmenge und dadurch entstehende Inflation marginalisiert werden können, bereitet vor allem die geringe Zahl an Beobachtungen staatlicher Kreditausfälle Probleme bei deren empirischer Aufarbeitung.<sup>4</sup> So hat beispielsweise im Falle von Moody's bis zum Schuldenschnitt Griechenlands keine einzige, mit einem Rating versehene entwickelte Volkswirtschaft jemals den Staatsbankrott erklärt.<sup>5</sup> Gerade im Zusammenhang mit der Bewertung von Staatsanleihen betonen die Agenturen deshalb immer wieder, dass Ratings keine empirisch überprüfbaren Ausfallwahrscheinlichkeiten, sondern lediglich auf ökonomischen Daten basierende Meinungen widerspiegeln.<sup>6</sup>

1 Die von Großbanken erstellten Bonitätseinschätzungen werden im Folgenden vernachlässigt, da diese nicht öffentlich kommuniziert werden und somit keine unmittelbare Wirkung auf die Entscheidungen an den Finanzmärkten entfalten.

2 Diese zehn sind A.M. Best Company, DBRS, Egan-Jones Rating Company, Fitch, Japan Credit Rating Agency, Kroll Bond Rating Agency, Moody's Investors Service, Rating and Investment Information, Realpoint sowie Standard & Poor's Ratings Services, vgl. <http://www.sec.gov/answers/nrsro.htm> (2.2.2012).

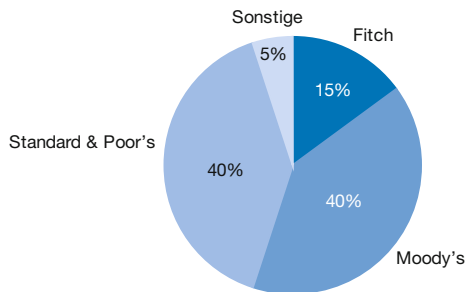
3 Vgl. SEC: Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets, 2003.

4 „It is important, though, that investors realise the limitations of this [sovereign debt rating] exercise, which is necessarily far less certain than our ability to analyse either bank or corporate risks of default. The essential problem is that the world of sovereign borrowers is far smaller than the world of large banks or corporations, and that the number of instances of default in the modern period when we have reasonable national accounts is tinier still. ... So the rating of sovereigns depends more on the art of political economy than on the science of econometrics.“ Vgl. Fitch Ratings: Sovereign Ratings, Rating Methodology, 2002, S. 3 f., <http://www.fitchratings.com.bo/Upload/methodology.pdf> (31.1.2012).

5 Vgl. Moody's Global Credit Research: Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2007, März 2008.

6 Vgl. z.B. Fitch Ratings: Understanding Credit Ratings — Limitations and Usage, [http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings\\_definitions/index.cfm](http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_definitions/index.cfm) (31.1.2012).

Abbildung 1  
Anteile der Ratingagenturen am weltweiten Umsatz 2010



Quelle: Handelsblatt Online: S&P, Moody's, Fitch & Co – Die mächtigen Ratingagenturen im Überblick, vom 18.7.2011, <http://www.handelsblatt.com/unternehmen/handel-dienstleister/sundp-moodys-fitch-und-co-die-maechtigen-ratingagenturen-im-ueberblick/4404776.html> (31.1.2012).

Das Rating  $R$  eines Landes zu einem bestimmten Zeitpunkt setzt sich folglich zusammen aus einer objektiven, ökonomisch nachvollziehbaren Komponente  $D$  und einer subjektiven Komponente  $M$ , d.h.

$$(1) \quad R = D + M.$$

Diese spezifischen Eigenschaften von Ratings sind aus zwei Gründen problematisch:

- Erstens existiert im vorliegenden Fall kein Sanktionierungsmechanismus, der die Anbieter „schlechter“ Produkte aus dem Markt verdrängt, da letztere von den Nachfragern nicht als solche erkennbar sind. Eine Ratingagentur, die beispielsweise die Meinung äußert, das Risiko eines Kreditausfalles für Portugal habe sich von 20% auf 30% erhöht, wird im Falle des Ausblei-

Tabelle 1  
Ausfallquoten während der ersten fünf Jahre nach Emission

in %

Ursprüngliches Rating	Finanzinstrument		
	Staatsanleihen	CDO	RMBS
Aaa	0,00	20,52	3,75
Aa	0,00	26,76	33,38
A	0,00	31,26	44,76
Baa	2,29	34,86	48,73
Ba	5,74	36,43	39,35
B	10,95	62,21	34,60

Anmerkung: CDO steht für Collateralized Debt Obligations; RMBS steht für Residential Mortgage Backed Securities.

