

LATVIJAS UNIVERSITĀTE
EKONOMIKAS UN VADĪBAS FAKULTĀTE
STARPTAUTISKO EKONOMISKO ATTIECĪBU KATEDRA

Vadības zinību maģistra studiju programma studiju virziens *Starptautiskā ekonomika un bizness*

**NACIONĀLIE KREDĪTREITINGI UN TO
IETEKME UZ ĀRZEMJU TIEŠAJĀM
INVESTĪCIJĀM**

Sovereign Credit Ratings and It's Influence on Foreign Direct
Investment

MAĢISTRA DARBS

Autors: *Alina Meležika*

Studenta apliecības Nr.: am06035

Darba vadītājs: Dr.hab.ekon., prof. Grigorijs Oļevskis

RĪGA 2012

ANOTĀCIJA

Maģistra darba „Nacionālie kredītreitingi un to ietekme uz ārzemju tiešajām investīcijām” mērķis ir noteikt saistību starp kredītreitingu noteikšanas un investīciju vides novērtēšanas metodēm un izpētīt nacionālo kredītreitingu ietekmi uz investīciju plūsmu Eiropas Savienības valstīs.

Tika noteikts, ka trīs lielākas kredītreitingu aģentūras izmanto līdzīgus nacionālo reitingu noteikšanas faktorus, atšķirās to rādītāju novērtēšanas metodes. Pētījuma rezultātā, analizējot kredītreitingu un investīciju savstarpējo saistību uz Igaunijas un Itālijas piemēra, tika noskaidrots, ka vidēji cieša korelācija pastāv starp Igaunijas investīciju plūsmu un Standard&Poor's reitingiem, arī Fitch parādīja vidējo ciešu saistību, tikai ar mazāku korelācijas koeficientu. Izmantojot Itālijas datus, parametru savstarpējo korelāciju noteikt nav izdevies.

Atslēgas vārdi: ārzemju tiešās investīcijas, nacionālie kredītreitingi, kredītreitingu aģentūru metodoloģija.

ABSTRACT

The aim of the Master thesis “Sovereign Credit Ratings and It’s Influence on the Foreign Direct Investment” is to define the link between sovereign credit ratings methodology and investment environment evaluation methods and to investigate the influence of ratings to the investment flow on the examples of two European Union countries.

During research was determinate that three largest credit rating agencies use similar sovereign credit ratings factors in the process of evaluating but there is a difference in the methods of analysis. A study analyzed investment and rating linkage on the example of Estonia and Italy data. Results have showed that there are close correlation between Standard&Poor’s ratings and Estonian investment flow, as well Fitch rating have close correlation with lowest correlation coefficient. Italian example has not approved a statement that sovereign rating and FDI flow have a linkage.

Keywords: foreign direct investment, sovereign credit ratings, credit rating agencies methodology.

SATURS

IEVADS	5
1. INVESTĪCIJU VIDES NOVĒRTĒŠANAS TEORĒTISKIE ASPEKTI UN NACIONĀLO KREDĪTREITINGU PĒTĪJUMI.....	7
1.1. Investīciju jēdziens un ietekme uz valsts attīstību	8
1.2. Investīciju vides novērtēšanas metodes un teorijas.....	11
1.3. Nacionālie kredītreitingi un to loma starptautiskajā uzņēmējdarbības vidē	17
1.4. Kredītreitingu aģentūru sniegtās informācijas kvalitāte un valsts maksātspējas ietekme uz privāto sektoru.....	24
2. KREDĪTREITINGU AĢENTŪRU METODOLOĢIJA UN ĪSA DARBĪBAS ANALĪZE	31
2.1. Nacionālo kredītreitingu un novērtējumu metodoloģijas un to salīdzinājums .	32
2.2. Reitingu salīdzinājums un kredītreitingu krīzes	47
2.3. Kredītreitingu aģentūru starptautiskā un reģionālā regulēšana.....	50
3. NACIONĀLO REITINGU IETEKME UZ INVESTĪCIJU PLŪSMU	55
3.1. Nacionālo kredītreitingu ietekme uz Igaunijas ĀTI plūsmu.	55
3.2. Nacionālo kredītreitingu ietekme uz Itālijas ĀTI plūsmu.....	62
Secinājumi.....	72
Priekšlikumi.	74
Izmantotā literatūra	75

IEVADS

Ekonomiskā situācija pasaulē pēdējo desmit gadu laikā ir piedzīvojusi lielas pārmaiņas. Ekonomiskā un finanšu krīze ir ieviesusi izmaiņas valsts ekonomikas regulēšanā. Eiropas Savienība un visa pasaule pārskata ekonomikas struktūras un ievieš reformas, kas palīdzētu panākt ekonomikas stabilizāciju un tālāku izaugsmi.

Valstis veic izmaiņas ekonomikas pārvaldības sistēmā, cenšoties sabalansēt sociālo sektoru un pēc iespējas vairāk sekmēt uzņēmējdarbības attīstību. Lai veicinātu jaunas ekonomiskās iniciatīvas ir nepieciešami papildus finanšu līdzekļi, tāpēc investīciju piesaiste dažādās ekonomikas sektoros ir kļuvusi par vienu no valsts prioritātēm. Savukārt potenciāli investori pēc finanšu krīzes arvien uzmanīgāk izvēlas valstis un sektorus, kur iegulda savus līdzekļus. Aģentūru kredītreitingi, kas atspoguļo valsts parādsaistību risku, ir kļuvuši par vienu no rīkiem kādā veidā tiek novērtēta valsts ekonomiskā un finanšu stabilitāte. Kredītreitingi apkopo svarīgākus valsts ekonomiskos radītājus, atspoguļojot valsts parādsaistību risku un ļauj novērtēt ieguldījuma vides stabilitāti.

Jāņem vērā, ka finanšu krīze ir ieviesusi izmaiņas finanšu tirgos un investoru lēmuma pieņemšanā. Arvien biežāk izskan kredītreitingu aģentūru kritika, pārbaudot to novērtējumus izmantojot dažādus ekonomiskus modeļus. Atbildot, aģentūras uzlabo novērtējuma metodoloģiju, lai sniegtu pēc iespējas kvalitatīvāku informāciju.

Šajā pētījumā ir izvērtētas investīciju vides novērtēšanas metodes un kredītreitingu aģentūru izmantotā metodoloģija, kas ļauj secināt vai kredītreitingu aģentūru novērtējumi spēj atspoguļot investīciju vidi. Kā arī, izmantojot statistisko datu korelācijas metodi, ir novērtēta nacionālo kredītreitingu ietekme uz ieguldījumu plūsmu valstīs. Par pētījuma objektu ir izmantotas divas Eiropas Savienības valstis – Itālija, kas Eiropas Savienībā ir kopš 1950.gada un nesen pievienojusies, viena no Baltijas valstīm – Igaunija. Tas sniegs iespēju novērtēt vai pastāv atšķirība starp pamata ES valstu un jaunuzņemto valstu reitingu ietekmi uz investīcijām, ja tiks pierādīta saistība starp šiem diviem faktoriem. Maģistra darbā tiks analizēts laika posms no 2000. līdz 2010. gadam.

Maģistra darba izvirzītā **hipotēze**: Starp ĀTI un nacionālajiem kredītreitingiem pastāv savstarpēja sakarība un ĀTI plūsma mainās atbilstoši izmaiņām nacionālajos kredītreitingu novērtējumos.

Maģistra darba **mērķis** ir noteikt saistību starp kredītreitingu noteikšanas un investīciju vides novērtēšanas metodēm un izpētīt nacionālo kredītreitingu ietekmi uz investīciju plūsmu Eiropas Savienības valstīs.

Lai sasniegtu darba mērķi, tiek izvirzīti sekojoši **uzdevumi**:

1. Apkopot teorētisku informāciju par investīciju vides novērtēšanas metodēm un teorijām.
2. Apkopot un sistematizēt nacionālo kredītreitingu definīcijas un tipus, to izmantošanu un kvalitāti.
3. Izpētīt un salīdzināt S&P, Moody's, Fitch nacionālo kredītreitingu metodoloģiju.
4. Izpētīt kredītreitingu starptautisku normatīvo regulēšanu.
5. Veikt ES valstu makroekonomisko rādītāju, t.sk. investīciju plūsmas, un kredītreitingu analīzi.
6. Veikt ES valstu nacionālo kredītreitingu un investīciju statistisko korelācijas analīzi.
7. Apkopot un analizēt iegūtos rezultātus, izdarīt secinājumus.

Par darba metodēm tiek izvēlētas literatūras avotu analīze, datu salīdzināšana, mikroekonomiskā analīze, korelācijas analīze.

Maģistra darbs ir sadalīts trīs nodaļās. Pirmajā nodaļā ir apkopota un analizēta informācija par investīciju teorijām un metodēm, kā arī tiek dots pētījumu un zinātnisku darbu apskats, kas veidos maģistra darba teorētisko bāzi.

Otrajā nodaļā ir izvērtēta kredītreitingu aģentūru izmantotā metodoloģija, kā arī apkopoti un analizēti Eiropas Savienības valstu šī brīža kredītreitingu novērtējumi, sniegta īsa aģentūru darbības analīze. Otrajā nodaļā ir arī raksturota kredītreitingu aģentūru starptautiskā un reģionālā regulēšana.

Trešajā nodaļā dots novērtējums par Eiropas Savienības valstu ekonomisko attīstību, izmantojot svarīgākus ekonomiskos rādītājus, kas iezīmēja valstu attīstības vadlīnijas un raksturoja krīzes iestāšanās hronoloģiju. Kā arī ir ietverts statistiskais pētījums par kredītreitingu rādītājiem un investīciju savstarpējo korelāciju Eiropas Savienības valstīs. Noslēdzošajā maģistra darba daļā ir apkopoti un analizēti iegūtie rezultāti un izdarīti secinājumi, ņemot vērā visa pētījuma daļas.

Maģistra darbā ir 80 lapaspušu, 17 attēli un 13 tabulas.

1. INVESTĪCIJU VIDES NOVĒRTĒŠANAS TEORĒTISKIE ASPEKTI UN NACIONĀLO KREDĪTREITINGU PĒTĪJUMI

Nemot vērā pasaules globalizācijas procesus un Eiropas Savienības ekonomisko integrāciju, daudzi uzņēmumi vēlas paplašināt savas ekonomiskās aktivitātes, meklējot jaunus tirgus citās valstīs. Potenciālie investori ir ieinteresēti, lai investīcijas pēc iespējas īsā laikā tiktu atmaksātas. Lai nodrošinātu īsāku atmaksāšanas laiku, tiek rūpīgi izvēlēta valsts, kur plānots ieguldīt līdzekļus. Tas ir svarīgs stratēģisks lēmumus un katrs uzņēmums izvēlas savas metodes investīcijas vides novērtēšanai.

Pastāv vairākas investīciju vides novērtēšanas metodes, kurus praksē apvieno, lai pielāgotu tos uzņēmuma specifiskām vajadzībām. Gandrīz visi investori par pamatu izmanto potenciālās ieguldījumu valsts galvenos makroekonomiskus rādītājus, kas dod priekšstatu par investīciju vides stabilitāti. Tam seko konkrētas nozares izpēte atkarībā no uzņēmuma darbības sfēras. Valstu galvenos makroekonomiskus rādītājus un citus ekonomiskus faktorus vienā vērtējumā apvieno vairāki investīciju uzņēmumi, kas pamatojoties uz savu metodoloģiju, piedāvā valstu reitingus un valsts ekonomiskas un finanšu analīzes. Trīs lielākās kredītreitingu aģentūras, kas kontrolē vairāk par divām trešdaļām no tirgus, ir Fitch, Moody's un Standard&Poor's.

Jāņem vērā, ka liela kredītreitingu popularitāte ir saistīta ar to, ka mūsdienu uzņēmējdarbības vide, pateicoties informācijas tehnoloģiju attīstībai, pieaugošai konkurencei un salīdzinoši ērtākiem transporta savienojumiem starp valstīm, ir ieguvusi vēl vienu svarīgu faktoru, kas ir jāņem vērā. Tas ir lēmuma pieņemšanas laiks – jo ātrāk tiek pieņemts kvalitatīvs lēmums uzņēmējdarbībā, jo vairāk pieaug iespēja apsteigt konkurentus un iegūt vadošas pozīcijas nozarē. Izmantojot kredītreitingu aģentūru novērtējumus, ir iespējams ievērojami samazināt informācijas iegūšanas laiku investīciju vides priekšizpētei. Tāpēc uzņēmumi izmanto valstu nacionālos kredītreitingu novērtējumus.

Šajā nodaļā ir apraksti investīciju teorētiskie aspekti, apkopota informācija par investīciju teorijām, kas izskaidro investīciju vides novērtēšanas metodes, kurus izmanto uzņēmumi. Kā arī ir apskatīti pētījumi par nacionālo kredītreitingu lomu uzņēmējdarbības vidē, to informatīvo varu un ietekmi uz valstu ekonomisko attīstību, pievēršot uzmanību to ietekmei uz valsts attīstību finanšu un ekonomisko krīžu laikā.

1.1. Investīciju jēdziens un ietekme uz valsts attīstību

Starptautiskās tirdzniecības un investīciju teorijas laika gaitā ir mainījuši savu būtību. Klasiskās un neoklasiskās Smita, Rikardo un Hekšera-Olina teorijas piedāvāja salīdzināt divu valstu priekšrocības savstarpējā tirdzniecībā, proti, tika likts uzsvars uz nāciju (valstu) ražošanas un tirdzniecības priekšrocībām. Taču attīstoties biznesa teorijām, par tirdzniecības un investīciju objektu kļuva nevis valstis, bet transnacionālās korporācijas (turpmāk TNK)¹. Īpaši to var novērot starptautiskajās finanšu plūsmās, jo lielākā šī resursa daļa tiek koncentrēta tieši transnacionālajās korporācijās. Valstis, savukārt, mainīja savu lomu starptautiskajā tirgū un galvenokārt izpilda regulējošas funkcijas. Tāpēc investīciju formas, teorijas un investēšanas motīvi šajā nodaļā tiek skatītas no TNK puses, apskatot modeļus, kādus tie izvēlas, pieņemot lēmumu par ārzemju tiešajām investīcijām citās valstīs. TNK ir lieli starptautiski uzņēmumi, kas var nodrošināt savus investīciju ekspertus, taču nereti tie izmanto ārpalpojumu vai citus avotus, kas piedāvā citu valstu ekonomikas vai nozaru analīzes.

Investīcijas, to formas un motīvi

Ārvalstu tiešās investīcijas (*turpmāk ATI*) ir ārvalstīs reģistrēto fizisko un juridisko personu ieguldījumi valsts reģistrēto uzņēmumu un uzņēmējdarbības pamatkapitālā tiešo un portfeļinvestīciju veidā. Savukārt, tiešās investīcijas raksturo ilgtermiņa attiecības starp vienas ekonomikas rezidentu (tiešais ieguldītājs) un citas ekonomikas rezidenta uzņēmumu (tiešo investīciju uzņēmums). Investīcijas var uzskatīt par tiešajām, ja tiešajam ieguldītājam pieder 10% un vairāk no parastajām akcijām vai balsstiesībām, vai ekvivalenta līdzdalība tiešo investīciju uzņēmumā.²

Ārvalstu investīciju formas var būt šādas:

- Daļas piedalīšanās kopuzņēmumos;
- Uzņēmumu, paju, ārvalstu partneru vērtspapīru iegāde;
- Ārvalstu aizņēmumu un kredītu saņemšana;

¹ **Rugman A.M., Verbeke A., Nguyen Q.T.K.** Fifty Years of International Business Theory and Beyond. Management International Review (MIR); Dec2011, Vol. 51 Issue 6, p755-786, 32p

² **Latvijas Statistika**, [tiešsaiste] – [atsauce 15.04.2012].

Pieejams:<http://data.csb.gov.lv/DATABASE/ekfin/%CEstermi%F2a%20statistikas%20dati/Invet%EEcijas/IV020c1v.htm>

- Mantisko tiesību iegāde uz produktu un dažādām tehnoloģisko procesu formām³

Lai noteiktu kādā veidā potenciālais investors novērtē investīcijas vidi, ir svarīgi noteikt ar kādu mērķi tiek izdarītas investīcijas. Portfeļinvestīcijas bieži vien tiek raksturotas kā īstermiņa ieguldījums, jo vairāk paredz spekulācijas ar vērtspapīru pirkšanu un pārdošanu. Savukārt, veicot tiešās investīcijas, uzņēmums bieži vien realizē stratēģisku mērķi.

Uzņēmums var pieņemt lēmumu veikt investīcijas citā valstī, lai:

- pārvarētu muitas un citus barjeras un apgūt jaunus tirgus;
- palielinātu peļņu vai konkurences iespējas tirgū, kas jau iekārots ar eksportu;
- ražotu ekonomiski lētāku produkciju, kas tiek pārdota svešā jurisdikcijā;
- iegūtu tās muitas un nodokļu atlaides priekšrocības, kas pieejamas tikai ārvalstu investoriem;
- pārnestu savu darbību ārpus neizdevīgas nodokļu vai algu sistēmas, kas eksistē mātes firmas domicila valstī.⁴

Uzņēmuma stratēģiski mērķi nosaka kādam faktoram investīciju vides novērtēšanā tiks piešķirta lielāka uzmanība. Kā, piemēram, ja uzņēmums vēlas iegūt jaunus noieta tirgus, tad lielāks uzsvars tiks likts uz valsts ģeogrāfisko atrašanās vietu, jo lielāki uzņēmumi un TNK tiecas uz tirgus apgūšanu noteikta reģiona vai kontinenta ietvaros. Savukārt, ražošanas uzņēmumi lielāku uzmanību pievērsīs darbaspēka izmaksām un tehnoloģiju pieejamībai.

ĀTI negatīvās puses ir lielāks kapitāla pieprasījums, lielāka starta un menedžmenta izmaksas, garāks atmaksāšanās periods un līdz ar to lielāks risks. tāpēc ir svarīgi ņemt vērā galvenos TĀI riska faktoros:

- Filiāle ārvalstīs kļūst par vietējo tiesību un jurisdikcijas subjektu

³ **Gončarovs G.** Finanšu teorija. Rīga: LU, 2000. 86. lpp.

⁴ **Bojārs J., Vilne V.** Starptautiskās investīcijas. Rīga: LU Starptautisko attiecību institūts, 1996. 72.-73. lpp

- Kapitālieguldījums ārvalstī pakļauts vietējās politiskās un juridiskās sistēmas nestabilitātei un nacionalizācijas briesmām, kas ir visparastākais riska faktors;
- Iespējama cenu kontrole no mērķa valsts puses, kas var samazināt varbūtējo peļņu;
- Valūtas kursa un valūtas pārvedumu, t.sk. peļņas reparācijas, kontrole mērķa valstī;
- Režīma nestabilitāte vai nespēja aizsargāt ārvalstniekus pret nemieriem vai noziedzību
- Tik maza vietējā tirgus ietilpība, kas nevar attaisnot investīcijā plānoto ražošanu;
- Vietējās valūtas kursa, depozīta un kredīta likmju nestabilitāte;
- Peļņas normas risks
- Tirgus risks
- Ražošanas risks⁵

Investīciju ietekme uz valsts attīstību

Mūsdienu ekonomiskajā literatūrā tiek plaši aprakstīta investīciju ietekme uz valsts nacionālās ekonomikas modernizāciju un ekonomisko attīstību. Investīcijas nes ne tikai tiešo finansiālu labumu, bet arī dod papildus priekšrocības.

Vairāki pētījumi par investīciju ietekmi uz valsti akcentē tehnoloģiju un zināšanu pārnesanas efektu. Līdz ar ienākšanu jaunajā tirgū uzņēmumi novirza daļu kapitāla jaunu ražošanu attīstībai. Tas sekmē tehnoloģisko inovāciju ieviešanu šajā teritorijā, kas paredz ne tikai jaunu nozaru attīstību, bet arī veicina darbinieku profesionālā zināšanas līmeņa celšanos. Tas, savukārt, ne tikai palielina uzņēmumu produktivitāti, bet arī dod pievienoto vērtību valsts iedzīvotājiem, kas palielina savu konkurētspēju darba tirgū.

ĀTI arī veicina jaunu biznesa kontaktu veidošanu starp dažādām valstīm, kas savukārt veicina jaunu investīciju piesaisti. Tas izskaidrojams ar stratēģiskās uzvedības faktoru, kas iespaido uzņēmumu lēmumu veikt investīcijas. Tas raksturīgs oligopola situācijai tirgū, kas mūsdienās raksturīga nozarēm, kur dominē vairākas TNK. Stratēģiskās uzvedības faktoru var skaidrot ar uzņēmuma vēlmi iekļūt tās valsts tirgū,

⁵ **Bojārs J., Vilne V.** Starptautiskās investīcijas. Rīga: LU Starptautisko attiecību institūts, 1996. 72.-73. lpp

kur viņa konkurents, lai nezaudētu savas pozīcijas⁶. Proti, investīcijām dažās nozarēs piemīt inerce – tirgū ieejot vienam investoram, tiek piesaistīti arī citi šīs nozares uzņēmumi.

Hermes un Lensink (2003) veica pētījumu par ĀTI ietekmi uz valstu attīstību un nonāca pie secinājuma, ka investīciju valsts finanšu tirgus attīstībai ir liela ietekme uz valsts ekonomisko izaugsmi, kuru rada ĀTI. Proti, pozitīva ĀTI ietekme vairāk izpaužas uz valstīm ar labāku finanšu tirgus attīstību, pie tam, šī ietekme ir divreiz lielāka, nekā valstīm ar ne tik stabilu finanšu sistēmu. Tādi faktori, kā tirgus struktūra un cilvēkkapitāls arī ietekmē pozitīvu ĀTI efektu un ekonomisku izaugsmi.⁷

Investīcijām ir pozitīva ietekme uz valsts attīstību, savukārt šī ietekme ir lielāka tām valstīm, kur ir attīstīta un stabila finanšu sistēma. Šī pētījuma ietvaros, šim aspektam ir liela nozīme, jo kredītreitingu aģentūras (*turpmāk KRA*) atspoguļo tieši valsts finanšu tirgus parametrus un vairāk atspoguļo nevis valsts kopējo ekonomisko attīstību, bet gan dod novērtējumu valsts finanšu tirgus attīstībai un stabilitātei, kas ir viens no faktoriem, kas vairo investīciju pozitīvu ietekmi uz valsts attīstību. TĀI priekšrocības mērķa valstij ir tās, ka investors tādā gadījumā vairāk rūpējas par darbu un mārketingu tajā, jo viņam ir vairāk ko zaudēt nekā, ieejot tirgū vienīgi ar savu preču eksportu.

1.2. Investīciju vides novērtēšanas metodes un teorijas

Investīciju vides novērtēšanā ietilpst vairāku svarīgu faktoru kopums, kas palīdz pieņemt lēmumu par uzņēmuma darbības paplašināšanu ārzemēs. Lai novērtētu šos faktorus izmanto vairākas metodes, tostarp dažādu institūciju veiktos pētījumus un investīciju vides novērtēšanas reitingus. Taču neskatoties uz investīcijas veidu vai metodi, uzņēmumam ir svarīgi, lai investīcijas tiktu atmaksātas īsākā un nestu peļņu ilgākā laika posmā. Tāpēc ir svarīga investēšanas valsts ekonomiskā stabilitāte, kas nodrošina to iedzīvotāju pirktspēju.

⁶ **Hill C.W.L.** International business: Competing in the global Marketplace. The McGraw-Hill Companies, Inc 2007. p.238, 246.-255. p.

⁷ **Hermes N., Lensink R.** Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth. Journal of Development Studies; Oct2003, Vol. 40 Issue 1, p142-163, 22p

Investīciju teorijas

Internacionalizācijas teorija, kuras pamatlicēji ir *Buckley un Casson* (1976), izskaidro TNK darbības paplašināšanos citās valstīs ar mērķi samazināt uzņēmējdarbības relatīvas izmaksas. Teorija paredz uzņēmuma dibināšanas valsts tirgus nepilnības, kuras uzņēmums pārvar, veicot tiešās ārzemju investīcijas. Tirgus nepilnības ir izejvielu cenas un transportēšanas izmaksas, nākotnes noieta tirgus izmērs un pieejamība, informācijas asimetrija starp pircējiem un pārdevējiem, valdības tirdzniecības barjeras vai neefektīva licencēšanas vai patentu sistēma⁸. Pamatojoties uz šo teoriju, investors lielākoties pētīs potenciālās investīciju valsts interesējošās nozares attīstību, patērētāju maksātspēju un likumdošanu.

