

REITINGUAGENTUURIDE HINNANGUD EESTILE JA TEISTELE LIITUVAILE RIIKIDELE

Maris Leemets ja Reet Reedik

Riigireiting on reitinguagentuuri poolt antud hinnang valitsuse võimele ja soovile tulevikus riigi poolt võetud võlakohustusi täita. Seda ei maksa segi ajada muude rahvusvaheliste võrdlustega, millega mõõdetakse näiteks riikide konkurentsivõimet või majanduse arengutaset. **Üldjuhul on riigireiting ka kõigi riigis asuvate ettevõtete reitingu ülempiiriks ning määrab laenuhinnast hinna.** Reitinguagentuurid hindavad eraldi riigi võimet täita oma kohustusi välisvaluutas ning kodumaises valuutas¹. Kohaliku valuuta reiting võib olla välisvaluutareitingust kõrgem, sest võib eeldada, et riigil on oma rahas nomineeritud kohustuste täitmiseks võimalik riigisiseseid makse suurendada või raha juurde trükkida. Rahvusvaheliselt on oluline siiski riigi välisvaluutakohustuste reiting ja riigireitingust rääkides peetakse tavaliselt silmas just seda.

Reitinguagentuurid kasutavad riigi hindamisel nii kvantitatiivseid majandusnäitajaid kui ka kvalitatiivseid hinnanguid riigi usaldusväärsusele. Majandusnäitajaid on olulisteks indikaatoriteks näiteks majanduskasv, sissetulek ühe elaniku kohta, riigi eelarve tasakaal, valitsuse ja erasektori võlakooormus, jooksevkonto puudujääk, impordi suhe välisreservidesse, mitmesugused finantssektori stabiilsuse näitajad jne. Kvalitatiivsel analüüsil kasutatakse selliseid hinnanguid nagu üld- ja majanduspoliitiline stabiilsus, suhted naaberriikide ja kaubanduspartneritega jms.

Kvalitatiivsest seisukohast on Eesti puhul alati olnud reitinguagentuuride erilise tähelepanu all Euroopa Liiduga (EL) ühinemise perspektiiv ning sellega seonduv institutsionaalne, õiguslik ja majanduspoliitiline areng. Liitumise perspektiiv on tõstnud meie reitingut kiiremini, kui seda võinuks eeldada agentuuride poolt traditsiooniliselt võrreldavate näitajate põhjal².

Järgnevalt anname ülevaate reitinguagentuuride metoodikas toimunud muutustest kandidaatriikide hindamisel ja analüüsimise ELi ning Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga (EMU) ühinemise võimalikku mõju liituvate riikide reitinguile.

¹ Nii välisvaluuta kui kohaliku valuuta puhul rakendatakse eraldi veel ka pika- ja lühiajalist reitingut. Tihtipeale võivad näiteks pikemas perspektiivis riiki ja tema majandust ohustada mitmed välisšokid, kuid lühemal ajavahemikul on riik oma makseid õigel ajal tasudes saavutanud piisava usaldusväärsuse.

² Eesti Panga Toimetiste sarjas on ilmunud pikem ingliskeelne analüüs Eesti riigi reitingut mõjutavaist tegureist. Vt Andres Vesilind, Ingrid Toming ja Raoul Lättemäe, *Determinants of Estonian Sovereign Credit Rating, Working Papers of Eesti Pank, No 3, 2001*, Tallinn, (http://www.eestipank.info/pub/en/dokumendid/publikatsioonid/seeriad/uuringud/_3_2001).

