



**EuroRating**  
s e r v i c e s

# Feri Country Credit Rating

Ziel

Methode

Vergleich mit Wettbewerbern

Kontakt:

Dr. Tobias Schmidt

Vorstand Feri EuroRating Services AG

Tel.: +49 (6172) 916-3200

E-mail: [tobias.schmidt@feri.de](mailto:tobias.schmidt@feri.de)

Mai 2010

© 2010 Feri EuroRating Services AG, Bad Homburg.

Alle Rechte vorbehalten. Nachdruck und Vervielfältigung (durch Fotokopieren, durch Mikrokopieren, durch den Einsatz elektronischer Systeme oder auf andere Weise) sind ohne vorherige schriftliche Zustimmung nicht gestattet.

Alle Angaben unterliegen sorgfältiger Prüfung. Eine Gewähr kann jedoch nicht übernommen werden.

Kontakt:fer@feri.de

**Inhaltsverzeichnis**

<b>Ziele und Probleme von Country Credit Ratings</b>	<b>4</b>
<b>Methodik des Feri Country Credit Ratings</b>	<b>4</b>
<b>Empirischer Vergleich mit Wettbewerbern</b>	<b>7</b>
<b>Fazit</b>	<b>8</b>

### Ziele und Probleme von Country Credit Ratings

Mit der Erstellung von Country Credit Ratings wird das Ziel verfolgt, Finanzinvestoren frühzeitig und kompakt über die Bonitätsrisiken von staatlichen Schuldern zu informieren. Für den Schuldner wird im Rahmen des Ratingprozesses von einer unabhängigen Instanz das Bonitätsrisiko ermittelt, damit er Anleihen zu marktgerechten Konditionen begeben kann. Letztlich dient das Rating zur Herstellung von Markttransparenz, da das Bonitätsrisiko verschiedener Schuldner einfach und schnell miteinander verglichen werden kann. Dabei muss das Country Credit Rating den Spagat schaffen, so stabil wie möglich und so flexibel wie nötig zu sein. Im Unterschied zu am Markt herrschenden Credit Spreads erfüllt das Rating hierbei eine wichtige Stabilisierungsfunktion, indem die Volatilität am Markt gedämpft wird. Damit das Rating seine Funktionen in der Praxis erfüllen kann, muss die Bewertung aufgrund von fundamentalen Faktoren erfolgen. Etwaige Partikularinteressen dürfen demgegenüber keine Rolle spielen. Aus diesem Grund kommt der Unabhängigkeit der Ratingagentur eine entscheidende Bedeutung zu.

Zusammenfassend sind damit die wichtigsten Anforderungen, die ein Country Credit Rating erfüllen muss:

- die **frühzeitige Indikation** von Kreditrisiken und
- die Beurteilung des **Ausmaßes** der Gefährdung.

Entscheidend für die Qualität des Ergebnisses ist dabei:

- die **Transparenz** des Verfahrens

- die **Unabhängigkeit** der Ratingagentur und
- die **Prognosebasierung** des Ratingverfahrens.

Zu bedenken ist bei der Verwendung von Country Credit Ratings stets, dass sie trotz aller Sorgfalt mit einem nicht zu unterschätzenden Maß an Unsicherheit behaftet sind. Nicht nur sind sie abhängig von offiziellen Daten, die – wenn überhaupt – zumeist nur mit einer gewissen Verzögerung vorliegen und deren Qualität teilweise fraglich ist (bspw. im Fall der Zahlen zur griechischen Finanzpolitik der vergangenen Jahre). Auch die Komplexität der zugrundeliegenden Zusammenhänge trägt zur Unsicherheit von Ratings bei, da diese ihrer Natur nach das Ergebnis eines Modells sind, das zwangsläufig nicht sämtliche Aspekte bzw. deren Interdependenz berücksichtigen kann.

### Methodik des Feri Country Credit Ratings

Seit mittlerweile 21 Jahren berechnet Feri Country Credit Ratings, wobei das System seither fortlaufend weiterentwickelt wurde. Grundsätzlich liefert das Country Credit Rating eine zukunftsorientierte Bewertung der Bonität des Souveräns eines Landes aus Sicht eines ausländischen Kreditgebers. Um die Zukunftsorientierung zu gewährleisten, stellen modellbasierte Prognosen über die weitere konjunkturelle und strukturelle Entwicklung von 60 Ländern (22 Industrie- und 38 Schwellenländer) die Grundlage des Ratings dar.