Upsala modelis, kuru attīstīja *Johanson un Wiedersheim-Paul* (1975), skaidro veidu kādā uzņēmumi paplašina savu darbību. Sākotnēji uzņēmumi attīsta savas eksporta spējas uz dažādām valstīm, izmantojot neatkarīgus pārstāvjus – aģentus, tad seko nākamais solis, kas ir filiāļu tīklu dibināšana citās valstīs. Tas paredz pieņēmumu, ka uzņēmumi izmanto zema riska un ierobežotu saistības pieeju, apgūstot eksporta tirgus un tad, uzņemas lielāku risku, atklājot filiāles. Izvēloties jaunus tirgus, uzņēmumi koncentrējas uz valstīm, kurās ir līdzības ar viņu mītnes zemes tirgu.⁹ Šis modelis arī skaidro, ka uzņēmumi lielākoties sāk ar kaimiņzemju tirgu apgūšanu, kur tirgus specifika un valsts attīstība ir maksimāli pietuvinātas uzņēmumu mājas valstij. Tas samazina risku, bet ļauj paplašināt noieta tirgu apjomu. Un kā viena no noteicošiem faktoriem tirgus izvēlē būs valsts ģeogrāfiskā atrašanās vieta, makroekonomiskie rādītāji un specifiskās nozares raksturojums.

Līdzīgu uzņēmuma internacionalizācijas modeli ir izstrādājis *Luostarinen* (1979). POM modelis paredz trīs dimensijas – produkts, process, tirgus. Produkts (P), kas raksturo preci, pakalpojumu, tehnoloģiju vai sistēmu, kuru uzņēmums ir paredzējis izvest ārpus savas valsts. Process (O, *angl. Operation*) nosaka veidu kādā ir paredzēts produktu pārnest uz citu valsti – pārdošanas aģenti, licencēšana, ĀTI. Tirgus (M, *angl. Market*) ietver valsts izvēli. Valsti izvēlas pamatojoties uz politiskiem, kultūras un fiziskām

⁸ **Denisia V.** Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, No. 3, December 2010.

⁹ **Senik C.Z. et al.** Factors for SME Internationalization: Evidence from Malaysia. *Journal of Economics and Management*; 2010, Vol.4 Issue 2, p.285. – 304.

atšķirībām starp valstīm¹⁰. Šis modelis labi papildina iepriekš apskatīto Upsalas pieeju. Arī šajā modelī tiek apskatītas valsts makroekonomiskie un politiskie aspekti.

Hymer (1976) ir attīstījis koncepciju par uzņēmuma specifiskām priekšrocībām un parādīja, ka ĀTI būs tad, kad labums no uzņēmuma specifiskām priekšrocībām jaunajā tirgū būs lielāks par relatīvām izmaksām, ko paredz darbības paplašināšana. Koncepcija apskata informācijas izmaksas, potenciālās ĀTI valsts politiku, valūtas risku. Pētnieks arī atzina, ka ĀTI ir stratēģisks uzņēmuma lēmums, nevis kapitāla tirgus finanšu lēmums¹¹.

Savukārt *Dunning* (1973, 1980, 1988) eklektiskā teorija paredz triju dažādu teoriju apvienojumu. Šo teoriju sauc arī par OLI paradigmu.

- „O” tiek skaidrota kā īpašumtiesību priekšrocības (*angl. Ownership*). Lai veiksmīgi operētu jaunajā tirgū, uzņēmumam ir jābūt zināmām priekšrocībām, kas samazinātu darbības pārvešanas izmaksas. Šīs priekšrocības var būt – monopolistiskā priekšrocība (dabas resursu īpašumtiesības, patenti, preču zīmes u.c.); inovatīvā vai specifiskā tehnoloģija; liela mēroga ekonomija (apmācību ekonomija, mēroga ekonomija, labāka pieeja finanšu kapitālam);
- „L” ir vieta (*angl. Location*). Šis parametrs paredz – ekonomisko valsts priekšrocību (ražošanas kvalitatīvie un kvantitatīvie faktori, transporta izmaksas, telekomunikācijas u.c.); politisko priekšrocību (līdzīgu un specifisku valdības īstenoto politiku, kas attiecās uz ĀTI plūsmu); sociālās priekšrocības (kultūras atšķirības, attieksme pret ārzemniekiem u.c.);
- „I” raksturo internacionalizāciju. Ja divi iepriekšminētie faktori ir atrasti, tad uzņēmumam ir jābūt finansiāli izdevīgi izmantot šīs priekšrocības, kuras atrodas citā valstī. Trešais parametrs piedāvā dažādus veidus kādā uzņēmumi var izmantot viņu spēju piedāvāt vai ražot savu produktu citā valstī.¹²

¹¹**Senik C.Z. et al.** Factors for SME Internationalization: Evidence from Malaysia. *Journal of Economics and Management*; 2010, Vol.4 Issue 2, p.285. – 304.

¹²**Denisia V.** Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, No. 3, 2010.

OLI paradigmas parametri dažādos uzņēmumos var atšķirties, atkarībā no konteksta un atspoguļojot ekonomiskus, politiskus un sociālus ārzemju valsts aspektus. Tāpēc, kā dažādi valstu tipi piedāvā atšķirīgas iespējas.¹³

Investīciju vides novērtēšanas metodes

Pastāv vairākas investīciju vides novērtēšanas metodes, kur tiek novērtētas ne tikai ieguldījumu nozares attīstība, bet arī valsts attīstības un stabilitātes faktori, kurus izsaka makroekonomiskajos rādītājos. Lielākoties izvēloties investīciju valsti, katrs uzņēmums izvēlas indikatoru kopumu un veic šo indikatoru novērtēšanu atkarībā no sava uzņēmuma stratēģiskajiem mērķiem un darbības veida. Taču izmanto arī tradicionālus investīcijas vides novērtēšanas modeļus.

Visizplātītākā makroekonomiskā investīciju vides novērtēšanas metode joprojām ir *PEST* vai *PESTEL* metode. Šajā analīzē tiek aptverti visi svarīgākie parametri, kas *PEST* gadījumā ietver politisko, ekonomisko, sociālo un tehnisko faktoru raksturojumu. Savukārt *PESTEL* analīzei ir pievienots arī vides un tiesiskai faktors.

Izmantojot šo metodi ir iespējams veikt plašu potenciālo investēšanas valsts izpēti. Politiskais faktors raksturo valsts politisko stabilitāti, valdības ietekmi uz tirgu, ekonomikas politiskos kontroles mehānismus un citas iezīmes.

Ekonomiskais faktors raksturo valsts ekonomisku attīstību, izaugsmi, inflācijas līmeni un citu makroekonomiskus rādītājus, kas raksturo uzņēmējdarbības vidi. Kā arī šis faktors ietver finanšu tirgus rādītājus – valūtas kursa svārstības, procenta likme u.c.

Sociālais faktors ietver kultūras aspektus, vecuma struktūru, pieejamus speciālistus. Šis faktors palīdz noskaidrot vai būs iespējams atrast nepieciešamu skaitu kvalificētu darbinieku, kā arī paredzēt produkta vai pakalpojuma pieprasījumu.

Tehnoloģiskais faktors ir zinātniski pētnieciskās aktivitātes, rūpniecības automatizēšanas pakāpi, tehnoloģiju attīstību un izmantošanas iespējas, inovāciju līmeni.

Vides faktors nosaka visus apkārtējās vides aspektus, kas var ietekmēt uzņēmējdarbības veikšanu – laikapstākļi, klimats, kā arī klimata pārmaiņas un ar to saistītus nepieciešamus uzņēmējdarbības pielāgojumus. Šeit var iekļaut arī vides iniciatīvas un nozīmi valsts un sabiedrības attīstībā.

¹³**Denisia V.** Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories. European Journal of Interdisciplinary Studies, No. 3, 2010.

Tiesiskais faktors ietver valstī izveidoto likumdošanas bāzi, kas skar uzņēmējdarbību un noteiktu nozari. Tiesiskais regulējums, likumi un normatīvie akti ir jāņem vērā, lai nodrošinātu uzņēmējdarbības veikšanu saskaņā ar pastāvošiem noteikumiem.

PESTEL analīzi var veikt, salīdzinot divas valstis un noteikt katras valsts pozitīvās un kavējošās iezīmes. Taču pastāv arī citas teorijas, kuras analīzē ĀTI nepieciešamību un izvērtē faktoros, kuras jāņem vērā veicot investīcijas. Šīs teorijas attiecas uz TNK darbības pētīšanas modeļiem.

Potenciālās investīciju valstu ekonomiskās situācijas novērtēšanas salīdzinošu piemēru var minēt *Meldrum* (2000) piedāvāto pieeju valsts riska novērtēšanai veicot ĀTI.¹⁴ Valsts investīciju risks identificē nestabilitātes, kas rodas no valstu atšķirībām ekonomiskajā struktūrā, likumdošanā, sociāli-politiskajā vidē, valūtas stabilitātē. Lai novērtētu valsts investīciju risku, tika izvirzītas vairākas novērtēšanas kategorijas:

1. Ekonomiskais risks – nozīmīgas izmaiņas ekonomiskajā struktūrā vai izaugsmes līmenī, kas paredz izmaiņas investīciju ienesīguma radītājos. Tas rodas no izmaiņām ekonomiskās politikas mērķos (fiskālā, monetārā sistēmā, starptautiskajā politikā) vai izmaiņām valsts salīdzinošajās priekšrocībās (resursu pieejamība, izmaiņas nozarēs un demogrāfiskajā struktūrā).

Ekonomisko risku mēra izmantojot tradicionālus fiskālās un monetārās politikas radītājus – valdības izdevumu izmērs un struktūra, nodokļu politika, valsts parāds u.c. Veicot ilgtermiņa investīcijas ir svarīgi ņemt vērā arī ilgtermiņa izaugsmes faktoros – ekonomikas atvērtības pakāpe, institucionālo faktoru.

2. Transferta risks rodas no potenciālās investīciju valsts valdības lēmuma ierobežot kapitāla plūsmas, kas var apgrūtināt peļņas, dividendu vai kapitāla pārvirzīšanu uzņēmumam uz mājas valsti. Šī riska vērtēšana var būt sarežģīta, jo kapitāla plūsmas ierobežošanas lēmums var būt pieņemts, lai atrisinātu kādu citu ekonomiski-politisku situāciju un to grūti paredzēt.

Transferta riska novērtēšanas parametri ir eksporta parāda apkalpošanas koeficients, ārējā parāda summa un struktūra, ārējais parāds attiecībā pret valsts

¹⁴ **Meldrum D.H.** Country Risk and Foreign Direct Investment. Business Economics; Jan2000, Vol. 35 Issue 1, p33, 8p

ieņēmumiem, ārvalstu valūtas rezerves attiecībā pret importa kategorijām, maksājuma bilances radītāji.

3. Valūtas kursa risks – negaidītas izmaiņas valūtas kursos, piemēram, pāreja no fiksētā uz peldošo valūtas kursu. Valūtas kursu dinamiku ir ieteicams skatīt ilgākā laika periodā, kas palīdzēs prognozēt no nākotnes izmaiņas.

4. Atrašanās vieta vai kaimiņvalstu risks ietver problēmu vai nestabilitātes pārnesšanas iespējas, kas ietekmē visu reģionu. Šī parametra novērtēšana ir viena no sarežģītākajām, jo jāspēj novērtēt ne tikai konkrētas valsts ekonomisko stabilitāti, bet jāpievērš uzmanība visa reģiona attīstībai.

Novērtēšanai tiek izmantotas valsts galveno tirdzniecības partneru struktūra, dalība starptautiskajās tirdzniecības organizācijās, arī izmērs, robežas un attālums līdz ekonomiski un politiski svarīgām partnervalstīm vai reģioniem.

5. Valsts parādsaistību risks – valdības spēja pildīt savas saistības. Šī riska kategorija ir cieši saistīta ar transfertu risku un politisku risku.

Valsts parādsaistību pildīšanas vēstures dati var parādīt arī nākotnes tendences. Arī valsts esošo parādu atmaksas analīze var sniegt valsts parādsaistību riska novērtējumu.

6. Politiskais risks – izmaiņas politiskajā sistēmā, kas ietekmē valsts lomu ekonomisko lēmumu pieņemšanā, valsts iekšējie un ārējie politiskie konflikti.

Novērtēšanai izmanto tradicionālo politisko analīzi – dažādu politisko grupu attiecību analīze, valdības lēmumu pieņemšanas process, valsts vēsture. Var izmantot jau esošas valsts politiskās analīzes, ko piedāvā nozaru eksperti.

Veicot riska kategoriju novērtēšanu, apskatot tajos ietvertus faktorus, izmanto vienkāršu mērīšanas skalu – no ‘augsts’ līdz ‘zems’. Kā arī analīzē var ietvert dažādus investīciju tipus – ilgtermiņa un īstermiņa investīcijas privātajā vai valsts sektorā, kurus novērtē atsevišķi.¹⁵

Apskatītās investīciju teorijas parāda, ka uzņēmums jebkurā gadījumā izmantos valsts politiskās sistēmas aspektus un makroekonomiskus rādītājus, jo tie atspoguļo ne

¹⁵**Meldrum D.H.** Country Risk and Foreign Direct Investment. Business Economics; Jan2000, Vol. 35 Issue 1, p33, 8p

tikai valsts ekonomisko attīstību, bet parāda kāds ir šis valsts iedzīvotāju pirktspējas potenciāls, savukārt analizējot makroekonomisko rādītāju dinamiku var paredzēt tirgus nākotnes attīstības perspektīvas. Veicot starptautiskas investīcijas, īpaša nozīme ir valūtas riska novērtējumam. Kredītreitingu novērtējumi, ietver gan politiskus, gan ekonomiskus aspektus, gan valsts valūtas stabilitāti, tāpēc tos var potenciāli izmantot investīciju vides novērtēšanā.

1.3. Nacionālie kredītreitingi un to loma starptautiskajā uzņēmējdarbības vidē

Lielākās kredītreitingu aģentūras tika nodibinātas 19.gadsimta beigās un 20. gadsimta sākumā. Fitch tika nodibināts 1913.gadā¹⁶, Moody's – 1900.gadā¹⁷ un Standard&Poor's -1860. gadā¹⁸. Kopš tā laika aģentūru darbība tika attīstīta un paplašināta. Šo uzņēmumu ilga pastāvēšanas vēsture parāda, ka viņu sniegtā informācija ir nepieciešama un aktuāla arī mūsdienās, neskatoties uz to, ka dažbrīd to sniegtā informācija netiek vērtēta viennozīmīgi.

Definīcijas

Kredītreitingu aģentūru un reitingu definēšana ir svarīgs aspekts un šī jautājuma apspriešana sākās palielinoties to ietekmei uz investoru lēmuma pieņemšanu, un KRA starptautiskās regulēšanas izstrādāšanas procesā. Sākotnēji tas tika apspriests ASV *Vērtspapīru un Biržas komisijā* 2003. gadā.¹⁹

KRA uzstāj, ka reitingi ir tikai viedoklis un tam ir neliela loma juridiskās personas kredīspējā. Reitingu definēšanai ir noteicoša juridiskā loma, kas nosaka KRA civilo vai kriminālo atbildību juridiskās izmeklēšanas gadījumā.

ES pieņēma ASV nostāju par KRA definējumu. ES kredītreitingu aģentūru Regula Nr. 1060/2009 nosaka, ka kredītreitings ir viedoklis par saimnieciska objekta kredīspēju, parādiem vai finanšu saistībām, parādu garantijām, citu finanšu

¹⁶**Fitch mājas lapa.** [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012] Pieejams:

<http://www.fitchratings.com/web/en/dynamic/about-us/about-us.jsp>

¹⁷ **Kredītreitingu aģentūra Moody's** . [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012] Pieejams:

<http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>

¹⁸ **Standard&Poor's mājas lapa** . [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012]

Pieejams:<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>

¹⁹**Sy A.N.R.** The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. IMF Working Paper WP/09/129. 2009. [tiešsaiste] – [atsauce 25.04.2012].

instrumentu garantijām, kuru izdod pamatojoties uz izveidotu reitingu novērtēšanas un kategoriju sistēmu.²⁰

Savukārt kredītreitingu aģentūras ir juridiskās personas, kuru darbības veids paredz profesionālu kredītreitingu veidošanu.²¹

Kredītreitingu aģentūras no savas puses dod savu definīciju reitingiem, skaidrojot to būtību un apraksta faktoros, kurus novērtē.

Kā var secināt pēc apskatītiem KRA definējumiem (*1.1. tabula*), reitingi vai parādsaistību novērtējumi ir viedoklis un var būt viens no parametriem, kuru investori var ņemt vērā plānojot savus ieguldījumus. Jāpiebilst, ka KRA piedāvā dažādus novērtējumus un reitingus, un investoriem ir jāsaprot atšķirība starp tiem, lai veicot dažāda tipa ieguldījumus, piemeklēt novērtējumus, kas precīzāk atspoguļo investēšanas valsts pozīciju.

1.1.tabula

Fitch, Standard&Poor's, Moody's kredītreitingu definīcijas²²

<i>KRA</i>	<i>Nacionālā kredītreitinga definīcija</i>
1	2
Fitch	Reitingi ir viedokļi, kas pamatojas uz datu analīzi pēc noteiktiem kritērijiem un metodoloģijas, kurus Fitch nepārtraukti novērtē un atjauno. Reitingi nav fakti, tāpēc nevar būt vērtēti kā „precīzi” vai „neprecīzi”.
Standard&Poor's	Kredītreitingi ir viedokļi par relatīvu kredītrisku., kas var tikt izmantoti kā viens no lēmuma pieņemšanas instrumentiem. Tie nav investīciju padomi vai vērtspapīru turēšanas, pirkšanas vai pārdošanas rekomendācijas. Tie arī nav tirgus likviditātes indikatori un negarantē kredīta kvalitāti vai nākotnes kredīta riskus.

²⁰ **EC regulation** No 1060/2009 16 September 2009. [tiešsaiste] – [atsauce 10.04.2012]

Pieejams: http://www.esma.europa.eu/system/files/L_302_1.pdf

²¹ Turpat.

²² **Fitch mājas lapa**. [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012] Pieejams:

http://www.fitchratings.com/creditdesk/public/ratings_defintions/index.cfm

Moody's mājas lapa . [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012]

Pieejams: <http://www.moody's.com/Pages/atc001.aspx>

Standard&Poor's mājas lapa . [tiešsaiste] – [atsauce 03.03.2012]

Pieejams:<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>

1	2
Moody's	Kredītreitingi ir viedokļi par valsts ģenerēt resursus laicīgai parādsaistību atmaksāšanai.

Aģentūras piedāvā valsts parādsaistību reitingus un valsts „griestu” novērtējumu. Valsts parādsaistību reitings novērtē valsts spēju atmaksāt savas saistības noteiktā laikā. Tiek izdalītas ilgāka laika posma un īstermiņa parādsaistību atmaksāšanas spēja. Kā arī tiek izdalīti valsts parādi nacionālajā un ārzemju valūtā.

Savukārt valsts griesti jeb līmenis atspoguļo valūtas risku, īpašumtiesības, neparedzamas izmaiņas nodokļu likmēs un juridiskos normatīvos, novērtē mainīgu uzņēmējdarbības vidi. Šis novērtējums cieši korelē ar ilgtermiņa ārzemju un nacionālās valūtas maksātnespējas risku. Neskatoties, ka tie ir novērtēti kredītreitingiem līdzvērtīgā skalā, jāpiebilst, ka tas nav reitings, bet gan novērtējums.

Lai noskaidrotu atšķirības starp dažādu aģentūru reitingu un novērtējumu tipiem, 1.2., 1.3., 1.4. tabulās ir doti reitingu novērtējumu definīcijas. Pēc būtības visas aģentūras dod novērtējumu vienādiem valsts parādsaistību tipiem.

Kā var redzēt 1.2. tabulā, Moody's ir sadalījis reitingus pēc nacionālās un ārzemju valūtas, neizdalot ilgtermiņa un īstermiņa aizdevumos, kā citas KRA. Daudz detalizētāk ir izdalīti valsts „griestu” novērtējumi, kas atspoguļo plašāku valdības rīcību ietekmi uz privāto aģentu/investoru darbību. Atkarībā no valsts obligāciju reitingiem, valsts „griesti” piedāvā noderīgu informāciju ne tikai vērtspapīru, bet arī privātiem investoriem, jo atspoguļo valsts finanšu tirgus risku.

1.2.tabula

Moody's kredītreitingu un novērtējumu definīcijas²³

<i>Kredītreitingu tips</i>	<i>Paskaidrojums</i>
1	2
Valsts obligāciju reitings nacionālajā valūtā	Atspoguļo valsts spēju un gatavību ģenerēt nacionālās valūtas ieņēmumus, lai laicīgi atmaksātu vērtspapīrus nacionālajā valūtā

²³**Moody's mājas lapa** . [tiešsaiste] – [atsauce 12.03.2012]
Pieejams: <http://www.moody.com/Pages/atc001.aspx>

1	2
Valsts obligāciju reitings ārzemju valūtā	Atspoguļo valsts spēju un gatavību mobilizēt ārvalstu valūtas krājumus, lai laicīgi atmaksātu vērtspapīrus izteiktus ārvalstu valūtā
Valsts „griesti” jeb līmenis nacionālajā valūtā (Parādsaistības)	Atspoguļo valsts risku – ieskaitot ekonomisku, finanšu, politisku un normatīvo aktu, kas kopumā veido valsts emitētu nacionālās valūtas vērtspapīru reitingu vai lokālas strukturētas transakcijas. Būtībā atspoguļo valsts maksājuma sistēmas sabrukuma risku
Valsts „griesti” jeb līmenis nacionālajā valūtā (Depozīts)	Atspoguļo risku, ka ietver svarīgāko valsts banku nacionālās valūtas depozītu defolta risku, jo ir pieejami ierobežoti nacionālās valūtas resursi vai valsts depozītu aizsaldēšana.
Valsts „griesti” jeb līmenis ārzemju valūtā (Parādsaistības)	Atspoguļo risku, ka valdība izsludina aizņēmumu moratoriju. To nosaka sareizinot iespējamo valsts maksātspējas risku, kas saistīts ar valsts ārzemju valūtas reitingu, ar iespējamā aizņēmumu moratorija risku.
Valsts „griesti” jeb līmenis ārzemju valūtā (Depozīts)	Atspoguļo risku, ka valdība iesaldē depozītus ārzemju valūtā, lai nodrošinātu ārvalstu valūtas rezerves krīzes laikā.

Moody's ir izdalījis parādsaistību un depozītu valsts „griestus”. Galvenā atšķirība ir tā, ka depozītu novērtējumus var izmantot investori, kuri plāno turēt naudas līdzekļu ieņēmumus no savas darbības ārzemēs, šīs valsts teritorijā. Jo šīs novērtējums parāda risku, ka nepieciešamības gadījumā būs iespējams pārvirzīt šos līdzekļus citās valstīs. Savukārt, parādsaistību valsts „griesti” atspoguļo plašāku valsts maksājuma sistēmas risku, tas paredz kopējā finanšu riska atspoguļojumu. Potenciāls ĀTI investoram, novērtējot investīcijas valsts finanšu stabilitāti, būtu jāpievērš uzmanība Moddy's valsts „griestu” novērtējumiem. Citas aģentūras arī izmanto līdzīgu kredītreitingu tipu diversifikāciju, bet neizdala valsts „griestu” novērtējumus tik detalizēti. No vienas puses, tas ļauj katram investoram, izvēlēties sev piemērotu riska novērtēšanas reitingu, taču, no otras puses, tas rada grūtības izvēlēties kuru tieši reitingu izmantot.