■ Eesti riigireiting ■

Alates 1997. aastast on Eesti regulaarselt tellinud riigireitingut kolmelt tunnustatud rahvusvaheliselt agentuurilt – FitchRatings, Standard & Poor's ning Moody's Investors Service. **2002. aastal jõudis Eesti reiting kõigi kolme agentuuri hinnangul võrdsele tasemele. Kui 2001. aastal olid kaks reitinguagentuuri (Standard & Poor's ning Fitch) tõstnud Eesti reitingu väga usaldusväärsete riikide ehk nn A-gruppi, siis 2002. a novembris järgis seda ka kolmas agentuur – Moody's** (vt tabel 1). Esiialgu asub Eesti siiski A-grupi madalamatel tasemetel, mis tähendab küll riigi kõrget laenukvaliteeti ja näitab veendumust, et riik on võimeline oma võlakohustusi täitma, kuid suurte majandusšokkide korral võib nende kohustuste täitmine olla häiritud. Europiirkonna riikidest on Eestiga samal krediidi reitingu tasemel näiteks Kreeka, Portugali reiting on üks tase kõrgem. ELiga liituvaid riikidest edestavad Eestit reitingu järgi Küpros, Malta ja Sloveenia. A-grupi kõrgemad reitingud (tasemed AA ning AAA) näitavad riigi väga kõrget või äärmiselt kõrget laenukvaliteeti. Enamikul ELi liikmesriikidel on AAA-taseme reiting.

Tabel 1. Reitinguagentuuride poolt Eesti riigile antud krediidi reitingud

	Moody's		Standard & Poor's		FitchRatings	
	Välisvaluuta-reiting	Krooni-reiting	Välisvaluuta-reiting	Krooni-reiting	Välisvaluuta-reiting	Krooni-reiting
11.09.1997	Baa1	A1			BBB	A
10.12.1997			BBB+	A-		
28.09.2000					BBB+	A
30.08.2001					A-	A+
20.11.2001			A-	A-		
12.11.2002	A1	A1				

Allikad: www.moody.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com

Kõik reitinguagentuurid märkisid 2002. aastal Eestisse tehtud visiitidel või meie riigi kohta koostatud ülevaateis riigi peamiste tugevate külgedena Eesti valitsuse madalat võlakooormust ja meie pangasüsteemi usaldusväärsust. Läbi aegade on reitinguagentuuride silmis usaldust pälvinud Eesti konservatiivne eelarvepoliitika, mis on valuutakomiteel põhineva rahasüsteemi puhul väga oluline. Edu struktuurireformide elluviimisel on samuti olnud üks tegur, mille poolest reitinguagentuurid on Eestit liituvate riikide seast esile tõstnud. Ühtaegu suureneb pidevalt kindlustunne, mis on seotud Eesti eelseisva ühinemisega euroliiduga, ja väheneb Venemaa käsitlemine Eesti jaoks võimaliku majandusliku ohutegurina.

Probleemiks peavad agentuurid Eesti kui väikese ja avatud majandusega riigi välist haavatavust. Eriti valvsaks muutuvad agentuurid välistasakaalu suhtes siis, kui jooksevkonto puudujäägi finantseerimises väheneb otseinvesteeringute osakaal ja suureneb võlakooormust tekitava laenuraha osa. Seda negatiivset arenguhoont on mainitud ka 2002. a hinnanguis. Oluliseks proovikiviks peetakse riigi haldussuutlikkuse tugevdamist seoses ühinemisega Euroopa Liiduga ja suutlikkust katta riigieelarvest liitumisega seotud kulutused.

■ Agentuuride muutunud suhtumine ■ liituvaisse riikidesse

2002. a detsembris teatas Euroopa Liidu Ülemkogu Kopenhaagenis liidu laienemisest ning ELiga kutsuti ühinema 10 kandidaatriiki – Eesti, Küpros, Leedu, Läti, Malta, Poola, Slovakkia, Sloveenia, Tšehhima ja Ungari. Bulgaaria ja Rumeenia, kes samuti on euroliidu kandidaatriikide hulgas, jäid esimesest laienemisringist välja. Neile võidakse liitumiskutse esitada aga juba 2006. aastal. ELiga ühinemise vastu tunnevad huvi veel Horvaatia ja Türgi. Seetõttu oleme ka viimatimainitud riigid kaasanud juuresolevasse reitingute võrdlustabelisse (vt tabel 2).