Quelle: J. Cornaggia, K. Cornaggia, J. Hund: Credit Ratings across Asset Classes: A  $\approx$  A?, Mimeo, 2012, Tab. III.

bens eines solchen Ereignisses ebenso Recht behalten haben wie eine andere Agentur, die keine Notwendigkeit für eine derartige Herabstufung der Kreditwürdigkeit gesehen hatte. Aufgrund der sehr geringen Zahl an tatsächlich realisierten Staatspleiten bleibt die Prognose eines solchen Ereignisses mit Hilfe von Wahrscheinlichkeiten ungleich null oder eins tautologisch. Diese Grundproblematik wird durch die Ratingagenturen noch zusätzlich verschärft, indem sie in unterschiedlichen Geschäftsfeldern und bei verschiedenen Finanzprodukten identischen Ratingkategorien unterschiedliche empirische Ausfallwahrscheinlichkeiten zuordnen und somit evident mit unterschiedlichen Ellen messen. Zu diesem Schluss kommen jedenfalls Cornaggia, Cornaggia und Hund, die für die Ratings der Agentur Moody's zeigen, dass beispielsweise keine einzige der mit Aaa bewerteten Staatsanleihen ausgefallen ist, während mehr als 20% (!) aller mit Aaa bewerteten Collateralized Debt Obligations (CDOs) im selben Beobachtungszeitraum nicht bedient werden konnten.<sup>7</sup> Tabelle 1 enthält einen detaillierteren Auszug aus diesen Ergebnissen. Statistisch gesehen signalisiert also z.B. das B-Rating von Staatsanleihen ein geringeres Risiko als das Aaa-Rating von CDOs oder eines Aa-Ratings von Residential Mortgage Backed Securities (RMBSs). Zumindest für diesen Beobachtungszeitraum scheint im Falle von Moody's demzufolge zu gelten, dass Aaa nicht gleich Aaa bedeutet.<sup>8</sup>

7 Siehe J. Cornaggia, K. Cornaggia, J. Hund: Credit Ratings across Asset Classes: A  $\approx$  A?, Mimeo, 2012, Tab. III.

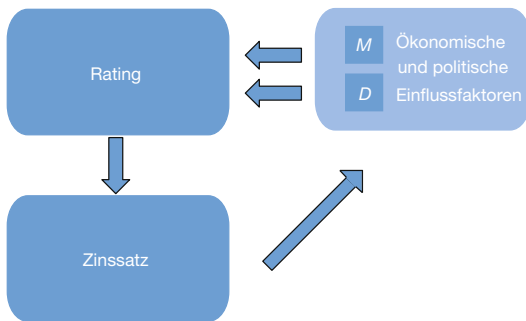
8 Im Falle der RMBSs ist die Zuordnung empirischer Ausfallwahrscheinlichkeiten nicht einmal innerhalb derselben Produktkategorie konsistent. So ist die Ausfallwahrscheinlichkeit im Beobachtungszeitraum beispielsweise für Ratings der Klasse A höher als für solche der Klasse B.

**Prof. Dr. Manfred Gärtner** lehrt Volkswirtschaftslehre an der Universität St. Gallen und ist geschäftsführender Direktor der Forschungsgemeinschaft für Nationalökonomie.

**Björn Griesbach**, Dipl.-Informatiker, ist Assistent am selben Institut.

**Dr. Florian Jung** war dort ebenfalls Assistent und arbeitet nun in der Privatwirtschaft.

Abbildung 2

**Konzeptioneller Zusammenhang zwischen Ratings und Zinssätzen**

- Zweitens können Ratings – gleich sich selbst erfüllender Prophezeiungen – die Realität gemäß ihrer eigenen Vorgabe verändern. So bewirkt beispielsweise eine Herabstufung der Kreditwürdigkeit Portugals durch eine am Markt beachtete Ratingagentur einen Anstieg des Zinssatzes für neu zu begebende Staatsanleihen Portugals und somit einen Anstieg der staatlichen Refinanzierungskosten, der ceteris paribus die tatsächliche Wahrscheinlichkeit einer Zahlungsunfähigkeit von Portugal erhöht. Ex ante ungerechtfertigte Ratings können sich auf diesem Wege ex post bewahrheiten. Demzufolge eröffnet die jedem Rating immanente, subjektive Komponente die Möglichkeit der politischen Einflussnahme durch die hinter privat organisierten Ratingunternehmen stehenden Interessen. Abbildung 2 fasst die beschriebenen Kausalzusammenhänge noch einmal zusammen.