S&P kredītreitingu un novērtējumu tipi ir aprakstīti *1.3. tabulā*. Kā var secināt, šī aģentūra izdala valsts kredītspēju atkarībā no laika un valūtas, un arī dod transfertu un konvertējamības novērtējumu.

S&P kredītreitingu un novērtējumu definīcijas²⁴

<i>Kredītreitingu tips</i>	<i>Paskaidrojums</i>
Īstermiņa un ilgtermiņa valsts parādsaistību reitings nacionālajā valūtā	Valsts spēja un gatavība izpildīt savas ilgtermiņa un īstermiņa finansiālās saistības nacionālajā valūtā, saskaņā ar noteikumiem.
Īstermiņa un ilgtermiņa valsts parādsaistību reitings ārzemju valūtā	Valsts spēja un gatavība izpildīt savas ilgtermiņa un īstermiņa finansiālās saistības ārzemju valūtā, saskaņā ar noteikumiem.
Transferti un konvertējamības novērtējums	Atspoguļo risku, kas nosaka iespēju, ka valsts ierobežos pieeju ārzemju valūtai un finanšu līdzekļu pārvirzīšanu uz ārzemēm.

Atkarībā no citām aģentūrām, S&P izmanto salīdzinoši mazāku nacionālo kredītreitingu tipu diversifikāciju, atsevišķi izdalot transfertu un konvertējamības novērtējumus. Arī šeit transferti un konvertējamība novērtē privāto investoru risku. Šo parametru S&P sāka novērtēt tikai 2005. gadā, kas nozīmē, ka analizēt to ilgākā laika posmā nav iespējams. Kaut arī šis parametrs šī pētījuma ietvaros visvairāk raksturo valsts investīcijas vides finanšu aspektu, jāņem vērā, ka viena no svarīgākām sastāvdaļām ir valūtas risks. Analizējot Eiropas Savienības valstis, kas ir Eiropas monetārās savienības dalībvalstis, šis parametrs visām valstīm būs vienāds. Tas nozīmē, ka transfertu un konvertējamības analīze šī pētījuma kontekstā nespēs pilnvērtīgi atspoguļot pētāmo likumsakarību.

Arī Fitch izdala vairākus reitingu tipus (*1.4.tabula*) atkarībā no valūtas un vērtspapīru termiņa. Novērtēšanas tipi ir līdzīgi citu KRA reitingiem.

²⁴ **Standard&Poor's mājas lapa** . [tiešsaiste] – [atsauce 12.03.2012]
Pieejams:<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>

Fitch kredītreitingu un novērtējumu definīcijas²⁵

<i>Kredītreitingu tips</i>	<i>Paskaidrojums</i>
Ilgtermiņa valsts parādsaistību reitings nacionālajā valūtā	Valsts spēja atmaksāt tās ilgtermiņa parādsaistības nacionālajā valūtā
Īstermiņa un ilgtermiņa valsts parādsaistību reitings ārzemju valūtā	Valsts spēja atmaksāt tās īstermiņa un ilgtermiņa, attiecīgi, parādsaistības ārzemju valūtā. Īstermiņa vērtspapīri ir ar termiņu 13 mēneši vai mazāk.
Valsts emitēto vērtspapīru reitings	Valsts emitēto vērtspapīru kredītspēja.
Valsts „griesti” jeb līmenis	Atspoguļo KRA kapitāla un valūtas maiņas kursa risku, kas var ietekmēt vai traucēt privāta sektora spēju konvertēt nacionālo valūtu citās valsts valūtās un veikt līdzekļu transfertus valsts nerezidentiem – transfertu un konvertējamības risks.

Atkarībā no citām KRA, Fitch izdala arī valsts emitēto vērtspapīru reitingu, kas galvenokārt novērtē parādsaistību nenodrošinātus pieprasījumus pret valdībām, līdz ar to šis reitings bieži vien ir vienāds ar atbilstošas valsts parādsaistību reitingu. Taču līdz ar reitingu, tiek sniegta papildus informācija par emitēto vērtspapīru kopējo summu. Fitch valsts „griesti” ir līdzvērtīgs S&P transfertu un konvertējamības novērtējumam.

Kopumā kredītreitingi vairāk raksturo valstu finanšu rādītājus, savukārt, valstu „griesti” atspoguļo valūtas konvertācijas un kapitāla transfertus, kas ir vairāk aktuāla informācija investoriem.

Visām apskatītājām KRA ir vienādi kredītreitingu tipi, ar dažām atšķirībām. Moody's vairāk izdala valsts „griestu” novērtējumus, S&P izmanto salīdzinoši vienkāršu reitingu diversifikāciju, Fitch līdz ar standarta reitingiem veic novērtēšanu arī valsts emitētiem vērtspapīriem, kas pēc būtības dublē jau esošus reitingus. Tālākajā pētījumā tiks izmantoti valstu ilgtermiņa parādsaistību novērtējumi. Neskatoties uz to, ka kredītreitingu tipi visām aģentūrām ir salīdzinoši vienādi, tomēr to novērtēšanas metodoloģija ir atšķirīga.

²⁵Fitch mājas lapa. [tiešsaiste] – [atsauce 12.03.2012] Pieejams:

http://www.fitchratings.com/creditedesk/public/ratings_defintions/index.cfm

Kredītreitingu loma starptautiskajā uzņēmējdarbības vidē

Mūsdienās informācijas pieejamība aizņem vienu no svarīgākām lomām finanšu lēmumu pieņemšanas procesā. Kredītreitingi, ka tika definēts iepriekš, ir viedoklis, kas ietver svarīgas tirgus informācijas kopsavilkumu.

Pamatojoties uz Starptautiskā norēķinu bankas Apvienotā Foruma (*Bank of International Settlements, The Joint Forum*) pētījumu par kredītreitingu izmantošanu, reitingus un KRA novērtējumus galvenokārt izmanto banku un vērtspapīru sektorā, mazāk apdrošināšanā. Tās tiek izmantotas, pirmkārt, ar mērķi noteikt regulatīvu kapitālu – riska daļa aktīvos, kurus uzņēmums var uzņemt, otrkārt, lai identificētu vai klasificētu aktīvus un, treškārt, lai noteiktu riskus vērtspapīru izlaišanā pret kompānijas ieņēmumiem.²⁶

Kredītreitingus izmanto finanšu tirgus dalībnieki ar mērķi pirkt vai pārdod valsts obligācijās un piedalīties valūtas tirgus operācijās. *ASV Vērtspapīru un Biržas komisija* veica pētījumu par KRA lomu un funkcijām, kas darbojas vērtspapīru tirgū. Kredītreitingus izmanto privāta sektora uzņēmumi, tādi kā investīciju fondi, pensiju fondi, apdrošināšanas uzņēmumi, privātie ieguldītāji. Šāda veida iestādēm tipiski ir sava kredītspējas analīzes nodaļa, kas izmanto reitingus kā vienu no parametriem ko ņem vērā. Kredītreitingus izmanto, lai izpildītu valsts iekšējos likumdošanas nosacījumus vai pieņemto investīciju politiku, kas nosaka minimālu reitingu izmantošanas daļu²⁷.

Valstu centrālās bankas izmanto kredītreitingus kā papildus līdzekli vērtējot tirgus operāciju un vērtspapīru likviditāti, ar kuriem tie operē. Kā, piemēram, ASV Federālo rezervju aģentūra nosaka, ka tikai vērtspapīriem ar AAA/Aaa reitingu, kuru noteica vismaz divas reģistrētās KRA, var būt vērtēti kā bez-regresa aizņēmumi. Savukārt ECB nosaka, ka tirgus aktīviem ir jāatbilst „augstiem kredīta standartiem”, kas nozīmē

²⁶**The Joint Forum, Basel Committee on Banking Supervision International.** Stocktaking on the use of credit ratings. Bank for International Settlements; 2009. 119.p. [tiešsaiste] – [atsauce 23.04.2012]. Pieejams: <http://www.bis.org/publ/joint22.pdf>

²⁷**U.S. Securities and Exchange Commission.** Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. 2003.

vērtētiem ar vismaz BBB- reitingu no vienas KRA no četriem reģistrētām ārējām kredītreitingu institūcijām.²⁸

Privātie investori, kas veic tiešās investīcijas citā valstī, arī izmanto kredītreitingus valsts stabilitātes noteikšanā. Reitingu dinamika nosaka valsts parādsaistību atmaksāšanas spēju un līdz ar to valsts iekšējās vides stabilitāti, kā arī var noteikt nacionālās valūtas izmaiņas, kam ir noteicoša loma uzņēmuma nākotnes peļņas aprēķināšanā.

1.4. Kredītreitingu aģentūru sniegtās informācijas kvalitāte un valsts maksātnespējas ietekme uz privāto sektoru

Neskatoties uz ilgu pastāvēšanas laiku, kredītreitingu darbība un to sniegto novērtējumu kvalitāte netiek vērtēta viennozīmīgi. Pēdējās desmitgades laikā ticamība aģentūru novērtējumiem ir samazinājusies un pieauga ne tikai pētījumu skaits, kur tiek izmantoti aģentūru novērtējumi, bet palielinājās arī aģentūru kredītreitingu testēšanas pētījumi, kur tiek vērtēta to ekonomisko radītāju esošās situācijas ticamības pakāpe un vērtēta reitingu un novērtējumu spēja atspoguļot informāciju finanšu nestabilitātes laikos.

Iepriekš tika minēts, ka mūsdienu ekonomikā liela ietekme ir informācijas plūsmai starp dažādiem tirgus dalībniekiem. Ilgtermiņa investīciju lēmuma pieņemšanas procesā ir svarīgi, lai pieejama informācija būtu ticama neatkarīgi no tirgus situācijas, jo, kā zināms, nestabilitātes situācijā valdībām un uzņēmumiem ir tieksme dot pozitīvākus savas darbības novērtējumus, lai nerādītu paniku un nezaudētu klientus.

Aģentūras savā darbībā izmanto brīvi pieejamos datus un tās ziņas, kuras labprātīgi sniedz analizējamie uzņēmumi, bankas un citas iestādes, starptautisko institūciju pētījumus u.c. pieejamus informācijas avotus. Tas rada jautājumu par izmantotās informācijas pilnīgumu un kvalitāti. Reitingu noteikšanā svarīgs ir arī ne tikai izmantotās informācijas daudzveidība un iegūšanas avoti, bet arī aģentūru izmantotās metodes un noteikti parametri.

²⁸**International Monetary Fund.** Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity. October, 2010. [tiešsaiste] – [atsauce 29.04.2012]

Carneiro (2009) pētīja KRA informatīvo varu desmit gadu periodā – no 1997. līdz 2006. gadam. Šajā pētījumā tika izmantoti vairāki pētīšanas modeļi - finanšu biheiviorisma metodoloģija, ekonometriskie testi un ekonomiskā modelēšana. Pētnieki pārbaudīja aģentūru informatīvo varu, jo kā jebkuri citi tirgus dalībnieki, tie pakļaujas kognitīviem ierobežojumiem, viltus pārliecībām un faktoriem, kas attiecās uz informācijas iegūšanas un izmantošanas izmaksām, arī interešu konfliktiem ir sava loma. Šie faktori ievieš šaubas finanšu informācijas ticamības pakāpei. Pētījuma rezultātā, izmantojot ekonomisku modelēšanu, tika noskaidrots, ka makroekonomiskie dati spēlē mazsvarīgu lomu reitingu noteikšanā, atstājot lielu vietu subjektīviem faktoriem. Tika analizētas arī statistiskās kļūdas, kas parādīja, ka tās rodas un aģentūras zaudē fokusu finanšu krīžu laikā, radot lielāku ietekmi uz investoru izvēli. Lielāka uzmanība KRA reitingiem tika pievērsta reģionālo finanšu un ekonomisko krīžu laikā un pēc tam, kad tika vērtēta darbība un sniegtās informācijas kvalitāte tirgus nestabilitātes situācijā un aģentūru spēja atspoguļot esošu situāciju un paredzēt nākotnes izmaiņas. Pētījumu skaits par nacionāliem reitingiem un novērtējumiem pieauga pēc Āzijas krīzes deviņdesmitajos gados un Eiropas valstu parādsaistību krīzes.²⁹

Ir pieejami arī salīdzinoši nesen veiktie pētījumi par ES valstu krīzi. *Gartner et al* (2011) ir pētījis KRA lomu Eiropas valstu parādsaistību krīzē, par pamatu ņemot Portugāles, Īrijas, Grieķijas un Spānijas piemērus. Pirmkārt, tika izpētīts kādā veidā tiek veidoti reitingi, to saistību ar makroekonomiskiem un strukturāliem mainīgiem. Otrkārt, tika izmantots vienādojums, ar mērķi sadalīt reitingu novērtējumus sistemātiskos un patvaļīgi izvēlētajos reitinga komponentēs. Un noslēgumā tika izmērīta sistemātisko un patvaļīgo komponentu ietekme uz nacionālo parādsaistību reitingu un valsts obligāciju ienesīgumu. Pētījuma rezultāti parādīja, ka ne tikai sistemātiskai komponentei, proti, makroekonomiskiem rādītājiem, ir ietekme uz reitingu veidošanās, bet arī patvaļīgi izvēlētiem datiem ir liela ietekme uz reitingu gala vērtējuma veidošanos. Tas parāda, ka KRA novērtējumos ir liela ietekme subjektīviem pieņēmumiem un tie spēja negatīvi ietekmēt valstu pozīcijas tirgū Eiropas parādsaistību krīzē.³⁰

²⁹ **Carneiro P.E.** Ten years' analysis of sovereign risk: noise-rater risk, panels, and errors. *Journal of Risk Finance*; 2009, Vol. 10 Issue 2, p107-130, 24p

³⁰ **Gratner M., Griesbach B., Jung F.** PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *International Advances in Economic Research*; Aug2011, Vol. 17 Issue 3, p288-299, 12p

Ferri, Liu un Stiglitz (1999) pētīja KRA darbību Āzijas krīzes sākuma periodā. Autoru pētījumā izmantotie ekonomiskie modeļi parādīja, ka KRA savos novērtējumos lielāku svaru piešķir kvalitatīvajiem rādītājiem, nevis valsts makroekonomiskiem rādītājiem. Tas parāda KRA datu procikliskumu, kas negatīvi ietekmēja Āzijas krīzes ciklus, pasliktinot situāciju valstu finanšu tirgos.³¹ Taču *Mora* (2005) apšaubīja KRA procikliskumu un apgalvoja, ka kredītreitingu novērtējumiem vairāk piemīt inerce. Lielāka atšķirība starp pētījumiem ir tas, ka šajā tika iekļauti arī pēc-krīzes gadi – no 1999 līdz 2001. gadam, kas ļāva analizēt rādītājus lielākā laika posmā. Pētījumā tika noskaidrots, ka reālie kredītreitingi pārsniedza paredzamus novērtējumus pirms-krīzes laikā, tie sakrita krīzes laikā un pēc-krīzes posmā paredzami kredītreitingi bija augstāki, nekā reālie novērtējumi. Tas raksturo KRA novērtējumu inerci paredzot nākotnes izmaiņas finanšu tirgos. Kā arī, tāpat kā iepriekšējā pētījumā, tika noskaidrots, ka reitingi mazāk paļaujas uz makroekonomiskiem faktoriem, bet vairāk ņem vērā, piemēram, valsts maksātspējas vēsturi. Tas arī apšaubā kredītreitingu reālās situācijas atspoguļojumu un spēju paredzēt nākotnes finanšu tirgus izmaiņas.³² Abu pētnieku viedokļi tika pamatoti ar ekonomiskiem testiem, taču pēc testu rezultātiem tika izdarīti atšķirīgi secinājumi – pieņēmums, ka KRA piemīt procikliskums vai inerce. Taču visiem iepriekšminētiem pētniekiem piemīt viens kopīgs secinājums – KRA reitingos liels svars piemīt subjektīviem, nevis makroekonomiskiem rādītājiem. Tas var būt izskaidrojums ar to, ka aģentūras cenšas, nevis atspoguļot esošu situāciju, bet daļēji veikt nākotnes prognozes par situāciju finanšu tirgos, tas arī izskaidro inerces aspektu novērtējumos.

Pētījumu rezultāti parāda, ka KRA ietekmi uz tirgus nestabilitāti, savukārt *Sy* (2004) ir veicis pētījumu ar mērķi noskaidrot vai KRA var paredzēt ekonomiskās krīzes iestāšanās laiku, jo aģentūras norāda, ka reitingi un novērtējumi atspoguļo valsts kredītspējas nākotnes prognozi. Izmantojot valsts obligāciju tirgus datus laika posmā no 1994. līdz 2002. gadam pierādīja, kā valsts parādsaistību krīzei nav tuvu saistību ar valūtas krīzi, korelācija sastāda tikai 6%. Parādsaistību krīze pētījumā tika definēta kā parādsaistību gadījumi, proti, kad valsts obligāciju spreds palielinās līdz 1000

³¹**Ferri G., Liu L.-G., Stiglitz J.E.** The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes*, 1999, Vol. 28 Issue 3, p335, 21p

³²**Mora N.** Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt? *Journal of Banking & Finance*; 2006, Vol. 30 Issue 7, p2041-2062, 22p

punktiem. Tādos gadījumos pieeja starptautiskajiem kapitāla tirgiem samazinās uz pusi. Izmantojot varbūtības novērtējumu tika noskaidrots, ka, kaut arī KRA nespēj pilnvērtīgi paredzēt finanšu tirgus, precīzāk, valūtas tirgus krīzi, tie spēj noteikt valsts parādsaistību krīzi.³³

Pamatojoties uz augstāk apskatītiem pētījumiem, var secināt, ka liela daļa no valsts riska analīzes, kuru veic aģentūras un piedāvā reitingu veidā, pamatojas uz subjektīvi novērtētiem parametriem. Novērtējumu subjektivitāte rodas no tā, ka lielāks svars tiek piešķirts kvalitatīvajiem rādītājiem, nevis kvantitatīvajiem. Tas, savukārt, pasliktina situāciju tirgos finanšu nestabilitātes apstākļos un rada procikliskumu. Kā arī, aģentūru tieksme atspoguļot ciklisku valsts attīstību, rada reitingu un nākotnes prognožu inerci. Tas apšaubā aģentūru spēju paredzēt finanšu krīzes, taču pētījumi pierāda, ka tie spēj prognozēt valstu maksātnespējas risku.

Valsts defoltam jeb maksātnespējai ir tieša ietekme uz privāto sektoru, tajā skaitā valsts uzņēmumu spēju piesaistīt ĀTI. *Borensztein* (2007) savā pētījumā, pārbaudot nacionālā reitinga ietekmi uz privātā sektora uzņēmumu reitingiem, noteica, ka nacionāliem reitingiem ir nozīmīgs efekts uz privāto sektoru.³⁴ Arī *Arteta un Hale* (2008) empīriskā pētījuma rezultātā noskaidroja, ka valsts maksātnespējas un parādu restrukturizācijas laikā, privāto uzņēmumu spēja piesaistīt ārējo finansējumu samazinās par 20%.³⁵ Tas nozīmē, ka valsts maksātnespējas risks, kas izteikts valsts kredītreitingā, ietekmē arī valsts iekšējo tirgu un kapitāla plūsmu. Tas netieši parāda likumsakarību, ka ārējie investori, nosakot ieguldījumu objektu, izvērtē valsts risku, izmantojot nacionālo reitingu novērtējumus.

Fuentes un Saravia (2011) apskatīja valsts maksātnespēju ietekmi uz ĀTI, apskatot Krievijas 1998.gada defoltu.³⁶ Tika noteikts, ka lielākās ĀTI plūsmas uz

³³ **Sy A.N.R.** Ratings the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? *Journal of Banking & Finance*; Nov2004, Vol. 28 Issue 11, p2845-2867, 23p

³⁴ **Borensztein E., Cowan K., Valenzuela P.** Sovereign Ceiling „Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. IMF Working Paper WP/07/75. 2007. 32. p.

³⁵ **Arteta C., Hale G.** Sovereign debt crises and credit to the private sector . *Journal of International Economics* 74. 53.-69.p.

³⁶ **Fuentes M., Saravia D.** Are Sovereign Defaulters Punished? Evidence from Foreign Direct Investment Flows. In: *Sovereign Debt: From Safety to Default*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 2011. P. 149-155.

Krievijas tirgu nāca no Vācijas un Japānas. Pēc Krievijas defolta, Vācijas ĀTI plūsmas samazinājās par 10%, neskatoties uz to, ka ĀTI plūsma uz Vāciju no citām valstīm palielinājās par 20%. Pēc defolta izziņošanas kopējā ĀTI plūsma uz Krieviju 1999.gadā samazinājās par 18 miljoniem ASV dolāru. Pētījuma rezultātā tika noskaidrots, ka pēc valsts maksātnespējas izsludināšanas, ĀTI plūsma no katra valsts kreditora samazinās par 0,05% no IKP. Ņemot vērā ĀTI ietekmi uz valsts attīstību, šis valsts ekonomiskā izaugsme samazinās par 0,4%.³⁷ Pie tam, ĀTI plūsmas samazinājums pēc valsts defolta izsludināšanas saglabājas vidēji 17 gadus. Investīciju apjoma samazinājums ir saistīts ar to, ka kreditoru valstis var sekmēt ierobežojumus uzņēmējdarbības attīstībai starp defolta valsti vai arī atteikt apdrošināšanas izsniegšanu investoriem. Uzņēmējdarbības ierobežošana var izpausties kā raksti avīzēs un publiski pieejami pētījumi par investīciju vidi, kurus uzraksta vai izplata institūcijas, kas tieši saistītas ar sadarbības veidošanu ar ārējiem tirgiem.³⁸

Šī pētījuma pirmajā nodaļā tika dot ieskats ĀTI jēdzienā, kur noteikts, ka ĀTI ir ieguldījumi valstī reģistrēto uzņēmumu darbībā un pamatkapitālā. Investīcijām piemīt ietekme uz kopējo valsts ekonomisko attīstību, tāpēc valstīm ir svarīgi radīt investīcijām labvēlīgu vidi. Tas izpaužas, nodrošinot labvēlīgu ekonomisku bāzi un pielāgojot likumdošanas un institucionālo sistēmu. Šo un citu faktori novērtēšana ietilpst investīciju vides izpētē, kuru veic potenciālais investors pirms ieguldījumu veikšanas. Pamatojoties uz apskatītajiem investīciju vides novērtēšanas teorijām un metodēm, investors analizē ekonomisko, politisko, tehnoloģisko un vides faktoru. Vai arī novērtē potenciālās investīciju valsts riskus – ekonomiskais, transfertu, valūtas politiskais risks; ir nozīme valsts atrašanās vietai un valsts parādsaistību novērtējumam.

Tieši valsts parādsaistību novērtējumu veic kredītreitingu aģentūras, kuri tos izsaka nacionālajos kredītreitingos. Šajā nodaļā tika noskaidrots, ka kredītreitingi ir kredītreitingu aģentūru viedoklis par valsts parādsaistību atmaksāšanas spēju. KRA definē vairākus kredītreitingu tipus, atkarībā no kredītsaistību valūtas – valsts saistības nacionālajā un ārzemju valūtā, un saistību termiņa – ilgtermiņa vai īstermiņa

³⁷ **Fuentes M., Saravia D.** Are Sovereign Defaulters Punished? Evidence from Foreign Direct Investment Flows. In: *Sovereign Debt: From Safety to Default*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 2011. P. 149-155.

³⁸ Turpat.

kredītreitingi. Īstermiņa kredītreitingus lielākoties izmanto vērtspapīru biržās, savukārt, ilgtermiņa kredītreitingiem ir plašākas pielietojuma iespējas, tāpēc tālākā pētījumā tiks izmantoti ilgtermiņa kredītreitingu novērtējumi. Aģentūras atsevišķi izdala arī valsts „griestu” novērtējumus, kas atspoguļo valsts valūtas konvertējamību un transfertus. Tā kā šis novērtējums vairāk atspoguļo valsts valūtas riskus, tad Eiropas Monetārās savienības ietilpstošām valstīm tas ir vienāds un šis novērtējums sniegs mazu ieguldījumu tālākā pētījumā.

