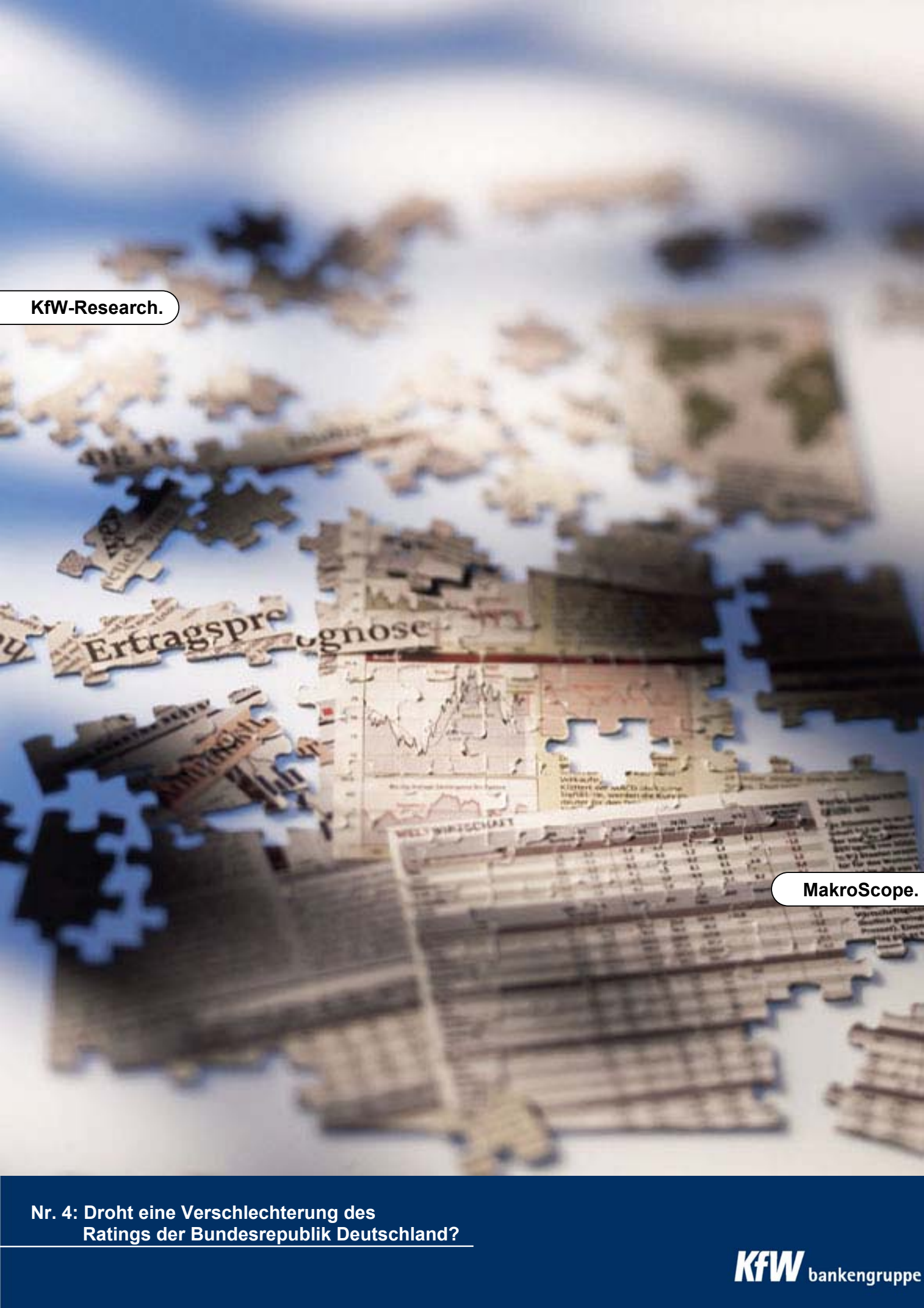


KfW-Research.



MakroScope.

Nr. 4: Droht eine Verschlechterung des Ratings der Bundesrepublik Deutschland?

Droht eine Verschlechterung des Ratings der Bundesrepublik Deutschland?