Zur Erstellung der Prognosen sammelt Feri zunächst weltweit makroökonomische Daten aus Primärquellen, prüft diese auf Vollständigkeit sowie Vergleichbarkeit und optimiert die Daten im An-

schluss. Im Ergebnis liegen strukturierte, qualitativ hochwertige Daten vor, die Konsistenz, Kontinuität und Aktualität gewährleisten.

Mit Hilfe dieser Daten wird im Folgenden die wirtschaftliche Entwicklung der Länder für die kommenden 10 Jahre prognostiziert. Die Schätzung basiert auf langjährig erprobten ökonometrischen Modellen, die ein in sich konsistentes und interdependentes Gesamtsystem bilden. Hierdurch lassen sich die ökonomischen Wechselbeziehungen zwischen den einzelnen Ländern und Märkten berücksichtigen.

Die Prognoseergebnisse werden monatlich aktualisiert und auf ihre Konsistenz überprüft. In jedem Quartal erfolgt die Verdichtung der prognostizierten Fundamentaldaten in einem Ratingsystem zu aussagefähigen Kennzahlen. Diesem System liegt ein klar strukturiertes Bewertungsverfahren zu Grunde, bei dem der transparente Feri Rating Algorithmus Anwendung findet. Dieser erlaubt eine Einteilung in 10 Ratingklassen, die von AAA (bestes Rating) bis E- (schlechtestes Rating) reicht. Staatsanleihen, die mit D oder schlechter bewertet werden, fallen hierbei in die Kategorie „Non-Investment Grade“. Vor der Veröffentlichung werden die Ratingergebnisse in einem extra dafür zuständigen Rating-Komitee diskutiert (vgl. für den Ratingprozess Abbildung 1).

Im Ergebnis entsteht beim Country Credit Rating die Bewertung der Bonität des Souveräns eines Landes. Diese Bonität wird sowohl von der Fähigkeit als auch von der Bereitwilligkeit des Kreditnehmers determiniert, seine Schuldenposition zu begleichen.

Die Prüfung des Kreditrisikos berücksichtigt daher neben der Höhe der tatsächlichen Schuldenposition auch deren Nach-

haltigkeit, d.h. Art und Umfang ihrer Finanzierung. Während die externen Finanzierungsrisiken vornehmlich durch Salden und Strukturen von Kapital- und Leistungsbilanz determiniert werden, wird das inländische Finanzierungsrisiko eines Landes an politischen und ökonomischen Stabilitätsindikatoren gemessen (vgl. das Rating Schema auf der nächsten Seite).