Šī pētījuma kontekstā ir svarīgi noskaidrot kredītreitingu kvalitāti. Apskatītajos pētījumos ir secināts, ka KRA savā metodoloģijā lielu svaru piešķir kvantitatīviem parametriem, nevis paļaujas uz statistisko datu analīzi. Tas piešķir novērtējumiem lielu subjektivitāti un lielu atkarību no aģentūru viedokļa. Galvenie informācijas iegūšanas avoti, uz kuriem balstās KRA savā analīzē par valsts ekonomisko stāvokli, ir publiski pieejami dati un starptautisko institūciju pētījumi.

Īpaši jāakcentē uzmanība uz KRA darbību ekonomisko krīžu apstākļos, jo pētījumā tika analizētas investīciju plūsmas un kredītreitingu izmaiņas laika posmā no 2000. gada, kas ietver Eiropas ekonomisko un finanšu tirgus krīzi. Veiktie pētījumi parādīja, ka kredītreitingiem piemīt procikliskums un inerces, kas negatīvi ietekmē kredītreitingu aģentūru sniegtās informācijas kvalitāti.

Kredītreitingi atspoguļo valsts defolta risku, kuram, kā parāda pētījumi, ir ietekme uz valsts privātā sektora attīstību. Valsts maksātnespēja samazina ĀTI ieplūdi valsts privātajā sektorā. Vairāk tas izpaužas starp maksātspēju izsludināto valsti un šīs valsts kreditoriem, kuru savstarpējās investīciju plūsmas samazinās par 0,05% un, ņemot vērā, investīciju ietekmi uz valsts attīstību, valsts maksātnespējas ietekme ekonomisko attīstību ir vēl lielāka. Tas norāda uz to, ka kredītreitingiem un ĀTI ir savstarpējā saistība.

Kopumā var secināt, ka investori pirms ieguldījumu veikšanas analizē potenciālās ieguldījuma valsts investīciju vidi ar mērķi nodrošināt naudas līdzekļu ātrāku atmaksāšanas laiku un lielāku apmēru. Tostarp vērtēšanas kritērijos ir valsts ekonomiskā un politiskā stabilitāte, finanšu un valūtas tirgus rādītāji. Līdzīgus parametrus izmanto arī kredītreitingu aģentūras, nosakot nacionālus reitingus. Tas padara KRA reitingus un novērtējumus, par vienu no pieejamākiem līdzekļiem investīciju vides novērtēšanā līdzās citām alternatīvām, kurus izmanto potenciālais

investors. Tas rada nacionālo reitingu un ĀTI plūsmu par savstarpēji atkarīgiem rādītājiem, kas pilnīgāk ir analizēta šī pētījuma sekojošās nodaļās.

Nākamajā nodaļā tiks analizēta triju KRA metodoloģijas parametri un to saistība ar investīciju vides vērtēšanas faktoriem, kā arī KRA izmantotie rādītāji un vērtēšanas skalas. Tiks dots ieskats kredītreitingu darbības analīzē un apskatīta kredītreitingu darbības starptautiskā un reģionālā regulēšana.

2. KREDĪTREITINGU AĢENTŪRU METODOLOĢIJA UN ĪSA DARBĪBAS ANALĪZE

Kredītreitingu metodoloģijas analīze ietver triju lielāko KRA metodoloģijas apskatu ar mērķi noteikt kādu parametrus un rādītājus aģentūras izmanto kredītreitingu novērtēšanai. Šo rādītāju salīdzinājums ar pirmajā nodaļā apskatītajām investīciju vides novērtēšanas metodēm ļaus izprast cik lielā mērā novērtēšanas parametriem un rādītājiem ir savstarpējā saistība un dos ieskatu kādā veidā kredītreitingi spēj ietekmēt investīciju plūsmas.

Savā ilgajā pastāvēšanas laikā kredītreitingu aģentūras arī piedzīvoja krīzes, kas izpaužas kā reitingu straujš samazinājums vai pieaugums. Kas ir pretrunā ar to, ka aģentūras apgalvojumu, ka ņem vērā valstu ciklisko attīstību. Tas tika novērots reģionālo finanšu krīžu laikā un varētu būt saistīts ar nepilnībām izmantotajās metodēs, radot nepieciešamību uzlabot izmantojamās metodes.

Jāpiebilst, ka trīs apskatītās kredītreitingu aģentūras izmanto līdzīgu pieeju valsts kredītreitingu novērtēšanas metodoloģijā, tomēr atšķirības pastāv. Šo atšķirību noteikšanai un aprakstam, šīs nodaļas ietvaros ir apskatītas Fitch, Standard&Poor's un Moody's metodoloģijas un izmantotie rādītāji, kuriem ir tieša ietekme uz reitingu gala rezultātu veidošanu.

Ne mazāk svarīga ir arī kredītreitingu starptautiskā un reģionālā regulēšana, jo, neskatoties uz to, ka kredītreitingi ir tikai viedoklis, tam ir liela ietekme uz finanšu tirgiem. Normatīvajos aktos paredzētai regulēšanai ir jāsekmē sniegtās informācijas kvalitāti un patiesumu un tajā pašā laikā nav jāierobežo KRA darbība.

Šajā nodaļā ir apskatīti visi trīs augstāk minētie aspekti. Ir salīdzināta triju KRA reitingu novērtēšanas metodoloģija ar mērķi analizēt cik lielā mērā tie spēj atspoguļot valsts ekonomisko attīstību un kāda var būt to ietekme uz investīciju plūsmām, ir analizēta investīciju un kredītreitingu vērtēšanas parametru savstarpējā saistība, un dots ieskats aģentūru šī brīža reitingos un apskatīta KRA normatīvā regulēšana.

Par pamatu tiek izmantota S&P un Fitch nacionālo kredītreitingu novērtēšanas metodoloģija, jo tālākajā pētījumā ir izmantoti šo aģentūru dati. S&P un Fitch aģentūru dati tika izvēlēti pētījumā, jo tie izmanto atšķirīgas vērtēšanas metodes, kas ietekmē reitingus. Savukārt, Moody's pētījuma ietvaros ir izmantots kā salīdzinošs piemērs, ar

mērķi noteikt būtiskākas atšķirības starp triju lielāko aģentūru reitingu dalījumam un novērtēšanas metodoloģijām.

Šīs nodaļas ietvaros tiek apskatītas pēdējās, izmainītās metodes, kurus aģentūras izmanto arī šobrīd. Standard&Poor's pēdējie uzlabojumi metodoloģijā tika veikti 2011. gada 30. jūnijā, Fitch darbojas pēc 2011. gada 15. augusta izstrādātas metodoloģijas, Moody's izmanto 2008. gada septembrī izstrādātās metodes.

2.1. Nacionālo kredītreitingu un novērtējumu metodoloģijas un to salīdzinājums

Katrai KRA ir izstrādāta individuāla valstu parādsaistību riska novērtēšanas metodoloģija. Pirmkārt, tiek noteikti parametri, kas pēc KRA ekspertu domām vislabāk atspoguļo valsts maksātnespējas iestāšanas risku. Otrkārt, katra parametra novērtēšanai tiek piemēroti to raksturojošie rādītāji, izmantojot gan kvalitatīvos, gan kvantitatīvos rādītājus. Atkarībā no aģentūras, atšķirās arī katra parametra novērtēšanas metode, kas ir būtisks aspekts reitingu gala rezultāta noteikšanā.

Lielākās kredītreitingu aģentūras ir reģistrētas ASV, kur pastāv normatīvie akti, kas paredz, ka aģentūru izmantotai metodoloģijai ir jābūt brīvi pieejamai. Tāpēc aģentūras ne tikai, padarīja publisku savu metodoloģiju, bet arī cenšas laikiem ejot to uzlabot. Tiek mainītas novērtēšanas metodes un izmantotie rādītāji, dažas KRA vairāk uzmanības velta darbinieku apmācību organizēšanai, piesaistot vadošās universitātes. Palielinājās arī publikāciju un analīžu skaits, kas piedāvā izvērstu valsts kredīspējas analīzi, tika uzlabotas aģentūru mājas lapas. Dažas aģentūras saka arī publicēt agros reitingu un finanšu tirgus izmaiņu prognozes.

Padarot savu darbību vairāk atklātu, 2010. gadā S&P publicēja piedāvājumu tirgus dalībniekiem iesniegt savus priekšlikumus nacionālo kredītreitingu novērtēšanas metodoloģijas uzlabojumiem³⁹. Rezultātā tika veikti vairāki uzlabojumi valsts politiskās situācijas novērtējumā, šobrīd liekot lielāku uzsvāru uz valsts finanšu sistēmas un kapitāla tirgus attīstību, nevis valūtas maiņas režīmu, kā tas bija pirms tam. S&P novērtē katru parametru, izmantojot 6 punktu skalu. Jo mazāk ir piešķirto punktu kopapjoms, jo labāka ir situācija valstī. Katra parametram tiek noteikts viens primārais rādītājs, pēc kura tiek piešķirts sākotnējais punktu skaits. Tad novērtējot sekundāro

³⁹ **Standard&Poor's**. Sovereign Government Rating Methodology and Assumptions. Standard&Poors Financial Services LLC, The McGraw-Hill Companies, Inc. 30 June, 2011.

faktoru un citus koriģējošus rādītājus, tiek noteikts gala vērtējums. Koriģējošie faktori, kas pazemina vai palielina novērtējumu ir noteikti. Visu parametru novērtējumi tiek summēti un, pamatojoties uz iegūto rezultātu, tiek noteikts valsts reitings.

Arī Fitch 2011. gadā ir būtiski pārveidojis reitingu novērtēšanas metodoloģiju. Pirms tam tika izmantota indikatoru novērtēšana un salīdzināšana, piešķirot katram parametram noteiktu punktu skaitu. Taču sākot ar 2011. gadu tika izveidots vērtēšanas modelis, kas izmanto daudzkārtīgs regresijas modeli no definētiem 18 mainīgiem (2.4., 2.5., 2.6., 2.7. tabulas). Pārbaudot, 35% no reitingiem, kas bija aprēķināti pēc jaunā modeļa laika posmā no 2000. -2009. gadam, atbilst reāliem reitingiem un 79% atšķīrās no reālā reitinga par vienu pozīciju.⁴⁰ Tas nozīmē, ka šis modelis spēj kvalitatīvi paredzēt faktisko situāciju.

Moody's katra parametra novērtēšanā izmanto 5 nodaļu skalu – no ļoti augsts līdz ļoti zems, piešķirot katram parametram noteiktu punktu skaitu. Tad apvieno parametrus pa divi, novērtējot to kopīgu sniegumu - ekonomikas un politikas parametrus, un valdības finanšu stiprumu un uzņēmību pret gaidāmiem riskiem, izmantojot tādu pašu 5 nodaļu skalu. Noslēgumā tiek apvienotas šīs divas skalas un dots vienots valsts reitings.

Tāpat kā KRA izmanto atšķirīgu metodoloģijas sistēmu, tie arī izmanto dažādus reitingu apzīmējumus. Lai būtu saprotama tālāka pētījuma gaita un dotu informatīvu ieskatu, 2.1. tabulā ir salīdzināti triju KRA reitingu novērtējumu skalas.

2.1.tabula

S&P, Fitch un Moody's nacionālo reitingu skala

	S&P, Fitch	Moody's
1	2	3
Investīciju rangs	AAA	Aaa
	AA+	Aa1
	AA	Aa2
	AA-	Aa3
	A+	A1
	A	A2
	A-	A3
	BBB+	Baa1
	BBB	Baa2
Spekulatīvais	BBB-	Baa3
	BB+	Ba1
	BB	Ba2

⁴⁰ **Fitch Ratings.** Special Report: New Rating Model. 17.October 2011.

1	2	3
rangs	BB-	Ba3
	B+	B1
	B	B2
	B-	B3
	CCC+	Caa1
	CCC	Caa2
	CCC-	Caa3
	CC	Ca
	C	C
	D	D

S&P un Fitch izmanto identiskus reitingu apzīmējumus, Moody's izmanto nedaudz atšķirīgus reitingu apzīmējumus, taču saglabā kopējo struktūru. Visiem trijiem KRA, ilgtermiņa reitingu apzīmējumi ir no AAA/Aaa līdz D, izšķirot 22 dažādas reitingus. S&P izmanto 10 pamata novērtējumus un ar „+” un „-” pamata novērtējumiem piešķir papildus raksturojumu.

Kredītreitingu noteikšanai tiek izmantoti novērtēšanas parametri, kuri atspoguļo valsts finanšu tirgus stabilitāti un maksātspējas iestāšanās risku.

KRA reitingu novērtēšanas faktori

Lai izprastu reitingu veidošanas pamatprincipus un salīdzinātu triju lielāku KRA metodoloģijas, zemāk ir uzskaitīti galvenie novērtējuma parametri (2.2.tabula).

Šī pētījuma pirmajā nodaļā tika apskatīti valsts investīciju riska novērtēšanas modeļi. Kā var redzēt, katra KRA izmanto līdzīgus valsts stabilitātes novērtēšanas parametrus. Investīciju vides novērtēšanā arī tiek analizēta valsts ekonomiskā situācija un politiskie vai institucionālie riski. Pie tam, institucionālajam riskam ir liela ietekme uz valsts investīciju piesaistes mehānismiem, jo paredz investīciju atvieglojumu vai birokrātisko barjeru radīšanu. KRA noteiktie parametri atspoguļo gan ekonomisko, gan politisko situāciju, kā arī valūtas risku, kuru arī izmanto investīciju riska noteikšanai.

Moody's, Standard&Poor's, Fitch metodoloģijā izmantotie kredītreitingu vērtēšanas parametri.⁴¹

Novērtēšanā izmantoti parametri	
1	2
Moody's	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Ekonomikas stiprums, ▪ Institucionālais stiprums, ▪ Valdības finanšu stiprums, ▪ Uzņēmība pret gadījuma riskiem.
Š&P	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politiskais faktors; ▪ Ekonomiskais faktors; ▪ Ārējais faktors; ▪ Fiskālais faktors; ▪ Monetārais faktors.
Fitch	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Makroekonomikas sniegums un perspektīvas; ▪ Ekonomikas strukturālās iezīmes; ▪ Valdības finanses; ▪ Ārējās finanses.

Visas augstāk apskatītās KRA par pamatu ņem ekonomikas stabilitātes parametru, kas ir viens no noteicošiem faktoriem analizē. Kā atsevišķu parametru izdala valsts iekšējās politiskās situācijas stāvokli, ko Fitch un Moody's nosauca par, attiecīgi, strukturālo vai institucionālo valsts stiprumu. Tiek novērtēta valsts iekšējā finansiālā vide, pie tam, S&P izdala fiskālās un monetārās politikas mehāniskumu un to efektivitātes novērtējumus atsevišķi. Valsts atkarību no ārējām finanšu plūsmām novērtē ārējo finanšu parametrs.

Kopumā var redzēt, ka visas aģentūras novērtē vienādu parametru kopumu – valsts ekonomiku, politisko un institucionālo situāciju, valsts iekšējo un ārējo finanšu tirgu. Moody's izdala atsevišķi vēl arī valsts uzņēmību pret gaidāmiem riskiem, kas paredz valdības aizsargāšanās spēju un reakciju pret dažāda veida risku iestāšanos. Tas

⁴¹ **Fitch mājas lapa.** [tiešsaiste] – [atsauce 08.04.2012] Pieejams: www.fitchratings.com
Moody's mājas lapa . [tiešsaiste] – [atsauce 08.04.2012] Pieejams: <http://www.moodys.com/Pages/atc001.aspx>
Standard&Poor's mājas lapa . [tiešsaiste] – [atsauce 08.04.2012]
 Pieejams:<http://www.standardandpoors.com/about-sp/timeline/en/us/>

ir kvalitatīvais parametrs, kurš nosaka valsts finanšu izturību un spēju uzņemties papildus saistības.

Katram šīm parametram tiek noteikti rādītāji un novērtēšanas skalas, kuras vēlāk tiek atspoguļotas kopējā reitingā. Šo parametru novērtēšanai tiek piemēroti gan kvantitatīvās novērtēšanas metodes, gan kvalitatīvie apsvērumi. 2.2.tabulā ir atspoguļoti parametru galvenie vērtēšanas rādītāji – gan kvalitatīvi, gan kvantitatīvi, kas paskaidro kādiem parametriem tiek pievērsta pastiprināta uzmanība no KRA puses. Tas arī parāda cik labi reitingi var atspoguļot valsts finanšu stāvokli un nākotnes perspektīvas.

Ekonomiskās situācijas novērtēšanas kvantitatīvie parametri, galvenokārt ir IKP uz vienu iedzīvotāju un IKP ikgadējās, procentuālās izmaiņas, kā arī patēriņa cenu indekss (2.3.tabula). Novērtē arī monetāro bāzi, ko sastāda valsts centrālās bankas depozīti un banku izdotie vērtspapīri, kas atbilst nacionālām valūtas rezervēm. Šī parametra novērtēšanai izmanto arī kvalitatīvus faktorus, tādus kā ekonomikas diversifikācija un nākotnes attīstības tendences. Ekonomikas diversifikācija S&P un Moody's gadījumā ir valstī attīstīto nozaru skaits un to sezonālitate. Jo lielāks ir nozaru klāsts, jo valsts ir izturīgākā pret ārējām izmaiņām. Pie tam, Moody's ņem vērā arī valsts dalību ekonomiskās un tirdzniecības apvienībās, inovāciju līmeni un investīciju līmeni cilvēkkapitālā, kas ļauj novērtēt valsts nākotnes attīstības perspektīvas.

Valsts maksātspējas iestāšanās risks paredz ne tikai ekonomisko un finanšu rādītāju analizēšanu, bet arī politiskās un institucionālas situācijas analīzi. Tāpēc S&P novērtē politisku risku, par pamatu ņemot primāru faktoru – politisko institūciju un politikas veidošanas efektivitāti un stabilitāti, papildinot tos ar sekundārā faktora novērtējumiem. Institūciju efektivitātes un stabilitātes novērtējumā ņem vērā valdības spēju vadīt politiskas un ekonomiskas krīzes, spēju ieviest reformas, nākotnes situāciju prognozēšanas spēju un atbilstošu lēmumu pieņemšanu. Sava loma ir potenciāliem politiskiem izaicinājumiem – iekšzemes etniskie, reliģiozie un politiskie konflikti. Vērtējot caurredzamību un pārskatāmību ņem vērā valsts iestāžu pārbaudes mehānismus, korupcijas līmeni valstī, likuma ievērošanas pakāpi, valsts statistikas iestāžu un mediju neatkarību. Analīzē izmantoto arī starptautisko institūciju ziņojumus, tādus kā Pasaules Bankas „*Doing Business*” un pārvaldības indikatoru („*Worldwide*

Governance Indicators”), ANO tautas attīstības indeksu, korupcijas indeksu. Arī Fitch un Moody’s savā darbībā izmanto starptautisko organizāciju pētījumus un indeksus.

Valsts politiskās situācijas novērtējumam ir arī sava ietekme uz ĀTI plūsmu. *Alfaro et al* (2008)⁴² un *Busse un Hefeker* (2007)⁴³ viena no pētījuma atziņām nosaka, ka institucionālai un politiskai sistēmai ir viena no noteicošām pozīcijām starpvalstu kapitāla plūsmai, kas izteikti ĀTI un vērtspapīru investīciju formā. Arī citi zinātnieki akcentēja uzmanību uz politiskās un institucionālās valsts sistēmas nozīmi ĀTI piesaistē. Kā piemēram, *Daude un Stein* (2007) pētījuma rezultātā noskaidroja, ka valdības nestabilitāte un vāja likumdošanas sistēma, it īpaši likumi, kas palielina šķēršļus brīvai finanšu plūsmai, samazina ĀTI valstī.⁴⁴ Savukārt, *Mellios un Paget-Blanc* (2011) savā pētījumā par statistiski nozīmīgiem rādītājiem, vērtējot ekonomisko un politisko faktoru, noteica, ka lielākai ietekmei uz reitingu ir valdības ieņēmumu līmenim, valūtas kursu pozīcijas, inflācijas līmenis un pašmāju uzkrājumus. Arī valsts maksātne spējas izsludināšanas vēsture un korupcijas līmenis ir nozīmīgs faktors, kas nosaka ekonomisku valsts attīstību un valdības sistēmas kvalitāti.⁴⁵

Esošo pētījumu rezultāti pierāda, ka investori pirms lēmuma pieņemšanas, rūpīgi novērtē ar šo faktoru saistītus aspektus, tāpēc arī rodas investīciju un valsts politiskās situācijas savstarpējā ietekme.

Ekonomiskais un politiskais parametrs veido reitingu vienu daļu, kurā novērtē kopējo valsts darbības un stabilitātes risku. Moody’s to definē kā valsts elastības līmenis. S&P ar šiem parametriem novērtē reitingu indikatīvo līmeni.

⁴² **Alfaro L. Et al.** Why Doesn’t Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *Review of Economics and Statistics* 90 (2): 2008. p. 347–68

⁴³ **Busse M., Hefeker C.** “Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment.” *European Journal of Political Economy* 23 (2): 2007, pp. 397–415.

⁴⁴ **Daude C., Stein E.** The Quality of Institutions and Foreign Direct Investment. *Economics & Politics*, Volume 19, Issue 3, November 2007. p. 317-344.

⁴⁵ **Mellios C., Paget-Blanc E.** The Impact of Economic and Political Factors on Sovereign Credit Ratings. *Sovereign Debt: From Safety to Default*. 2011. 325.-335.p, 437 p.

Moody's, Standard&Poor's, Fitch kredītreitingu novērtēšanas rādītāji

Parametrs	Moody's	Š&P	Fitch
1	2	3	4
Ekonomiskais risks	<ul style="list-style-type: none"> ▪ IKP uz vienu iedz.; ▪ Ekonomikas diversifikācija; ▪ Ilgtermiņa tendences. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ IKP uz iedz. (USD, %), kas arī atspoguļo iedzīvotāju ienākumu līmeni; ▪ Attīstības perspektīvas; ▪ Ekonomikas diversifikācija un mainība; ▪ Monetārā bāze; 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Patēriņa cenu indekss; ▪ Reālais IKP pieaugums, %; ▪ Reālais valūtas kurss;
Institūcijas/ politika	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Likumdošana; ▪ Caurredzamība; ▪ Valdības lēmumu pieņemšana; Politiskie mērķi. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Politisko institūciju un politikas veidošanas efektivitāte, stabilitāte, pārredzamība (primārais faktors); ▪ Institūciju, datu un procesu caurredzamība un uzskaitāmība, kā arī statistiskās informācijas aptvērumu un ticamības pakāpe (sekundārais faktors); ▪ Valdības maksājumu kultūra ▪ Ārējās drošības risks; ▪ Potenciālais efekts uz ārējo organizāciju politiku. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Pārvaldības indikatori (WB); ▪ Politiskais režīms; ▪ Valdības efektivitāte (politikas nostādnes, īstenošana un ticamība); ▪ Korupcijas kontrole; ▪ Kara risks; ▪ Gadu skaits kopš maksātspējas.
Valsts finanses	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Valdības bilances vērtēšanas sistēma, ▪ Maksājumu bilances analīze 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Kopējā valdības īstenošana politika; ▪ Valdības parāds un tā izmaiņas, % no IKP; ▪ Valdības finanšu aktīvi. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Budžeta saldo; ▪ Valdības parāds; ▪ Finanšu aktīvi un instrumenti; ▪ Valdībai piederošo iestāžu aktīvi un saistības.

1	2	3	4
Ārējās finanses	-----	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Nacionālas valūtas statuss starptautiskajos norēķinos; ▪ Tekošā konta ieņēmumi; ▪ Ārējās finansiālās vajadzības; ▪ Ārējais parāds; ▪ Rezerves; ▪ Maksājumu bilance; ▪ ĀTI. 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Maksājumu bilance; ▪ Ārējā maksājumu bilance un parādi; ▪ Ārējais parāds; ▪ Rezerves.

