

Was Ratingagenturen von Staaten fordern

Till Cordes

What Rating Agencies Demand From Sovereign States

Abstract: Sovereign rating downgrades led to criticism of the criteria used by the three major rating agencies, Standard & Poor's, Moody's, and Fitch. But what do these agencies actually demand from sovereign states? The previous literature points to a few basic macroeconomic factors that rating agencies use to evaluate the creditworthiness of sovereign states. Based on a text analysis of a new dataset of more than 1200 rating announcements since 1995, this article shows that rating agencies go beyond the narrow set of macroeconomic criteria. Political factors, such as economic liberalization policies, international agreements, and political stability and elections, are key rating drivers for more than 72 per cent of all rating decisions.

Keywords: Rating agencies, sovereign debt, political economy, economic liberalization

Schlagwörter: Ratingagenturen, Staatsschulden, Politische Ökonomie, ökonomische Liberalisierung

1. Einleitung¹

Die drei den Markt dominierenden Ratingagenturen Standard & Poor's, Moody's und Fitch gerieten in der Finanzkrise aufgrund ihrer Bewertungskriterien stark in die Kritik. Die Europäische Kommissarin Viviane Reding beispielsweise forderte, dass Europa sich nicht von drei privaten Unternehmen zerstören lassen dürfe (DW World 2011). Der italienische Rechnungshof drohte den Agenturen mit Strafzahlungen in Höhe von € 234 Milliarden aufgrund der Auswahl der Kriterien für ihre Länderratings (Financial Times 2014). Auch in den USA führte die Herabstufung des amerikanischen Länderratings durch Standard & Poor's zu scharfer Kritik an den angelegten Bewertungsmaßstäben der Agenturen (Wall Street Journal 2011).

Doch was fordern die Ratingagenturen von Staaten? Die bisherige ökonomische Literatur verweist auf nur einige wenige makroökonomische Kennzahlen, auf denen Ratingagenturen ihre Länderratings basieren (Cantor u. Packer 1996; Ferri et al. 1999; Borensztein u. Panizza 2008; Jaramillo 2010; Afonso et al. 2011a). In der politikwissenschaftlichen Literatur gibt es eine Vielzahl an Beiträgen, die behaupten, dass Ratingagenturen über diese makroökonomischen Kennzahlen hinaus auch bestimmte politische Maßnahmen einfordern würden (Sinclair 2005; Sassen 1996; Datz 2004). Ausführliche Belege für diese Behauptung

1 Dieser Beitrag fasst qualitative Forschungsergebnisse meiner Dissertation zusammen, die ich 2014 an der Hertie School of Governance eingereicht habe. Besonders möchte ich mich für viele hilfreiche und konstruktive Kommentare bei Henrik Enderlein, Mark Hallerberg, Susanne Lütz, Julian Schumacher und Anne Winkel bedanken.

tungen bleibt diese Literatur allerdings schuldig. Deshalb soll im Folgenden empirisch untersucht werden, ob und wenn ja, welche politische Faktoren Ratingagenturen als Kriterien für ihre Länderratings verwenden.

Mit ihren Länderratings stufen Ratingagenturen die Zahlungsfähigkeit und Zahlungsbereitschaft von Staaten ein. Politische Faktoren kommen insbesondere auf drei Ebenen als Kriterien für diese Länderratings in Frage. Erstens könnten Ratingagenturen nationale politische Maßnahmen als Indikator für die Reformbereitschaft und damit als Signal für die Zahlungsbereitschaft eines Staates in Betracht ziehen. Zweitens könnten bestimmte politische Institutionen und Prozesse eine höhere Rückzahlungsbereitschaft garantieren (Schultz u. Weingast 2003). Drittens könnten Ratingagenturen auch internationale politische Abkommen in ihre Ratings einbeziehen, wenn diese Staaten zu Reformen verpflichten, die als Signal für die Zahlungsbereitschaft dienen könnten (Kapstein 1994; Mosley 2003; Nelson 2010).

Einige neuere Beiträge in der politikwissenschaftlichen Literatur versuchen, die Bedeutung dieser drei politischen Faktoren für Länderratings ökonomisch nachzuweisen, liefern jedoch entweder insignifikante (Biglaiser u. DeRouen 2007; Archer et al. 2007) oder sich widersprechende Ergebnisse (Biglaiser u. Staats 2012; Beaulieu et al. 2012). Politische Faktoren korrelieren meist mit einer Vielzahl an anderen wichtigen ökonomischen Kriterien für Länderratings, sodass ihr Effekt ökonomisch schwer isoliert betrachtet werden kann. Als Alternative eignen sich methodisch auch nicht Umfragen von Ratingmitarbeitern, da nur sehr wenige Ratinganalysten auf diese Anfragen reagieren (Mosley 2003; Petrie 2003), Umfragen nur Momentaufnahmen sein können und Ratingagenturen nicht bereit sind, ihr Geschäftsgeheimnis direkt preiszugeben.

Eine entscheidende Datenbasis wurde von der Literatur bisher jedoch außer Acht gelassen. Für jede Ratingänderung veröffentlichen die drei großen Agenturen eine Verlautbarung, in der sie die Entscheidung begründen und die zentralen Kriterien für ihre Ratingänderung darlegen. Dieser Beitrag verwendet einen vom Autor erhobenen Datensatz (Cordes 2014), der zum ersten Mal alle Ratingbegründungen zusammenstellt, die die Agenturen seit 1995 veröffentlicht haben. Die systematische Textanalyse dieses neuen Datensatzes mit mehr als 1200 Verlautbarungen für 137 Länder zeigt, dass die großen Ratingagenturen tatsächlich über makroökonomische Ergebnisse hinaus auch die Umsetzung bestimmter Politikmaßnahmen von Staaten einfordern.

In 72 Prozent aller Ratingänderungen führen die Agenturen politische Faktoren als zentrales Entscheidungskriterium in ihrer Begründung an. Insbesondere berücksichtigen und verlangen die Ratingagenturen ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen, wie Privatisierungen und Deregulierung. Zudem bewerten die Agenturen alle Programme des Internationalen Währungsfonds und Beitrittsverfahren zur Europäischen Union positiv. Politische Stabilität ist entscheidend für ein gutes Länderrating. Demokratische Wahlen führen aus Sicht der Ratingagenturen zu politischer Unsicherheit und höheren Fiskaldefiziten in der Zeit vor den Wahlen.

Ratingagenturen verlangen also nicht nur, dass Staaten bestimmte makroökonomische Ergebnisse erreichen, sondern haben auch Präferenzen, welche politi-

schen Maßnahmen und Prozesse Staaten dafür nutzen sollten. Wenn Staaten ihre Kosten zur Schuldenfinanzierung durch ein besseres Länderrating senken wollen, sind sie deshalb in der Wahl ihrer Politikinstrumente und politischen Prozesse eingeschränkt.

Dieser Beitrag erklärt zunächst die Bedeutung der Ratingagenturen für den Staatsschuldenmarkt und den starken Zuwachs an bewerteten Ländern in den letzten Jahrzehnten (Abschnitt 2). Im Anschluss wird ausgehend von der bisherigen Literatur argumentiert, warum erwartet wird, dass Ratingagenturen politische Faktoren als zentrale Kriterien verwenden (Abschnitt 3). Nach der Beschreibung des Datensatzes und der Methodik (Abschnitt 4) werden die Ergebnisse für verschiedene politische Faktoren zusammengefasst: für ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen (Abschnitt 5.1), politische Stabilität und Wahlen (Abschnitt 5.2) sowie internationale Abkommen und Programme (Abschnitt 5.3). Das Fazit (Abschnitt 6) zeigt, wie zentral politische Faktoren für die Entscheidungen der drei großen Ratingagenturen über Herab- und Heraufstufungen von Ländern sind.

2. Ratingagenturen und die Bedeutung von Länderratings

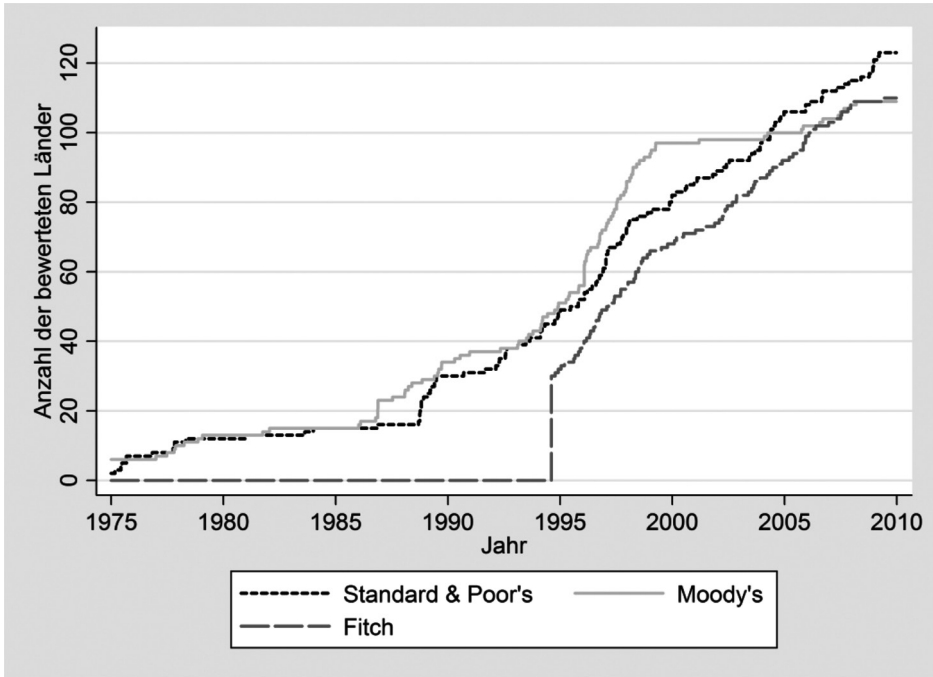
Standard & Poor's (S&P), Moody's und Fitch sind seit Jahrzehnten die einflussreichsten Ratingagenturen, die die Kreditwürdigkeit von Staaten und Unternehmen bewerten. Seit mehr als hundert Jahren veröffentlichen diese drei privaten Unternehmen Ratings, mit denen sie die Ausfallwahrscheinlichkeit von Anleihen messen (White 2010, S. 211). Während die Moody's Corporation direkt an der New Yorker Börse notiert ist, gehört Standard & Poor's seit 1966 zum amerikanischen Verlag McGraw-Hill (Moody's Investors Service 2013a; S&P 2013a). Die Fitch Group gehört zu gleichen Teilen dem New Yorker Medienunternehmen Hearst Corporation und der Pariser Beteiligungsgesellschaft Familac (Fitch Ratings 2013). Die drei Ratingagenturen waren die einzigen, die 1975 von der amerikanischen Finanzaufsicht offiziell anerkannt wurden (White 2010, S. 214).² Damit konnten Banken und Versicherer nur Ratings von diesen drei Unternehmen nutzen, um ihren regulatorischen Pflichten nachzukommen. Seitdem haben die amerikanischen Aufsichtsbehörden mehrfach versucht, den Wettbewerb im Ratingmarkt zu steigern, bisher jedoch wenig erfolgreich. Mehr als 95 Prozent aller veröffentlichten Ratings von in den USA anerkannten Unternehmen kommen von den drei großen Ratingagenturen, die auch 93 Prozent aller Ratinganalysten beschäftigen (SEC 2012, S. 7-8).