In den letzten Wochen kursierten verstärkt Gerüchte, dass das Triple A-Rating der Bundesrepublik angesichts der derzeit großen wirtschaftlichen Probleme gefährdet sein könnte. Zum Teil wurden dabei Parallelen zur Entwicklung Japans gezogen, das im Jahr 2001 ein Downgrading von Triple zu Double A hinnehmen musste. Nachfolgend soll vor allem anhand des letzten Länderberichts der Ratingagentur Standard & Poor's untersucht werden, inwieweit diese Befürchtungen ihre Berechtigung haben und mit welchen Gegenargumenten ihnen zu begegnen ist.

1. Rating: Status Quo

1.1. Triple A –Rating Deutschlands erst vor kurzem bestätigt

Das Triple A-Rating der Bundesrepublik Deutschland wurde mit Verweis auf die „anhaltende Wirtschaftskraft und wirtschaftliche Stabilität“ (Moody's, Mai 2002) bzw. die wirtschaftliche Leistungsfähigkeit und die stabilen politischen Rahmenbedingungen (Standard & Poor's, Dezember 2002) von den führenden Ratingagenturen bestätigt. Damit befindet sich Deutschland u.a. zusammen mit den USA, Großbritannien, der Schweiz, Österreich, Dänemark, Frankreich, Finnland, Irland und den Niederlanden in der höchsten Bonitätsklasse. **Dies bedeutet, dass die Fähigkeit und Bereitschaft Deutschlands zur fristgerechten Erfüllung seiner Zahlungsverpflichtungen sehr hoch und die Kreditausfallrate sehr gering eingeschätzt wird.** Letztere lag laut Moody's für Triple A-Wertpapiere im Zeitraum 1970 bis 2000 bei durchschnittlich 0,67% (jeweils über einen Zehnjahreszeitraum betrachtet) gegenüber 44,57% für Wertpapiere der Bonitätsklasse B.

1.2. Darstellung des Kriterienkatalogs von Standard & Poor's

Die Einstufung in die Ratingklassen erfolgt dabei anhand eines Kriterienkataloges. Dieser ist bei den Ratingagenturen zwar unterschiedlich ausgestaltet, umfasst aber ähnliche Punkte. Exemplarisch sollen hier die Ratingkriterien von Standard & Poor's dargestellt werden, die die folgenden 10 Punkte beinhalten:

- **Politische Risiken** (neben institutionellen Rahmenbedingungen u.a. auch Transparenz wirtschaftspolitischer Entscheidungsprozesse und geopolitische Risiken)
- **Wirtschaftsstruktur und Einkommensverteilung** (neben Marktorientierung und Diversifikationsgrad der Wirtschaft u.a. auch Arbeitsmarktflexibilität sowie Wettbewerbsfähigkeit und Profitabilität des Unternehmenssektor)
- **Wachstumsperspektiven** (neben Wachstumsentwicklung auch Volumen und Zusammensetzung von Ersparnis und Investitionen)
- **Fiskalische Flexibilität/-Handelsspielräume** (neben aktueller Haushaltentwicklung, u.a. auch Budgettrends und Pensionsverpflichtungen)
- **Schuldenstand/-profil** (neben Schuldenstand und Währungs- und Fälligkeitsstruktur der Verschuldung u.a. auch Tiefe und Breite der lokalen Kapitalmärkte)
- **Monetäre Stabilität** (neben institutionellen Rahmenbedingungen u.a. auch Preistrends, sowie Geldmengen- und Kreditwachstum)

- **Externe Liquidität** (neben Leistungsbilanzstruktur u.a. auch Zusammensetzung der Kapitalströme und Ausstattung mit Währungsreserven)
- **Eventualverbindlichkeiten** (Robustheit des Finanzsektors sowie Größe und wirtschaftliche Solidität von Unternehmen der öffentlichen Hand)
- **Öffentliche Verschuldung gegenüber dem Ausland** (neben Schuldendienstbelastung u.a. auch Fälligkeits- und Währungsstruktur sowie Zinssensitivität der Verschuldung)
- **Verschuldung des privaten Sektors gegenüber dem Ausland** (neben Schuldendienstbelastung u.a. auch Fälligkeits- und Währungsstruktur sowie Zinssensitivität der Verschuldung)

Die obige Auflistung verdeutlicht, dass der Bonitätseinschätzung nicht nur quantitative sondern auch qualitative Faktoren zugrunde liegen. Ein qualitatives Urteil ist vor allem im Hinblick auf die Beurteilung politischer und ökonomischer Entwicklungstrends und die daraus abgeleitete Einschätzung der **zukünftigen** Fähigkeit zur Schuldenbedienung gefragt.