Savukārt pārējie divi parametri novērtē valsts finanšu tirgus situāciju - valsts monetāro un fiskālo politiku, iekšējās un ārējās finanšu saistības. Papildus, Fitch akcentē uzmanību uz to, ka liela nozīme valsts makroekonomiskās stabilitātes un parādsaistību riskiem ir arī valsts banku sektoram, kas pārrauga iedzīvotāju depozītnoguldījumus un kredītus. Tāpēc, lai pilnvērtīgi noteiktu valsts stabilitāti un gūt ieskatu nākotnes perspektīvās, ir ieteicams pievērst uzmanību arī banku sektora reitingiem.⁴⁶

Valsts finanšu parametrs nosaka valsts fiskālo politiku, kurā ietilpst fiskālā elastība, parādu struktūra un finansēšanas iespējas, parādsaistību izraisīts risks. Tiek novērtēta arī valdības spēja nepieciešamības gadījumā palielināt iekšzemes nodokļu likmes un samazināt valdības izdevumus.

S&P atsevišķi izdala arī valsts monetārās politikas parametru – valdības spēja izmantot monetāro politiku, lai panāktu valsts ekonomikas līdzsvaru, monetārās politikas mehānismu efektivitāte. Tām valstīm, kuri atrodas monetārā savienībā vērtēšana notiek divos soļos. Galvenokārt tiek vērtēta monetārās sistēmas efektivitāte savienībā kopumā un, tad tiek skatīta valsts ietekme uz monetārās politikas lēmumu pieņemšanu, parasti kopējais novērtējums tiek samazināts. Tāpēc Eiropas Savienības valstu vairākumam ir vienlīdzīgs šī faktora novērtējums.

⁴⁶ **Fitch Ratings**. Master Criteria: Sovereign Rating Methodology. Fitch Inc., Fitch Ratings Ltd., NY. 15 August 2011.

Ārējais faktors nosaka parametrus, kas novērtē valsts spēju nepieciešamības gadījumā piesaistīt līdzekļus no ārzemēm un ārējās saistības, arī procentu maksājumi no ārzemēm. Tiek novērtēta nacionālās valūtas izmantošana starptautiskajos norēķinos, precīzāk, tiek noteikts valūtas izmantošana kā citu valstu „rezerves valūta”. Kā, piemēram, tādas ir ASV, Anglijas, Japānas, Francijas un Vācijas valūtas. Tekošā konta ieņēmumi tiek aprēķināti, saskaitot ieņēmumus no eksporta precēm un pakalpojumiem, rezidentu investīciju un darba ņēmēju ieņēmumus, kurus saņem no nerezidentiem, un transfertus no nerezidentiem. Ārējās finansiālās vajadzības ir maksājuma bilances izmaksas, īstermiņa un ilgtermiņa ārējie parādi, nerezidentu depozīti.

Augstākminēto parametru novērtēšanai katra aģentūra ir izvirzījusi noteiktus rādītājus, kuri tiek noteikti atkarībā no parametra būtības. Savā darbībā aģentūras izmanto gan valsts statistikas datus, gan izvirza un aprēķina savus parametrus, gan izmanto jau esošus, starptautisko organizāciju izstrādātus, pētījumus.

Ņemot vērā to, ka Moody's izmanto salīdzinoši maz novērtēšanas rādītāju, tad uzmanība tiek akcentēta uz Standard&Poors un Fitch aģentūrām. Moody's tiks izmantots kā salīdzinošs piemērs.

Rādītāju apraksts

Kvantitatīvie un kvalitatīvie rādītāji ir savstarpēji saistīti. Kvantitatīvie rādītāji atspoguļo izvirzīto parametru skaitlisko vērtību, atspoguļo apjomus un lielumus. Kvalitatīvie rādītāji parāda būtiskas pētāmā objekta atšķirības un īpašības. Izmaiņas vienā rādītāju grupā, izraisa izmaiņas citā.

Standard&Poors metodoloģijas aprakstā ir izdalījis atsevišķi kvantitatīvus rādītājus, taču vērtēšanas procesā tie tiek izmantoti kopumā ar kvalitatīvajiem rādītājiem, nodrošinot kopējā valsts stāvokļa kompleksās vērtēšanas pieeju. Analīzes procesā par pamatu tiek izmantoti kvalitatīvie rādītāji, parasti, tikai viens, primārais, kvalitatīvais rādītājs, pamatojoties uz kuru, tiek iedots sākotnējs punktu skaits. Pārējie kvalitatīvie un kvantitatīvie indikatori tiek izmantoti kā koriģējošās vienības. Galvenā faktora korekcija ar papildus rādītājiem var būt veikta ne vairāk kā divu iedaļu robežās. Ņemot vērā, ka kopējā vērtēšanas skala sastāda 6 pozīcijas, izmaiņas par divām pozīcijām, sastāda 1/3 no katra parametra novērtēšanas. Kopā S&P novērtē piecus parametrus, katras pozīcijas nobīde par 1/3 var ievērojami ietekmēt novērtējuma gala rezultātu.

Fitch izmanto savādāku pieeju vērtēšanas procesam. Katram identificētajam parametram tiek izvirzīti neatkarīgie mainīgie, kuri tiek izteikti skaitliskā formā un, izmantojot daudzkārtējas regresijas metodi, tiek izteikts novērtējums, kurš tiek pielīdzināts reitingiem. Šādā veidā aprēķinātie reitingiem piemīt ierobežota mainība un tie ir salīdzinoši statistiski, jo pamata rādītāji – ieņēmumi uz vienu iedzīvotāju, rezerves valūtas statuss, valdības darbības indikators un nozaru diversifikācija, sastāda 50% no gala reitinga.⁴⁷

Politiskās vides raksturošanai, S&P izmanto kvalitatīvus novērtējumus, kā primāro indikatoru izvējoties politisko institūciju efektivitāti, stabilitāti un parredzamību. Vērtēšanas skalā šī rādītāja noteikšanā, ir aprakstītas vadlīnijas, kas paredz noteiktu punktu skaitu piešķiršanu noteiktai politiskai situācijai. Kā sekundāro faktoru izmanto institūciju, datu un procesu caurredzamības un uzskaitāmības novērtējumu, kā arī statistiskās informācijas aptvērums un ticamības pakāpi. Pārējie politiskās vides faktori – valdības maksājumu kultūra, ārējās drošības risks un potenciālais efekts uz ārējām organizācijām – tiek uztverti kā koriģējošie rādītāji. Neskatoties uz to, ka šī parametra novērtēšanai ir aprakstītas vadlīnijas, kvalitatīvā parametra novērtēšanai ir salīdzinoši liela interpretāciju amplitūda un paredz lielu subjektivitāti novērtējumā.

Savukārt, Fitch neizdala atsevišķi politisko parametru, bet aizstāj to ar strukturālo faktoru, kur vairāk novērtē valsts institūciju darbību, nevis kopējo politisko situāciju valstī.

2.4.tabula

Fitch strukturālais parametrs

	<i>Indikators</i>	<i>Paskaidrojums</i>
1	2	3
Strukturālie indikatori	Finanšu tirgus intensitāte	Logaritms no finanšu aktīviem, attiecībā pret IKP
	IKP uz iedzīvotāju	Procentuālais rangs, izteikts ASV dolāros;
	Apvienotie valdības indikatori	Vidējais procentuālais rangs no Pasaules Bankas valdības indikatoriem;

⁴⁷ **Fitch Ratings.** Special Report: New Sovereign Rating Model. Fitch Inc., Fitch Ratings Ltd., NY. 17 October 2011.

1	2	3
	Rezerves valūtas statuss	Izteikts skalā no 0 līdz 3;
	Gadu skaits kopš maksātspējas	Nelineāra funkcija no laika kopš pēdējās maksātspējas (no 1980.gada)

Šī parametra novērtēšanai, kvalitatīvie rādītāji tiek pārvērsti skaitliskā izteiksmē – rezerves valūtas statuss, Pasaules Bankas valdības indikatori un gadu skaits kopš pēdējās maksātspējas, kas tiek skaitīts kopš 1980.gada.

Kā S&P, tā arī Fitch politiskās vides un institucionālās indikatora novērtēšanai paļaujas uz starptautisko institūciju indikatoriem un analīzēm.

Makroekonomiskā parametra novērtēšanai gan Fitch, gan S&P izmanto tikai trīs rādītājus – cenu indeksu, IKP un, Fitch gadījumā, arī izaugsmes mainību (2.4.tabula). Visi rādītāji tiek konsekventi aprēķināti no trīs gadu vidējā – iepriekšējais gads, aprēķina gada rādītājs un nākotnes prognoze par vienu gadu uz priekšu. Visu trīs mainīgo ietekme uz modeli svārstās no ¼ līdz ½ no vienas iedaļas.

2.5.tabula

Fitch un Standard&Poors kvantitatīvo makroekonomisko vidi raksturojošo indikatoru salīdzinājums

Pa-rametrs	Fitch		Standard&Poor's		
	Indikators	Paskaidrojums	Indikators	Paskaidrojums	
Makroekonomiska	Reālā IKP izaugsme	trīs gadu vidējais;	IKP uz iedzīvotāju	izteikts ASV dolāros; desmit gadu periods;	Primārais rādītājs
	Patēriņa cenu inflācija	ikgadējās izmaiņas patēriņu cenu indeksā trīs gadu periodā;	Patēriņu cenu indekss	vidējās procentuālās izmaiņas;	Koriģējošie rādītāji
	Reālā IKP izaugsmes mainība	logaritms no pēdējo 10 gadu reāla IKP vidējo ikgadējo izmaiņu standartnovirzes.	Reālā IKP izaugsme	procentuālās izmaiņas.	

S&P par pamatrādītāju ir izvēlējis IKP uz vienu iedzīvotāju, pamatojoties uz kura tiek piešķirts sākotnējais punktu skaits. IKP tiek aprēķināta desmit gadu laikā – seši iepriekšējie gadi, vērtēšanas gada rādītājs un nākotnes prognoze par trīs sekojošiem

gadiem. IKP uz vienu iedzīvotāju tiek izteikta ASV dolāros un vērtēšanas skala iedalās no 1000 – 35 000 ASV dolāru, attiecīgi piešķirot no sešiem līdz vienam punktam. Pārējie šī parametra kvantitatīvie rādītāji tiek izmantoti kā koriģējošie faktori, kas spēj izmainīt sākotnējo punktu skaitu par divi.

2.6.tabula

Fitch un Standard&Poors kvantitatīvo finanšu vidi raksturojošo indikatoru salīdzinājums

	Fitch		Standard&Poor's		
	Indikators	Paskaidrojums	Indikators	Paskaidrojums	
Publiskās finanses	Budžeta bilance	trīs gadu vidējais, izteikts % no IKP;	Valsts parāda izmaiņas	gada beigās, % no IKP;	rādītājs Primārais
	Bruto valsts parāds	trīs gadu vidējais, izteikts % no IKP;	Valsts procentu maksājumi	izteikts kā daļa no valdības ieņēmumiem;	rādītājs Primārais
	Publiskais ārzemju valūtas parāds	trīs gadu vidējais no publiskā ārzemju valūtas denominēta parāda, izteikts kā daļa no valdības parāda;	Neto valsts parāds	izteikts procentuāli, kā daļa no IKP.	rādītājs Monetārie
	Procentu maksājumi	trīs gadu vidējais, izteikts kā daļa no valdības ieņēmumiem;	Iekšzemes prasības Tirgus kapitalizācija Monetārā bāze	procentuāli, daļa no IKP Procentuāli, kā daļa no IKP apgrozībā esošā nacionālās valūtas daudzums un saistības.	
					rādītājs Koriģējošais

Finanšu vidi raksturojošus rādītājus Fitch ir noteicis četrus, kurus izmanto statistiskajā modelī. Šo rādītāju kopējais svars modelī ir aptuveni divu iedaļu robežās (2.6. tabula).

Savukārt, S&P izdalījis krietni vairāk parametrus, piešķirot novērtējumu fiskālai un monetārai valsts īstenotai politikai atsevišķi (2.6.tabula). S&P fiskālās politikas novērtēšanai izmanto kompleksu pieeju, jo atsevišķi novērtē finanšu darbības rezultātus un elastību, un parādu slogu. Šos divus faktoros novērtē atsevišķi un fiskālās politikas gala vērtējumu aprēķina no divu skaitļu aritmētiskā vidējā. Pirmā faktora – finanšu darbības rezultāts un elastība - par primāro rādītāju ir izvēlēts aritmētiskais vidējais no valsts parāda izmaiņas esošajā gadā un triju gadu nākotnes prognoze, kas izteikts

procentuāli no IKP. Vērtēšanas skalu sadalot no 0 – 6%. Otrā faktora – parāda sloga – novērtēšanai ir izmantota matrica no diviem parametriem – valsts procentu maksājumu izdevumi kā procents no kopējiem valsts ieņēmumiem un valsts kopējais parāds kā procents no IKP. Vērtēšanas skala tiek sadalīta no zemāk par 5% līdz vairāk par 15% un zemāk par 30% līdz vairāk par 100% attiecīgi. Pārējie rādītāji tiek izmantoti kā koriģējošie.

Monetārās politikas novērtējošie rādītāji ir vairākumā kvalitatīvi faktori. No kvantitatīviem, tiek izmantoti iekšzemes prasības, kas izteikti procentuāli no IKP, tirgus kapitalizācija. Ņem vērā arī monetāro bāzi, kas parasti sastāv no depozītnoguldītāju iestāžu depozītiem centrālajā bankā un centrālās bankas izdotiem vērtspapīriem.

2.7.tabula

Fitch, Standard&Poor's ārējo vidi raksturojošie indikatori

	Fitch		Standard&Poor's		
	Indikators	Paskaidrojums	Indikators	Paskaidrojums	
Ārējās finanses	Bruto valsts ārējais parāds nacionālajā valūtā	trīs gadu vidējais, izteikts kā daļa no valsts ārējā parāda;	Neto ārējais parāds	izteikts procentuāli, kā daļa no tekoša konta ieņēmumiem;	Primārie rādītāji
	Tekoša konta bilance pluss neto ĀTI	trīs gadu vidējais, izteikts kā % no IKP;	Ārējās finansiālās vajadzības	% no tekoša konta ieņēmumiem + potenciāli izmantojamas rezerves;	
	Oficiālās starptautiskās rezerves	gada beigās (ieskaitot zeltu), izteikts kā mēnešu skaits, kurā var nosegt importa maksājumus.	Tekoša konta bilance	izteikts procentuāli, kā tekoša konta ieņēmumu daļa;	
	Atkarība no ražošanas nozarēm	Ne ražošanas preču eksports, izteikts kā daļa no tekoša konta ieņēmumiem;	Tekoša konta ieņēmumi Valsts rezerves (arī ārzemju valūtā) Neto ĀTI	ieskaitot zeltu. %, daļa no IKP;	
	Ārējie procentu maksājumi	Trīs gadu vidējais, izteikts kā daļa no tekoša konta ārējiem ieņēmumiem.	Neto ārējās saistības Tirdzniecības noteikumi	izteikts %, kā daļa no tekoša konta ieņēmumiem; eksporta cena/ importa cena.	

Ārējo finanšu vides novērtēšanai Fitch izmanto piecus rādītājus, kas kopā sastāda 13,5% no gala vērtējuma.

S&P ārējās finanšu vides novērtēšanai izmanto matricu no diviem primāriem komponentiem – neto ārējais parāds un ārējās finanšu vajadzības. Pie tam, labāk tiek novērtētas valsts ar valūtām, kuras citas valstis izmanto kā rezerves valūtu vai aktīvi izmanto starptautiskajos norēķinos. Ārējais parāds tiek novērtēts procentuāli, skalā no zem 50% līdz virs 200%. Bruto ārējās finanšu vajadzības ir visi valsts veicamie maksājumi un saistības uz noteiktu momentu, tiek izteikti procentuāli kā daļa no tekoša konta ieņēmumu un rezervju summu. Pārējie rādītāji arī tiek ņemti vērā, bet uztverti kā koriģējošie rādītāji un var mainīt parametra novērtējumu ne vairāk kā par divām iedaļām.

Atšķirībā no S&P, Fitch izmanto arī strukturālo parametru, kuru novērtē ar pieciem rādītājiem. Arī šī parametra novērtēšanā tiek izmantots IKP, tikai šoreiz IKP ir izteikts uz vienu iedzīvotāju, kas atspoguļo iedzīvotāju dzīves kvalitāti. Tiek novērtēts arī finanšu tirgus intensitāte.

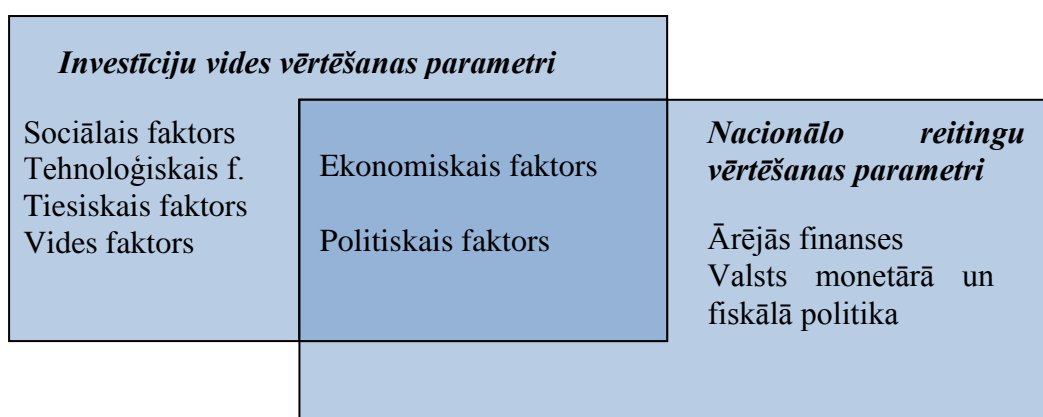
Kā var redzēt, neskatoties uz to, ka aģentūras izmanto līdzīgus novērtēšanas faktoros, tikai Fitch savā darbībā izmanto statistisko metodi valsts riska novērtēšanai. Pārējās aģentūras izmanto novērtēšanas skalas, kas dod lielāku ietekmi subjektivitātei un kvalitatīvam novērtējumam. S&P ir izstrādāti punktu raksturojumi, kas paskaidro punktu piešķiršanas nosacījumus katram parametram, tas piešķir noteiktību un konsekveni novērtējumus. Savukārt, Moody's paļaujas uz ekspertu, kas veic novērtējumus, zināšanām un pieredzi, piešķirot zināmu vērtēšanas brīvību. Tas ļauj secināt, ka kvantitatīviem parametriem, reitingu veidošanā ir mazāka loma, protams, nenoliedzot, ka tie veido reitingu bāzi.

Salīdzinājums starp kredītreitingu izmantotiem un investīcijas vides novērtēšanā izmantotiem parametriem

Šī pētījuma pirmajā nodaļā tika apskatītas investīciju vides un valsts riska novērtēšanas metodes. Investīciju vides novērtēšanas metode apskata vairākus parametrus, kas būtu jāizsver potenciālajam ieguldītājam. Savukārt, otrā apskatītā metode konkrēti apraksta riskus, kurus jāapzinās un jānovērtē. Kaut arī šīs divas metodes ir līdzīgas, tam ir būtiska atšķirība, jo paredz investīciju vides novērtēšanu no atšķirīgām pozīcijām – pirmajā gadījumā tiek novērtēta labvēlīga vide, otrajā gadījumā

tiek novērtēti riski. Vērtspapīru investīciju teorijā pastāv pieņēmums, ka lielākais risks paredz arī lielāku ienesīgumu, taču šis pieņēmums nav pārbaudīts uz ĀTI piemēra. Bet, ja pieņēmums tiktu apstiprināts, tad otrā metode ļautu arī noteikt iespējami lielāku investīciju atdevi.

Iepriekšējā apakšnodaļā tika apskatīti reitingu novērtēšanā izmantotie parametri un rādītāji. Ja salīdzināt PESTLE investīciju vides novērtēšanā izmantotus parametrus un aģentūru noteiktus, tad var redzēt, ka reitingi spēj daļēji noteikt tikai ekonomisko un politisko faktoru (2.1.attēls). Pie tam, šie divi faktori reitingu kontekstā nav skatīti atsevišķi un reitings tiek veidots ņemot vērā arī divus pārējus faktoros.



2.1.attēls. PESTLE investīciju vides raksturojošie S&P izmantotie parametri

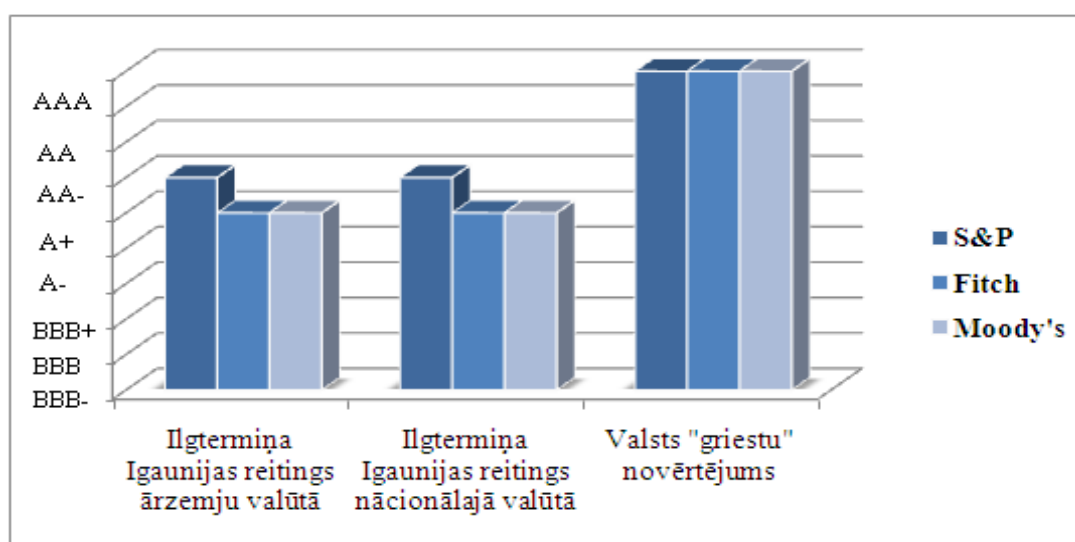
Pēc visa augstāk minētā, var secināt, kā precīzi ekonomisko un politisko faktoru, pamatojoties tikai uz reitingiem, noteikt nevar. Tā kā politiskā vide un ekonomiskā stabilitāte reitingu ietvaros, tiek detalizēti izpētīta, šo parametru novērtēšanu un aprakstu var atrast aģentūru izdotajās katras valsts analizēs, kur tiek aprakstīti visi analizējamie parametri un valsts ekonomiskā situācija kopumā.

Valsts riska novērtēšanas metode paredz novērtēt ekonomisko, politisko, transfertu, valūtas, atrašanās vietas un valsts parādsaistību riskus. Ja investīciju vide tiek novērtēta, pielietojot risku novērtēšanas metodi, tad, visi valsts riska novērtēšanas parametri, izņemot valsts ģeogrāfiskās atrašanās vietas risku, ietilpst reitingu novērtējumā. Reitings tieši novērtē valsts parādsaistību risku, kurā, savukārt, ietilpst ekonomiskais un politiskais riski. Transfertu un valūtas risku iespējams noteikt, izmantojot aģentūru transfertu un konvertējamības novērtējumu.

Var secināt, ka to, cik lielā mērā kredītreitingus var izmantot investīciju vides novērtēšanā, atkarīgs no pielietotās vides novērtēšanas metodes, kura katram uzņēmumam vai investoram atšķirās. Nevar noteikti apgalvot, ka kredītreitingu un investīciju vides novērtēšanas metodes ir saistīti. Jāņem arī vērā, ka nepastāv vienota investīciju vides novērtēšanas pieeja, arī apskatītajās divās metodēs, saistība starp izmantotiem parametriem atšķirās.

2.2. Reitingu salīdzinājums un kredītreitingu krīzes

Iepriekš tika analizēta aģentūru izmantotā metodoloģija un kā varēja secināt, pastāv zināmas atšķirības starp reitingu noteikšanas metodēm. Pamatojoties uz atšķirībām metodoloģijā un novērtējumā, starp dažādām KRA, to reitingi arī, kaut nebūtiski, bet atšķiras. Triju aģentūru Igaunijas reitings uz 2012. gada 1. maiju ir parādīts 2.2. attēlā.

