

Information des Büros des Fiskalrates¹ vom 17. März 2015

Transmissionskanäle von Länderratings und Auswirkungen der jüngsten Herabstufung Österreichs auf AA+ durch die Ratingagentur Fitch.

Zusammenfassung

- Am Freitag den 13. Februar erfolgte durch die Ratingagentur Fitch die Herabstufung des langfristigen österreichischen Länderratings von AAA auf AA+. Als Gründe für die Anpassung des Ratings wurden:
 - eine stärker als erwartete Erhöhung des Schuldenstands durch Änderungen des ESVG-Rechnungssystems auf ESVG 2010,
 - zusätzliche erwartete Kosten durch Bankenrestrukturierungen
 - und ein schwächeres Wirtschaftswachstum genannt.
- Die Fitch-Einschätzung sieht für Ende 2015 eine um 4,7%-Punkte höhere Schuldenquote als die FISK-Herbstprognose 2014 vor.
 - Die revidierte schwächere Einschätzung des Wirtschaftswachstums für das Jahr 2015 durch Fitch erklärt 1,3%-Punkte der höheren Schuldenquote.
 - Zudem geht Fitch von einer Eingliederung des nicht verkauften Teils der Kommunalcredit Austria AG in die KA-Finanz AG aus, die eine Erhöhung der gesamtstaatlichen Schuldenquote im Jahr 2015 von 2%-Punkte bewirkt.
 - Fitch-Annahmen bezüglich Kosten der Gerichtsverfahren und Maßnahmen zur Bankenrestrukturierung erklären einen weiteren Teil der Abweichungen. Insgesamt verbleibt ein unerklärter Anstieg der Schuldenquote im Jahr 2015 von 0,7%-Punkten (Tabelle 1).
- Transmissionskanäle von Länderratings auf Anleiherenditen über:
 - Änderung der Risikoprämie
 - Änderung der Liquiditätsaufschläge
- Transmissionskanäle von Länderratings auf die Realwirtschaft über:
 - „Sovereign Ceiling“-Ansatz: Annahme, dass kein nationales Unternehmen ein besseres Rating als der Nationalstaat aufweisen kann.
 - Anleiherenditen besitzen Benchmarking Funktion für Refinanzierungs- und Kreditkosten von Unternehmen und Haushalten.
 - Bedeutung im regulatorischen Rahmenwerk: Mindesteigenkapitalanforderungen für Kreditrisiken laut CRD, Sicherheiten für geldpolitische Operationen.
- Die Herabstufung Österreichs auf AA+ sollte gegenwärtig keine nennenswerten Effekte auf Anleiherenditen und die Realwirtschaft mit sich bringen.
- Eine weitere Herabstufung Österreichs könnte einen überproportionalen Anstieg der Refinanzierungskosten zur Folge haben.

¹ Der vorliegende Beitrag spiegelt nicht notwendigerweise die Meinung des Fiskalrates wider.

Historischer Kontext

Langfristige Länderratings für Österreich existieren bereits seit den 1970er Jahren (Standard & Poor's (S&P): 1975, Moody's: 1977) und werden von der Österreichischen Bundesregierung in Auftrag gegeben. 1994 und 2011 traten Fitch bzw. DBRS dem Kreis der Agenturen mit Österreichischem Länderrating bei. Das erste, am 9.7.1975 erfolgte Rating durch S&P attestierte Österreich die **Bestnote AAA**, eine Einschätzung die **bis zum Jahr 2012 von allen Rating-Agenturen bestätigt** wurde. Nachdem bereits im Dezember 2012 der Ausblick des langfristigen Ratings von S&P auf negativ gesetzt wurde, kam es aufgrund der anhaltenden Probleme des Euroraums am **13.1.2012** durch **S&P** gleichzeitig mit Spanien, Portugal, Italien und Frankreich zu einer **Herabstufung Österreichs**. Österreich verlor damit zum ersten Mal die Bestnote und wurde mit AA+ mit negativem Ausblick, der Anfang 2013 auf stabil revidiert wurde, eingestuft.² Nachdem Fitch im zweiten Halbjahr 2013 bereits erstmals den Ausblick des österreichischen AAA Ratings auf negativ gestellt, dies jedoch Anfang 2014 wieder revidiert hatte, kam die kürzlich erfolgte Herabstufung nicht völlig unerwartet. Österreich verfügt damit noch über Bestnoten von zwei Ratingagenturen (Moody's und DBRS).