2. Aktueller Deutschland-Bericht von Standard & Poor`s

2.1. Hauptproblemfelder: Wachstumsschwäche und öffentliche Defizite

Wie die Lektüre des im Dezember aktualisierten Länderberichts von Standard & Poor`s zeigt, **werden die meisten dieser Kriterien im Falle Deutschlands unstrittig positiv bewertet**. So kann Deutschland auf seiner Habenseite vor allem die Stabilität der politischen Verhältnisse, die soliden monetären Rahmenbedingungen und die durch einen hohen Diversifikationsgrad und hohe Wettbewerbsfähigkeit gekennzeichnete Wirtschaftsstruktur verbuchen. Auch die öffentliche und private Verschuldung gegenüber dem Ausland gibt keinerlei Anlass zur Besorgnis. Die problematischen Punkte konzentrieren sich somit vor allem auf zwei Bereiche - zum einen **das als schwach bewertete Wirtschafts- und Produktivitätswachstum** und die damit einhergehende hohe Arbeitslosigkeit und zum anderen **die Entwicklung der öffentlichen Haushaltsdefizite**. Gemessen wird die deutsche Performance dabei an der Vergleichsgruppe der ebenfalls mit Triple A gerateten Länder.

2.2. Beschäftigungsproblem stellt größte wirtschaftspolitische Herausforderung dar

Deutschland weist zwar ein hohes Pro-Kopf-Einkommen auf. Bei der Wachstumsentwicklung hinkte es in den letzten Jahren aber deutlich hinter der Vergleichsgruppe her, wobei das geringere Produktivitäts- und Beschäftigungswachstum hierfür als ursächlich angesehen wird. So wird die reale BIP-Zunahme in den fünf Jahren bis 2003 zusammengenommen nach Einschätzung von S&P mit durchschnittlich 1,4% rd. 1 Prozentpunkt und der Anstieg des Outputs pro Erwerbstätigem mit durchschnittlich 1% rd. 0,5 Prozentpunkte unter dem Median der Vergleichsgruppe liegen. Vor diesem Hintergrund wird die **Bewältigung des Beschäftigungsproblems als eine der größten wirtschaftspolitischen Herausforderungen** der Bundesrepublik eingestuft. Die von der aktuellen deutschen Regierung in den letzten Jahren beschlossenen Regulierungen für den Arbeitsmarkt werden diesbezüglich jedoch eher als wachstumshemmend und damit kontraproduktiv bewertet. Nach Einschätzung von S&P wird Deutschland als einziges Triple A-Land im Jahr 2003 einen weiteren Beschäftigungsrückgang hinnehmen müssen.

2.3. Fortsetzung des Konsolidierungskurses in den öffentlichen Haushalten wird eingefordert

Im Hinblick auf die Entwicklung der öffentlichen Defizite wird seitens der Ratingagentur zwar anerkannt, dass die Belastungen der Wiedervereinigung nachwirken (diese werden auf jährlich mehr als 3,5% des BIP geschätzt), zugleich werden aber die langsamen Fortschritte bei der Konsolidierung der öffentlichen Haushalte moniert. Für 2002/2003 wird ein durchschnittliches laufendes Haushalts-