Abbildung 1: Ratingprozess

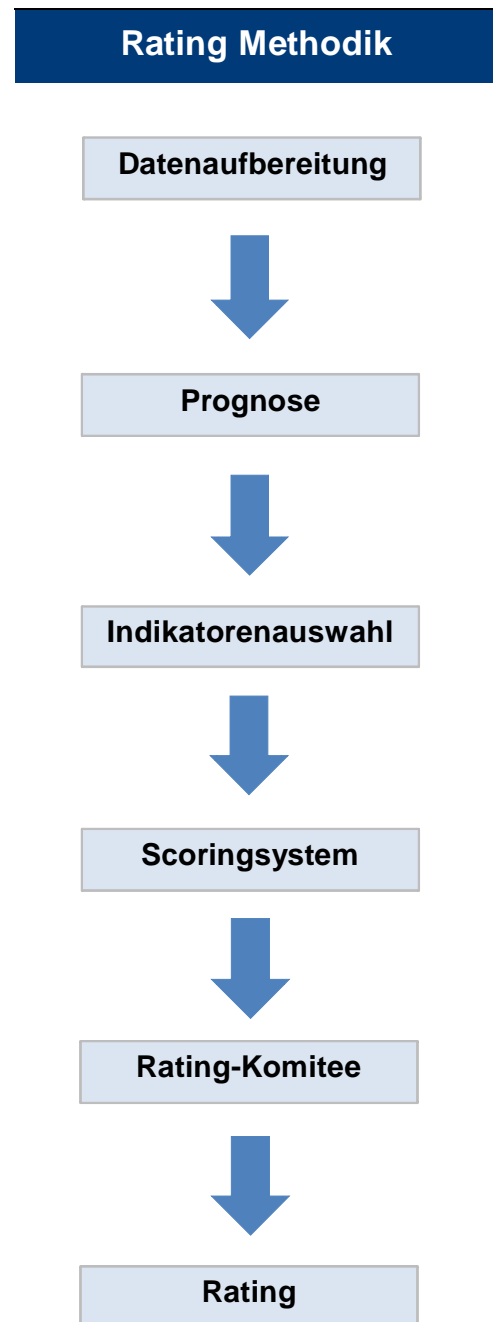


Abbildung 2: Rating Schema

# Rating Schema

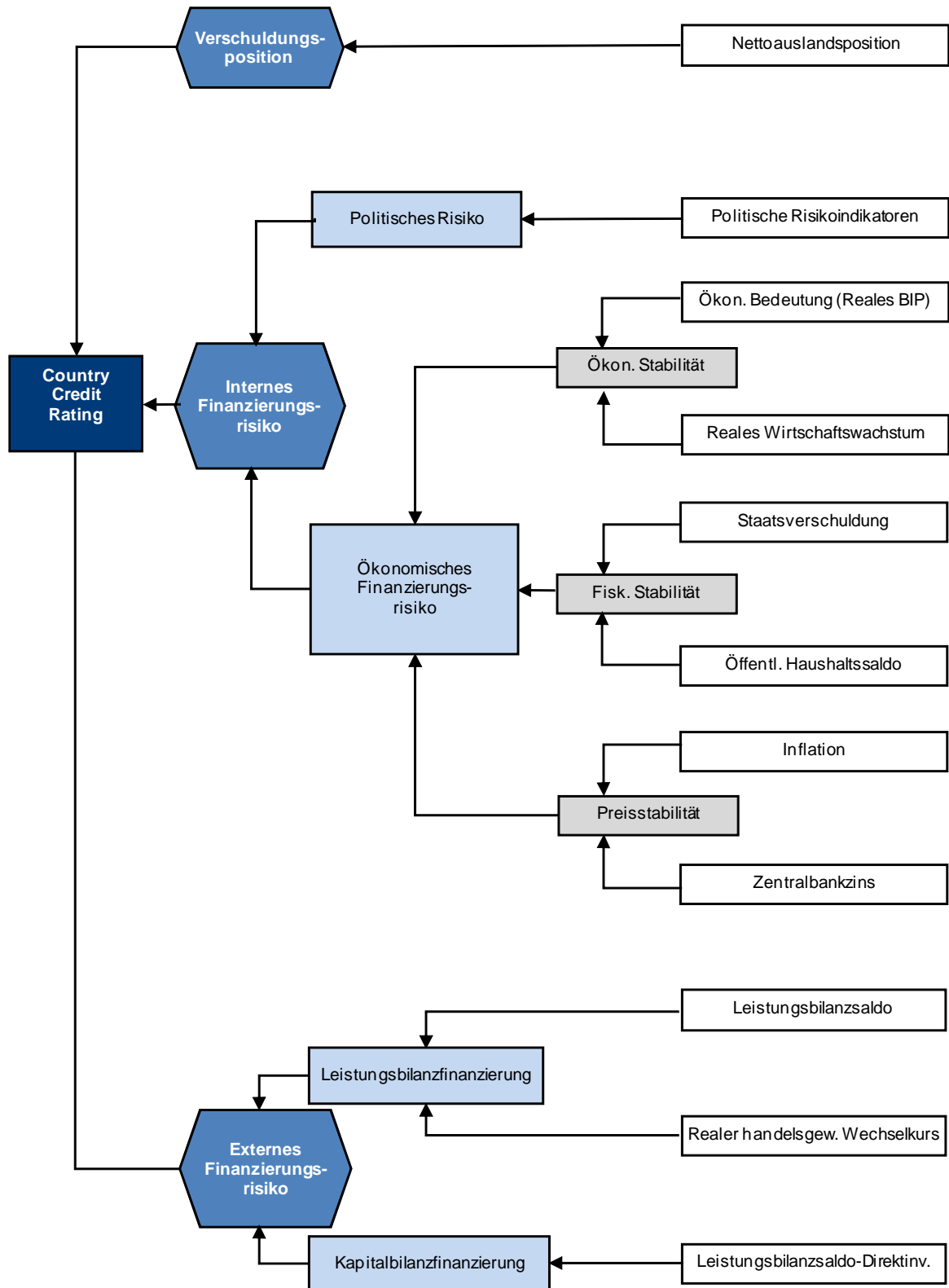
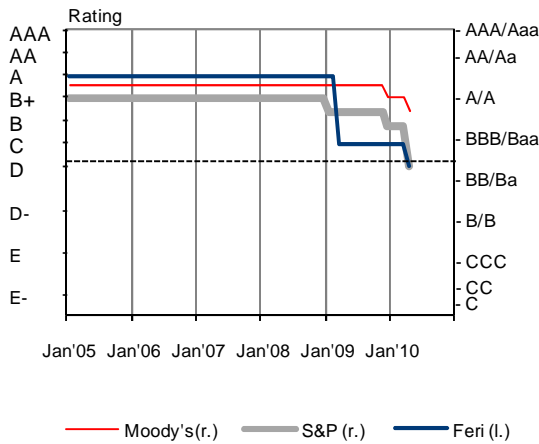
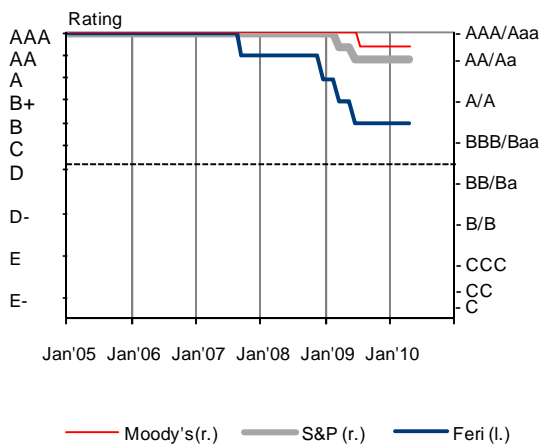