Tabel 2. Euroopa Liidu kandidaatriikide pikaajalised välisvaluuta- ja koduvaluutakohustuste reitingud seisuga 31. märts 2003

	Moody's		Standard & Poor's		FitchRatings	
	Välisvaluuta	Koduvaluuta	Välisvaluuta	Koduvaluuta	Välisvaluuta	Koduvaluuta
Eesti	A1	A1	A-	A-	A-	A+
Küpros	A2	A2	A	AA-	A+	AA
Leedu	Baa1	Baa1	BBB	A-	BBB	A-
Läti	A2	A2	BBB+	A-	BBB	A
Malta	A3	A3	A	AA-	A	AA-
Poola	A2	A2	BBB+	A	BBB+	A+
Slovakkia	A3	A3	BBB	A-	BBB	A-
Sloveenia	Aa3	Aa3	A+	AA	A	AA
Tšehhima	A1	A1	A-	A+	BBB+	A
Ungari	A1	A1	A-	A	A-	A+
Bulgaaria	B1	B1	BB	BB+	BB	BB+
Rumeenia	B1	B1	BB-	BB	BB-	BB
Horvaatia	Baa3	Baa1	BBB-	BBB+	BBB-	BBB+
Türgi	B1	B3	B-	B-	B-	B-

Allikad: www.moody.com, www.standardandpoors.com, www.fitchratings.com

Kaheteistkümne kandidaatriigi edusammud valmistumisel ühinemiseks Euroopa Liiduga on ajendanud reitinguagentuure oma lähenemist neile riikidele muutma. Eriti oluliseks peavad agentuurid nõuet, et kõik liituvad riigid peavad mingi ajavahemiku jooksul ühinema Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga ning võtma kasutusele ühisraha euro. **Arvestades seda, et kõigi liituvate riikide peamised kaubanduspartnerid on kas ELi liikmed või liituvad riigid, väheneb ühisvaluuta kasutuselevõtuga ka praegu suurt jooksevkonto puudujääki omavate liituvate riikide majanduse väline haavatavus.** Probleemiks peavad reitinguagentuurid aga liituvate riikide (v.a kolm Balti riiki) eelarvepoliitikat ning nende valitsusasutuste suutlikkust ELi liikmestaatusega kaasnevaid kohustusi täita.

Standard & Poor's oli esimene reitinguagentuur, kes hindas 2001. a novembris Eesti krooni- ja välisvaluutakohustuste reitingut võrdse tasemega (varem oli Eesti välisvaluutakohustuste reiting astme võrra madalam). **Eesti oli esimene riik, kes sai sellise reitinguastme S&P uue käsitluspõhimõtte alusel³, mille kohaselt kandidaatriikide välisvaluutakohustuste reitingud lähenevad vähehaaval kodumaises valuutas võetud kohustuste reitingu tasemele.** Agentuur teatas, et toimib nii kõigi riikide puhul, kes keskpikas perspektiivis on potentsiaalsed euroala liikmed. Reitingute üldine lähendamine algab aga alles hetkest, mil saab teatavaks rahaliiduga ühinemise ajagraafik.

2002. a novembris teatas reitinguagentuur Moody's kaheksa liituv riigi pikaajaliste välisvaluutakohustuste reitingu üheaegselt tõstmisest kodumaises valuutas võetud pikaajaliste kohustuste reitingu tasemele⁴. Selgi puhul oli tegemist muutusega agentuuri reitingupoliitikas, mis sarnaselt Standard & Poor'sile arvestab liituvate riikide väljavaadet saada tulevikus ühisrahiipiirkonna liikmeks. Moody'se samm paistis eriti silma seetõttu, et tõsteti üheaegselt kõigi liituvate riikide reitingut ja mõnel riigil (ka Eestil) tõusis riigi välisvaluutakohustuste reiting koguni kolme astme võrra. Lisaks rõhutas Moody's, et nende riikide majanduslik ja finantslõimumine ELiga on pöördumatu ning välisvaluutakriisi tõenäosus oluliselt vähenenud.