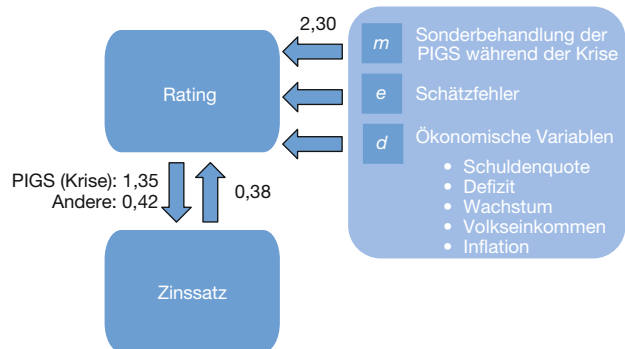
**Daten und Meinungen**

Wir haben uns in einer jüngst erschienenen empirischen Studie mit den Bestimmungsfaktoren und Folgen von Ratingänderungen für Staaten befasst und versucht, Ursachen und Wirkungen zu quantifizieren.<sup>9</sup> Im Zentrum stand hierbei vor allem die Frage, ob den sogenannten PIGS-Ländern Portugal, Irland, Griechenland und Spanien während der gegenwärtigen Staatsschuldenkrise eine gemessen an der objektiven Datenlage ungerechtfertigte Sonderbehandlung zuteil wurde. Vorgehen und Ergebnisse sind in stilisierter Form in Abbildung 3 wiedergegeben.

Abbildung 3 unterscheidet sich von Abbildung 2 konzeptionell vor allem dadurch, dass nur der Zinssatz als endo-

9 Vgl. M. Gärtner, B. Griesbach, F. Jung: PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies, in: International Advances in Economic Research, 17. Jg. (2011), H. 3, S. 288-299.

Abbildung 3

**Erweiterter konzeptioneller Zusammenhang zwischen Ratings und Zinssätzen**

Anmerkung: Die Zahlen geben die geschätzte Wirkungsintensität an. PIGS: 1,35 bedeutet z.B. dass die Herabstufung eines PIGS-Landes um eine Stufe seinen Zinssatz um 1,35 Prozentpunkte erhöht.

gene makroökonomische Variable betrachtet und dessen Interaktion mit dem Rating des Landes untersucht wird. Die übrigen makroökonomischen Variablen werden als exogene Größen betrachtet. Da natürlich auch diese Größen, obschon mit gewisser Verzögerung und auf Umwegen, ebenfalls auf Rating- bzw. Zinsänderungen reagieren, dürften die Regressionsergebnisse die tatsächlichen volkswirtschaftlichen Auswirkungen von Ratingveränderungen eher unterschätzen.<sup>10</sup>

In einem ersten Schritt unserer Studie erfolgt die Schätzung des Ratings  $R$  eines Landes entsprechend Gleichung (1) für 26 OECD-Mitgliedsländer zwischen den Jahren 1999 und 2010, wobei die objektive Ratingkomponente  $D$  ausschließlich ökonomische Fundamentaldaten enthält.<sup>11</sup> Deren Auswahl stützt sich auf die Theorie der öffentlichen Verschuldung und die einschlägige empirische Literatur. Es zeigt sich, dass Länder von den Ratingagenturen umso schlechter eingestuft werden, je tiefer das Volkseinkommen, je höher die Wachstumsrate, je größer das Budgetdefizit, je höher die Verschuldungsquote, je höher die Inflationsrate und je höher der Zinssatz auf Staatsanleihen ist. Diese Vorzeichen entsprechen den

10 So wird beispielsweise die durch eine Herauf- oder Herabstufung ausgelöste Zinsänderung die Defizite der öffentlichen Hand und damit im Zeitablauf die Schuldenquote ändern. Parallel verändern sich aber auch die von privaten Kreditnehmern zu zahlenden Zinssätze, was wiederum Auswirkungen auf die Investitionsnachfrage und damit auf Einkommen und Wachstum hat.