defizit von 3,5% des BIP erwartet. Bei der Staatsverschuldung rechnet S&P bis zum Jahr 2005 mit einem Anstieg auf 64,1% des BIP, erst danach wird, unter der Annahme ausgeglichener Staatshaushalte ab dem Jahr 2007, eine allmähliche Rückbildung auf 54% bis 2010 prognostiziert. Zukünftig werden deshalb **zusätzliche Einsparungen in den öffentlichen Haushalten und eine effektive Kostenkontrolle im Gesundheitswesen für unerlässlich gehalten**, um die fiskalische Flexibilität sicherzustellen. Im Hinblick auf die Erreichung der Konsolidierungsziele wird die föderalistische Landesstruktur Deutschlands dabei eher als hinderlich eingestuft, da sie die Koordination der Konsolidierungspolitik erschwert und da es keinen funktionierenden nationalen Stabilitätspakt gibt. **Deshalb wird ein funktionierender EWU-Stabilitätspakt für umso wichtiger gehalten, um die fiskalpolitische Disziplin zu gewährleisten** (siehe hierzu auch S&P- Länderbericht vom September 2002). Bestrebungen zu einer Aufweichung der Stabilitätskriterien dürften damit sowohl von Standard & Poor's als auch von den anderen Ratingagenturen kritisch beäugt werden.

2.4. Rating bestätigt, aber Strukturreformen notwendig

Der Dezember-Bericht beinhaltet eine Bestätigung des Triple A- Ratings Deutschlands. Zugleich wird aber der strukturelle Reformbedarf klar herausgestellt: „**The ratings on Germany will be supported by a consistent long-term approach in addressing the challenges of eliminating structural budget deficits, increasing employment and growth, and putting the increasingly overburdened health and pension systems on a more solid footing**“.

3. Ein relativierender Blick auf die aktuelle gesamtwirtschaftliche Situation

3.1. Maßnahmenpaket der Regierung unzureichend, aber weitere Strukturreformen werden folgen

Der Standard & Poor's-Bericht verdeutlicht, dass sich die **Bedenken hinsichtlich des Ratings sehr stark an der Frage der Strukturreformen festmachen**. Die von der Regierung nach der Bundestagswahl zur Eindämmung der Budgetdefizite ergriffenen steuer- und sozialpolitischen Maßnahmen wurden in der deutschen Öffentlichkeit überwiegend negativ aufgenommen. Gemessen an den zuvor geäußerten Erwartungen (siehe oben) werden sie auch von den Ratingagenturen als unzureichend bzw. z.T. sogar als kontraproduktiv bewertet. Dem ist entgegenzuhalten, dass die jetzigen, sehr stark unter dem Diktat der leeren Kassen stehenden Beschlüsse nicht das letzte Wort sein werden. Eine auf der Ausgabenseite ansetzende Reform im Gesundheitswesen wurde seitens der Gesundheitsministerin für 2003/2004 in Aussicht gestellt. Darüber hinaus soll eine von der Regierung berufene Kommission bis zum Herbst 2003 Reformvorschläge für die Rentenversicherungen erarbeiten. Auch von der Judikative geht diesbezüglich Druck aus, denn vom Verfassungsgerichts wurde bis zum Jahr 2004 eine grundlegende Reform der Sozialversicherungssysteme eingefordert.

3.2. Wachstumsrückstand fällt bei Betrachtung eines ganzen Konjunkturzyklus geringer aus

Bei der Betrachtung der deutschen Wachstumsperformance wird seitens der Ratingagentur vor allem auf die letzten fünf Jahre abgestellt. Dies ist insofern verzerrend, als die deutsche Entwicklung in diesen Jahren durch die Baukrise (Spätfolge des Baubooms der Wiedervereinigung) sowie die mit der Vorbereitung der Währungsunion in Verbindung stehenden Anpassungslasten gedämpft wurde. Bei

einer Betrachtung eines ganzen, sich über einen Zeitraum von 10 Jahren erstreckenden Konjunkturzyklus fällt der Wachstumsrückstand Deutschland erheblich moderater aus. Das in Deutschland in den Jahren 1991-2001 durchschnittlich erreichte Wachstum von 1,6% lag höher als in Japan (1,1%) und nicht allzu weit unter dem Niveau Frankreichs und Gesamt-Eurolands (jeweils rd. 2% real), allerdings besteht gegenüber den USA (reales BIP: +2,9% p.a.) auch auf Zehnjahressicht eine erhebliche Wachstumslücke.