Abbildung 3: Ratingentwicklung europäischer Länder\*

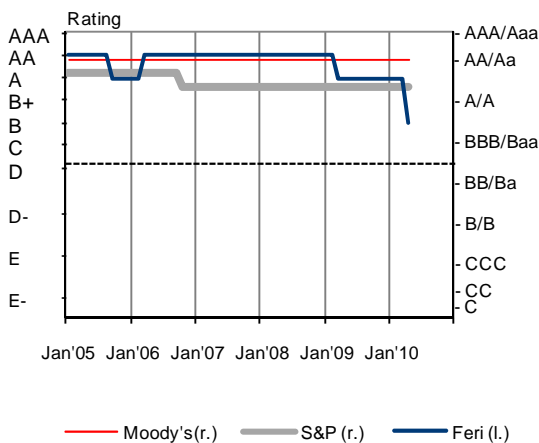
## Griechenland: Rating - Monatsdaten-



## Irland: Rating - Monatsdaten-



## Italien: Rating - Monatsdaten-



\* Anmerkung: Ratings oberhalb der gestrichelten Linie entsprechen Bewertungen für Staatsanleihen mit Investment Grade, darunter für Anleihen mit Non-Investment Grade.

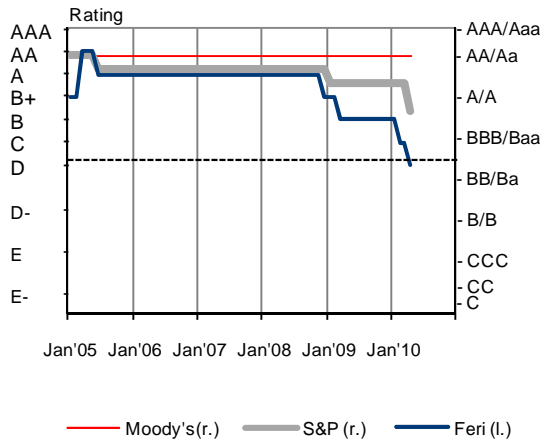
## Empirischer Vergleich mit Wettbewerbern

In der aktuellen Diskussion sind die großen angelsächsischen Ratingagenturen angesichts ihrer späten Ratingabstufungen für Griechenland, Portugal und Spanien in die Kritik geraten. Dabei sehen sie sich dem Vorwurf ausgesetzt, erst mit steigenden Risikoaufschlägen der entsprechenden Staatsanleihen gegenüber deutschen Bonds reagiert und die Krise weiter verschärft zu haben. Überdies wird der Mangel an Transparenz bei der Erstellung der entsprechenden Ratings als Kritikpunkt angeführt.

Vor diesem Hintergrund stellt sich die Frage, wie ein transparentes und prognosebasiertes Rating wie das Feri Country Credit Rating in letzter Zeit im Vergleich zu den angelsächsischen Agenturen S&P und Moody's abgeschnitten hat. Beispielhaft sollen die Ratingentwicklungen der Länder Griechenland, Irland, Italien, Portugal und Spanien betrachtet werden.