Reitinguagentuur Fitch aga jätkab liituvate riikide arengu jälgimist ükshaaval ning teeb ka reitinguotsuseid järk-järgult. Praegu on Fitchi hinnang liituvate riikide kodumaise valuuta kohustustele kõrgem kui välisvaluutakohustustele. Sarnaselt teistele agentuuridele peab ka Fitch reitingu olulise muutumise eelduseks just euroalaga ühinemist. Riigireitingu määramine hakkab pärast ühisrahiipiirkonnaga liitumist keskenduma suhteliselt rohkem fiskaalpoliitilistele aspektidele, euroala üldiselt tugev välispositsioon ja ligipääs siseturu säästudele muudavad maksebilansi puudujäägi finantseerimise küsimused vähem oluliseks⁵.

■ Liituvate riikide euroreferendumite võimalik mõju ■ riigireitingule

Reitinguagentuur Standard & Poor's avaldas pärast Maltas toimunud rahvahääletust euroliiduga ühinemise küsimuses⁶ pressiteate, milles kinnitas Malta riigi pika- ja lühiajaliste välisvaluutakohustuste reitingud tasemel A/A-1⁷. S&P avaldab eraldi pressiteated ka teiste liituvate riikide euroreferendumite järel. Kuigi rahvahääletusel öeldud *jah* ei too kaasa reitingu tõusu, võib seal öeldud *ei* põhjustada majandusreformide venima jäämist ning sellega

³ Standard & Poor's, *A Ratings Roadmap for EU Candidate Countries*, 19. november 2002.

⁴ Moody's Investors Service, *Moody's Upgrades Foreign Currency Ratings of Eight EU Accession Countries*, 12. november 2002. Malta ja Küprose reitingut ei muudetud, sest neil riikidel olid kohaliku ja välisvaluuta reiting saavutanud selleks ajaks juba võrdse taseme.

⁵ FitchRatings, *Special Report "EU Enlargement – Its Impact on the Accession Countries" – Amended*, 26. september 2002. Vt <http://www.fitchratings.com>

⁶ Maltal toimus rahvahääletus Euroopa Liiduga ühinemise üle 8. märtsil 2003 ning see oli esimene euroreferendum liituvais riikides. Märtsis oli rahvahääletus ka Sloveenias, Eestis toimub see 14. septembril 2003.

⁷ Standard & Poor's, *Prospects for Accession Country Sovereign Ratings*, 18. märts 2003. Vt <http://www.ratingsdirect.com>

pikemas perspektiivis saada aluseks ka reitingu alandamisele. Liituvate riikide praegustes reitingutes on kajastatud ka nende maade kiire ühinemine ELiga.

■ Agentuuride metoodika muutuse mõju ettevõtete reitinguile ■

Kui varem tähendas riigi väliskohustuste reiting tingimata ka kõigi riigis asuvate ettevõtete reitingute ülempiiri⁸, siis kapitali liikumispiirangute kadumine ning rahvusvaheliste finantsturgude lõimumine on pannud agentuure viimaseil aastail oma hindamismeetodeid muutma. **Nüüd võivad tugevad rahvusvahelised korporatsioonid ning soliidse investoribaasiga ettevõtted pälvida ka kõrgema reitingu kui on nende asukohariigil.** Seega ei piira riigireiting teoreetiliselt ka liituvate riikide ettevõtetele antavaid hinnanguid, kuigi tegelikult on Kesk- ja Ida-Euroopas selliseid finantsasutusi ja muid ettevõtteid, kellel on riigireitingust kõrgem reiting, veel äärmiselt vähe.

Eesti ettevõteteist on praeguseks endale krediidireitingu tellinud suuremad pangad (Hansapank, Eesti Ühispank ja Sampo Pank) ning Eesti Energia. Kuni 2002. a novembrini oli Moody'se hinnang Hansapangale kõrgem kui Eesti riigi väliskohustustele – Hansapanga krediidireiting oli siis võrdne riigi kroonikohustuste reitinguga.