11 Um eine quantitative Analyse durchführen zu können, wurden, wie in der Literatur üblich, Ratings in eine äquidistante, numerische Skala konvertiert. Die Bestnote AAA erhält dabei den Wert 1, die schlechteste Wertung, D, den Wert 21. Die Skala der Originalstudie wurde hier zum einfacheren Verständnis invertiert, so dass sämtliche Koeffizienten das umgekehrte Vorzeichen erhalten.

theoretischen Erwartungen, und alle Koeffizienten sind auf dem 95%-Niveau signifikant.<sup>12</sup>

In Bezug auf die subjektive Ratingkomponente *M* wird zum einen untersucht, ob sich der während der europäischen Staatsschuldenkrise von Fitch verwendete Ratingalgorithmus erkennbar von dem im Jahrzehnt vor der Krise verwendeten unterscheidet. Zum anderen fragen wir, ob die PIGS-Staaten nach signifikant anderen Maßstäben bewertet wurden als die übrigen OECD-Staaten in unserer Stichprobe. Zu diesem Zweck werden der Schätzgleichung zwei Hilfsvariablen hinzugefügt: Eine Dummy-Variable für die Staatsschuldenkrise, die nur in den Jahren 2009 und 2010 den Wert eins annimmt und ansonsten null ist. Sowie eine PIGS-Dummy-Variable, die nur für Portugal, Irland, Griechenland und Spanien den Wert eins annimmt, für alle anderen Länder hingegen null ist. Es ergeben sich folgende robuste Schätzergebnisse:

- Seit Beginn der Schuldenkrise wurden alle Länder bei gleicher Wirtschaftslage signifikant schlechter eingestuft als noch vor der Krise. Je nach verwendeter Schätzmethode beträgt diese makroökonomisch nicht nachvollziehbare Herabstufung im Durchschnitt aller einbezogenen OECD-Länder 1 bis 1,5 Ratingstufen.<sup>13</sup>
- Vor Beginn der Staatsschuldenkrise, über den Schätzzeitraum 1999 bis 2008 gesehen, wurden die PIGS-Staaten genauso behandelt wie alle übrigen OECD-Länder.
- Erst mit Beginn der Staatsschuldenkrise im Jahre 2009 wurden die PIGS-Staaten deutlich strenger bewertet als andere Länder. Dies zeigt sich bei Aufnahme einer weiteren Dummy-Variablen in die Regressionsgleichung, die nur für die PIGS-Staaten ab 2009 den Wert eins annimmt.<sup>14</sup> Es zeigt sich, dass die Gruppe der PIGS-Staaten

während der Krise um 2,3 Ratingstufen schlechter eingestuft wurde als vergleichbare andere Länder. Gemessen an der für den Zeitraum 1999 bis 2008 identifizierten Bewertungssystematik von Fitch und den länderspezifischen makroökonomischen Fundamentaldaten wurden die PIGS-Staaten während der Staatsschuldenkrise somit um insgesamt 3,3 bis 3,8 Stufen zu streng bewertet.

Es stellt sich nun die Frage, inwieweit sich diese zumindest ökonomisch nicht nachvollziehbare und willkürlich erscheinende Ungleichbehandlung der PIGS-Staaten durch die Ratingagentur während der Staatsschuldenkrise auf die Wirtschaften dieser Länder ausgewirkt hat. Dies ist in erster Linie davon abhängig, ob der Markt auf diese erratisch wirkenden Herabstufungen reagiert und somit mittels sich selbst erfüllender Prophezeiungen eine Verschlechterung der Finanzierungslage der betroffenen Länder auslöst. Mit dieser Frage beschäftigt sich der zweite Teil der Studie.

### Der Einfluss der Meinungen

Entsprechend der in der Einleitung dargestellten Kausalitätsvermutung führt ein schlechteres Rating zu einem Anstieg des Zinssatzes für neu zu begebende Staatsanleihen. Diese in der einschlägigen Literatur oftmals als Annahme unterstellte Hypothese,<sup>15</sup> können wir anhand von Kausalitätstests für die von uns verwendete Stichprobe nicht widerlegen, was einen generellen Einfluss der Ratingagenturen auf die Verschuldungssituation souveräner Staaten indiziert. In diesem Zusammenhang erscheint nun vor allem die Frage interessant, welchen quantitativen Einfluss die subjektive Ratingkomponente auf die Zinsen von Staatsanleihen hat. Um dies zu untersuchen, zerlegen wir zunächst jedes beobachtete Rating *R* eines Landes zu einem bestimmten Zeitpunkt in seine Bestandteile gemäß

$$(2) \quad R = d + m + e,$$

wobei *d* die geschätzte, anhand von makroökonomischen Variablen nachvollziehbare objektive Komponente ist, *m* die geschätzte subjektive Komponente und *e* das Residuum, die Differenz zwischen dem geschätzten und dem tatsächlichen Rating, darstellt. Letzteres reflektiert zusätzliche Ratingzuschläge oder -abschläge, die nicht bereits durch die makroökonomischen Variablen in *D* und die in *M* enthaltenen Dummy-Variablen abgebildet werden. In einem anschließenden Schritt verwenden wir diese drei Bestandteile als Re-