Einschätzung der Herabstufung anhand der FISK-Herbst Prognose 2014

Am **Freitag den 13. Februar** erfolgte durch die Ratingagentur Fitch aufgrund neuer Einschätzungen zur Schuldendynamik Österreichs die **Herabstufung** des langfristigen österreichischen Länderratings von AAA auf AA+. Die **revidierte Einschätzung zur Entwicklung des Schuldenstands** von Fitch basierte auf einer stärker als erwarteten Erhöhung des Schuldenstands durch Änderungen des ESVG-Rechensystems, zusätzlichen zukünftigen Kosten durch Bankenrestrukturierungen, höheren erwarteten Budgetdefiziten und einem schwächer prognostiziertem Wirtschaftswachstum. Der Schuldenstand Österreichs soll laut Fitch bis 2015 auf 89% des BIP anwachsen und im Jahr 2017 knapp 86% des BIP – statt wie bisher angenommen 80% des BIP – ausmachen.

Die **FISK-Herbst-Prognose** weist für 2015 eine Schuldenquote von 84,3 aus. Für 2015 ergibt sich somit eine **Abweichung zur Einschätzung von Fitch in der Höhe von 4,7%-Punkten**. Rund **4%-Punkte** dieser Abweichungen **können durch** unterschiedliche Annahmen bezüglich **Wirtschaftswachstum (1,3%-Punkte) und Bankenrestrukturierung (2,7%-Punkte³) erklärt werden** (siehe Tabelle 1). Im Fall der Bankenrestrukturierung bestehen hinsichtlich der Angaben von Fitch große Unsicherheiten. Dabei erscheinen die Auswirkungen des Verkaufs der Kommunalkredit Austria, der aufgrund bestehender Verkaufsvorgaben der Europäischen Kommission zu einer Schuldenerhöhung führen könnte (Fitch geht von einer Schuldenquotenerhöhung von 2%-Punkten aus), die ESVG-Effekte der Hypo Alpe Adria-Abwicklung und die Folgen der ausstehenden Gerichtsverfahren besonders unsicher.⁴ Die von Fitch angesprochene unerwartete Erhöhung der Schuldenquote durch die Umstellung auf ESVG 2010 („unerwartete“ Reklassifikation der KA Finanz zum Sektor Staat) ist bereits in der Schuldenquote der FISK Prognose enthalten und darf nicht neuerlich hinzugerechnet werden. Somit ergibt sich eine aus Sicht der FISK Prognose **unerklärte sonstige Abweichung** der Schuldenquote von **0,7%-**

² S&P geht derzeit nicht von einer Verbesserung des österreichischen Ratings auf AAA innerhalb der nächsten zwei Jahre aus.

³ Eine genaue Höhe der für 2015 zusätzlich erwarteten Kosten aus Bankenrestrukturierungen (Rest) wurde von Fitch nicht angeführt. Die angeführte Berechnung geht von einer Erhöhung auf 0,5% des BIP aus.

⁴ Siehe Beantwortung der Parlamentsanfrage 3378/J durch das BMF am 18.2.2015. Fitch geht davon aus, dass die vom BMF budgetierten Kosten für eine Bankenrestrukturierung für das Jahr 2015 in der Höhe von 0,3% des BIP überschritten werden. Um den Vergleich zur FISK-Prognose zu ermöglichen, wird von zusätzlichen Kosten in der Höhe von 0,2% des BIP ausgegangen.

Punkten. Der von Fitch dargestellte Schuldenpfad erscheint somit, trotz bestehender Unsicherheiten, als zu hoch.

Tabelle 1: Schuldenquote 2015 im Vergleich zur FISK-Herbstprognose 2014

Schuldenquote 2015 in % des BIP : FISK-Prognose vs. FITCH Rating			
	FITCH	FISK	Differenz
Schuldenquote 2015	89,0	84,3	4,7
BIP 2015 in Mrd EUR	335,6	339,8	-4,2
BIP Wachstum yoy in %	0,8	1,2	0,4
Defiziteffekt	-0,5	-0,7	0,2
Nennereffekt			1,0
BIP Effekt			1,3
Kommunalkredit Austria	2,0	0,0	2,0
Vorsorgen für Gerichtsverfahren	0,5	0,0	0,5
Rest	~0,5	0,3	~0,2
Bankenrestrukturierung	~3,0	0,3	2,7
Summe erklärte Abweichung			4,0
Sonstige Abweichungen			0,7

Quelle: FISK-Herbstprognose 2014, Fitch 2015.