Die drei Ratingagenturen bewerteten schon in den 1920er Jahren die Kreditwürdigkeit von Staaten (Gaillard 2012, S. 4; S&P 2013c, S. 29). In Folge des Zusammenbruchs des internationalen Finanzsystems in den 1930er Jahren ver-

2 Eine Vielzahl weiterer Unternehmen bewertet Staaten und untersucht auch politische Risiken, wie zum Beispiel die Political Risk Services Group seit Anfang der 1980er Jahre mit ihrem International Country Risk Guide (Political Risk Services Group 2014). Der Fokus dieses Beitrags liegt auf den Ratingagenturen, die staatlich anerkannt sind und damit einen direkten regulatorischen Einfluss haben.

öffentlich die Ratingagenturen jedoch nur noch wenige Länderratings. Moody's bewertete nur noch die Kreditwürdigkeit von sechs Staaten, Standard & Poor's beschränkte sich auf Länderratings für Kanada und die USA und Fitch gab sein Geschäft mit Länderratings komplett auf (Moody's Investors Service 2013b; S&P 2013c, S. 29; Gaillard 2012, S. 7). Seit Mitte der 1970er Jahre ist die Anzahl der bewerteten Staaten jedoch stark gestiegen (siehe Abbildung 1). Alle drei Ratingagenturen veröffentlichen inzwischen Ratings für mehr als hundert Länder.

Abbildung 1: Anzahl der bewerteten Ländern, 1975-2010



Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Der starke Anstieg an bewerteten Ländern in den letzten Jahrzehnten kann vor allem auf zwei Ursachen zurückgeführt werden. Erstens führte die Liberalisierung der internationalen Finanzmärkte ab Mitte der 1970er Jahre dazu, dass private Investoren wieder einfacher in ausländische Staatsanleihen investieren konnten. Dadurch bestand wieder eine größere Nachfrage nach Informationen über die Ausfallwahrscheinlichkeit dieser Anleihen. Die lateinamerikanischen Staatsschuldenkrisen in den 1980er Jahren zeigten privaten Investoren, wie wichtig eine ausführliche Analyse staatlicher Kreditwürdigkeit ist. Seit Beendigung des Zweiten Weltkriegs hatten nur wenige Länder ihre Schulden nicht zurückgezahlt (Reinhart u. Rogoff 2009, S. 95-96). Zwischen 1989 und 1997 tauschten nun siebzehn Länder aufgrund von Rückzahlungsschwierigkeiten ihre Bankschulden in neue Anleihen unter Verlusten für die betroffenen Gläubiger um (Sturzenegger u.

Zettelmeyer 2006, S. 18). In Folge dieser Umschuldungen stieg auch der Anteil der Schulden, der in Staatsanleihen gehalten wird, im Vergleich zu direkten Bankkrediten (Panizza et al. 2009, S. 671). Während große internationale Banken nicht auf die Informationen von Ratingagenturen angewiesen sind, können Ratings eine wichtige Informationsquelle für Anleihengläubiger sein, denen oft die Ressourcen fehlen, um eigenständige Analysen durchzuführen.

Zweitens werden Länderratings nicht nur als Informationsquelle genutzt, sondern wurden im Laufe der Zeit auch immer stärker im Rahmen privater und öffentlicher Regulierungsmaßnahmen eingesetzt. Investoren in Pensions- und Investmentfonds nutzen Ratings in privaten Verträgen, um sicherzustellen, dass die Manager dieser Fonds nur in sichere Anleihen mit einem bestimmten Mindestrating investieren (Cantor 2004). Zudem fordern auch öffentliche Finanzaufsichtsbehörden in allen großen Volkswirtschaften bestimmte Mindestratings in einer Vielzahl an Vorschriften ein (The Joint Forum 2009; FSB 2012). Allein in den USA werden Ratings bisher in mehr als 100 Gesetzen und 50 Regulierungsvorschriften verwendet (Cantor et al. 2007, S. 14; Partnoy 1999). Auf internationaler Ebene verpflichteten die zweiten Baseler Eigenkapitalvorschriften viele Banken dazu, externe Ratings zur Berechnung ihres Eigenkapitals zu verwenden (Basel Committee on Banking Supervision 2004, S. 15; Redak 2006). Dadurch wurden Ratings auch Bestandteil der deutschen Regulierungsvorschriften (Nölke u. Perry 2007, S. 129-132; Kruck 2013, S. 154-156). Auch die Zentralbanken aller großen Volkswirtschaften akzeptieren nur ausländische Staatsanleihen mit einem Mindestrating (European Central Bank 2013; Federal Reserve 2013; Bank of England 2010; Swiss National Bank 2009; Reserve Bank of Australia 2013; Bank of Japan 2013). Durch diese Maßnahmen der öffentlichen Finanzaufsichtsbehörden und Zentralbanken wurden den Ratingagenturen quasi-regulatorische Aufgaben zugewiesen, die zentral für ihren Einfluss sind (King u. Sinclair 2003; Kerwer 2002).

Länder haben deshalb einen Anreiz, sich von den drei großen Ratingagenturen bewerten zu lassen, damit ihre Staatsanleihen all diese privaten und öffentlichen Regulierungsvorschriften erfüllen und um privaten ausländischen Investoren Kreditwürdigkeit zu signalisieren. Der Großteil der Länderratings wird direkt von Regierungen nachgefragt und bezahlt. Von Standard & Poor's 127 Länderratings gehen alle bis auf 16 direkt auf eine Anfrage des betroffenen Landes zurück (S&P 2013d). Nur acht der Länderratings, die Moody's in der Europäischen Union (EU) veröffentlicht, beruhen allein auf der Initiative der Ratingagentur. Fitch wird für ein knappes Drittel, 31 von seinen 106 Länderratings, nicht direkt von dem Land bezahlt. Selbst wenn ein Land keine eigenen Anleihen im Ausland verkaufen möchte, kann es sich lohnen, die Ratingagenturen für ihre Länderratings zu bezahlen. Das Länderrating ist meist eine Voraussetzung für Unternehmensratings. Länderratings erleichtern somit inländischen Unternehmen den Zugang zu Finanzierung auf internationalen Märkten (S&P 2010). Für einige Entwicklungsländer bezahlten die USA und das United Nations Development Program die Ratingagenturen auch direkt für die Länderratings (S&P 2010; US Department of State 2013).

Eine Vielzahl von quantitativen Studien zeigt, dass Investoren Länderratings tatsächlich für ihre Entscheidungen verwenden, sei es nun als Informationsquelle oder zur Erfüllung von regulatorischen Vorschriften, und Ratingentscheidungen

damit einen Einfluss auf die Zinsen auf Staatsanleihen haben, insbesondere für Herabstufungen und in Krisenzeiten (Cantor u. Packer 1996; Larrain et al. 1997; Reisen u. von Maltzan 1999; Sy 2001; Kaminsky u. Schmukler 2002; Gaillard 2009; Jaramillo u. Tejada 2011; Afonso et al. 2011b). Die Entscheidungen von Ratingagenturen treffen Länder damit direkt in der Finanzierung ihrer Schulden. Wenn Länder ihre Zinskosten verringern wollen, haben sie dementsprechend einen Anreiz, darauf zu achten, was Ratingagenturen von ihnen verlangen.

3. Warum politische Faktoren zentrale Bewertungskriterien sind

Einige ökonometrische Studien haben sich bereits damit auseinandergesetzt, welche Kriterien Ratingagenturen für ihre Länderbewertungen verwenden (Cantor u. Packer 1996; Ferri et al. 1999; Borio u. Packer 2004; Borensztein u. Panizza 2008; Jaramillo 2010; Afonso et al. 2011a). Fast alle diese Studien beschränken sich jedoch auf nur einige wenige makroökonomische Kriterien als mögliche Bestimmungsfaktoren, wie Wirtschaftswachstum, Leistungsbilanzüberschüsse, Inflation und Verschuldung. Wenn Ratingagenturen tatsächlich nur auf diese Faktoren achteten, dann böte dies Ländern unterschiedliche Möglichkeiten, diese makroökonomischen Ziele zu erreichen. Staaten wären nicht in der Wahl ihrer Politikinstrumente und politischen Prozesse eingeschränkt.

Ratingagenturen gehen allerdings über diese wenigen makroökonomischen Kriterien hinaus, da sie nicht nur die Zahlungsfähigkeit von Ländern, sondern auch deren Zahlungsbereitschaft bewerten. Im Gegensatz zu Unternehmen können Staaten nicht von einer Gerichtsbarkeit zur Rückzahlung ihrer Schulden verpflichtet werden. Wenn ein Unternehmen nicht bereit ist, seine Schulden zurückzuzahlen, kann es von nationalen Gerichten dazu gezwungen werden. Das Gericht kann die Insolvenz des Unternehmens einleiten und dessen Vermögenswerte abwickeln. Für Staaten gibt es keine entsprechenden Insolvenzverfahren auf internationaler Ebene. Selbst wenn ein Land an ausländischen Gerichten verklagt wird, gibt es wenige Möglichkeiten für die Kläger, an Vermögenswerte des Staates zu gelangen (Sturzenegger u. Zettelmeyer 2006; Schumacher et al. 2013).

Die historische Evidenz zeigt, dass Staaten tatsächlich häufig ihre Schulden nicht zurückzahlen, obwohl sie dazu in der Lage gewesen wären. Staaten stellten ihre Rückzahlung sowohl bei hohen wie auch bei niedrigen Schuldenständen und in wirtschaftlich guten als auch schlechten Zeiten ein (Tomz u. Wright 2007). Mehr als die Hälfte aller Staatsbankrotte von Ländern mit mittlerem Einkommen fanden statt, obwohl das Verhältnis der ausländischen Verschuldung zum Bruttoinlandsprodukt noch kontrollierbar unter 60 Prozent lag (Reinhart u. Rogoff 2009, S. 54). Um die Rückzahlungswahrscheinlichkeit eines Staates zu bewerten, untersuchen Ratingagenturen deshalb nicht nur die Zahlungsfähigkeit, sondern auch die Zahlungsbereitschaft, wie die Ratingagenturen selber betonen (S&P 2011, S. 3; Moody's Investors Service 2008, S. 6; Fitch Ratings 2012, S. 2). Die bisherige Literatur verweist vor allem auf die Rückzahlungsgeschichte eines Staates als Ratingkriterium für dessen Zahlungsbereitschaft (Cantor u. Packer 1996; Archer et al. 2007; Biglaiser u. DeRouen 2007; Borensztein u. Panizza 2008; Afonso et al. 2011a).