12 Der negative Einfluss des Wirtschaftswachstums auf das Rating erweist sich als nicht robust. Je nach Spezifikation der Panel-Schätzung ergeben sich positive oder negative, signifikante oder nicht-signifikante Schätzkoeffizienten. Doch selbst ein robuster, negativer Einfluss des Wirtschaftswachstums auf das Rating stünde im Einklang mit der neoklassischen Wachstumstheorie, wonach wir in der betrachteten homogenen Ländergruppe einen Konvergenzeffekt, demzufolge Länder mit höheren Wirtschaftswachstumsraten ein geringeres Einkommensniveau aufweisen, erwarten würden. Der positive Einfluss des Einkommensniveaus auf die Ratings von Staatsanleihen homogener Länder kann auf diese Weise einen negativen Einfluss des Einkommenswachstums erklären. Weitere Informationen zur Herkunft und Beschaffenheit der Daten, zur Schätzmethodologie sowie zu Tests der Ergebnisrobustheit finden sich in der Originalstudie.

13 Dies erscheint überraschend, da die Agenturen ihre Ratings gemäß eigenen Angaben unabhängig von Konjunkturzyklen erstellen, vgl. A. Afonso, P. Gomes, P. Rother: Ordered Response Models for Sovereign Debt Ratings, in: Applied Economics Letters, 16. Jg. (2009), H. 8, S. 769-773.

14 Technisch gesprochen berücksichtigen wir einen Interaktionsterm, der sich aus der Multiplikation der oben genannten Dummy-Variablen für die Staatsschuldenkrise und die PIGS-Staaten ergibt.

15 Vgl. z.B. R. Cantor, F. Packer: Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings, in: Federal Reserve Bank of New York, Economic Policy Review, 2. Jg. (1996), H. 2, S. 37-53.

gressoren und schätzen deren Einfluss auf den Zinssatz für Staatsanleihen.<sup>16</sup> Es ergeben sich folgende Resultate:

- Alle drei Ratingkomponenten haben einen statistisch hochsignifikanten Einfluss auf die Zinssätze, welche die öffentliche Hand am Kapitalmarkt bezahlt.
- Für die Ratingkomponenten d und e ist dieser Effekt eher schwach. Eine makroökonomisch begründbare (über d wirkende) oder rein zufällig erscheinende (über den Schätzfehler e wirkende) Abwertung um eine Stufe erhöht den Zinssatz um weniger als einen halben Prozentpunkt.
- Der sich für die Ratingkomponente m ergebende Schätzkoeffizient ist deutlich größer. Wird eines der PIGS-Länder herabgestuft, ohne dass dies makroökonomisch begründbar erscheint, steigt sein Zinssatz um 1,35 Prozentpunkte. Ist die Herabstufung makroökonomisch begründet, sieht es sich nach dem Verlust einer einzigen Ratingstufe gar einem 1,77 Prozentpunkte höheren Zinssatz gegenüber.

Diesen Ergebnissen zufolge haben also auch solche Ratingänderungen einen unmittelbaren Einfluss auf die Zinsen für Staatsanleihen, die nicht über die zuvor angewandte Beurteilungssystematik und die zugrunde liegenden ökonomischen Fundamentaldaten erklärt werden können. Dies eröffnet privaten Ratingagenturen einen diskretionären Spielraum zur Beeinflussung staatlichen Handelns. Unser Ergebnis steht damit im Einklang mit ähnlichen empirischen Analysen zur Rolle der Ratingagenturen im Zuge der Asienkrise der Jahre 1997 und 1998, die eine systemisch nicht nachvollziehbare aber ökonomisch folgenreiche Herabstufung einzelner Länder feststellen.<sup>17</sup>

Es stellt sich die Frage, weshalb Finanzmärkte auf solch scheinbar inkonsistente Ratings überhaupt reagieren. Wichtige Gründe hierfür dürften sein:

- Ratingänderungen lösen zunächst, ungeachtet ihrer Qualität, oftmals rein technische Reaktionen aus, da die Zusammensetzung zahlreicher Portfolios, etwa von Banken oder Versicherungen, an bestimmte Ratingklassen gebunden ist.<sup>18</sup> Verwendet beispielsweise ein Finanzmarktteil-

nehmer eine Staatsanleihe Portugals als Sicherheit, so ist er bei einem Downgrading Portugals gegebenenfalls zur Substitution dieses Titels gezwungen.