Transmission von Länderratings auf Anleiherenditen und die Realwirtschaft

Grundsätzlich setzen sich Staatsanleiherenditen aus dem „**risikofreien Zinssatz**“ und **Liquiditäts- und Risikoaufschlägen** zusammen. Eine Veränderung des Länderratings führt in einem ersten Schritt zur Erhöhung der Risikoaufschläge. Die resultierenden Nachfrageänderungen können in einem zweiten Schritt die Liquiditätsaufschläge und in letzter Instanz über mögliche erzwungene geldpolitische Reaktionen eine Änderung des „risikofreien Zinssatz“, Stichwort Fiscal Dominance (Leeper, 2009⁵), herbeiführen.

Ein weiterer Transmissionskanal besteht in dem zum Teil von den Ratingagenturen angewendeten „**Sovereign Ceiling**“-Ansatz. Hierbei handelt es sich um die Annahme, dass kein nationales Unternehmen ein besseres Rating als der Nationalstaat aufweisen kann. Obwohl die Verwendung dieses Ansatzes über die Jahre stark an Bedeutung verloren hat, so findet er vor allem in Verbindung mit Finanzinstitutionen nach wie vor Anwendung. Dies erscheint aufgrund implizit bestehender staatlicher Ausfallhaftungen für Banken und der engen Verflechtung von Finanzwirtschaft und der öffentlichen Finanzen (u. a. aufgrund der durch Banken gehaltenen Staatsschulden) gerechtfertigt. Bei Anwendung von „Sovereign Ceiling“ bedingen Änderungen des Länderratings geänderte Refinanzierungskosten für inländische Unternehmen. Almeida et. al (2014)⁶ untersuchen den Einfluss von Änderungen des Länderratings auf die Finanzierungsbedingungen nichtfinanzieller Unternehmen und liefern **empirische Evidenz für die Existenz von Sovereign Ceiling**.

⁵ E. M. Leeper. 2009. "Anchoring Fiscal Expectations". NBER Working Papers 15269, National Bureau of Economic Research.

⁶ H. Almeida, I. Cunha, M. A. Ferreira and F. Restrepo. 2014. "The Real Effects of Credit Ratings: The Sovereign Ceiling Channel". SSRN: <http://ssrn.com/abstract=2349051>.

Zusätzlich besitzen Renditen von Staatsanleihen eine indirekte **Benchmark-Funktion** für Refinanzierungs- und Kreditkosten, die zum Teil auch explizit in Verträgen Anwendung findet. Dies hat zur Folge, dass Änderungen von Länderratings auch bei Nichtanwendung von Sovereign Ceiling durch **veränderte Sekundärmarktrenditen der Benchmarkanleihen** des Staates geänderte Refinanzierungskosten für Unternehmen und Haushalte zur Folge haben.

Neben den direkten Effekten auf Anleiherenditen beeinflussen Länderratings die Realwirtschaft auch über ihre **Bedeutung im regulatorischen Rahmenwerk**. Diese Bedeutung besteht zum einen im Rahmen der Mindesteigenkapitalanforderungen für Kreditrisiken laut Basel III bzw. deren Umsetzung auf Europäischer Ebene laut **Capital Requirements Directive (CRD)** und zum anderen im Rahmen der zu hinterlegenden Sicherheiten für geldpolitische Operationen.

Laut CRD gelten alle **in nationaler Währung begebene EU-Staatsanleihen – mit Ausnahme der nach IRB (Internal Ratings-Based) Ansatz bewerteten Anleihen – als risikofrei**. Somit können diese Staatsanleihen ohne Risikoabschläge in vollem Umfang zur Abdeckung der Mindesteigenkapitalanforderungen herangezogen werden. Die dargestellte Tabelle der BIZ (Tabelle 2) gibt Auskunft über die Behandlung von Staatsanleihen im Rahmen von IRB Ansätzen. Eine Erhöhung der Ausfallwahrscheinlichkeit eines Staates ist mit höherer Risikogewichtung verbunden.