Politische Maßnahmen und Prozesse können jedoch darüber hinaus ein wichtiger zusätzlicher Indikator für die Zahlungsbereitschaft eines Staates sein. Insbesondere ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen signalisieren Ratingagenturen die Wirtschaftsfreundlichkeit einer Regierung. Die Annahme hierbei ist, dass eine Regierung, die Privatisierungen und Deregulierungsmaßnahmen durchführt, auch eher bereit ist, seine Schulden an private Investoren zurückzuzahlen. Die Ankündigung wirtschaftsfreundlicher Reformprogramme unter der Aufsicht des Internationalen Währungsfonds (IWF) und der Europäischen Union ist besonders glaubhaft, da diese Institutionen Druck auf Regierungen ausüben und damit sicherstellen können, dass die Regierung nicht nur leere Versprechen abgibt. Für die empirische Analyse wird deshalb folgende Hypothese zugrunde gelegt:

Ratingagenturen nutzen nicht nur makroökonomische Kennzahlen als Ratingkriterium, sondern basieren ihre Entscheidungen auch auf politischen Faktoren, wie Liberalisierungsmaßnahmen und internationalen Reformprogrammen, zu denen sich nationale Regierungen verpflichtet haben.

In der Literatur gibt es bereits einige Beiträge, die betonen, dass Ratingagenturen ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen unterstützen (Sinclair 2005; Sassen 1996; Datz 2004). Das entscheidende Argument in diesem Beitrag ist, dass die Analyse politischer Faktoren für Ratingagenturen wichtig ist, da sie nicht nur die Zahlungsfähigkeit beurteilen, sondern auch Indikatoren für die Zahlungsbereitschaft eines Staates heranziehen müssen. Je mehr die Agenturen solche Indikatoren einbeziehen, umso besser werden ihre Länderratings die erwartete Ausfallwahrscheinlichkeit von Staatsanleihen widerspiegeln können.

Die bisherigen Beiträge, die die Bedeutung von Liberalisierungsmaßnahmen für Länderratings betonen, liefern nur wenig empirische Evidenz. Insgesamt werden nur die Texte von drei Ratingentscheidungen, zwei für Argentinien und eine für Senegal, zitiert (Sinclair 2005, S. 145-146; Datz 2004, S. 313-314). Da es in den vergangenen zwei Jahrzehnten mehr als 1200 Ratingänderungen für mehr als 100 Länder gab, besteht die Gefahr, dass diese einzelnen zitierten Ratingentscheidungen nicht ausreichen, um die Hypothese zu stützen, dass politische Faktoren zentrale Ratingkriterien sind.

Einige neuere Studien versuchen ökonometrisch für die Bedeutung politischer Faktoren zu testen, insbesondere die Rolle ökonomischer Liberalisierungsprozesse (Biglaiser u. DeRouen 2007), politischer Institutionen, Stabilität und Wahlen (Archer et al. 2007; Biglaiser u. Staats 2012; Beaulieu et al. 2012) sowie internationaler Abkommen (Hameed 2005; Arbatli u. Escolano 2012; Nelson 2010; Dreher u. Voigt 2011). Diese ökonometrischen Untersuchungen liefern jedoch statistisch insignifikante oder widersprüchliche Ergebnisse. In ihrer Analyse ökonomischer Liberalisierungsprozesse beschränken sich Archer et al. (2007) auf eine Auswahl lateinamerikanischer Staaten, für die sie keinen Einfluss von Liberalisierungsmaßnahmen auf Ratings finden. Während Beaulieu et al. (2012) zeigen, dass Demokratien bessere Ratings bekommen, bestreiten Biglaiser und Staats (2012) dieses Ergebnis. Die Analyse internationaler Abkommen beschränkt sich entweder nur auf einen Querschnitt an Ländern, wie bei Hameed (2005) und Arbatli und Esco-

lano (2012), oder bezieht sich auf andere Ratings als die der drei großen anerkannten Agenturen (Dreher u. Voigt 2011). Die meisten politischen Faktoren sind quantitativ schwer zu messen und mit wichtigen ökonomischen Kriterien korreliert, sodass ihr Effekt ökonometrisch schwer isoliert betrachtet werden kann. Nelson (2010) findet so beispielsweise, dass IWF-Programme zu einer Ratingherabstufung führen. Allerdings werden IWF-Programme immer in ökonomischen Krisensituationen eingeführt, sodass ökonometrisch schwer zu unterscheiden ist, ob die Ratingagenturen tatsächlich wegen des IWF-Programms oder eher wegen der ökonomischen Krise das Land herabstufen.

In ihren Methodologien, in denen sie ihre Kriterien für Länderratings erklären, erwähnen die drei Ratingagenturen bereits die Bedeutung politischer Faktoren. Vor allem betonen alle drei Agenturen, dass ihre politische Analyse auf qualitativen Faktoren basiert (S&P 2013b, S. 11; Moody's Investors Service 2008, S. 6; Fitch Ratings 2012, S. 1). Um die Bedeutung politischer Faktoren für Länderratings zu analysieren, ist es deshalb entscheidend, qualitativ mehr über die Ratingentscheidungen herauszufinden.³ Aufbauend auf den bisherigen Hypothesen in der Literatur soll dabei untersucht werden, ob die Ratingagenturen ihre Entscheidungen mit folgenden politischen Faktoren begründen: ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen, politische Stabilität und Wahlen sowie internationale Abkommen und Programme.

4. Daten und Methode

Für jede Ratingänderung veröffentlichen die drei großen Agenturen eine Verlautbarung, in der sie die Änderung begründen und die zentralen Kriterien für das Länderrating benennen. Diese Texte bieten die Möglichkeit, qualitativ die Kriterien für Länderratings auszuwerten. Bisher hat allein der IWF in einer Studie in seinem Global Financial Stability Report im Oktober 2010 diese Datenquelle genutzt (IWF 2010, Kapitel 3). Allerdings untersuchte der IWF nur die Ratingentscheidungen von Mai 2007 bis Juni 2010 und beschränkte sich wie die ökonometrische Literatur auf wenige makroökonomische Kategorien, wie Wachstum, öffentliche Finanzen und Verschuldung.

Dieser Beitrag hingegen basiert auf einer weitaus umfangreicheren neuen Datenbasis, die erstmals alle Ratingentscheidungen von 1995 bis Anfang 2011 zusammenstellt. Dabei liegt der Fokus auf der Analyse politischer Faktoren. Länderratings beziehen sich im Folgenden auf „long-term foreign currency ratings“, Ratings auf langfristige Staatsschulden in ausländischer Währung. Die Analyse dieser Ratings bildet die Grundlage für alle weiteren Länderratings, die die Agenturen veröffentlichen (S&P 2013b, S. 36-37; Moody's Investors Service 2008, S. 13-14; Fitch Ratings 2012, S. 4). Insgesamt haben die drei großen Ratingagenturen im Analysezeitraum 1222 Verlautbarungen für 137 Staaten auf ihren Webseiten veröffentlicht (siehe Tabelle 1). Da bis Mitte der 1990er Jahre nur einige Länder mit guten und sich selten ändernden Ratings bewertet wurden, spiegelt

3 In Cordes (2014) werden die qualitativen Ergebnisse dieses Beitrags auch ökonometrisch bestätigt.

diese Datenbasis sogar fast 80 Prozent aller Ratingänderungen seit dem Zweiten Weltkrieg wider.

Knapp die Hälfte der Verlautbarungen seit 1995 sind Begründungen für Heraufstufungen („Upgrades“), etwas mehr als ein Drittel für Herabstufungen („Downgrades“) und ein knappes Sechstel für Staaten, die zum ersten Mal bewertet oder deren Rating zurückgezogen wurde. Etwas weniger als die Hälfte aller Ratings sind für Staaten, die „Investment Grade“, also mindestens mit „BBB-/Baa3“, bewertet wurden. Für zwölf der 137 Staaten gibt es seit 1995 nur eine Ratingänderung oder ein neues Rating. Bei anderen Staaten wurden häufiger Ratingentscheidungen getroffen. Russlands Länderrating wurde mit 36 mal am häufigsten geändert, gefolgt von Argentinien mit 33 und Indonesien und Uruguay mit jeweils 32 Ratingänderungen.

Tabelle 1: Übersicht über die Datenbank mit Ratingverlautbarungen

Agentur	Rating- entscheidungen	Upgrades	Downgrades	Neue/ Letzte	Investment	Spekulativ	Staaten
S&P	520	236	209	75	216	304	117
Moody's	371	200	109	62	181	190	100
Fitch	331	171	105	55	143	188	100
Total	1222	607	423	192	540	682	137

Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Die Verlautbarungen sind etwa 400 bis 700 Wörter lang und verweisen auf die wichtigsten Ratingkriterien. Die Begründungen von Fitch mit 624 Worten und Standard & Poor's mit 625 Worten sind dabei im Durchschnitt länger als die von Moody's mit 424 Worten. Um diese Texte systematisch zu analysieren, wird die Analysesoftware MaxQDA genutzt. Computerbasierte Textanalysen werden immer häufiger in der Politikwissenschaft verwendet (Krippendorff 2004, Kapitel 12). Auch in der politikökonomischen Literatur zu Staatsschulden gibt es bereits einige Textanalysen (Bernhard u. Leblang 2006, Kapitel 6; Enderlein et al. 2012), insbesondere zum IWF (Caraway et al. 2012; Fratzscher u. Reynaud 2010; Clegg 2012).

Kodiert wird die Häufigkeit, mit der folgende drei politische Faktoren erwähnt werden: ökonomische Liberalisierungspolitik, internationale politische Abkommen sowie die Bewertung von Wahlen und politischer Stabilität. Ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen umfassen dabei Privatisierungs- und Deregulierungsprogramme sowie die Liberalisierung von Handel, ausländischen Direktinvestitionen (FDI) und internationalem Kapitalverkehr. Für diese Liberalisierungsmaßnahmen wird nicht nur die Häufigkeit kodiert, sondern auch, ob die Ratingagentur die Maßnahme unterstützt oder kritisiert.

Ratingagenturen bewerten politische Maßnahmen in ihren Entscheidungen auf zwei Arten. Erstens benennen die Agenturen Faktoren, die das Länderrating unterstützen und solche, die es einschränken. Zum Beispiel argumentiert Standard & Poor's in einer Ratingentscheidung für Bulgarien am 07.11.2001: „The

ratings on Bulgaria are supported by: Deepened economic reform, including major progress in the privatization of industry and banks” (S&P: 2001_11_07_Bulgaria).⁴

Diese Begründung wird als positive Bewertung einer Privatisierungsmaßnahme kodiert. Zweitens fordern die Ratingagenturen auch direkt bestimmte Maßnahmen ein, wie zum Beispiel Fitch in einer Ratingentscheidung für Griechenland am 20.06.2001: „Further privatisation, deregulation and public sector reform (particularly in the pensions sector) are all urgently required“ (Fitch: 2001_06_20_Greece).