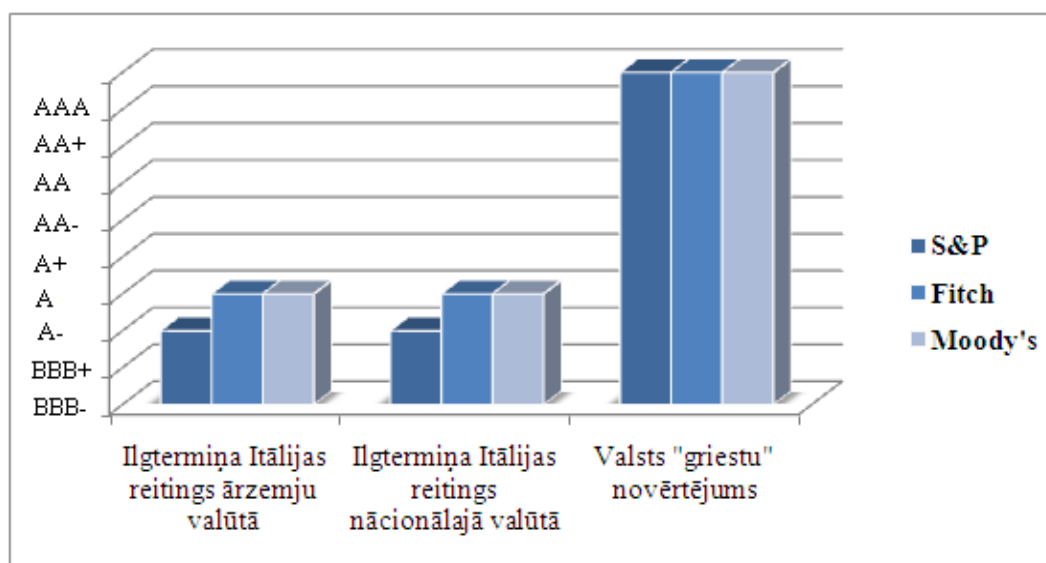


2.2.attēls. S&P, Moody's un Fitch Igaunijas reitingi un valsts „griestu” novērtējumi

Kā var redzēt, Fitch un Moody's reitings sakrīt un novērtē Igaunijas kredītpēju ar A+ un A1, attiecīgi. S&P dod lielāku Igaunijas novērtējumu – AA-, pie tam, visu aģentūru reitingi ārzemju un nacionālajā valūtā sakrīt. Valsts „griestu” vai transfertu un konvertējamības novērtējumi visām aģentūrām sakrīt un ir novērtēti ar augstāko reitingu – AAA/Aaa.

Itālijas reitingu novērtējumi arī ir ļoti tuvu pozicionēti, atšķiroties tikai par vienu iedaļu. Arī šajā gadījumā Fitch un Moody's reitingi sakrīt, novērtējot Itālijas

kredībspēju uz A-/A3, pārsniedzot S&P novērtējumu par vienu vienību. S&P Itālijas reitings ir BBB+.



2.3.attēls. S&P, Moody's un Fitch Itālijas reitingi un valsts „griestu” novērtējumi

Apskatot aģentūru metodoloģijas un vērtēšanas metodes, pamatojoties uz Itālijas un Igaunijas reitingiem, var secināt, ka reitingu novērtējumi ir līdzīgi, pārsvarā atšķiroties par vienu pozīciju. Moody's un Fitch reitingi apskatītajos piemēros ir vienādi, savukārt, S&P reitings vai nu Igaunijas gadījumā ir lielāks par vienu pozīciju, un ir zemāks par vienu pozīciju Itālijas piemērā. Valsts „griestu” novērtējumi visos gadījumos ir vienādi ar visaugstāko novērtējumu.

Kopumā var teikt, ka trīs aģentūras izmanto līdzīgus novērtēšanas parametrus un parametru radītājus, lielākas atšķirības ir izmantotajās novērtēšanas metodēs. Tā kā parametri un kvantitatīvie rādītāji ir līdzīgi vai vienādi, tad atšķirības varētu būt meklējami kvalitatīvajā novērtējumā. KRA izmantotie pamatdati ir vienādi, kas ļauj secināt, ka subjektīvi apsvērumi ir noteicošs faktors, kas radīja atšķirības starp aģentūru novērtējumiem. Piemēros var redzēt, ka nacionālās un ārzemju valūtas reitingi sakrīt abos gadījumos.

Pētījumā izmantotais periods no 2000. gada ietver ES finanšu sistēmas krīzes posmu, tāpēc ir jāņem vērā KRA darbība tieši finanšu nestabilitātes laikos.

Kredītreitingu krīzes ir neparedzēta un strauja reitingu pazemināšana (2.8., 2.9.tabulas). Pirms pēdējās krīzes, bija vidēji viena reitingu krīze trīs gadu periodā

pēdējo divdesmit divu gadu laikā. Kā tika minēts iepriekš, kredītreitingu krīzes parāda reitingi palielina sistemātisku risku un parāda procikliskumu, palielinot investīciju plūsmas ‘labajos laikos’ un novājinot tirgus nestabilitātes laikos. Esošais KRA regulējums vairāk tendēts uz aģentūru darbības uzlabošanu – izvairīšanos no interešu konflikta, pārredzamības un konkurences nodrošināšanā, kam ir mazāka ietekme uz sistemātiska riska samazināšanu.

2.8.tabula

Nacionālo kredītreitingu lejupslīdes Āzijas krīzes laikā, 1997.-1998.gadā

	Fitch			Moody's			S&P		
	Sākums	Beigas	Pozīcijas	Sākums	Beigas	Pozīcijas	Sākums	Beigas	Pozīcijas
Indonēzija	BBB-	B-	-6	Baa3	B3	-6	BBB	B-	-7
Koreja	AA-	B-	-12				AA-	B+	-10
Malaizija				A1	Baa3	-5	A+	BBB-	-5
Rumānija				Ba3	B3	-3	BB-	B-	-3
Krievija	BB+	B-	-5	Ba2	B3	-4	BB-	B-	-3
Taizeme				A2	Ba1	-5	A	BBB-	-4
Venecuēla				Ba2	B2	-3			

Kā var redzēt 2.9. tabulā, triju lielāko KRA novērtējumu kritums bija ievērojams Āzijas krīzes laikā. Tas arī liecina par to, ka iepriekš apskatīto pētnieku risinātais jautājums par KRA spēju paredzēt finanšu krīzes, ir bijis pamatots. Ja reitingu pazeminājumi būtu veikti pakāpeniski, tas nerādītu straujas un negatīvas izmaiņas finanšu tirgos. Taču no otras puses, reitingu novērtējumus neveic sistemātiski vienā laikā, lai nodrošinātu nepārtrauktu informācijas plūsmu, bet pārskata katras valsts pozīcijas reaģējot uz tirgus izmaiņām. Tas daļēji arī izskaidro reitingu strauju samazinājumu.

Arī Eiropas krīzes laikā bija vērojamas straujas izmaiņas kredītreitingu novērtējumos. Tas parāda to, ka, neskatoties uz to, ka KRA pārskata savu metodoloģiju un veic uzlabojumus, „kļūdas”, proti, strauji samazinājumi novērtējumos, joprojām pastāv.

Nacionālo kredītreitingu lejupslīdes 2007.-2010. gada krīzes laikā

	Fitch			Moody's			S&P		
	Sākums	Beigas	Pozīcijas	Sākums	Beigas	Pozīcijas	Sākums	Beigas	Pozīcijas
Grieķija	A	BBB-	-4	A1	Ba1	-6	A-	BB+	-4
Islande	A+	BBB-	-5	Aaa	Baa1	-7	A+	BBB-	-5
Īrija	AAA	AA-	-3						
Latvija	BBB+	BB+	-3	A2	Baa3	-4	BBB+	BB	-4

Starptautisks Valūtas fonds 2010. gada Starptautiskajā finanšu stabilitātes pārskatā ietvēra nodaļu par nacionālo kredītreitingu sniegto informāciju un to izmantošanu. Tika secināts, ka KRA veic savus novērtējumus ņemot vērā valsts ekonomikas attīstības ciklus, proti, ņem vērā vēsturiskus ekonomikas attīstības datus.⁴⁸ Taču tas nozīmē, ka novērtējumiem būtu jāatspoguļo pakāpenisku reitingu samazinājumu un pieaugumu, kas nerādītu tik krasas atšķirības.

2.3. Kredītreitingu aģentūru starptautiskā un reģionālā regulēšana.

Mūsdienu ekonomikā KRA ir liela ietekme uz tirgus attīstību un piemīt salīdzinoši liela vara. Tāpēc gan ES, gan ASV vairākkārt tika risināts jautājums par nepieciešamību un lietderīgumu KRA regulēšanas sistēmas radīšanā. No vienas puses, tas ļaus kontrolēt un nepieļaut to negatīvu ietekmi uz investoru lēmumu pieņemšanu un finanšu plūsmām krīžu laikā, no otras puses, ir jārada tāds regulēšanas mehānisms, kas neierobežotu KRA sniegtās informācijas patiesumu un reālās situācijas atspoguļojumu. Šajā pētījumā kredītreitingu aģentūras ir skatītas Eiropas Savienības kontekstā. Šobrīd lielākā daļa KRA ir dibinātas ārpus ES un lielākā daļa ES valstu nepārrauga aģentūru darbību.

KRA regulēšanu paredz starptautiskas institūcijas. Starptautiskā vērtspapīru komisiju organizācija (*The International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) ir starptautiska organizācija, kas dibināta ar mērķi izveidot un pārraudzīt

⁴⁸ **International Monetary Fund**. Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity. October, 2010. [tiešsaiste] – [atsauce 29.04.2012]
Pieejams: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>

starptautiskus vērtspapīru tirgu standartus, kas savukārt sekmēs godīgu konkurenci un pasargās vērtspapīru tirgus dalībnieku intereses. Tā ir biedru organizācijas, kuras sastāvā šobrīd ir 203 biedri.⁴⁹

2003. gadā IOSCO izstrādāja dokumentu „Vērtspapīru tirgus regulēšanas mērķi un principi”, kas ir saistošs dokuments visiem organizācijas biedriem. Tajā tika ietverti 30 principi, kas tika sadalīti astoņās kategorijās, ar mērķi:

- aizsargāt investorus;
- nodrošināt godīgu, caurredzamu un efektīvu tirgu;
- samazināt sistemātisku risku.⁵⁰

Savukārt 2011. gada februārī *IOSCO* sagatavoja gala atskaiti par dokumenta „Vērtspapīru tirgus regulēšanas mērķi un principi” ieviešanas procesu attiecībā uz KRA darbību. Tika pārskatīti Austrālijas, ES, Japānas, Meksikas un ASV iniciatīvas. Tika vērtēti četri principi:

- Kvalitāte un godīgums novērtēšanas procesā, piedāvājot viedokļus un risinājumus ar mērķi samazināt informācijas asimetriju starp tirgus dalībniekiem;
- Neatkarība un interešu konflikti – KRA reitingiem ir jābūt neatkarīgiem un brīviem no politiskā vai ekonomiskā spiediena un no konfliktiem, kas var rasties atkarībā no KRA īpašniekiem, biznesa vai finansiālām aktivitātēm, vai arī finansiāliem KRA darbinieku interesēm. KRA cik vien iespējams ir jāizvairās no aktivitātēm, procedūrām vai attiecībām, kas var kompromitēt KRA operāciju neatkarību un objektivitāti;
- Pārredzamība un savlaicīgums reitingu izziņošanā – veidojot to par savas darbības mērķiem;
- Konfidencialā informācija – KRA ir jāspēj nodrošināt konfidencialitāti visai informācijai, kuru sniedz to tirgus dalībnieki uz konfidencialitātes līguma vai mutiskās vienošanas pamata.⁵¹

⁴⁹ **The International Organization of Securities Commissions.** [tiešsaiste] – [atsauce 05.04.2012]. Pieejams: <http://www.iosco.org/>

⁵⁰ **International Organization of Securities Commission.** Objectives and Principles of Securities Regulation. May 2003. 47 p. [tiešsaiste] – [atsauce 28.04.2012]. Pieejams: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>

Pārskatā tika secināts, ka, neskatoties uz to, ka KRA regulēšanas struktūra dažādās valstīs atšķiras, regulēšanas pamatprincipi tika ievēroti. Jāpiebilst, ka šo noteikumu īstenošana atšķiras attiecībā uz katru valsti, tāpēc IOSCO arī turpmāk veiks pārskatus un ieteikumus regulēšanas sistēmas ieviešanai. Kā tālāu savu darbību šajā virzienā, IOSCO paredz ieteikumu izstrādi, kas palīdzēs IOSCO dalībvalstīm izveidot savstarpēju vienošanās par pārrobežas KRA pārraudzības nodrošināšanu.

Pieņemtie normatīvie akti

ES 2009. gadā pieņēma Regulu, kas nosaka kopējo KRA regulēšanas pieeju aģentūrām, kas reģistrēti ES teritorijā un publiski piedāvā savus novērtējumus. Tā stājās spēkā 2009. gada decembrī.

Dokuments ir pieņemts, pamatojoties uz 2008. gada 14. marta izdarītiem secinājumiem par nepilnībām finanšu sistēmā. ES regulā ir teikts, ka tiek pieņemts, ka, pirmkārt, KRA neizdevās pietiekami ātri atspoguļot savos vērtējumos tirgus stāvokļa pasliktināšanos un, otrkārt, laicīgi pielāgot kredītreitingus krīzes pasliktināšanas periodā. Šīs nepilnības uzlabot ir iespējams, no vienas puses, īstenojot pasākumus, kas attiecās uz izvairīšanos no interešu konfliktiem, uzlabojot kredītreitingu kvalitāti un KRA iekšējo pārvaldību, nodrošinot pārredzamību un ārējo uzraudzību⁵² No otras puses, kredītreitingu lietotājiem nevis pilnvērtīgi ir jāpaļaujas uz KRA sniegto novērtējumu, bet papildus ir ieteicams veikt savu analīzi un ņemt vērā reitingus tik daudz, cik uzskata par pareizu.

Regula paredz, ka visiem ES dibinātiem KRA ir jāreģistrējas dibināšanas valsts pārraudzības institūcijā.^{15 (11)} Dokumentā paredzēti noteikumi attiecās uz KRA, kas dibinātas ES teritorijā. Citu valstu aģentūras var darboties ES, ja tie ir reģistrēti un pārraudzīti citā valstī. Dokuments ir saistošs visām ES dalībvalstīm un ir pieļaujams nacionālās likumdošanas pielāgojums.

⁵¹ **International Organization of Securities Commission, Technical Committee.** Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. Final Report. FR04/11. February 2011. 38 p. [tiešsaiste] – [atsauce 28.04.2012]. Pieejams: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>

⁵² **EC regulation** No 1060/2009 16 September 2009. [tiešsaiste] – [atsauce 10.04.2012] Pieejams: http://www.esma.europa.eu/system/files/L_302_1.pdf

Savukārt, lielākās KRA ir dibinātas ASV, tāpēc, lai izvairītos no KRA sistemātiska riska krīžu laikā, paaugstinātu investoru un visu finanšu tirgus dalībnieku aizsardzības kvalitāti, ASV pieņēma Kredītreitingu aģentūru reformas aktu 2006. gadā (oriģinālā *Credit Rating Agency Reform Act of 2006*).⁵³ Tas papildina 1934. gada Vērtspapīru biržas aktu (*Securities Exchange Act of 1934*). Izmaiņas stājās spēkā 2007. gadā. Tas paredz kredītreitingu aģentūru reģistrāciju, iegūstot „nacionāli atzītas statistiskās reitingu organizācijas” licenci. Kā arī tas dos iespēju ASV Vērtspapīru un Biržas komisijai veikt KRA uzraudzību un monitoringu, jo pieprasa konfidenciali sniegt ziņas par 20 lielākiem vērtspapīru emitentiem un abonentiem, kas izmanto aģentūru pakalpojumus, u.c. datus. Iegūtā informācija tiek analizēta un apkopota ASV Vērtspapīru un Biržas komitejas ikgadējā pārskatā⁵⁴. Palielinoties KRA lomai parādsaistību krīzē, tika pieņemti vairāki uzlabojumi likumdošanas aktam. Galēji labojumi tika veikti 2009. gada februārī un decembrī.

Jāņem vērā, ka Eiropas dažām valstīm ir izstrādāta KRA regulēšanas normatīvā bāze, savukārt ES regula attiecās uz valstīm, kur šīs regulēšanas nav. Taču, tā kā lielākās KRA atrodas ASV teritorijā lielāka nozīme ir ASV regulēšanas sistēmas izveidei, lai reitingu un novērtējumu process kļuva pārskatāms un potenciālam investoram būtu pieejama visa nepieciešama informācija par novērtēšanas metodēm, lai varētu kritiski izvērtēt reitingu izmantošanu lēmuma pieņemšanas procesā.

Pamatojoties uz šajā nodaļā ietverto reitingu veidošanas metodoloģiju analīzi un salīdzinājumu, var secināt, ka pielietotās metodes, starp Fitch un S&P aģentūrām, atšķirās. Fitch paļaujas uz statistisko datu analīzi, savukārt S&P apvieno kvalitatīvus un kvantitatīvus rādītājus gala novērtējuma veidošanā. Fitch gadījumā, par pamatu izmantojot statistiskās regresijas metodi, tas ierobežo iespēju veikt nākotnes prognozes un veido salīdzinoši statiskus reitingu gala novērtējumus. S&P savā metodē lielu svaru piešķir kvalitatīviem rādītājiem, kas piešķir lielāku reitingu subjektivitāti, taču ļauj reitingos vairāk ietvert nākotnes prognozes. Nevar viennozīmīgi noteikt kāda metode ir

⁵³ **United States of America. Credit Rating Agency Reform Act.** September 2006. [tiešsaiste] – [atsauce 21.04.2012]. Pieejams: <http://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850>

⁵⁴ **U.S. Security and Exchange Commission.** U.S. SEC Performance and Accountability Report 2008. [tiešsaiste] – [atsauce 03.04.2012]. Pieejams: <http://www.sec.gov/about/secpar2008.shtml>

labāka, katrai ir savi aspekti, taču apzinoties atšķirības starp izmantotām metodēm, var konkrētai situācijai izmantot citas aģentūras reitingu.

Salīdzinot šī brīža, triju aģentūru novērtējumus, var redzēt, ka reitingi visām aģentūrām ir līdzīgi, atšķiroties par vienu iedaļu, pie tam, Fitch un Moody's reitingi sakrīt abos apskatītajos piemēros. To, ka reitingi ir līdzīgi, ir saistīts ar to, ka visas aģentūras izmanto gandrīz vienādus izejošus datus, taču atšķirības ir skaidrojamas ar to, ka atšķiras šo datu novērtēšanas metodes un interpretācija.

Kredītreitingu aģentūras darbojas kopš 19.gadsimta beigām – 20.gadsimta sākumam, taču to starptautiskā regulēšana tika izveidota tikai 21.gadsimta sākumā. Tas skaidrojams ar to, ka ar laiku pieauga aģentūru ietekme uz finanšu tirgiem, tāpēc, lai nodrošinātu aģentūras darbības kvalitāti, tika izveidota starptautiskā normatīvā regulēšana. Atbilstošus normatīvus aktus pieņēma arī Eiropas Savienība, taču tā izpaužas uz tām aģentūrām, kas ir reģistrētas Savienības teritorijā. Tā kā divas lielākās aģentūras ir reģistrētas ASV teritorijā, tad uz tiem attiecās šis valsts normatīvā regulēšana.

Šī pētījuma otrajā nodaļā tika izvērtēta vadošo aģentūru izmantotā metodoloģija. Pēc apskatītās informācijas un ņemot vērā aģentūru starptautisko regulēšanu, jāsecina, ka publicētā metodoloģija, kas paredz aģentūru pārskatāmības nodrošināšanu, ir nepilnīga. Publiski pieejama informācija ietver tādu informācijas apjomu, kas būtu atbilstoši normatīvai regulēšanai, bet pilnībā neatspoguļo vērtēšanas procesu. Taču tas varētu būt saistīts arī ar to, ka vērtēšanā liels svars ir subjektīviem valstu finanšu situācijas novērtēšanas parametriem, tāpēc ir grūti aprakstīt šo reitingu veidošanas procesu, kas katrai valstij atšķirās.

3. NACIONĀLO REITINGU IETEKME UZ INVESTĪCIJU PLŪSMU

Šī pētījumā ietvaros, analizējot kredītreitingu ietekmi uz ĀTI, par piemēru tiks izmantotas divas ES valstis – Igaunija un Itālija. Lai novērtētu reitingu darbību, zemāk ir izmantoti divu aģentūru vēsturiskie dati – S&P un Fitch. S&P ir visplašāk pazīstamā reitingu aģentūra, kas savā analīzes procesā izmanto kvalitatīvas un kvantitatīvas novērtēšanas metodes. Savukārt, Fitch, paļaujas uz statistiski analizētiem datiem. Pētījumā izmantojot šo divu aģentūru reitingus, var novērtēt kādā veidā atšķiras reitingu rezultāts un kādas aģentūras datiem ir lielāka ietekme uz ĀTI plūsmu. Kā varēja redzēt iepriekš, Fitch un Moody's šī brīža reitingu novērtējumi gan Igaunijas, gan Itālijas gadījumā sakrita.

Nacionālajiem reitingiem nav tiešas ietekmes uz investīciju plūsmu, taču to izmantotie faktori atspoguļo ekonomisko situāciju valstī. Kā tika apskatīts šī darba pirmajā daļā, valsts maksātnespēja negatīvi ietekmē finanšu plūsmas, samazinot tos par 10-20%. Savukārt otrajā nodaļā tika izpētīts, ka metodoloģijās, kurus izstrādāja aģentūras, ir vairāki kopīgi parametri ar investīciju vides izpētes faktoriem un riskiem. Šī pētījuma mērķis ir noteikt vai reitingiem un investīcijām ir savstarpējā saistība. Tamdēļ ir nepieciešams noskaidrot ekonomisko situāciju valstī. Katrai pētāmajai valstij sākotnēji ir dots īss ekonomisko rādītāju apraksts, kas ietver arī ārzemju investīciju raksturojumu. Par pamatu iz izmantoti S&P reitingi, kuri tiek salīdzināti ar Fitch reitingiem.

Nepārprotami, investīciju plūsmu ietekmē ļoti daudzi faktori un savstarpējā sakarība starp reitingiem un investīcijām būs tikai tādā gadījumā, ja investori izmanto tos kā vienu no novērtēšanas metodēm.

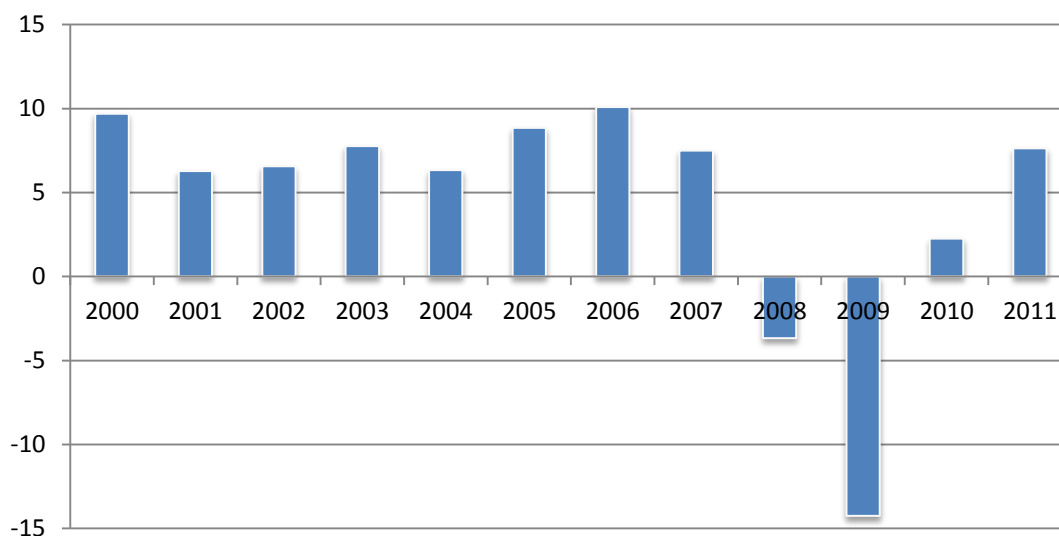
Šī pētījuma ietvaros un konkrēti šajā nodaļā tiks analizēta divu valstu reitingu un investīciju sakarība. Tas nenozīmē, kā šī pētījuma rezultāti attiecās uz citām valstīm, jo nav pietiekama analizējamo valstu kopa.