Ein Blick auf die Grafiken zur Entwicklung der Ratings auf der linken Seite zeigt, wie wertvoll sich ein auf detaillierten Prognosen basierendes Ratingsystem erweisen kann. Infolge dezidierter Prognoseergebnisse reagierte das Feri Rating in vier von fünf Ländern schneller auf erwartete Änderungen der makroökonomischen Rahmenbedingungen als dies bei den angelsächsischen Wettbewerbern der Fall war. Überdies waren die Ratingabstufungen größer. Nur in Griechenland konnte kein Ratingvorsprung erzielt werden, da die offiziellen griechischen Daten, auf denen die Prognosen basieren, erst recht spät in Zweifel gezogen werden konnten. Insgesamt fallen griechische Staatsanleihen sowohl bei S&P als auch bei Feri in die Kategorie Non-Investment Grade. Insbesondere in Irland

## Portugal: Rating - Monatsdaten-

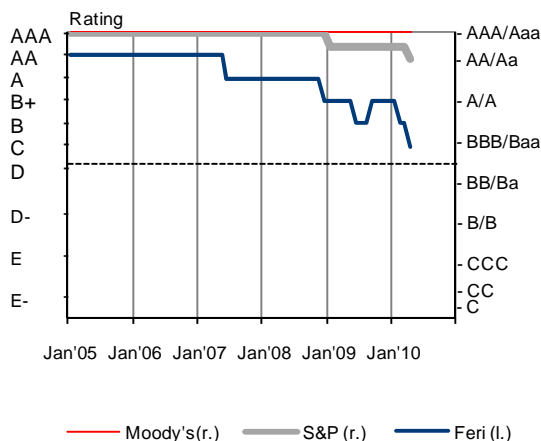


und Spanien wurde das Bonitätsrisiko vor dem Hintergrund der dort schwelenden Immobilienkrisen bereits seit Mitte 2007 höher eingeschätzt. Italien ist ein weiterer Fall, bei dem Feri die Zahlungsfähigkeit deutlich kritischer sieht. Vor allem am aktuellen Rand kam es zu einer Herabstufung des italienischen Ratings, während sowohl S&P als auch Moody's die Bonität Italiens nach wie vor höher einschätzen.

## Fazit

Trotz aller Unsicherheiten, die mit Punktbewertungssystemen verbunden sind, können unabhängige Ratings wesentlich zur Markttransparenz sowie zur Stabilisierung auf den Märkten beitragen. Wie in einem Vergleich der Ratingentwicklung für verschiedene europäische Staaten gezeigt werden kann, hat Feri mit seinen Ratings mehrheitlich schneller und deutlicher auf absehbare Verschlechterungen der Bonität eines Souveräns reagiert als andere Ratingagenturen. Hierbei zeigen sich die Vorteile eines klar strukturierten Ratingsystems, das auf der Prognose wesentlicher Fundamentaldaten basiert und damit künftige Entwicklungen besser antizipieren kann.

## Spanien: Rating - Monatsdaten-





## Feri EuroRating Services AG

Haus am Park  
Rathausplatz 8-10  
61348 Bad Homburg  
Germany  
Phone: +49 (0) 6172 916 3200  
Fax: +49 (0) 6172 916 1200  
E-Mail: fer@feri.de

---

## Feri Corporation

501 Fifth Avenue  
Suite 2108  
New York, NY 10017  
U.S.A.  
Phone: +1 212 490 4821  
Fax: +1 212 490 4832  
E-Mail: fer@feri.de

## Feri S.à.r.l.

8, rue de Berri  
75008 Paris  
France  
Phone: +33 (0) 1 4504 8888  
Fax: +33 (0) 1 4072 6664  
E-Mail: fer@feri.de

## Feri EuroRating Services U. K.

2nd Floor, Berkeley Square House  
London W1J 6BD  
Great Britain  
Phone: +44 (0) 207 396 5503  
Fax: +44 (0) 207 887 6001  
E-Mail: fer@feri.de

## Feri EuroRating Services U. K.

- Property Funds Research -  
6 St Giles Court  
Southampton Street  
Reading, RG1 2 QL  
Great Britain  
Phone: +44 (0) 118 958 5848  
Fax: +44 (0) 118 958 5849  
E-Mail: fer@feri.de