Ebenso wie die Begründung bei Bulgarien wird auch diese Forderung an Griechenland als positive Bewertung einer Privatisierungsmaßnahme kodiert. Zudem fordert Fitch auch eine Deregulierungsmaßnahme in dieser Ratingentscheidung. Diese Beispiele verdeutlichen, dass die Ratingentscheidungen die Quelle sind, in der nationale Regierungen herausfinden können, was von ihnen verlangt wird, um ihr Rating zu verbessern.

5. Politische Faktoren in Ratingentscheidungen

Alle drei politischen Faktoren spielen jeweils in mehr als einem Drittel aller Ratingentscheidungen eine wichtige Rolle (siehe Tabelle 2). Liberalisierungsmaßnahmen werden in 450, politische Stabilität und Wahlen in 475 und internationale Abkommen und Programme in 468 der 1222 Ratingentscheidungen erwähnt. Bevor die Ergebnisse der Textanalyse für die drei Faktoren im Einzelnen erläutert werden (in Abschnitt 5.1-5.3), werden die Ergebnisse hier kurz zusammengefasst.

Tabelle 2: Anzahl der Ratingentscheidungen mit politischen Faktoren

Indikator	Anzahl der Ratingentscheidungen (von insgesamt 1222)
Liberalisierungsmaßnahmen	450
Politische Stabilität und Wahlen	475
Internationale Abkommen und Programme	468
Mindestens einer der drei pol. Faktoren	880

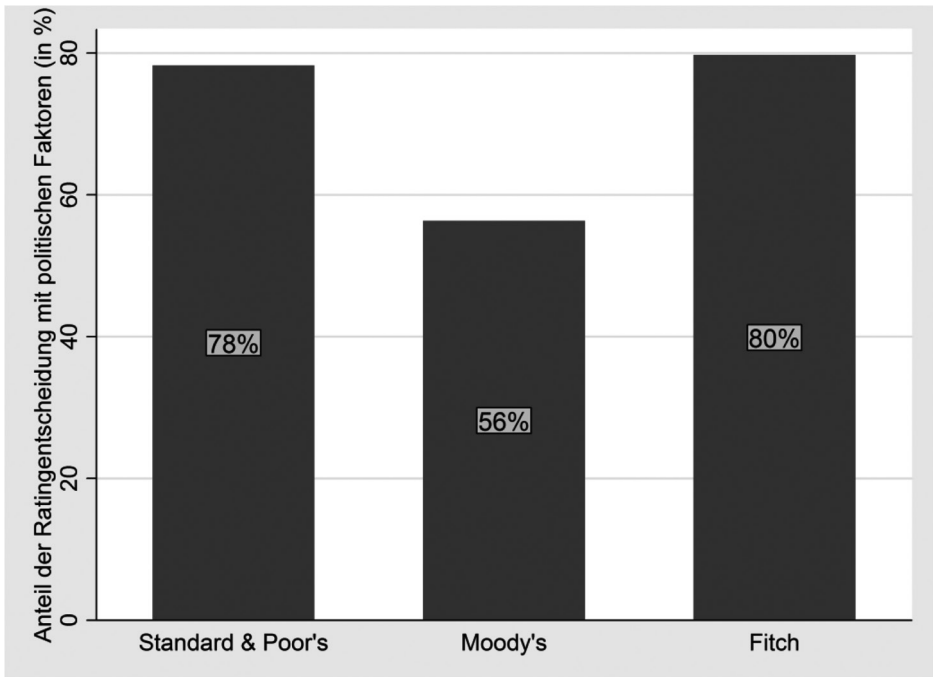
Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

In 880 der 1222 Ratingentscheidungen seit 1995 wird mindestens einer der drei politischen Faktoren als ein Kriterium für die Ratingänderung oder als eine Forderung an das Land angeführt. Dabei macht es keinen Unterschied, ob ein Land herauf- oder herabgestuft wird. In 73 Prozent der Upgrades und ebenso 68 Prozent der Downgrades werden politischen Faktoren herangezogen. Politische Faktoren spielen zudem dieselbe Rolle für besser und schlechter bewertete Staaten.

⁴ Alle Ratingverlautbarungen können für registrierte Kunden auf den Webseiten der Ratingagenturen heruntergeladen werden (S&P 2013d; Moody’s Investors Service 2014; Fitch 2014). In diesem Beitrag werden jeweils der Name der Ratingagentur, das Datum der Ratingentscheidung (Jahr, Monat, Tag) und der Name des bewerteten Landes zur eindeutigen Identifizierung der Ratingverlautbarung angegeben.

Bei 70 Prozent der Staaten mit einem Investment Grade-Rating von mindestens „BBB-/Baa3“ und 74 Prozent der schlechter bewerteten Staaten wird ein politischer Faktor genannt. Das bedeutet, dass Ratingagenturen nicht nur konkrete Maßnahmen von einigen Entwicklungsländern fordern. Für fast alle der 137 Staaten, egal ob Autokratie oder Demokratie, linke oder rechte Regierung, verweisen die Ratingagenturen in zumindest einer Ratingentscheidung auf ein politisches Kriterium. Auch entwickelte Volkswirtschaften müssen für ein gutes Rating nicht nur gute makroökonomische Resultate liefern, sondern dafür bestimmte Politikinstrumente und Prozesse nutzen.

Abbildung 2: Anteil der Ratingentscheidungen mit politischen Faktoren nach Ratingagentur



Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Abbildung 2 vergleicht den Anteil der Ratingentscheidungen mit politischen Faktoren für die drei großen Ratingagenturen. Es fällt auf, dass Moody's deutlich seltener eines der drei politischen Kriterien nennt. Während Standard & Poor's und Fitch in mehr als drei Viertel aller Entscheidungen auf politische Faktoren eingehen, spielen Liberalisierungsmaßnahmen, politische Stabilität und Wahlen sowie internationale Abkommen in nur etwas mehr als der Hälfte der Änderungen für Moody's eine Rolle. Dieser Unterschied hält sich auch, wenn die Entscheidungen der Ratingagenturen nur für die Staaten verglichen werden, die alle drei bewerten, und wenn für die unterschiedliche Länge der Ratingbegründungen kontrolliert wird.

Der IWF zeigt in seiner Analyse der Ratingmethodologien, dass Moody's im Vergleich zu den anderen beiden Ratingagenturen ein größeres Gewicht auf die Zahlungsfähigkeit eines Staates als auf dessen Zahlungsbereitschaft legt (IWF 2010, S. 102). Dies erklärt, warum Moody's seltener politische Kriterien erwähnt. Ratingagenturen beziehen politische Maßnahmen und Prozesse in ihre Entscheidungen ein, um die Zahlungsbereitschaft eines Staates einschätzen zu können. Da Moody's im Vergleich diese Zahlungsbereitschaft weniger in seinen Entscheidungen berücksichtigt, spielen politische Kriterien auch eine geringere Rolle für diese Ratingagentur.

5.1 Ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen

Viele Beiträge in der politikwissenschaftlichen Literatur erwarten, dass Ratingagenturen ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen einfordern (Sinclair 2005; Sassen 1996; Datz 2004). Biglaiser und DeRouen (2007) finden in einem Panel von lateinamerikanischen Ländern keinen positiven Einfluss von Liberalisierungsmaßnahmen auf Länderratings. Allerdings liberalisierten auch nur wenige dieser Länder im Untersuchungszeitraum ihre Wirtschaft. Der für diesen Beitrag zusammengestellte Datensatz kann deshalb systematischer für alle 137 Länder seit 1995 die Bedeutung von Liberalisierungsmaßnahmen untersuchen.

Ratingagenturen nennen Liberalisierungsmaßnahmen als einen entscheidenden Faktor in 450 ihrer 1222 Ratingentscheidungen. Für 114 der 137 Staaten wird zumindest eine Ratingänderung mit einer Liberalisierungsmaßnahme begründet oder eine Liberalisierungsmaßnahme eingefordert. Insgesamt bewerten die Agenturen 647 einzelne Liberalisierungsmaßnahmen. Mehr als 82 Prozent, 533 von 647, dieser Bewertungen sind positiv (siehe Tabelle 3).

Tabelle 3: Bewertung von Liberalisierungsmaßnahmen

Bewertung	Total	Privatisierung	Deregulierung	Handelsliberal.	FDI-Lib.	Kapitalverkehrlib.
Positiv	533	245	122	96	39	31
Negativ	114	9	55	25	0	25
Total	647	254	177	121	39	56

Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Besonders oft erwähnen die Ratingagenturen Privatisierungen. In mehr als 20 Prozent aller Ratingentscheidungen spielen diese eine wichtige Rolle. In einer vergleichbaren Analyse von IWF-Programmen von 1992 bis 2002 findet Stone (2008), dass der IWF Privatisierungen in neun Prozent seiner Programme aufnimmt. Da die Ratingentscheidungen deutlich kürzer sind als detaillierte IWF-Programme, zeigt der hohe Anteil an Bewertungen durch die Ratingagenturen den hohen Stellenwert, den die Agenturen diesen politischen Maßnahmen zuschreiben.

Die Ratingagenturen bewerten Privatisierungen fast immer positiv und geben dafür eine Vielzahl von Gründen an (siehe Übersicht in Tabelle 4). Aus Sicht der

Ratingagenturen verringern Privatisierungen das Fiskaldefizit und damit die Staatsverschuldung. Zudem erhöhten Privatisierungen ausländische Direktinvestitionen und verringerten Leistungsbilanzdefizite und ausländische Verschuldung. Aber die Gründe, die Ratingagenturen für ihre Unterstützung von Privatisierungsmaßnahmen angeben, gehen noch darüber hinaus. Ratingagenturen erwarten, dass Privatisierungen die Rolle des Staates verringern und damit zu Effizienzgewinnen führen, sobald Staatsunternehmen privatisiert sind, was letztlich auch zu höherem Wachstum führe. Aus Sicht der Ratingagenturen verringern Privatisierungen außerdem die staatlichen Lohnausgaben und die Verluste, die der Staat gegebenenfalls für seine Unternehmen zu tragen hätte. Obwohl die Vorteile von Privatisierungsprogrammen in der Literatur umstritten sind (Brune et al. 2004, S. 198-200), erwähnen Ratingagenturen negative Aspekte von Privatisierungsprogrammen in nur neun Entscheidungen für Länder, bei denen die Programme sehr offensichtlich aus dem Ruder liefen.