- Hinzu kommt eine kognitive Reaktion auf Ratingänderungen seitens der Marktteilnehmer. Abhängig vom jeweiligen Grad ihrer Risikoaversion sind Finanzmarktteilnehmer zu Verhaltensanpassungen gezwungen, da jede Abweichung vom den Common Sense abbildenden Urteil der Ratingagenturen nachträgliche Haftungsrisiken birgt. So müssen sich Mitarbeiter einer Bank wohl nicht für den Verkauf portugiesischer Staatsanleihen nach einem Herabstufung Portugals gegenüber ihren Vorgesetzten rechtfertigen, selbst wenn deren Wert dann doch nicht fällt; für deren Nichtverkauf hingegen schon, insbesondere wenn der Wert dann tatsächlich sinkt.
- Schließlich findet möglicherweise ein Reputationstransfer statt; aus dem empirisch validierten, sich auf über 100 Jahre Erfahrung stützenden Kerngeschäft von Ratingagenturen, der Bonitätseinschätzung von Unternehmen, in den noch relativ neuen, empirisch nicht wirklich bewertbaren Bereich des Ratings von Staaten.

## Fazit

In unserer Studie können wir die Hypothese nicht widerlegen, dass auch Meinungsäußerungen von Ratingagenturen, die im Widerspruch zu deren eigener Bewertungssystematik von ökonomischen Fundamentaldaten stehen, unmittelbaren Einfluss auf die Zinsen für Staatsanleihen und somit auf die Verschuldungssituation souveräner Staaten besitzen. Obschon dieses Ergebnis kraft der Natur der Sache immer unter dem Vorbehalt der Unkenntnis des wahren von Ratingagenturen angewandten Modells steht, kann es aufgrund seiner bedeutenden Implikationen nicht einfach mit diesem Einwand abgetan werden. Ratingagenturen sind privat organisierte Unternehmen, die auf einem oligopolistischen Markt agieren und deren Urteil sich innerhalb gewisser Grenzen gleich einer sich selbst erfüllenden Prophezeiung bewahrheiten kann.<sup>19</sup> Sie verfügen somit über die Macht und aufgrund ihrer Eigentümerstrukturen potenziell auch über ein Interesse an der gezielten Beeinflussung staatlicher Verschuldungsdynamiken. Diese Zusammenhänge zu ignorieren erscheint angesichts der potenziellen Folgekosten naiv und riskant.

16 Um den Einfluss allgemeiner Faktoren, welche die globale Zinsentwicklung bestimmen, zu kontrollieren, wird der deutsche Zinssatz als zusätzlicher Regressor mit einem auf den Wert eins fixierten Koeffizienten verwendet. Effektiv erklärt diese Gleichung damit den *Credit Spread* eines Landes gegenüber Deutschland.

17 Vgl. G. Ferri, L.-G. Liu, J. E. Stiglitz: The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis, in: *Economic Notes*, 28. Jg. (1999), H. 3, S. 335-355.

18 Dies wird unter anderem durch das Basel-II-Abkommen, das die Eigenkapitalvorschriften von Finanzinstitutionen in Europa regelt, bewirkt. Einen guten Überblick hierzu liefern B. Käfer, J. Michaelis: Länderrisiko: Die ökonomischen Konsequenzen einer Herabstufung durch die Ratingagenturen, in: *Wirtschaftsdienst*, 92. Jg. (2012), H. 2, S. 95-100.

19 Der in der Einleitung als marktformkonservierend bezeichnete Reputationseffekt kann sich auch in sein Gegenteil kehren und bestimmt so die Grenzen selbsterfüllender Prophezeiungen. Eine Ratingagentur, die über einen längeren Zeitraum willkürlich Länder mit sehr guten ökonomischen Fundamentaldaten drastisch herabstuft, wird wahrscheinlich ihren Einfluss auf die Marktteilnehmer und auf die von ihnen bewirkten Zinsen für Staatsanleihen verlieren. Selbstverständlich können sich nur solche Prophezeiungen selbst erfüllen, denen zumindest ein (einflussreicher) Teil der Marktteilnehmer Glauben schenkt.