3.3. Unterschiedliches Erwerbs- und Arbeitszeitverhalten und niedriges Bevölkerungswachstum tragen wesentlich zu Wachstumsabstand gegenüber den USA bei

Der deutsche Wachstumsabstand gegenüber den USA wird aber relativiert, wenn man das höhere demographische Wachstum in den USA und das unterschiedliche Erwerbs- und Arbeitszeitverhalten in Rechnung stellt. **Allein aufgrund des höheren Bevölkerungswachstums in den USA (1,0% p.a. gegenüber 0,3% p.a. in Deutschland) musste die US-Wirtschaft mit einem um 0,7 Prozentpunkte höheren Grundtempo wachsen, um den gleichen BIP-Zuwachs pro Kopf wie Deutschland zu erzielen.** Darüber hinaus profitierte die USA von einer steigenden Erwerbspartizipationsquote (von 46,6% im Jahr 1991 auf 48,6% im Jahr 2001), während diese in Deutschland im Zehnjahresvergleich zurückging (1991:48,1 %, 2001: 47,3%). Bereinigt man das Realwachstum um den Bevölkerungszuwachs sowie die Veränderungen in der Erwerbsteilhabe der Bevölkerung – vergleicht also die Zuwächse des BIP pro Erwerbstätigem bzw. die Erwerbstätigenproduktivität –, so ebnet sich der Abstand zwischen Deutschland (1,4% p.a.) und den USA (1,7% p.a.) weiter auf 0,3 Prozentpunkte ein.

3.4. Vorsprung Deutschlands bei der Stundenproduktivität

Berücksichtigt man zudem noch die Anzahl der insgesamt geleisteten Arbeitsstunden pro Jahr (diese waren in Deutschland aufgrund von vermehrter Teilzeitbeschäftigung, vermehrter Kurzarbeit und einer relativ höheren Freizeitpräferenz stärker rückläufig), so ergibt sich sogar ein kleiner Vorteil für Deutschland (das durchschnittliche Wachstum der Stundenproduktivität von 1991 bis 2001 betrug hierzulande 2,0% p.a. gegenüber 1,9% in den USA). **In dem für die exportorientierte deutsche Wirtschaft wichtigen Industriesektor erreichte Deutschland sogar einen sehr deutlichen Vorsprung beim Wachstum der Stundenproduktivität (5,0% p.a., das sind 1,5 Prozentpunkte mehr als in den USA). Von einem generellen Produktivitätsrückstand der deutschen Wirtschaft gegenüber den USA kann somit keinen Rede sein.**

3.5. Unterschiedliche statistische Messverfahren begünstigen den Ausweis höherer Wachstumsraten in den USA

Ebenfalls von Bedeutung bei den Wachstumsvergleichen sind unterschiedliche statistische Messverfahren. So führen die in den USA üblichen Kettenindices (Berücksichtigung von Substitutionseffekten im Güterkorb) sowie die sogenannten „hedonischen“ Verfahren zur Preisermittlung (explizite Veranschlagung von Qualitätsverbesserungen der Produkte) **zu tendenziell niedrigeren Inflationsraten und damit höheren realen Wachstumsraten** als die in Deutschland und Europa – noch – üblichen traditionellen Verfahren der amtlichen Inflationsmessung. Gerade bei den Gütern der Informations- und Kommunikationstechnologie (IT), die im Zentrum der Technologieblase standen, ist dies von Belang. So ermittelte die Deutsche Bundesbank in einer Beispielrechnung, dass für den Zeitraum von 1991 bis 1999 der Anstieg der realen IT-Investitionen in

Deutschland mit jahresdurchschnittlichen 27 ½% ausgewiesen worden wäre, wenn US-amerikanische Berechnungsmethoden zugrunde gelegt würden (anstelle der tatsächlichen 6% nach dem traditionellen Ansatz). Nach Angaben der Bundesbank ist allein die hedonische Preismessung für rund 0,2 Prozentpunkte des statistisch ausgewiesenen BIP-Wachstumsunterschieds zwischen den USA und Deutschland verantwortlich. **Bei zusätzlicher Berücksichtigung der unterschiedlichen Erfassungskonzepte von Softwareinvestitionen können insgesamt rd. 0,4 Prozentpunkte des Wachstumsunterschieds erklärt werden.** Per Saldo ist das relativ hohe US-Wirtschaftswachstum der vergangenen 10 Jahre somit kein Indiz dafür, dass die USA über ein Wachstumsmodell verfügen, dem längerfristig eine *überlegene* Fähigkeit zu technischem Fortschritt und Produktivitätssteigerungen („*more inspiration*“) innewohnt. Allerdings gelang es den USA erheblich besser, den Input an Arbeit auszubauen – indem ein steigender Anteil einer schneller wachsenden Bevölkerung rasch in den Arbeitsmarkt integriert werden konnte und vergleichsweise auch länger arbeitet als in Deutschland.