Tabelle 4: Auswirkung von Privatisierungen aus Sicht der Ratingagenturen

Privatisierungen führen zu:	Ratingverlautbarungen
– geringerem Fiskaldefizit	Fitch: 2001_09_21_Lebanon, S&P: 2004_06_16_TrinidadandTobago, Moody's: 1995_06_01_Poland
– geringerer Staatsverschuldung	Fitch: 2000_02_03_Iceland, 2001_07_12_Kazakhstan, S&P: 1997_01_22_Panama, Moody's: 2001_07_30_Lebanon
– höheren Direktinvestitionen	Fitch: 1999_12_15_Slovenia, S&P: 2004_05_13_Slovenia, Moody's: 1998_03_02_Morocco
– geringerem Leistungsbilanzdefizit	S&P: 1997_04_02_Brazil
– geringerer ausländischer Verschuldung	Fitch: 2005_11_01_Macedonia, S&P: 1996_03_15_Iceland, Moody's: 1998_05_08_Hungary
– größerer Effizienz aufgrund einer geringeren Staatsquote	Fitch: 1999_12_15_Slovenia, 2007_12_12_Kenya, S&P: 2003_05_23_Bulgaria, Moody's: 1997_11_14_Egypt, 1998_03_25_Malta
– höherem Wirtschaftswachstum	Fitch: 2001_06_07_Moldova, S&P: 1997_01_16_Latvia, Moody's: 1995_04_06_Tunisia
– geringeren Ausgaben für defizitäre Staatsunternehmen	S&P: 2010_12_21_Croatia
– geringeren Lohnausgaben	Fitch: 2011_02_02_Lebanon

Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Deregulierungsmaßnahmen werden häufig von Ratingagenturen eingefordert oder als Kriterium genannt. Die 55 negativen Bewertungen beziehen sich allein auf die Deregulierung des Finanzmarkts. Die Liberalisierung von Arbeitsmärkten und anderen Wirtschaftsbereichen wird von den Agenturen hingegen durchweg positiv bewertet. Handelsliberalisierungen werden von den Ratingagenturen unterstützt. Für Entwicklungsländer betonen die Agenturen aber die fiskalischen Auswirkungen fehlender Zolleinnahmen. Zwar kann Handelsliberalisierung als Indikator für die Wirtschaftsfreundlichkeit und damit die Zahlungsbereitschaft

einer Regierung dienen, zeitgleich reduziert diese Liberalisierung für einige Länder aber auch die Zahlungsfähigkeit.

Die Liberalisierung ausländischer Direktinvestitionen wird immer positiv von den Ratingagenturen gesehen. Allein bei der Liberalisierung des Kapitalverkehrs gibt es fast die gleiche Anzahl an positiven wie auch negativen Bewertungen. Als Malaysia 1998 im Konflikt mit dem IWF Kapitalkontrollen einführte, kritisierten die Ratingagenturen diesen Schritt noch stark.⁵ Ebenso wie der IWF bewerten die Agenturen inzwischen Einschränkungen des freien internationalen Kapitalverkehrs differenzierter (Bruner u. Abdelal 2005, S. 200). Mit Ausnahme dieser Liberalisierungsmaßnahme und der Deregulierung des Finanzsektors unterstützen die drei Ratingagenturen aber fast immer ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen und fordern insbesondere Privatisierungen ein.

5.2 Politische Stabilität und Wahlen

Neben Liberalisierungsmaßnahmen wird in der Literatur auch diskutiert, ob bestimmte politische Institutionen und Prozesse zu besseren Ratings führen (Archer et al. 2007; Beaulieu et al. 2012; Biglaiser u. Staats 2012). Die Textanalyse zeigt, dass Ratingagenturen tatsächlich politische Stabilität von Staaten und Wahlen in ihrer Bewertung einbeziehen, um mehr über die Zahlungsbereitschaft eines Landes herauszufinden. Politische Stabilität und Wahlen werden in knapp 40 Prozent der Ratingentscheidungen und für 121 der 137 bewerteten Länder erwähnt.

Politische Stabilität wird in einem Fünftel der Ratingentscheidungen als ein entscheidender Faktor von den Agenturen genannt. Insbesondere betonen die Ratingagenturen die Bedeutung von institutionellen Kontrollen der Exekutive. Je abhängiger die Exekutive in ihrer Entscheidung über einen Zahlungsstopp ist, das heißt je mehr andere Akteure an der Entscheidung beteiligt werden müssen, desto wahrscheinlicher ist es, dass der Staat seine Schulden weiter bedient. So erläutert Fitch beispielsweise, dass das Rating von Abu Dhabi aus folgendem Grund beschränkt ist: „[G]overnment and executive authority is not subject to the public and institutionalised checks and balances typical in most other sovereigns in the ‘AA’ category“ (Fitch: 2007_07_02_AbuDhabi).

Diese Bewertungen führten auch zur Kritik an den Ratingagenturen aus arabischen Ländern (Financial Times 2013). Als Antwort darauf betonten die Ratingagenturen, dass eben gerade nicht nur finanzielle, sondern auch politische Kriterien entscheidend für ein Länderrating sein könnten (Financial Times 2013).

Folgerichtig führt die Etablierung neuer Kontrollmechanismen oder zusätzlicher Einschränkungen der Exekutive zu Ratingverbesserungen. So begründet Standard & Poor's das Upgrade von Kenia mit genau solchen politischen Reformen: „[T]he new constitution curtails the president's powers, provides new checks and balances, creates an apex court, and devolves some power to newly established counties“ (S&P: 2010_11_19_Kenya).

5 S&P: 1998_09_15_Malaysia, Moody's: 1998_09_14_Malaysia, Fitch: 1999_03_22_Malaysia

Neben diesen politischen Reformen beziehen Ratingagenturen auch Wahlen für einen Großteil der bewerteten Staaten in ihre Entscheidung ein. In fast einem Viertel aller Ratingentscheidungen erwähnen die Agenturen nationale Wahlen. Im Gegensatz zur positiven Bewertung von Checks und Balances sehen Ratingagenturen aber vor allem die negativen Auswirkungen demokratischer Wahlen. In einigen Fällen argumentieren die Ratingagenturen, dass Wahlen direkt Anreize für eine Umschuldung liefern, wie zum Beispiel Fitch für Argentinien in 2001: „[A]gainst a backdrop of political uncertainty due to the elections on October 14, the government’s capacity to honor its debt obligations has weakened and raised the incentives to pursue debt restructuring“ (Fitch: 2001_10_12_Argentina).

Die Ratingagenturen heben vor allem zwei negative Auswirkungen von Wahlen hervor. Erstens führen Wahlen – auch in konsolidierten Demokratien – aus Sicht der Ratingagenturen zu politischer Unsicherheit und Instabilität. 68 Ratingänderungen begründen die Agenturen unter anderem mit diesem negativen Einfluss von Wahlen.

Zweitens erwarten die Ratingagenturen, dass Wahlen zu höheren fiskalischen Defiziten aufgrund von politischen Konjunkturzyklen führen, wie sie in 120 Ratingentscheidungen betonen. Aus Sicht der Ratingagenturen könnten Staaten im Vorfeld von Wahlen ihre Ausgaben nicht eindämmen (siehe Übersicht der fiskalischen Auswirkungen aus Sicht der Ratingagenturen in Tabelle 5). Der Ausgabendruck sei besonders hoch aufgrund von Lohnsteigerungen, erhöhten Sozialausgaben und der Unfähigkeit, Wohlfahrtsausgaben und Renten- und Krankenversicherungsansprüche vor Wahlen zu senken. Regierungen seien zudem vor Wahlen nicht in der Lage, die Staatseinnahmen zu erhöhen, da sie statt Steuerreformen durchzuführen, lieber Steuern kürzen und weniger Steuern eintreiben würden. Insgesamt führe dies zu erhöhten Fiskaldefiziten vor Wahlen. Darüber hinaus würden Wahlen auch ökonomische Liberalisierungsmaßnahmen unterminieren, insbesondere Privatisierungen, und die notwendige Umsetzung von IWF-Programmen.

Tabelle 5: Fiskalische Auswirkungen von Wahlen aus Sicht der Ratingagenturen

Wahlen führen zu:	Ratingverlautbarungen
höheren Fiskaldefiziten durch:	S&P: 1995_12_04_Israel, S&P: 1996_08_26_ElSalvador, S&P: 1997_06_05_Venezuela, S&P: 1997_07_16_CostaRica, Moody's: 1997_07_24_Ecuador, S&P: 1997_12_18_Peru, S&P: 1997_12_31_Indonesia, S&P: 1998_01_09_Indonesia, Moody's: 1998_03_25_Malta, S&P: 1999_11_24_Greece, S&P: 2000_11_01_Peru, Fitch: 2000_11_30_Hungary, Fitch: 2001_06_13_Ukraine, S&P: 2001_10_03_Ireland, S&P: 2002_11_21_Uruguay, S&P: 2002_12_17_Taiwan, S&P: 2003_07_28_Turkey, Fitch: 2003_09_25_Turkey, Fitch: 2003_12_18_Romania, Fitch: 2005_02_15_Cameroon, S&P: 2005_05_11_Ukraine, S&P: 2005_12_15_Russia, S&P: 2006_06_28_Brazil, S&P: 2006_09_04_Russia, S&P: 2006_12_22_Iceland, Fitch: 2007_03_15_Iceland, S&P: 2007_10_02_CzechRepublic, Fitch: 2007_10_29_Gabon, S&P: 2007_11_08_Gabon, Moody's: 2008_05_21_Pakistan, S&P: 2008_08_11_Argentina, S&P: 2008_10_27_Romania, S&P: 2008_10_31_Argentina, S&P: 2009_12_16_Greece
1. höhere Ausgaben, aufgrund von:	S&P: 1997_04_02_Argentina, Moody's: 1997_10_02_Argentina, S&P: 2001_01_03_Brazil, S&P: 2003_05_09_Guatemala, Fitch: 2003_06_23_Venezuela, Fitch: 2003_07_10_PapuaNewGuinea, Fitch: 2003_07_21_Latvia, S&P: 2004_02_05_Lithuania, Fitch: 2004_09_21_Slovakia, S&P: 2004_12_03_Cameroon, Fitch: 2005_01_21_Ukraine, Fitch: 2005_01_26_Gambia, Fitch: 2005_08_03_Russia, Fitch: 2005_08_26_CzechRepublic, S&P: 2005_12_15_Russia, Fitch: 2006_08_29_Jamaica, S&P: 2007_04_02_Grenada, S&P: 2007_08_01_Grenada, S&P: 2008_02_26_Panama, S&P: 2009_02_25_Ukraine, Moody's: 2010_01_08_Turkey, S&P: 2010_08_27_Ghana
1.1 Lohnsteigerungen	S&P: 1997_06_05_Venezuela, S&P: 2003_06_02_Uruguay, Fitch: 2003_06_25_Ukraine
1.2 höheren Sozialausgaben	S&P: 2002_12_30_Belize, S&P: 2005_03_03_Venezuela
1.3 fehlender Senkung von Sozialversicherungsansprüchen	S&P: 2001_02_22_Japan, S&P: 2003_06_02_Uruguay, Fitch: 2003_06_20_CzechRepublic
2. geringere Einnahmen, aufgrund von:	
2.1 fehlender Steuerreform	S&P: 1997_01_22_Panama, S&P: 1999_11_23_Suriname, S&P: 2000_09_18_Lebanon, S&P: 2011_01_14_ElSalvador
2.2 Steuerkürzungen	Fitch: 1999_10_25_Greece, S&P: 1999_11_24_Greece, S&P: 2001_03_26_Argentina, Fitch: 2003_06_25_Ukraine
2.3 geringerer Steuer-eintreibung	Moody's: 2008_05_21_Pakistan