3.1. Nacionālo kredītreitingu ietekme uz Igaunijas ĀTI plūsmu.

Igaunija tika izvēlēta par pētījuma objektu, jo, pirmkārt, tā ir Baltijas reģiona valsts. Otrkārt, Igaunija ir jaunuzņemtā Eiropas Savienības valsts, kas iestājusies ES 2004. gadā. Treškārt, kopš tā laika šī valsts ir pievienojusies Eiropas monetārajai zonai

un kopš 2011. gada 1. janvāra ir ieviesusi eiro. Tas ir svarīgs aspekts, kuram ir liela ietekme uz valsts finanšu stabilitātes radītājiem un investoru piesaisti. Tas dod iespēju pētīt valsti, reitingus un investīciju plūsmas izmaiņas pirms un pēc iestāšanās monetārajā savienībā.

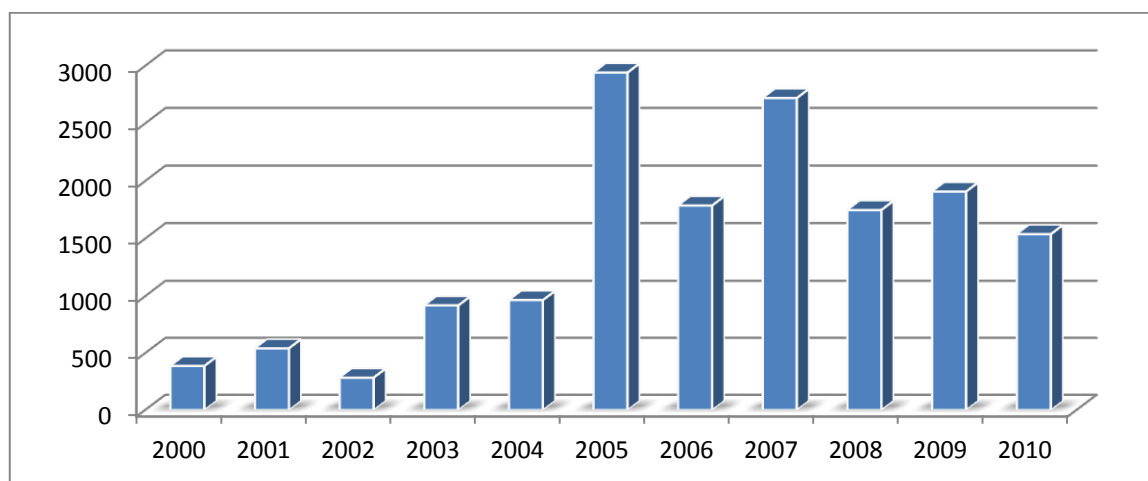
Igaunijas ekonomiskā izaugsme kopš 2000. līdz 2008. gadam ir bijusi salīdzinoši vienmērīga, kad IKP izaugsmes temps svārstījās no 6,3% 2001. un 2004. gadā līdz 10,1% 2006. gadā (3.1.attēls). Kā visas trīs Baltijas valstis 2008.-2009. gadā valsts piedzīvoja strauju ekonomiskās izaugsmes lejupslīdi, IKP izaugsmes tempam samazinoties līdz -3,7% un -14,3% attiecīgi. Šobrīd valsts atgūst pirms krīzes līmeni un 2011. Gadā IKP izaugsmes temps sasniedz 7,6%. Ekonomiskā recesija izraisīja arī augstu bezdarba līmeni, kas arī šobrīd turpina saglabāties un sastāda 12,1%.



3.1.attēls. Igaunijas IKP izaugsmes tempa dinamika, %, 2000.-2011.gadi.

Fiskālais deficīts, kas sastāda 0,2% no IKP 2010.gadā un 1% no IKP 2010 gadā, kā arī valsts parāds – 6,7% no IKP 2010.gadā un 5,8% no IKP 2011.gadā, ir saglabājies salīdzinoši zemā līmenī, pat krīzes lakā. Tomēr, lai izvairītos no procikliskās finanšu plānošanas, ir nepieciešams veltīt lielāku uzmanību valsts fiskālās politikas plānošanai.⁵⁵ Tas ļaus saglabāt stabilitāti arī nākotnē un sekmēs labākas pozīcijas nākamajā ekonomikas attīstības ciklā.

Pēc Pasaules Bankas datiem, Igaunijas ĀTI 2010. gadā sastādīja 1 539,110 miljoni ASV dolāri (3.2.attēls). Kā visām Baltijas valstīm, Igaunijas investīciju plūsma galvenokārt nāk no Ziemeļvalstīm. Lielākās investīcijas nāk no Zviedrijas un Somijas, Norvēģijas. Tiešās investīcijas no Zviedrijas sastāda 28,7% no visām investīciju plūsmām, jo lielākās Igaunijas bankas pieder šīs valsts pārstāvjiem, kā arī daļa no investīcijām ieplūst arī telekomunikāciju nozarē un citos mazākos projektos. No Somijas investīcijas galvenokārt nāk uz banku sektoru, tirdzniecības un ražošanas nozarēm un sastāda 23,8%. Krievijas investīcijas 2011. gadā sastādīja 4,1% no kopējās investīciju plūsmas, protams, neizslēdzot gadījumus, kad naudas plūsmas no Krievijas nāk caur ārzonām. 83,3% no investīciju kopapjoma nāk no 27 Eiropas Savienības valstīm un neliela daļa – 2,5%, ir investīcijas no ASV. Lielākā daļa no investīcijām nāk uz banku sektoru – 29%, ražošanas nozarēm – 14%, nekustāmais īpašums – 14%.⁵⁶



3.2.attēls. Igaunijas ĀTI, milj. ASV dolāros

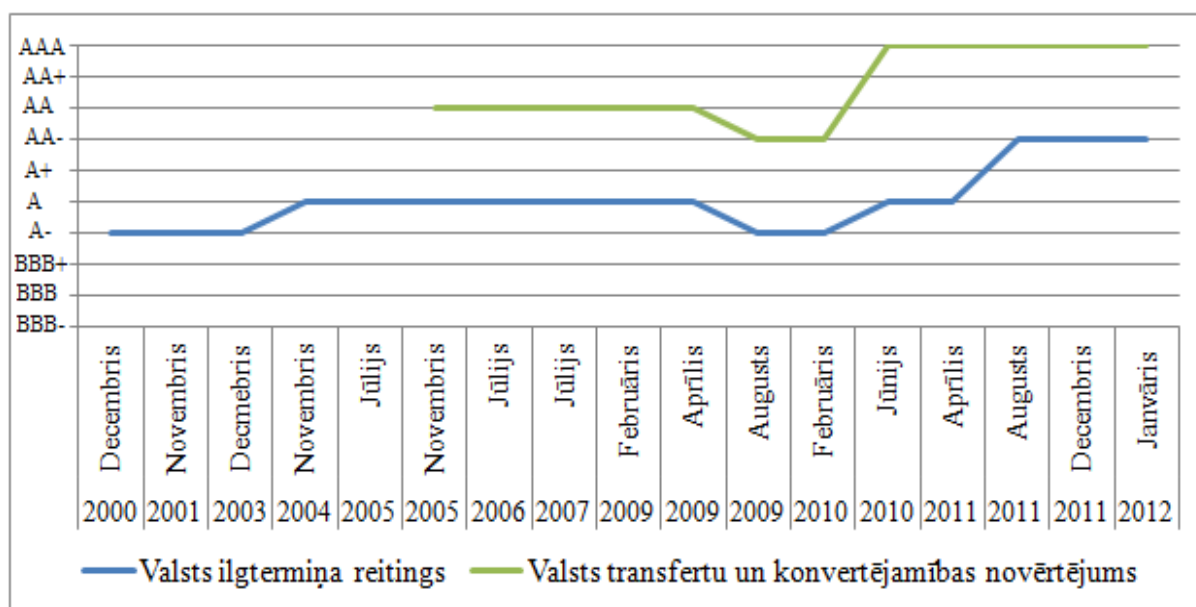
Igaunijas investīciju plūsma ir pieaugusi par aptuveni 2/3 kopš 2005. gada, uzreiz pēc iestāšanās Eiropas monetārajā zonā, taču jau 2006. gadā investīciju apjomi samazinājās. Savukārt 2008.gadā, kad tika novērota ekonomiskās izaugsmes lejupslīde, investīciju apjoms salīdzinot ar iepriekšējo gadu samazinājās par 36%, taču straujš ĀTI samazinājums netika novērots. Galvenās investīciju plūsmas Igaunijā nāk uz banku sektoru un 2008.gada recesija bija saistīta ar aizdevumu krīzi, kuru izraisīja nekustamā

⁵⁶ **Encyclopedia about Estonia.** [tiešsaiste] – [atsauce 1.04.2012]. Pieejams:

http://www.estonica.org/en/Economy/General_overview_of_Estonian_economy/Foreign_investment/

īpašuma „burbulis”. Šajā laikā lielus finanšu ieguldījumus veica Ziemeļvalstis, kurām pieder lielākās Igaunijas bankas ar mērķi stabilizēt tirgu.

Kredītreitingu aģentūras vērtē Igaunijas rādītājus ar AA- (S&P), A+ (Fitch) un A1 (Moody's). 3.3.attēlā var redzēt S&P Igaunijas kredītreitingu un transfertu un konvertējamības novērtējumu. Var secināt, ka eiro ieviešana uzreiz palielināja transfertu un konvertējamības novērtējumu un jau 2010. gada jūnijā, kad tikai kļuva zināms, ka Igaunijas eiro ieviešanas plāns tiks īstenots 2011. gadā, S&P paaugstināja savu novērtējumu par divām pozīcijām (3.3.attēls).

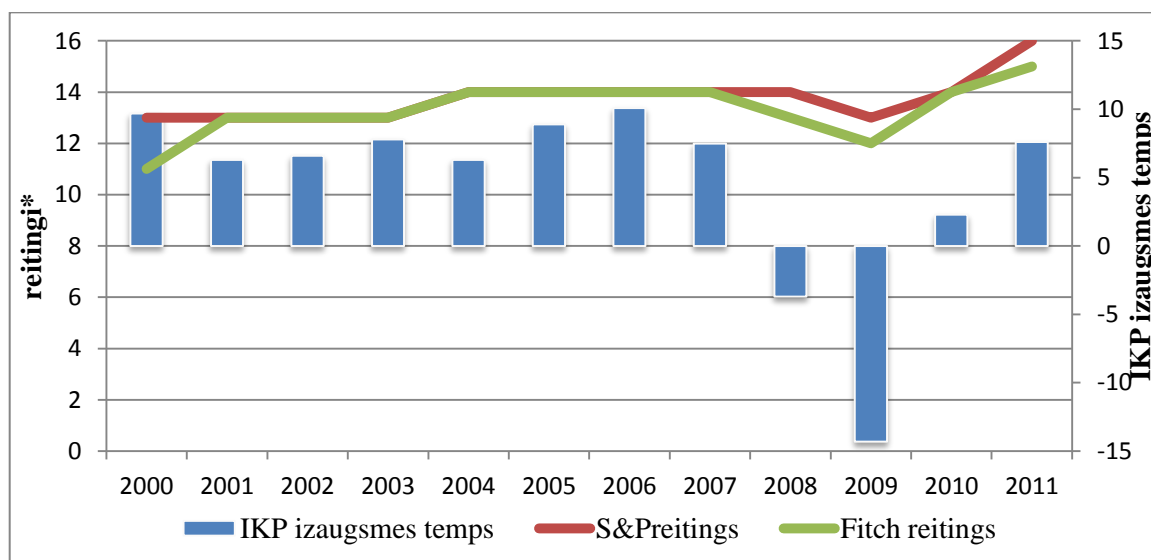


3.3.attēls. S&P Igaunijas ilgtermiņa un transfertu un konvertējamības reitings izmaiņas laika posmā no 2000. līdz 2012. gadam.

S&P 2009. gadā pazemināja Igaunijas kredītreitingu līdz A- līmenim, līdzvērtīgam 2000.-2003. gada līmenim. Taču, kā var redzēt, pēc pievienošanai Eiropas monetārais zonai, Igaunijas kredītreitings viena gada laikā pieauga, sasniedzot A+ novērtējumu, kuru arī šobrīd turpina saglabāt.

Apskatot Igaunijas ekonomisko izaugsmi, kuru mēra IKP izaugsmes tempā (3.1.attēls), tad negatīvus radītājus IKP sasniedza 2008. gadā, pazeminoties līdz -4%, un 2009. gadā sasniedzot -14%. Savukārt, Igaunijas kredītreitingu S&P pazemināja tikai 2009. gada augustā un pieaugt tie sāka jau 2010. gada februārī (3.3.attēls). Jāpievērš uzmanība, ka kredītreitingu novērtējumus 2008.gadā nemainīja. Tas varētu būt saistīts ar to, ka visās Eiropas valstīs bija vērojamas ekonomikas nestabilitāte, tāpēc

būtu grūti sniegt atbilstošu novērtējumu. Kā arī, tas palīdzēja izvairīties no iepriekš apskatītajām reitingu krīzēm, kad tika strauji pazemināti novērtējumi. Iespējams, ka KRA ņēma vērā kritiku un izvēlējās samazināt kredītreitingus tikai dažām valstīm, kuras bija uz maksātspējas robežas, ļaujot pārējām atgūties no krīzes.



3.4.attēls. Igaunijas IKP izaugsmes temps (%), S&P un Fitch reitingi, 2000.-2011.gads

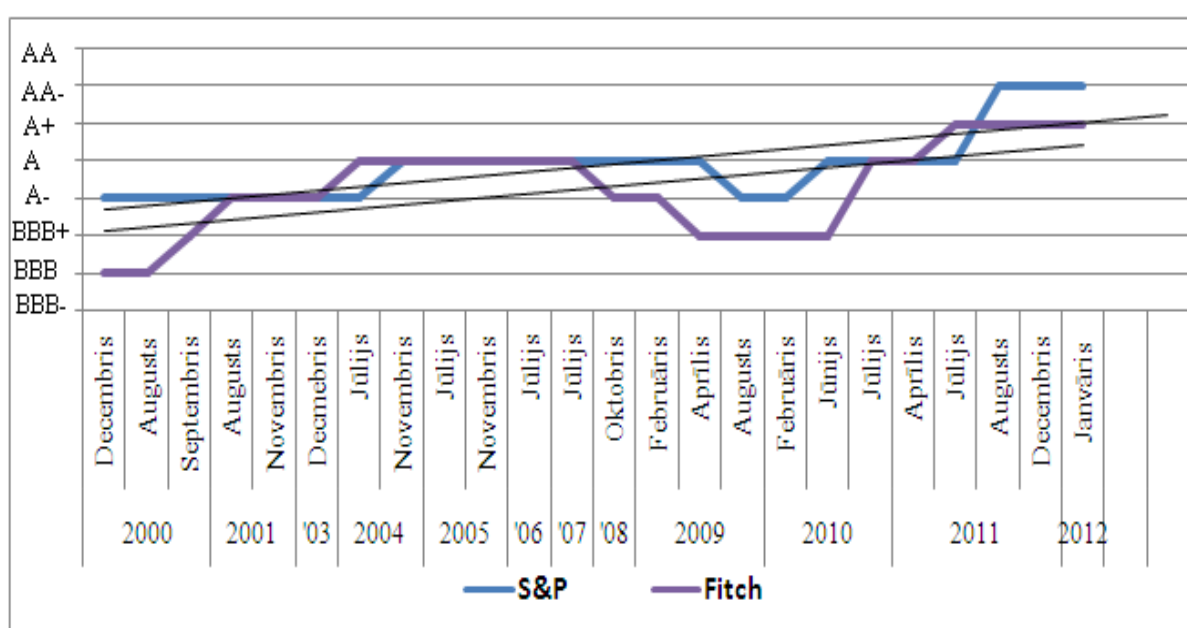
*(2 – CC; 4 – B-; 6 – B+; 8 – BB; 10 – BBB-; 12 – BBB+; 14 – A; 16 – AA-; 18 – AA+)

S&P reitings (uz gada beigām) kopumā atspoguļo lielākās izmaiņas Igaunijas ekonomiskajā izaugsmes tempā, jo, kā tika apskatīts iepriekš, reitingu veidošanas procesā IKP izaugsmes temps ir primārais rādītājs, ar kuru novērtē valsts ekonomisko stabilitāti. Taču reitingā atspoguļotas izmaiņas nav tik krasas, kā izmaiņas izaugsmes tempā, jo lielākais reitingu akcents ir uz valsts finanšu rādītājiem – fiskālajam deficītam un valsts parādam. Salīdzinot Fitch reitingu (uz gada beigām) un Igaunijas IKP izaugsmes tempus, tad tās minimāli atšķiras no S&P dinamikas, tikai 2009. gadā reitingu novērtējumi ir zemāki.

Iepriekšējā attēlā tika atspoguļoti reitingi uz gada beigām, taču izmaiņas reitingu novērtējumos mainās nevis ikgadēji, bet tad, kad aģentūras to uzskata par nepieciešamu. Tās var nepārskatīt novērtējumus dažu gadu laikā, kā tika minēts iepriekš, vai arī veikt izmaiņas vairakkārt vien gada ietvaros. Ja salīdzināt visus reitingu novērtējumus, tad atšķirības starp reitingu novērtējumiem ir lielākas. Ja salīdzināt visus S&P un Fitch reitingus Igaunijai (3.5.attēls), tad var redzēt, ka reitingu samazinājumu vai pieaugumu kopējā dinamika ir līdzvērtīga. Taču Fitch veic izmaiņas reitingos ātrāk,

nekā S&P. Tas varētu būt saistīts ar to, ka kredītreitingu aprēķināšanai nav noteikta laika un katra aģentūra pārskata reitingu novērtējumus kad uzskata par nepieciešamu.

2000. gada sākuma dati bija atšķirīgi, Fitch novērtēja Igaunijas parādsaistību atmaksas spēju ar BBB+ reitingu, S&P novērtējumus bija par divām pozīcijām augstāks – A-. Pēc 3.5.attēla var raksturot, ka Fitch 2009.-2010. gados ekonomiskās nestabilitātes laikā pazemināja Igaunijas reitingu par divām pozīcijām uz ilgāku laiku posmu, savukārt S&P vērtējums bija daudz pozitīvāks – reitings tika samazināts par vienu pozīciju un uz mazāku laiku. Arī pēdējie novērtējumi liecina, ka S&P par vienu pozīciju augstāk vērtē Igaunijas finanšu reitingu.

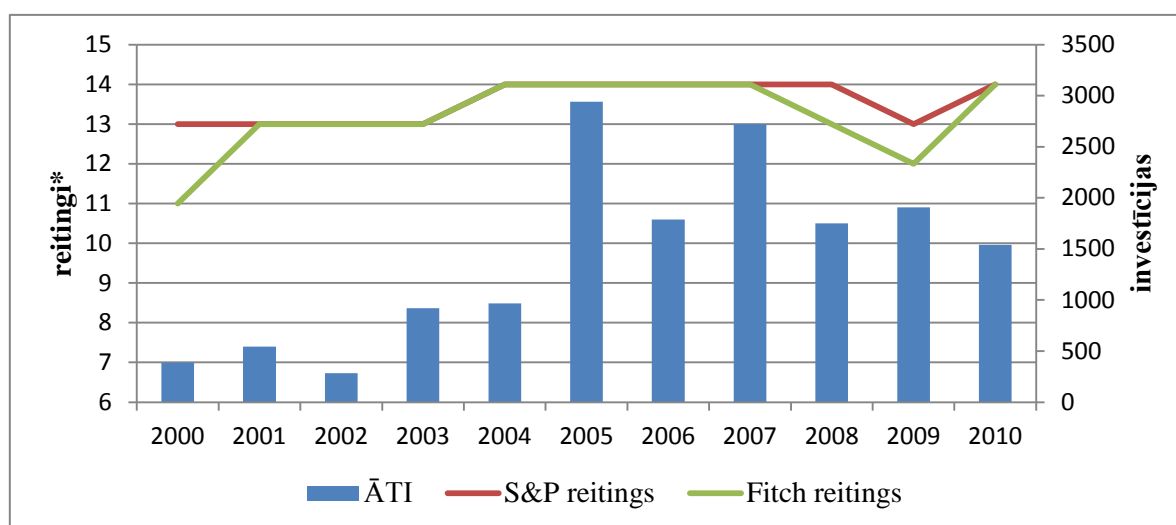


3.5.attēls. Ilgtermiņa Igaunijas S&P un Fitch reitingu dinamika

Kopējā tendence (trendline) Fitch un S&P parāda, ka apskatītajā laika posmā S&P dod par vienu pozīciju labāku novērtējumu Igaunijai, salīdzinājumā ar Fitch Igaunijas reitingu.

Ja salīdzināt Igaunijas reitingus un ĀTI plūsmu dinamiku (3.6.attēls), tad var redzēt, ka reitingi tikai daļēji atspoguļo izmaiņas investīciju apjomos. Reitingu novērtējumi samazinājās krīzes laikā, tomēr investīciju plūsmu recesija iespaidoja salīdzinoši mazāk. Investīcijas ietekmēja nacionālās valūtas maiņa, arī kopš 2007. gada kopējais investīciju apjoms samazinājās, taču ne tik strauji un ne tik lielā mērā kā tika pazemināti reitingu novērtējumi. Pie tam, kopš 2010. gada reitingi tika palielināti un

sasniedz pirms krīzes līmeni, taču investīciju apjoms nav palielinājies. Viens no iemesliem ir tas, ka investīciju apjoma palielinājumam nav pietiekami panākt tikai vienmērīgu ekonomisku izaugsmi. Ir jāveic arī citi pasākumi, lai radītu labvēlīgu vidi investīcijām – sekmēt birokrātisko šķēršļu samazinājums, jāattīsta potenciālās investīciju piesaistes nozares, jāsamazina nodokļu likmes. Investīciju struktūra Igaunijā ir galvenokārt tendēta uz dažiem ekonomikas sektoriem, lielākoties tas ir banku sektors. Lai palielinātu ĀTI ir jādiversificē ekonomika, lai arī citas nozares būtu konkurētspējīgas.



3.6.attēls. Igaunijas ĀTI (milj. ASV dolāru), S&P un Fitch reitingi.

*(2 – CC; 4 – B-; 6 – B+; 8 – BB; 10 – BBB-; 12 – BBB+; 14 – A; 16 – AA-; 18 – AA+)

ĀTI un reitingu salīdzinājumā nav novērots tas, lai reitingu izmaiņas atspoguļotu investīciju plūsmas dinamiku. Taču saistību starp reitingu dinamiku un ĀTI plūsmu, vienkārši salīdzinot to dinamiku, noteikt nevar. Tāpēc tika veikta korelācijas analīze starp ĀTI (milj. ASV dolāri) un S&P, un Fitch reitingiem laika posmā no 2000. – 2010.gadam, pielietojot Pīrsona korelāciju. Pētījuma rezultātā tika noskaidrots, ka sakarība starp ĀTI un S&P reitingiem ir vedēji cieša. Korelācijas koeficients, ar nozīmīgas līmeni $\alpha = 0,05$, starp diviem rādītājiem ir 0,663. Arī starp Igaunijas ĀTI un Fitch reitingiem tika pierādīta cieša korelācija, taču korelācijas koeficients ir zemāks un sastāda 0,5 (ar nozīmības līmeni $\alpha = 0,05$).

Salīdzinot reitingu dinamiku un Igaunijas IKP, varēja redzēt, ka reitingu izmaiņas atspoguļo izmaiņas valsts IKP (3.4. attēls). Taču, pielietojot korelācijas analīzi, šo rādītāju savstarpēja sakarība ir ļoti vāja. S&P reitingiem un IKP Pīrsona korelācijas koeficients ir 0,192 un Fitch reitingiem – 0,323, ar nozīmības līmeni 0,01.