3.6. Hohe Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft spiegelt sich in starker externer Vermögensposition

Ausdruck der hohen Wettbewerbsfähigkeit der deutschen Volkswirtschaft sind auch die hohen Überschüsse in den außenwirtschaftlichen Salden. Während Japan seiner wirtschaftlichen Talfahrt auch im Exportbereich Tribut zollen musste (Anteil am Welthandel ist in den letzten 10 Jahren von 9 auf 6% gesunken), konnte Deutschland seine Weltmarktstellung im gleichen Zeitraum behaupten (Anteil am Welthandel: 10%). Im laufenden Jahr wird der deutsche Leistungsbilanzüberschuss nach Einschätzung der OECD auf 2% des BIP ansteigen (zum Vergleich: Schätzung für die USA: -4,9% des BIP und für UK: -1,7% des BIP). Vor diesem Hintergrund weist Deutschland eine starke externe Vermögensposition auf. Es verfügt über hohe Währungsreserven und ist ein Nettogläubigerland (Nettoauslandsforderungen Ende 2001: 115,8 Mrd. Euro oder 5,6% des nominalen BIP).

4. Gemeinsamkeiten mit Japan?

4.1. Einigen Gemeinsamkeiten...

Auch der häufig gezogene Vergleich Deutschlands mit der Situation Japans hinkt. Es gibt zwar einige Gemeinsamkeiten wie die starke Exportorientierung, die vergleichsweise schwache Binnennachfrage sowie ein in beiden Ländern relativ stark reguliertes Wirtschaftsumfeld.

4.2..... stehen große Unterschiede vor allem in der Budgetentwicklung gegenüber

Der ersten Bonitätsabstufung Japans im Februar des Jahres 2001 auf Double A (mittlerweile AA-) ging aber eine Periode jahrelanger Wachstumsschwäche voraus, die von einer starken Zunahme der Budgetdefizite und der Gesamtverschuldung begleitet war. **Der japanische Schuldenstand hat sich in dem Jahrzehnt von 1991 bis 2001 mehr als verdoppelt** (von 61,1% des BIP auf 132,8%). Die laufende Verschuldung lag in den drei Jahren, die dem Downgrading vorausgingen, bei **über 7% des BIP mit einem Spitzenwert von 10,7%** im Jahr 1998. Zudem **rutschte Japan im Jahr 1999 in die Deflation**, was zur Verschärfung der Schuldenproblematik beitrug. Die Bonitätsabstufung wurde vor allem mit dieser desolaten Haushaltslage und den ungünstigen Budgetperspektiven begründet, da Standard & Poor`s von einem weiteren deutlichen Anstieg des Schuldenstandes auf 165% bis zur Mitte der jetzigen Dekade ausgeht. Als weiteres Problemfeld wurde darüber hinaus **das hohe Volumen der „non-performing loans“ im Bankensektor** angeführt, das ein ernstes Hindernis für

die wirtschaftliche Erholung Japans darstellt und nach Einschätzung von Standard & Poor`s auch mittelfristig eine Rückkehr zum Trendwachstum verhindern wird.

Gemessen an der Situation Japans ist die deutsche Haushaltslage noch als recht komfortabel zu werten. Auch wenn **das laufende Budgetdefizit nach der neuesten Schätzung der EU-Kommission sowohl im Jahr 2002 (-3,8% des BIP) als auch im Jahr 2003 (-3,1% des BIP) die 3%-Marke überschreiten dürfte, wird es nur etwa halb so hoch ausfallen wie das japanische.** Im Gegensatz zu Japan, das ungeachtet der ausufernden Defizite lange Zeit eine Politik des „Deficit spending“ verfolgte, hat Deutschland sein Festhalten am fiskalpolitischen Konsolidierungskurs zuletzt bekräftigt.