Maailmamajanduse kasvu aeglustumine alates 2001. aastast on muutnud suurriikide ettevõtete reitingute allahindamise üsna igapäevaseks. Eriti võib seda täheldada telekommunikatsiooni- (peamiselt Euroopas) ja kindlustussektoris (Ameerika Ühendriigid, kuid ka Suurbritannia ja Šveits). USA suurettevõtete juhtimiskandaalid (eelkõige Enron) on tekitanud energiaspektori (eriti energiamüügiga tegelevate ettevõtete) aktsiate hinna languse ka mujal. Langenud on ka arenevate riikide ettevõtete reitingud, kuigi öeldu ei kehti võrdsel määral kõigi riikide suhtes, sest üha rohkem on hakatud arenevaid turge üksteisest eristama. Kui riigi võla- ja finantskriisid Argentinast, Türgis, Brasiilias ja Uruguays on negatiivselt mõjunud nende riikide ettevõtete (eriti finantsinstitutsioonide) reitinguile, siis ELiga liituvais riikides tegutsevate ettevõtete reitingud on pigem tõusnud. Suures osas küll tänu Moody'se reitingupoliitika muutusele tõusid 2002. aastal ka Kesk- ja Ida-Euroopa regiooni ettevõtete reitingud. Ehkki peamiselt võitsid riigireitingu tõstmisest finantsinstitutsioonid, on tõusnud ka mitmele regiooni reaalsektori ettevõttele antud hinnang.

■ Kas ühinemine ELi ja EMUga tagab reitingu kindla tõusu? ■

Nagu juba mainitud, on reitinguagentuurid Eesti ühinemist Euroopa Liiduga juba suurel määral praeguse reitingu andmisel arvestanud. Eeldatakse, et liitumine tagab Eesti

⁸ Ka seni on suurema osa ettevõtete reiting siiski riigi väliskohustuste reitingust madalam või sellega võrdne. Selle põhjuseks on asjaolu, et riigi majandusolukorra halvenemisel või finantskriisi korral võib riik kehtestada kapitali liikumise piiranguid.

majandusliku ja institutsionaalse lõimumise ning poliitiliste väärtuste püsimise ELi ühis põhimõtete kohaselt. See on kahtlemata tegur, mis on kompenseerinud Eesti majanduse väiksusest ja haavatavusest tulenevad riskid. Kui liitumine ELi ja rahaliiduga peaks ootamatult pikale venima, siis võivad sellised näitajad nagu suur jooksevkonto puudujääk saada reitinguagentuuridelt Eesti puhul hoopis teise taseme riskihinnangu.

Siiski ei taga üksnes ELi liikmelisus automaatselt riigi suuremat usaldusväarsust. Oluline hüpe võib toimuda alles siis, kui Eesti ühineb Euroopa Majandus- ja Rahaliiduga ning võtab kasutusele euro. Kuid ka siin on raske teha üheseid järeldusi. Osa reitinguagentuure, näiteks Moody's, hindab kõiki euroala riike kõrgeima reitingutasemega – Aaa. Nagu tõestab aga Kreeka näide, pole see siiski ainuvalitsev suhtumine. Lisaks on mõni agentuur hoiatanud, et kui ELi riigid ei hakka otsekohe tegelema elanikkonna vananemisest tulenevate eelarveprobleemide lahendamisega, võidakse vaatluse alla võtta ka seni kindlalt kõige usaldusväärsemasse reitinguklassi kuuluvate riikide reitingud. Eesti ja ka teiste Balti riikide reitingule peaks aga ühisrahiiriirkonnaga liitumine andma siiski olulise tõuke kasvuks. Eesti, Leedu ja Läti fiskaalpositsioon on suhteliselt tugev ning riigi võlatase madal. Probleemiks on üksnes välistasakaal.