Wahlen führen zu:	Ratingverlautbarungen
3. weniger Liberalisierungsmaßnahmen, insbesondere:	S&P: 1995_10_23_Paraguay, S&P: 1996_08_26_ElSalvador, S&P: 1997_06_05_Venezuela, S&P: 1997_06_13_Uruguay, Moody's: 1998_03_30_Slovakia, S&P: 1998_08_17_Russia, Moody's: 1998_09_09_Ukraine, S&P: 1999_12_23_Mongolia, S&P: 2001_02_22_Japan, Fitch: 2001_06_13_Ukraine, Fitch: 2001_11_21_India, Fitch: 2003_11_20_Indonesia, Fitch: 2003_12_18_Romania, Fitch: 2004_09_28_Brazil, S&P: 2004_11_01_Serbia, S&P: 2005_07_18_Serbia, S&P: 2005_12_15_Russia, S&P: 2011_03_24_Portugal
3.1 Privatisierungen	S&P: 2001_11_13_Korea, Fitch: 2003_07_24_Bulgaria, S&P: 2004_05_13_Slovenia, Fitch: 2005_11_01_Macedonia, S&P: 2010_12_21_Croatia
4. fehlender Umsetzung von IWF-Programmen	S&P: 2001_08_06_PapuaNewGuinea, Fitch: 2004_01_30_DominicanRepublic, Fitch: 2005_01_26_Gambia, Fitch: 2005_02_15_Cameroon, Fitch: 2010_07_06_Ukraine

Quelle: Cordes 2014, eigene Darstellung

Die Auswirkungen dieser negativen Bewertung von demokratischen Wahlen sind auch in der europäischen Finanzkrise zu beobachten gewesen. Einige Politiker fürchteten die Marktturbulenzen, die Wahlen auslösen könnten. Der deutsche Finanzminister Wolfgang Schäuble zweifelte öffentlich an, ob Wahlen in Griechenland der beste Weg seien (Financial Times 2012a), was zu einer Debatte führte, ob demokratische Wahlen ausgesetzt werden sollten, um Finanzmarktteilnehmer wie zum Beispiel Ratingagenturen zu beruhigen (Financial Times 2012b).

5.3 Internationale Abkommen

Neben Liberalisierungsmaßnahmen sowie politischer Stabilität und Wahlen wird in der Literatur auch diskutiert, ob Ratingagenturen die Einführung und Einhaltung bestimmter internationaler politischer Abkommen und Standards von Staaten einfordern. Insbesondere der IWF erhofft sich, dass Ratingagenturen internationale Finanz- und Fiskalstandards in ihre Bewertung einbeziehen (IWF 2003, S. 18; IWF 2013). Auch wenn diese Standards nicht selber von internationalen Institutionen durchgesetzt werden, könnten Staaten dann einen Anreiz haben, die Standards einzuführen und zu erfüllen, um ein besseres Länderrating zu bekommen (Kapstein 1994, S. 13; Petrie 2003; Mosley 2003; Arbatli u. Escolano 2012).

Doch in den Ratingentscheidungen finden sich nur wenige Hinweise, dass die Ratingagenturen tatsächlich auf diese internationalen Standards achten. Insgesamt finden sich nur sieben Verweise auf internationale Standards in den 1222 Ratingverlautbarungen. Einen Hinweis auf einen der zwölf „key financial standards“, die Ende der 1990er Jahre nach der Asienkrise entwickelt wurden, gibt es nur in drei Ratingentscheidungen. Seit 1999 haben die Weltbank und der IWF mehr als 800 Berichte für 160 Länder veröffentlicht, in denen sie untersucht haben, inwieweit Länder diese Standards einhalten. Nicht ein einziger davon wird

von den Ratingagenturen erwähnt. Aus dem Kalkül der Ratingagenturen betrachtet gleicht die Verpflichtung zur Einhaltung internationaler Standards einem leeren Versprechen, da es keine Instanz gibt, die diese effektiv durchsetzen kann. Damit sind internationale Standards auch kein guter Indikator für die Zahlungsbereitschaft eines Staates.

Im Gegensatz dazu ist die Ankündigung eines IWF-Programms oder eines EU-Beitrittsverfahrens ein glaubwürdiger Indikator für die Wirtschaftsfreundlichkeit und damit die Zahlungsbereitschaft eines Staates. Der IWF und die EU haben aus Sicht der Ratingagenturen die notwendige Macht, um ein Abkommen durchzusetzen. Dementsprechend oft, in mehr als einem Drittel aller Ratingentscheidungen, werden Abkommen mit diesen beiden Institutionen als wichtiges Kriterium von den Agenturen genannt.

IWF-Programme werden in mehr als 20 Prozent der 1222 Ratingentscheidungen erwähnt. Für einige Ratingänderungen ist das IWF-Programm so wichtig, dass es bereits in der Überschrift hervorgehoben wird. So lautet zum Beispiel die Überschrift des Upgrades der Ukraine durch Standard & Poor's: „Ukraine Long-Term Sovereign Foreign-Currency Ratings Raised To 'B+' On IMF Program“ (S&P: 2010_07_29_Ukraine).

Ratingagenturen sehen IWF-Programme aus zwei Gründen als einen positiven Ratingfaktor. Erstens führen IWF-Programme zu finanziellen Hilfen, die Länder in Liquiditätskrisen erlauben, ihre Schulden zurückzuzahlen. In der Hälfte der Ratingentscheidungen mit Bezug auf IWF-Programme geht es allein um diese finanzielle Hilfe, die die Zahlungsfähigkeit erhöht.

In mehr als 100 Ratingentscheidungen werden IWF-Programme von den Ratingagenturen aber auch als glaubwürdiger Indikator für die Zahlungsbereitschaft eines Landes angesehen. So argumentiert Standard & Poor's beispielsweise für Venezuela:

Repeated delays in negotiations with the IMF over a macroeconomic stabilization plan and financing package cast doubt about the Caldera administration's commitment to implement reform, and over the long term, about the strength of its commitment to service its debt. (S&P: 1996_02_23_Venezuela).

In diesem Fall zeigt die fehlende Implementierung des IWF-Programms aus Sicht von Standard & Poor's die fehlende Bereitschaft zu wirtschaftlichen Reformen und damit auch eine geringe Zahlungsbereitschaft. IWF-Programme sind aus Sicht der Ratingagenturen ein „commitment to macroeconomic stability“, „a renewed effort to implement structural economic reforms“, „signal [of] the authorities' commitment to continued economic stability and reform“ und ein „testament to the authorities' long-term commitment to reform“.⁶ Wenn ein Land IWF-Reformen nicht umsetzt, zeige das hingegen „a further loss of reform momentum“, „weakening of the reform resolve“ und dass das Land nicht bereit sei „to undertake the necessary fiscal correction“.⁷ IWF-Programme sind glaubwür-

6 S&P: 1997_09_03_Thailand, Moody's: 1996_11_06_Pakistan, Fitch: 2000_07_03_Azerbaijan, Fitch: 2010_02_01_Seychelles

7 S&P: 2001_08_06_PapuaNewGuinea, S&P: 2003_05_12_Indonesia, S&P: 2008_11_14_Pakistan

dige Signale, weil der IWF aus Sicht der Ratingagenturen Reformprogramme durchsetzt und als disziplinierender Anker dient.⁸

Genau aus demselben Grund beziehen die drei großen Ratingagenturen auch Beitrittsverfahren zur EU und zur Europäischen Währungsunion (EWU) in ihre Entscheidungen ein. In 65 Prozent aller 377 Ratingänderungen für europäische Länder wird die EU oder die EWU erwähnt. In einigen Fällen werden die Fortschritte im Beitrittsprozess schon als der entscheidende Ratingfaktor in der Überschrift genannt.⁹

Im Gegensatz zum IWF spielt finanzielle Unterstützung nur in 10 Prozent der Ratingentscheidungen mit Bezug auf die EU und EWU die alleinige Rolle, insbesondere seit Beginn der Finanzkrise in 2009. In allen anderen Fällen sehen die Ratingänderungen die Beitrittsprozesse als ein glaubwürdiges Signal für die Reform- und Zahlungsbereitschaft eines Landes. Standard & Poor's argumentiert: „For most of the new EU members that joined the Union in May 2004, prospective EU membership served as a strong policy anchor, which in turn resulted in ratings upgrades“ (S&P: 2004_07_30_Macedonia).

Aus Sicht der Ratingagenturen ist der Einfluss der Europäischen Union nicht besonders stark für Mitgliedsländer, sondern nur für diejenigen, die sich im Beitrittsverfahren befinden.¹⁰ Diese Einschätzung der Ratingagenturen spiegelt sich auch in ihrer Bewertung der Kriterien der Europäischen Währungsunion wider. Während die Konvergenzkriterien für Beitrittskandidaten in 31 Ratingentscheidungen erwähnt werden, beziehen sich die Agenturen in nur fünf Entscheidungen auf die Kriterien des Stabilitäts- und Wachstumspakts für EWU-Mitgliedsländer.

Dies zeigt, dass Ratingagenturen internationale politische Abkommen und Verträge nur dann als Signal in Betracht ziehen, wenn diese auch durchgesetzt werden und somit glaubwürdig sind. IWF-Programme sowie EU- und EWU-Beitrittsprozesse sind deshalb aus Sicht der Ratingagenturen glaubwürdige Ankündigungen, während sie Verpflichtungen der EU- und EWU-Mitgliedsstaaten sowie freiwilligen internationalen Standards keine Bedeutung als Indikator für die Zahlungsbereitschaft eines Landes zumessen.