Tabelle 2: Länderrisikogewichte laut Internal-Ratings-Based Approach

Illustrative IRB risk weights for sovereigns Table A

Asset class: LGD: 45% Maturity: 2.5 years	Sovereign exposure
Probability of default (%)	Risk weight (%)
0.01	7.53
0.05	19.65
0.10	29.65
0.25	49.47
0.50	69.61
1.00	92.32
5.00	149.86
10.00	193.09

Source: BIS.

Um die **IRB-basierten Auswirkungen** von externen Ratingänderungen zu approximieren, kann eine im Rahmen des European Banking Authority (EBA) Stresstest erstellte interne Berechnung (siehe Tabelle 3) herangezogen werden. Ein Downgrade auf AA- durch Fitch würde laut diesen Berechnungen die implizite Ausfallwahrscheinlichkeit um 0,07% erhöhen. Dies würde laut dem in Tabelle 2 dargestellten Beispiel eine Erhöhung der Risikogewichtung von mehr als 20% implizieren und somit zu zusätzlichen Eigenkapitalerfordernissen führen.⁷

Im Gegensatz zur regulatorischen Behandlung von Euroraum-Staatsanleihen laut Standard-Ansatz (CRD) werden **Euroraum-Staatsanleihen zur Sicherheitshinterlegungen für geldpolitische Geschäfte**

⁷ Tabelle 2 zeigt, dass einer Ausfallwahrscheinlichkeit von z. B. 0,05% eine Risikogewichtung von 19,65% zugeordnet wird.

entsprechend ihres Länderratings mit Bewertungsabschlägen belegt. Grundsätzlich werden Staatsanleihen der Risikoklassen 1 bis 3, dies entspricht den Ratingkategorien AAA bis BBB- im Fall von Fitch und S&P (siehe Tabelle 4) als Sicherheiten für geldpolitische Geschäfte zugelassen, wobei das Rating von mindestens zwei der vier von der EZB akzeptierten Ratingagenturen bestätigt werden muss. Die Bewertungsabschläge (siehe Tabelle 4) erfolgen in Prozent des Marktpreises.

Tabelle 3: EBA Stresstest 2011: Konnex zwischen internem und externem Rating

Fitch rating	Fitch Global Corporate Finance 2 years average (cumulative) default rates - 1995-2009 *	Moody's rating	Moody's Corporate 2 years average (cumulative) default rates - 1998-2010 **	Standard and Poor's rating	S&P's Global Corporate 2 years average (cumulative) default rates 1981-2010 ***	Average Implied PD ****
AAA-AA	0%	Aaa-Aa2	0.02%	AAA-AA	0.04%	0.03%
AA-	0.07%	Aa3	0.13%	AA-	0.11%	0.10%
A+	0.12%	A1	0.30%	A+	0.12%	0.18%
A	0.30%	A2	0.28%	A	0.21%	0.26%
A-	0.37%	A3	0.27%	A-	0.23%	0.29%
BBB+	0.35%	Baa1	0.45%	BBB+	0.45%	0.42%
BBB	0.80%	Baa2	0.55%	BBB	0.57%	0.64%
BBB-	1.36%	Baa3	0.98%	BBB-	1.17%	1.17%
BB+	3.34%	Ba1	1.69%	BB+	1.48%	2.17%
BB	3.73%	Ba2	1.82%	BB	2.47%	2.67%
BB-	3.13%	Ba3	3.64%	BB-	3.92%	3.56%
B+	4.55%	B1	5.78%	B+	7.00%	5.78%
B	7.38%	B2	9.13%	B-	12.62%	9.71%
B-	5.19%	B3	14.28%	B-	17.19%	12.22%
CCC-C	32.55%	Caa1-c	39.12%	CCC-C	36.79%	36.15%
* Global Corporate Finance						
** Corporate Default and Recovery Rates, 1920-2010						
*** 2010 Annual Global Corporate Default Study and Rating Transitions						
**** EBA calculations						

Quelle: European Banking Authority, Website (23.2.2015).

Tabelle 4: Eurosystem External Credit Assessment Institution Source (ECAIs) und Bewertungsabschläge (Haircuts)

ECAI Bewertungsabschläge: Anleihen mit Laufzeit von 7-10 Jahren							
Langfristige Kreditqualität	1	2	Haircut Festverzinst	Haircut Nullkupon	3	Haircut Festverzinst	Haircut Nullkupon
S&P	AAA bis AA-	A+ to A-			BBB+ to BBB-		
Moody's	Aaa to Aa3	A1 to A3	3%	4%	Baa1 to Baa3	11,5%	13%
Fitch	AAA to AA-	A+ to A-			BBB+ to BBB-		
DBRS	AAA to AAL	AH to AL			BBBH to BBBL		

Quelle: EZB, 2013.