Der deutsche Schuldenstand ist vor allem **eine Erblast der deutschen Wiedervereinigung.** Lag er noch 1991 bei nur 38,8% des BIP, so ist er in den Folgejahren auf 63,3% im Jahr 1998 angestiegen. Allerdings konnte er in den letzten Jahren wieder auf 60,5% zurückgeführt werden. Im Gegensatz zu Japan **prognostizieren die Ratingagenturen für Deutschland einen zwar langsamen aber dennoch weiteren Rückgang der Verschuldung in den nächsten Jahren.** Trotz seiner bekannten Schwächen ist auch das Bankensystem wesentlich robuster als das japanische, nicht zuletzt weil das deutsche Finanzsystem „nur“ mit den Folgen einer geplatzten Aktien- aber nicht simultan dazu auch noch wie das japanische mit den Nachwehen einer Immobilienblase belastet ist. Auch die Gefahr einer deflationären Entwicklung ist mit Blick auf die steigenden Löhne in Deutschland derzeit als gering zu bewerten.

Alles in allem sind die Ursachen, die zum Downgrading Japans geführt haben, im Falle Deutschlands somit nicht stichhaltig.

5. Fazit:

Bei einer Würdigung der Gesamtsituation ist eine **unmittelbare Bonitätsherabstufung Deutschlands eher unwahrscheinlich.** Die derzeit kursierenden Gerüchte um eine Herabstufung Deutschlands erscheinen überzogen und vor allem interessengeleitet. Allerdings ist nicht zu bestreiten (und darauf wurde nicht nur von S&P sondern auch von Moody`s deutlich hingewiesen), dass in der Bundesrepublik erheblicher wirtschaftspolitischer Handlungsbedarf besteht und dass die Ratingagenturen diesen Strukturfragen große Bedeutung beimessen (S&P: „**A continuation in the reform backlog could put increasing pressure on ratings**“). Um die langfristige wirtschaftliche Tragfähigkeit der Sozialversicherungssysteme zu sichern, **muss Deutschland deshalb die jetzigen Maßnahmenpakete schon bald durch grundlegende Strukturreformen ergänzen.**

Auch am Arbeitsmarkt sind neue Konzepte gefragt, um auf den Tatbestand zu reagieren, dass Deutschland im letzten Jahrzehnt zwar bei dem Produktivitäts- aber nicht bei dem Beschäftigungswachstum mit den USA mithalten konnte. **Damit auch die niedrigproduktiven Arbeitskräfte wieder eine Chance auf dem Arbeitsmarkt haben, ist eine stärker an der Produktivität der Arbeitskräfte orientierte Lohndifferenzierung unabdingbar** und die den Faktor Arbeit stark belastenden Lohnnebenkosten müssen wieder zurückgeführt werden. Darüber hinaus sind die Anreize zur Arbeitsaufnahme sozialverträglich differenziert zu stärken. Werden diese schon seit längerem bestehenden strukturellen Probleme nicht entschlossen angegangen, dann droht eine Bonitätsabstufung Deutschlands (unterhalb der Triple A-Klasse rangieren bei Standard & Poor`s

derzeit Länder wie Belgien und Spanien (beide mit AA+ bewertet), noch eine Klasse tiefer in der Ratingklasse Double A sind unter anderem Italien und Portugal eingestuft).

Der strukturelle Handlungsbedarf ist umso dringlicher, als sich mit der **rapiden Alterung der Bevölkerung** ab dem Ende dieser Dekade nicht nur in Deutschland sondern auch in vielen anderen Ländern bereits weitere **starke Belastungen der Sozialkassen** abzeichnen. Nach Einschätzung von Standard & Poor's könnten die Ratings der betroffenen Länder dann erheblich unter Druck geraten, wenn bis dahin entsprechende Reformschritte unterbleiben. Diese Erwartung wird von anderen geteilt. So ist z.B. nach Einschätzung der WestLB aufgrund der demographischen Veränderungen ab dem Jahr 2012 eine Bonitätsherabstufung der meisten EU-Staaten von Triple A auf Triple B nicht auszuschließen.

Ansprechpartnerin: Petra Ott-Laubach (069) 7431-3453