6. Fazit

Politische Faktoren sind zentrale Kriterien, die Ratingagenturen für ihre Länderratings nutzen. In fast drei Viertel aller Ratingentscheidungen seit 1995 wird mindestens ein politisches Kriterium als ein entscheidender Faktor in der Begründung für eine Ratingänderung oder als Forderung von den Ratingagenturen genannt. Um die Rückzahlungswahrscheinlichkeit eines Staates zu bewerten, untersuchen Ratingagenturen nicht nur, ob ein Staat seine Schulden zurückzahlen kann, son-

8 S&P: 1998_11_23_Bulgaria, S&P: 2002_10_07_Bulgaria, S&P: 2004_08_17_Turkey, S&P: 2011_01_14_ElSalvador, S&P: 2011_03_16_Serbia, Moody's: 2010_01_08_Turkey, Fitch: 2004_08_04_Bulgaria, Fitch: 2004_11_17_Romania, Fitch: 2005_01_13_Turkey

9 S&P: 2004_11_17_Estonia, S&P: 2006_05_16_Slovenia, S&P: 2006_10_26_Bulgaria, Moody's: 2005_03_02_Romania, Moody's: 2002_11_12 (for eight accession countries), Fitch: 2004_07_07, Fitch: 2007_07_12

10 Moody's: 2005_12_14_Turkey

dern auch, ob er bereit ist, seine Schulden zurückzuzahlen. Politische Faktoren dienen den Ratingagenturen dabei als Indikator für diese Zahlungsbereitschaft eines Staates.

Ratingagenturen achten demnach nicht nur auf einige wenige makroökonomische Faktoren, sondern auch auf Politikmaßnahmen und politische Prozesse. Wenn Staaten ein besseres Rating bekommen wollen, müssen sie nicht nur gute ökonomische Zahlen vorlegen, sondern auch mit ihren politischen Entscheidungen deutlich machen, dass sie ihre Schulden zurückzahlen wollen. Ratingagenturen fordern besonders Privatisierungsmaßnahmen und Deregulierungen als Indikatoren für die Wirtschaftsfreundlichkeit und Zahlungsbereitschaft eines Staates ein. Nationale Wahlen werden von den Ratingagenturen in ihre Entscheidung einbezogen und häufig als Gefahr für die politische Stabilität eines Staates angesehen. IWF-Programme und Beitrittsprozesse zur Europäischen Union und zur Europäischen Währungsunion werden als weitere Indikatoren für die Zahlungsbereitschaft eines Staates herangezogen, da diese Programme von den Ratingagenturen nicht als leere Versprechen, sondern als glaubwürdige Ankündigungen für wirtschaftliche Reformen angesehen werden.

Staaten sollten hinterfragen, welchen Stellenwert in öffentlicher Regulierung sie privaten Ratingagenturen in der Bewertung solch weitreichender politischer Faktoren einräumen wollen. Gerade da diese Agenturen demokratische Wahlen durchweg für ein negatives Anzeichen halten, sollten demokratische Staaten überdenken, ob sie diesen Bewertungen per Gesetz Kraft verleihen wollen. In den letzten Jahren haben einige Initiativen versucht, neue Agenturen in Konkurrenz zu den großen drei Ratingagenturen aufzubauen (Heuser 2013, Fuchs u. Gehring 2013). Zukünftige Beiträge könnten untersuchen, in welchem Ausmaß diese neuen Agenturen und auch andere Finanzmarktakteure politische Faktoren für ihre Länderbewertungen verwenden und inwiefern sich diese als Alternativen zu den Länderratings der großen Agenturen anbieten.

Literatur

- Afonso, António, Pedro Gomes, und Philipp Rother. 2011a. Short-and long-run determinants of sovereign debt credit ratings. *International Journal of Finance & Economics* 16: 1-15. DOI: 10.1002/ijfe.416.
- Afonso, António, Davide Furceri, und Pedro Gomes. 2011b. Sovereign credit ratings and financial markets linkages: application to European data. *Technical University of Lisbon Economics Working Paper WP 14/2011/DE/UECE*. Lissabon: Technical University of Lisbon.
- Arbatli, Elif, und Julio Escolano. 2012. Fiscal Transparency, Fiscal Performance and Credit Ratings. *IMF Working Paper WP/12/156*. Washington, D. C.: IWF.
- Archer, Candace C., Glen Biglaiser, und Karl DeRouen Jr. 2007. Sovereign Bonds and the “Democratic Advantage”: Does Regime Type Affect Credit Rating Agency Ratings in the Developing World? *International Organization* 61 (Spring 2007): 341-365. DOI: 10.1017/S0020818307070129.

- Bank of England. 2010. *Bank of England Market Notice: Sterling Monetary Framework: Clarification on Collateral Eligibility and Haircuts, 10 May 2010*. <http://www.bankofengland.co.uk/markets/Documents/marketnotice100510a.pdf>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Bank of Japan. 2013. *Collateral Guidelines on Eligible Foreign Bonds*. http://www.boj.or.jp/en/mopo/measures/term_cond/yoryo46.htm/#table. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Basel Committee on Banking Supervision. 2004. *Basel II: International Convergence of Capital Measurement and Capital Standards: a Revised Framework*. <http://www.bis.org/publ/bcbs107.htm>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Beaulieu, Emily, Gary W. Cox, und Sebastian Saiegh. 2012. Sovereign Debt and Regime Type: Reconsidering the Democratic Advantage. *International Organization* 66: 709-738. DOI: 10.1017/S0020818312000288.
- Bernhard, William, und David Leblang. 2006. *Democratic Processes and Financial Markets*. Cambridge: Cambridge University Press.
- Biglaiser, Glen, und Karl DeRouen. 2007. Sovereign Bond Ratings and Neoliberalism in Latin America. *International Studies Quarterly* 51: 121-138. DOI: 10.1111/j.1468-2478.2007.00442.x.
- Biglaiser, Glen, und Joseph L. Staats. 2012. Finding the “Democratic Advantage” in Sovereign Bond Ratings: The Importance of Strong Courts, Property Rights Protection, and the Rule of Law. *International Organization* 66: 515-535. DOI: 10.1017/S0020818312000185.
- Borensztein, Eduardo, und Ugo Panizza. 2008. The Costs of Sovereign Default. *IMF Staff Papers* 56: 683-741. Washington, D. C.: IWF. DOI: 10.1057/imfsp.2009.21.
- Brune, Nancy, Geoffrey Garrett, und Bruce Kogut. 2004. The International Monetary Fund and the Global Spread of Privatization. *IMF Staff Papers* 51: 195-220. Washington, D. C.: IWF.
- Bruner, Christopher M., und Rawi Abdelal. 2005. To Judge Leviathan: Sovereign Credit Ratings, National Law, and the World Economy. *Journal of Public Policy* 25: 191-217.
- Cantor, Richard, und Frank Packer. 1996. Determinants and Impact of Sovereign Credit Ratings. *FRBNY Economic Policy Review* 6: 37-54.
- Cantor, Richard. 2004. An Introduction to Recent Research on Credit Ratings. *Journal of Banking and Finance* 28: 2565-2573.
- Cantor, Richard, Owain Ap Gwilym, und Stephen Thomas. 2007. The Use of Credit Ratings in the U.S. and Europe. *Journal of Fixed Income* Fall: 13-26. DOI: 10.2139/ssrn.996133.
- Caraway, Teri, Stephanie Rickard, und Mark Anner. 2012. International Negotiations and Domestic Politics: The Case of IMF Labor Market Conditionality. *International Organization* 66: 27-61. DOI: 10.1017/S0020818311000348.
- Clegg, Liam. 2012. Global governance behind closed doors: The IMF boardroom, the Enhanced Structural Adjustment Facility, and the intersection of material power and norm stabilisation in global politics. *The Review of International Organizations* 7: 285-308. DOI: 10.1007/s11558-011-9133-6.
- Cordes, Till. 2014. *The Political Economy of Sovereign Rating Criteria: What Rating Agencies Demand from National Governments*. Dissertation. Berlin: Hertie School of Governance.

- Datz, Giselle. 2004. Reframing development and accountability: the influence of sovereign credit ratings on policy making in developing countries. *Third World Quarterly* 25: 303-318. DOI: 10.1080/0143659042000174824.
- Dreher, Axel, und Stefan Voigt. 2011. Does Membership in International Organizations Increase Governments' Credibility? Testing the Effects of Delegating Powers. *Journal of Comparative Economics* 39: 326-348. DOI: 10.1016/j.jce.2011.04.003.
- DW World. 2011. *EU criticizes role of US credit rating agencies in debt crisis*. <http://www.dw-world.de/dw/article/0,,15225330,00.html>. Zugegriffen: 20.10.2011.
- Enderlein, Henrik, Christoph Trebesch, und Laura von Daniels. 2012. Sovereign debt disputes: A database on government coerciveness during debt crises. *Journal of International Money and Finance* 31: 250-266. DOI: 10.1016/j.jimonfin.2011.11.011.
- European Central Bank. 2013. *Eurosystem credit assessment framework (ECAF)*. <http://www.ecb.int/paym/coll/risk/ecaf/html/index.en.html>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Federal Reserve. 2013. *Federal Reserve Discount Window and Payment System Risk Collateral Margins Table*. www.frbdiscountwindow.org/discountmargins.xls. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Ferri, Giovanni, Li-Gang Liu, und Joseph E. Stiglitz, 1999. The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes* 28: 335-355.
- Financial Stability Board. 2012. *Roadmap and workshop for reducing reliance on CRA ratings FSB report to G20 Finance Ministers and Central Bank Governors, 5 November 2012*. http://www.financialstabilityboard.org/list/fsb_pa/tid_167/index.htm. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Financial Times. 2012a. *Greeks shift focus from debt to politics*. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/fcb20f6e-6b9d-11e1-8337-00144feab49a.html#axzz1qQJLtB00>. Zugegriffen: 30.03.2012.
- Financial Times. 2012b. *Dancing around Athens' default*. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/0a2fb9f8-58a6-11e1-9f28-00144feabdc0.html#axzz1qQJLtB00>. Zugegriffen: 30.03.2012.
- Financial Times. 2013. *Gulf states bemoan lack of top-grade ratings*. http://www.ft.com/intl/cms/s/0/5124033e-9c73-11e2-ba3c-00144feabdc0.html?ftcamp=published_links%2Frs%2Fmarkets%2Ffeed%2F%2Fproduct#axzz2PUPF34rA. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Financial Times. 2014. *Italy accuses S&P of not getting 'la dolce vita'*. <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/6ed9649e-8dab-11e3-bbe7-00144feab7de.html?siteedition=intl#axzz2sp0DdCuu>. Zugegriffen: 22.02.2014.
- Fitch Ratings. 2012. *Sovereign Rating Criteria, Master Criteria, 13 August 2012*. <http://www.fitchratings.com>. Zugegriffen: 30.12.2013.
- Fitch Ratings. 2013. *About Us*. <https://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>. Zugegriffen: 30.12.2013.
- Fitch Ratings. 2014. *Sector: Sovereigns*. <https://www.fitchratings.com/gws/en/sector/overview/sovereigns>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Fratzscher, Marcel, und Julien Reynaud. 2010. IMF Surveillance and Financial Markets – A Political Economy Analysis. *CESIFO Working Paper 3089*. München: Center for Economic Studies/ifo-Institut. DOI: 10.1016/j.ejpoleco.2011.01.002.