Auswirkungen der Verschlechterung des langfristigen Länderratings für Österreich

Im Fall der **Herabstufung Österreichs im Jänner 2012 durch S&P** konnten nur **geringe Marktreaktionen** beobachtet werden (Spreads zu Ländern mit ausschließlicher AAA Bewertung veränderten sich innerhalb der bisherigen Schwankungsbreiten). Die **Entwicklung der Anleiherenditen seit 13.2. legt eine ähnlich geringe Marktreaktion nahe**.⁸ Allerdings dürften die Herabstufungen die **Zusammensetzung der Anleiherenditen** in unterschiedlicher Weise tangiert haben: Die Herabstufung im Jahr 2012 resultierte in einer deutlichen Reduktion der Länderrisikoprämie (gemessen in CDS Prämien), während das jüngste Downgrade die Länderrisikoprämie bisher leicht erhöhte. Die Ursache dieser unterschiedlichen Entwicklung könnte auf eine relative Betrachtung des Länderrisikos im Vergleich zu anderen Euroraum-Ländern begründet liegen. Während S&P im Jahr 2012 Österreich gleichzeitig mit Frankreich, Italien, Portugal und Spanien abstufte, zielte die jüngste Herabstufung durch Fitch einzig auf Österreich ab und wurde durch österreichspezifische Probleme argumentiert. Unter der Annahme, dass das jüngste Downgrade die Liquiditätsprämie Österreichs und den risikofreien Zinssatz nicht beeinflusst haben, hätte die Herabstufung **trotz sinkender Anleiherenditen** de facto eine **geringe Erhöhung der Refinanzierungskosten** mit sich gebracht. Eine Abschätzung der Auswirkung höherer möglicher Refinanzierungskosten von z. B. 10 Basispunkten für kurz- und langfristige Schuldtitel hätte laut FISK-Zinsprognose für das Jahr 2015 eine Erhöhung der Zinsausgaben Österreichs um knapp 20 Mio EUR zur Folge.

Unter Betrachtung der **regulatorischen Rahmenbedingungen** führt die Herabstufung Österreichs nur im Fall von nach IRB-Ansatz⁹ bewertenden Finanzinstitutionen (z. B. im Fall von Großbanken) zu geringen zusätzlichen Eigenkapitalerfordernissen. De facto kann dieser Effekt aufgrund seiner **geringen Wirkung** bei der Folgenabschätzung der jüngsten Herabstufung ignoriert werden. Im Rahmen der Behandlung von Staatsanleihen zur **Sicherheitshinterlegung für geldpolitische Geschäfte** ergeben sich aufgrund der Herabstufung auf AA+ ebenfalls **keine Auswirkungen**.

Gefahr einer stärkeren Erhöhung der Refinanzierungskosten

Eine **neuerliche Herabstufung hätte** aufgrund diskreter Sprungstellen bestehender regulatorischer Rahmenbedingungen und der mit jedem Ratingschritt ansteigenden Erhöhung der Risikoprämien (z. B. Afonso et. al, 2012¹⁰) **einen überproportionalen Anstieg der Refinanzierungskosten zur Folge**.

⁸ Im derzeitigen Marktumfeld findet kaum eine Differenzierung zwischen AAA und AA+ statt. Diese Marktgegebenheiten könnten sich jedoch abrupt ändern.

⁹ Auch hier sind nach Absprache mit der Finanzmarktaufsicht Ausnahmen möglich, die eine Bewertung der gehaltenen Staatsanleihen nach Standardansatz (Null-Risiko Gewichtung) ermöglichen. So haben zum Beispiel im Rahmen des EBA-Stresstests 2011 nur 36 der 90 teilnehmenden Banken ihre gehaltenen Staatsanleihen nach IRB bewertet.

¹⁰ A. Afonso, D. Furceri and P. Gomes. 2012. "Sovereign credit ratings and financial markets linkages: Application to European data". Journal of International Money and Finance, Elsevier, vol. 31(3), pages 606-638.