- Fuchs, Andreas, und Kai Gehring. 2013. The Home Bias in Sovereign Ratings. *University of Heidelberg Department of Economics Discussion Paper*: 552. DOI: 10.2139/ssrn.2370374.
- Gaillard, Norbert. 2009. Fitch, Moody's and S&P's Sovereign Ratings and EMBI Global Spreads: Lessons from 1993-2007. *International Research Journal of Finance and Economics*: 41-59.
- Gaillard, Norbert. 2012. *A Century of Sovereign Ratings*. New York: Springer Science+Business Media.
- Hameed, Farhan. 2005. Fiscal Transparency and Economic Outcomes. *IMF Working Paper WP/05/225*. Washington, D. C.: IWF.
- Heuser, Annette. 2013. (Non-) Profiting From Better Sovereign Ratings. http://www.bertelsmann-stiftung.de/cps/rde/xchg/bst_engl/hs.xml/nachrichten_115958.htm. Zugegriffen: 05.09.2014.
- Internationaler Währungsfonds. 2003. *Access to International Capital Markets for First-Time Sovereign Issuers*. <http://www.imf.org/external/np/icm/2003/eng/111703.pdf>. Zugegriffen: 21.08.2010.
- Internationaler Währungsfonds. 2010. *Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding, and Systemic Liquidity*. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/>. Zugegriffen: 03.06.2013.
- Internationaler Währungsfonds. 2013. *Reports on the Observance of Standards and Codes (ROSCs)*. <http://www.imf.org/external/NP/rosc/rosc.aspx>. Zugegriffen: 03.06.2013.
- Jaramillo, Laura. 2010. Determinants of Investment Grade Status in Emerging Markets. *IMF Working Paper WP/10/117*. Washington, D. C.: IWF.
- Jaramillo, Laura, und Catalina M. Tejada. 2011. Sovereign Credit Ratings and Spreads in Emerging Markets: Does Investment Grade Matter? *IMF Working Paper WP/11/44*. Washington, D. C.: IWF.
- Kaminsky, Graciela, und Sergio L. Schmukler. 2002. Emerging Market Instability: Do Sovereign Ratings Affect Country Risk and Stock Returns? *World Bank Economic Review* 16. Washington, D. C.: World Bank.
- Kapstein, Ethan B. 1994. *Governing the Global Economy: International Finance and the State*. Cambridge: Harvard University Press.
- Kerwer, Dieter. 2002. Standardizing as governance: the case of credit rating agencies. In *Common Goods: Reinventing European and International Governance*, Hrsg. Adrienne Héritier, 293-315. Oxford: Rowman & Littlefield Publishers.
- King, Michael R., und Timothy J. Sinclair. 2003. Private Actors and Public Policy: A Requiem for the New Basel Capital Accord. *International Political Science Review* 24: 345-362. DOI: 10.1177/0192512103024003004.
- Krippendorff, Klaus. 2004. *Content Analysis: An Introduction to Its Methodology*. 2. Auflage. Thousand Oaks, CA: Sage Publications.
- Kruck, Andreas. 2013. The Regulatory Use of Credit Ratings in Germany and the US: A Resource Dependence View on the Transfer of (Quasi-) Regulatory Authority. *German Policy Studies* 9: 141-176.
- Larraín, Guillermo, Helmut Reisen, und Julia von Maltzan. 1997. Emerging Market Risks and Sovereign Credit Ratings. *OECD Development Centre Working Papers* (124). Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.

- Moody's Investors Service. 2008. *Rating Methodology, Moody's Global Sovereign – Sovereign Bond Ratings*. <http://www.moodys.com>. Zugegriffen: 21.08.2010.
- Moody's Investors Service. 2013a. *About Us, Moody's Corporation*. <http://www.moodys.com/Pages/atc.aspx>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Moody's Investors Service. 2013b. *Special Comment: Sovereign Default and Recovery Rates, 1983-2012*. <https://www.moodys.com/Pages/Sovereign-Default-Research.aspx>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Moody's Investors Service. 2014. *Sovereign & Supranational*. <https://www.moodys.com/researchandratings/market-segment/sovereign-supranational/-/005005/4294966293/4294966623/0/0/-/0/rr>. Zugegriffen: 04.01.2014
- Mosley, Layna. 2003. Attempting Global Standards: National Governments, International Finance, and the IMF's Data Regime. *Review of International Political Economy* 10: 331-362.
- Nelson, Stephen C. 2010. Does compliance matter? Assessing the relationship between sovereign risk and compliance with international monetary law. *The Review of International Organizations* 5: 107-139. DOI: 10.1007/s11558-010-9080-7.
- Nölke, Andreas, und James Perry. 2007. Coordination Service Firms and the Erosion of Rhenish Capitalism. In *The Transnational Politics of Corporate Governance Regulation*, Hrsg. Henk Overbeek, Bastiaan van Apeldoorn und Andreas Nölke, 121-136. London: Routledge.
- Panizza, Ugo, Federico Sturzenegger, und Jeromin Zettelmeyer. 2009. The Economics and Law of Sovereign Debt and Default. *Journal of Economic Literature* 47: 651-698. DOI: 10.1257/jel.47.3.651.
- Partnoy, Frank. 1999. The Siskel and Ebert of Financial Markets?: Two Thumbs Down for the Credit Rating Agencies. *Washington University Law Quarterly* 77: 619-715. DOI: 10.2139/ssrn.167412.
- Petrie, Murray. 2003. Promoting Fiscal Transparency – The Complementary Roles of the IMF, Financial Markets and Civil Society. *IMF Working Paper*, WP/03/199. Washington, D. C.: IWF.
- Political Risk Services Group. 2014. *About Us*. <https://www.prsrgroup.com/about-us/about-prs>. Zugegriffen: 05.09.2014.
- Redak, Vanessa. 2006. Risks, Ratings, and Regulation: Toward a Reorganization of Credit via Basel II? In *The Political Economy of Financial Market Regulation*, Hrsg. Peter Mooslechner, Helene Schuberth und Beat Weber, 191-213. Cheltenham UK: Edward Elgar.
- Reinhart, Carmen. M., und Kenneth S. Rogoff. 2009. *This Time is Different: Eight Centuries of Financial Folly*. Princeton: Princeton University Press.
- Reisen, Helmut, und Julia von Maltzan. 1999. Boom and Bust and Sovereign Ratings. *OECD Development Centre Working Papers* (148). Paris: Organisation for Economic Co-operation and Development.
- Reserve Bank of Australia. 2013. *Eligible Securities*. [http://www.rba.gov.au/mkt-operations/resources/tech-notes/eligible-securities.html#a\\$sec-fsgg](http://www.rba.gov.au/mkt-operations/resources/tech-notes/eligible-securities.html#a$sec-fsgg). Zugegriffen: 04.01.2014.
- Sassen, Saskia. 1996. *Losing Control? Sovereignty in an Age of Globalization*. New York: Columbia University Press.

- Schultz, Kenneth A., und Barry R. Weingast. 2003. The Democratic Advantage: Institutional Foundations of Financial Power in International Competition. *International Organization* 57: 3-42.
- Schumacher, Julian, Christoph Trebesch, und Henrik Enderlein. 2013. *Sovereign Defaults in Court: The Rise of Creditor Litigation 1976-2010*. <http://ssrn.com/abstract=2189997>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Securities and Exchange Commission (SEC). 2012. *Summary Report of Commission Staff's Examinations of Each Nationally Recognized Statistical Rating Organization, November 2012*. <http://www.sec.gov/news/press/2012/2012-228.htm>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Sinclair, Timothy J. 2005. *The New Masters of Capital: American Bond Rating Agencies and the Politics of Creditworthiness*. Ithaca: Cornell University Press.
- Standard & Poor's (S&P). 2010. *The Future of Sovereign Credit Ratings*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/articles/en/us/?assetID=1245226449301>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Standard & Poor's (S&P). 2011. *Sovereign Government Rating Methodology And Assumptions, 30 June 2011*. www.standardandpoors.com/spf/upload/Ratings_EMEA/2011-06-30_CBEvent_CriteriaGovSovRatingMethodologyAndAssumptions.pdf. Zugegriffen: 22.10.2014.
- Standard & Poor's (S&P). 2013a. *About Us: A History of Standard & Poor's*. <http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>. Zugegriffen: 04.01.2013.
- Standard & Poor's (S&P). 2013b. *Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions, 24 June 2013*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovresearch/en/us>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Standard & Poor's (S&P). 2013c. *Default Study: Sovereign Defaults And Rating Transition Data, 2012 Update, 29 March 2013*. www.standardandpoors.com/ratingsdirect. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Standard & Poor's (S&P). 2013d. *Sovereigns Rating List*. <http://www.standardandpoors.com/ratings/sovereigns/ratings-list/en/us/?subSectorCode=39§orId=1221186707758&subSectorId=1221187348494>. Zugegriffen: 15.07.2013.
- Stone, Randall W. 2008. The Scope of IMF Conditionality. *International Organization* 62: 589-620. DOI: 10.1017/S0020818308080211.
- Sturzenegger, Frederico, und Jeromin Zettelmeyer. 2006. *Debt Defaults and Lessons from a Decade of Crises*. Cambridge, M. A.: MIT Press.
- Swiss National Bank. 2009. *Instruction sheet on collateral eligible for SNB repos. Instruction sheet 5, Appendix to the Guidelines of the Swiss National Bank (SNB) on Monetary Policy Instruments, Zurich, 5 October 2009*. http://www.snb.ch/en/mmr/reference/repo_mb22/source. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Sy, Amadou N. R. 2001. Emerging Market Bond Spreads and Sovereign Credit Ratings: Reconciling Market Views with Economic Fundamentals. *IMF Working Paper WP/01/165*. Washington, D. C.: IWF.
- The Joint Forum. 2009. *Stocktaking on the use of credit ratings, Basel Committee on Banking Supervision, International Organisation Of Securities Commissions & International Association of Insurance Supervisors*. <http://www.bis.org/publ/joint22.pdf?noframes=1>. Zugegriffen: 21.08.2010.

- Tomz, Michael, und Mark L. J. Wright. 2007. Do Countries Default in “Bad Times”? *Journal of the European Economic Association* 5: 350-360.
- US Department of State. 2013. *Sovereign Credit Rating for sub-Saharan Africa*. <http://www.state.gov/p/af/rt/scr/>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- Wall Street Journal. 2011. *White House Challenges S&P Decision*. <http://online.wsj.com/news/articles/SB10001424053111903454504576492724028210348>. Zugegriffen: 04.01.2014.
- White, Lawrence J. 2010. The Credit Rating Agencies. *Journal of Economic Perspectives* 24: 211-226.

Autorenangaben

Till Cordes,
Hertie School of Governance,
Friedrichstraße 180,
10117 Berlin,
mail@till-cordes.de