ĀTI un IKP korelācijas rezultātu atšķirība ar S&P un Fitch reitingiem ir skaidrojama ar aģentūru pielietotām novērtēšanas metodēm. S&P, kas kombinē kvalitatīvu un kvantitatīvu rezultātu novērtējumu, ir ciešāka sakarība ar investīcijām. Savukārt, Fitch, par pamatu izmanto regresijas rādītāju analīzi, kur liels svars tiek piešķirts IKP izaugsmes tempam un IKP uz vienu iedzīvotāju, ciešāka sakarība, salīdzinot ar S&P, ir novērota ar Igaunijas IKP. Taču kopumā var redzēt, ka reitingiem un investīcijām ir ciešāka savstarpējā sakarība, nekā reitingiem un IKP.

Correlations

		Estonia_ATI	Estonia_Fitch	Estonia_SP
Estonia_ATI	Pearson Correlation	1	,500	,663*
	Sig. (2-tailed)		,118	,026
	N	11	11	11
Estonia_Fitch	Pearson Correlation	,500	1	,763**
	Sig. (2-tailed)	,118		,006
	N	11	11	11
Estonia_SP	Pearson Correlation	,663*	,763**	1
	Sig. (2-tailed)	,026	,006	
	N	11	11	11

*. Correlation is significant at the 0.05 level (2-tailed).

**. Correlation is significant at the 0.01 level (2-tailed).

3.7. attēls. Igaunijas investīciju un reitingu Pīrsona korelācija.

Kopumā var teikt, ka ar rādītāju un reitingu salīdzināšanu nevar noteikt savstarpējo sakarību starp šiem diviem parametriem, taču, pielietojot korelācijas analīzi var novērot parametru ciešu sakarību.

3.2. Nacionālo kredītreitingu ietekme uz Itālijas ĀTI plūsmu.

Ir vērojamas atšķirības ekonomiskajos procesos starp ES dibinātājvalstīm un salīdzinoši nesenu uzņemtām valstīm, pirmajām ekonomiskās attīstības līmenis ir augstāks. Itālija ir Eiropas Savienības dalībvalsts jau 62 gadus. Un tas ir viens no iemesliem, kāpēc šī valsts tika izvēlēta par pētījuma objektu – ar mērķi noteikt vai šīs atšķirības pastāv arī šī pētījuma kontekstā. Otrkārt, tā ir viena no ES dibinātājvalstīm, kurām ir plašs reitingu diapazons, kaut arī ir novērota reitingu pakāpeniska lejupslīde, salīdzinot ar Igauniju, kurai kopš 2000. gada reitingu novērtējumos bija vērojama

izaugsme. Itālijai reitingi svārstās sešu iedaļu robežās, salīdzinot ar citām ES dibinātājvalstīm, kuru reitingi ir stabili no svārstās maksimums triju iedaļu robežās.

Kopumā raksturojot Itāliju var noteikt dažas ekonomikas individualitātes. Pirmkārt, Itālijas ekonomika ir viena no lielākām Eiropā, kā arī ģeogrāfiskā ziņā tā aizņem ievērojamu daļu no Eiropas teritorijas. Tas ļauj, no vienas puses, valstij diferencēt ekonomiskās nozares un sniedz virkni citu priekšrocību, taču, no otras puses, tas arī rada sarežģījumus šīs valsts ekonomiskajā analizē, jo reģionālā attīstība ir nevienmērīga. Otrkārt, ir jāņem vērā, ka nelegālā saimnieciskā darbība aizņem lielu daļu no valsts ekonomikas un to nav iespējams novērtēt.

Līdz Otrajam Pasaules karam Itālija bija agrāra valsts. Rūpniecības uzplaukums tika novērots no 1958.-1963.gadam, tomēr 1973. gadā sākās naftas krīze, kas negatīvi iespaidoja valsts ekonomisko attīstību, jo valsts nespēja rūpnieciski attīstīties bez naftas resursiem. Pastāv arī atšķirības starp reģionālo valsts attīstību. Ziemeļitālija ir viens no bagātākajiem un attīstītākajiem Eiropas reģioniem. Tur atrodas daudzi rūpniecības uzņēmumi, ir blīvs autoceļu un dzelzceļu tīkls. Ziemeļitālija ir arī visblīvāk apdzīvota. Dienviditālija ir ievērojami nabadzīgāka. Nevienmērīgā reģionu attīstība būtiski ietekmē Itālijas kopējo darba tirgu. 2009. gadā Itālijas vidējais bezdarba līmenis bija 7,8%. Taču dažviet Dienviditālijā bezdarba līmenis pārsniedz pat 20%.⁵⁷

Itālijā pārsvarā ir mazi un vidēji ģimenes uzņēmumi, mazāk veiksmīga ir multinacionālo kompāniju darbība Itālijā, taču ir novērots plašs nozaru klāsts. Lielākā nozare ir finanšu starpniecība, darījumi ar nekustamiem īpašumiem un citi komercdarījumi, kas sastāda 29% no IKP, tam seko tirdzniecība, restorāni un viesnīcas, transporta pakalpojumi – 22% no IKP, rūpniecība sastāda 10%, celtniecība – 6% un lauksaimniecība, medniecība, mežsaimniecība un zvejniecība – 2% no IKP.⁵⁸

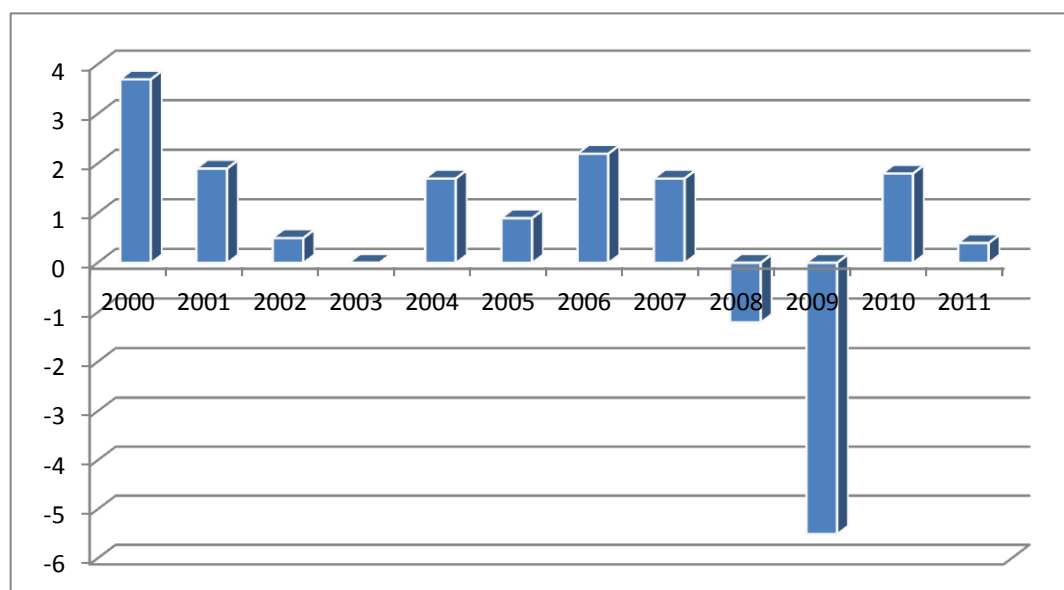
Galvenās rūpniecības nozares ir mašīnbūve, ķīmiskā rūpniecība, farmācija, pārtikas rūpniecība un tekstilrūpniecība. Pazīstamākie Itālijas mašīnbūves izstrādājumi ir Fiat un Alfa Romeo viegļie automobiļi un Ferrari sacīkšu automašīnas, motorollerī Galvenie ķīmiskās rūpniecības ražojumi ir minerālmēsli, lakas,

⁵⁷ **LIAA.** Eksportētājiem. Itālijas ekonomikas pārskats. [tiešsaiste] – [atsauce 21.05.2012]. Pieejams: http://www.liaa.gov.lv/uploaded_files/EKSPORTETAJIEM%20sadala/Italija/Ekonomika_2010.pdf

⁵⁸ **Itālijas Centrālā statistikas pārvalde.** [tiešsaiste] – [atsauce 8.03.2012]. Pieejams: www.istat.it

krāsas un farmaceitiskie līdzekļi. Strauji attīstās organiskās sintēzes produktu ražošana un naftas pārstrāde. Lielākie ķīmiskās rūpniecības centri izvietojušies piekrastē.⁵⁹

Itālijas ekonomiskā izaugsme kopš 2000. gada, kā tika noteikts iepriekš, nav bijusi vienmērīga. (3.8. attēls). Apskatītajā laika posmā IKP izaugsmes tempam ir novērota samazinājuma tendence, kas turpinās arī šobrīd. Līdzās citām Eiropas valstīm 2008.-2009. gados tā ir piedzīvojusi ekonomisko un finanšu krīzi, kad IKP izaugsmes līmenis samazinājās līdz -5,5%. Īstenojot fiskālus un monetārus pasākumus valsts stabilitātei, izaugsmes līmenis 2010.gadā palielinājās līdz 1,8%. Tomēr, lai panāktu vienmērīgu un stabilu valsts izaugsmi, ir nepieciešams īstenot strukturālās reformas, lai izvairītos no cikliskuma un nodrošināt ilgtermiņa izaugsmi. Krīze ir ietekmējusi arī nodarbinātības līmeni, kas samazinājās kopš 2007.gada no 6,2% līdz 8,4% 2011. gadā. Valdība turpina īstenot līdzekļus, lai stabilizētu ekonomiku un samazināt valsts parādu. Tas tiek panākts pārvirzot lielu daļu no valdības izdevumiem uz sociālo sektoru un ražošanas atbalstam. Kopumā valsts attīstību pēc IKP izaugsmes var raksturot kā ciklisku un nevienmērīgu.



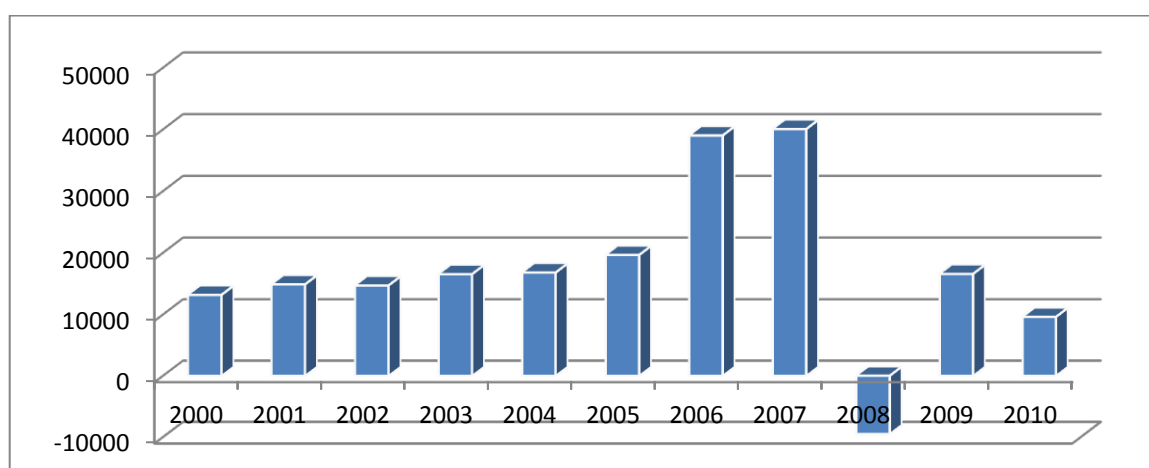
3.8.attēls. Itālijas IKP izaugsmes tempa dinamika, %, 2000.-2011.gadi.

Ļoti ievērojami pēdējo gadu laikā ir pieaudzis valsts ārējais parāds, sasniedzot 120% no IKP, valdības deficītam sasniedzot -3,6% no IKP. Tas parāda nelabvēlīgu šī

⁵⁹ Itālijas Centrālā statistikas pārvalde. [tiešsaiste] – [atsauce 8.03.2012]. Pieejams: www.istat.it

brīža situāciju, taču valdības mērķis ir līdz 2013.gadam samazināt valdības deficītu līdz 2,2% un privāta sektora parādu līdz 115%. Tik nestabila situācija ir saistīta ar to, ka ievērojamu lejupslīdi valsts ir piedzīvojusi krīzes laikā, taču arī pirms tam ekonomiskā attīstība nav bijusi vienmērīga, kas dod iemeslu secināt, ka valdība nav spējusi būt konsekventa ekonomiskas politikas īstenošanā.

Itālijas tiešo investīciju plūsma rādīja vienmērīgu izaugsmi līdz 2007.gadam. Iestājoties krīzei, 2008.gadā investīciju ieplūde samazinājās līdz negatīvam līmenim, sasniedzot -9 488 milj. ASV dolāru, kas attiecībā pret IKP ir -0,41. Taču kopš 2009.gada situācija ir uzlabojusies un divu gadu laikā, kopš straujas lejupslīdes ir vērojama izaugsme.



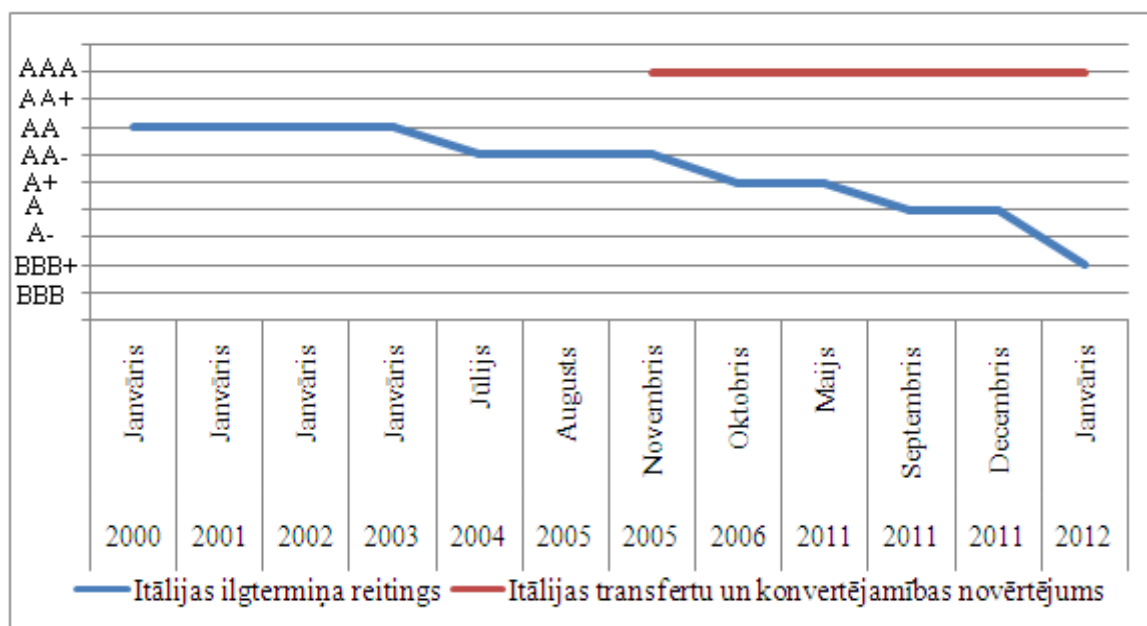
3.9.attēls. Itālijas ĀTI plūsma, milj. ASV dolāros, 2000.-2010. gads

Tiešās investīcijas privātajā sektorā lielākoties ieplūst patēriņa preču sektorā un sastāda 26% no lielākām investīciju piesaistes nozarēm. Tad seko ražošana ar 23%, finanšu pakalpojumi – 17%, atbalsta servisi un infrastruktūra – 13%, enerģētika un komunālie pakalpojumi – 12% un IT serviss ar 9% (2009. gada dati).⁶⁰

S&P šobrīd novērtē Itāliju ar BBB+ reitingu, kas par vienu iedaļu zemāk, nekā Fitch Itālijas reitings, kurš ir A-. S&P nav bijis pozitīvi noskaņots attiecībā uz Itālijas parādsaistību atmaksāšanas spēju, taču valūtas un konvertējamības novērtējums, kopš tā

⁶⁰ KPMG S.p.A., KPMG Advisory S.p.A. Investment in Italy. KPMG, 2012, 96.lpp. [tiešsaiste] – [atsauce 3.05.2012].

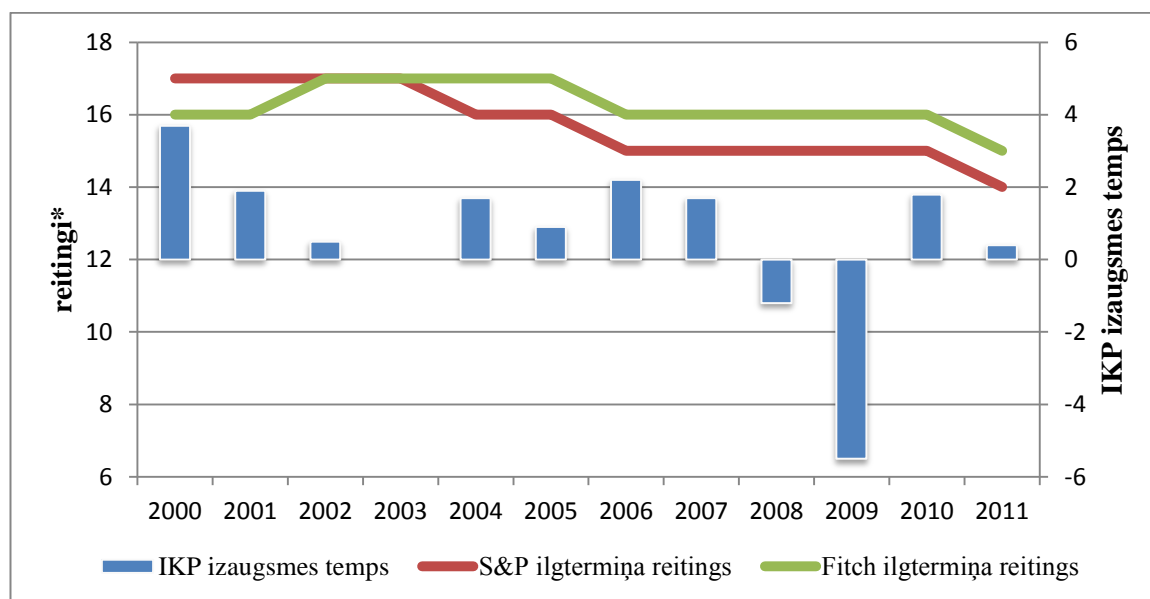
sākuma brīža ir bijis novērtēts ar visaugstāko līmeni. Tas nozīmē, ka valstij pastāv liels risks nenomaksāt parādus, kuru tā aizņemās no juridiskām un privātpersonām, kā arī starptautiskām institūcijām, taču valūtas pozīcijas un transfertu risks ir nebūtisks. Valūtas risks ir novērtēts ar viszemāko līmeni, jo kopš 1999. gada šī valsts ir pievienojusies Eiropas Monetārai zonai, ieviešot eiro. Visām Eiropas Monetārās zonas valstīm valūtas risks tiek novērtēts ar visaugstāko reitingu.



3.10. attēls. S&P Itālijas reitings un transfertu un konvertējamības novērtējums laika posmā no 2000. - 2012. gadam.

S&P nav konsekvents savos reitingos, jo veic reitingu pārskatu nepamatojoties uz kādām noteiktām likumsakarībām vai laika periodu. Tāpat kā Igaunijai, arī Itālijai S&P nav veicis novērtējumu 2008. gadā, taču šajā gadījumā novērtējumi netika veikti kopš 2007.gada līdz pat 2010. gadam. Reitingu novērtējumu pārtraukumi bija arī no 1998. līdz 2003.gadam (3.10. attēlā atspoguļo iepriekšējā reitinga novērtējumu). Tas, tāpat kā iepriekšējā gadījumā varētu būt izskaidrots ar aģentūru nevēlēšanos veikt krasu izmaiņu reitingu novērtējumos, jo tie nesniegtu patiesu esošās situācijas un, kas vairāk nozīmīgs, nākotnes kvalitatīvu un patiesu prognozi. Ir sarežģīti novērtēt lielu ekonomiku ekonomiskās nestabilitātes laikā, jo jānovērtē ne tikai esošā situācija, jāņem vērā arī nākotnes potenciālu un mēroga ekonomikas efektu, kas ļauj tik pat veiksmīgi tikt galā ar finanšu un ekonomiskiem izaicinājumiem, ja tiek nodrošināta pārdomāta un ilgtermiņa pieeja ekonomiskās politikas plānošanai.

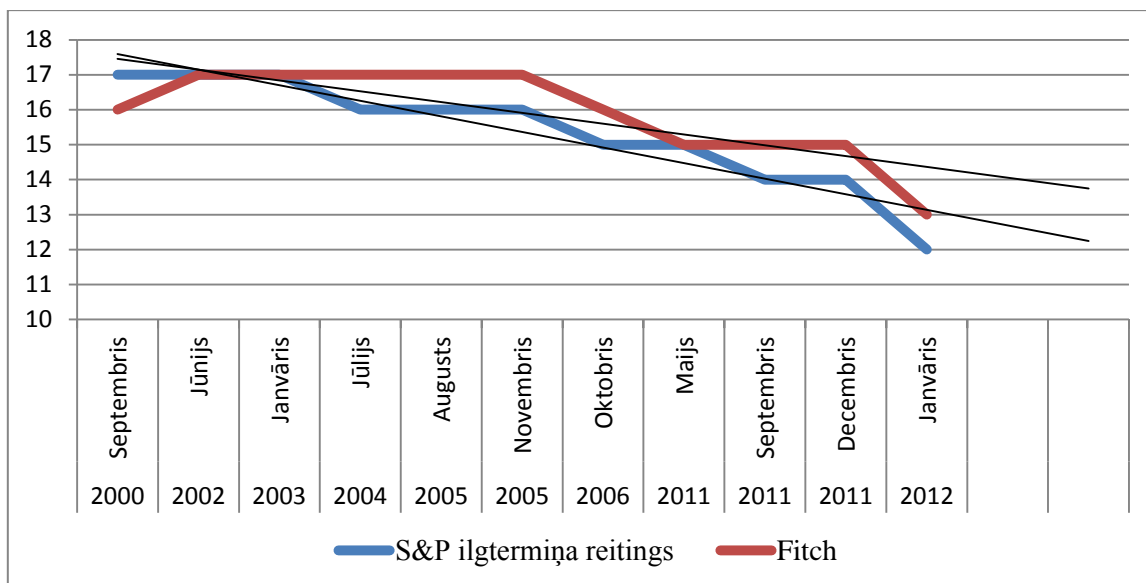
Ja apskatīt S&P un Fitch kredītreitingus uz gada beigām, tad var redzēt, ka kopš 2003. gada abas aģentūras sinhroni maina savus novērtējumus (3.10.attēls). Pie tam, nevar redzēt tiešu sakarību starp reitingu izmaiņām un IKP izaugsmes tempu. Kā tika minēts iepriekš, aģentūras neveica valsts pārvērtēšanu salīdzinoši ilgajā laika posmā, tāpēc var redzēt laika periodus, kur aģentūru novērtējumu dinamika saglabājas lineāra un bez ievērojamas izaugsmes.



3.11.attēls. Itālijas IKP izaugsmes temps (%), S&P un Fitch reitingi, 2000.-2011.gads

*(6 – B+; 8 – BB; 10 – BBB-; 12 – BBB+; 14 – A; 16 – AA-; 18 – AA+)

Tieši ekonomikas lejupslīdes periodos, kas bija novērojamas 2002., 2005. un 2008. gadā, novērtējumi gan S&P, gan Fitch netika samazināti. Ja apskatīt visus aģentūru reitingus (3.11.attēls), tad var noteikt, ka S&P novērtē Itālijas kredītspēju par vienu iedaļu augstāk, nekā to dara Fitch aģentūra. Pirms 2002.gada abu aģentūru reitingiem tika novērota pretējā tendence, proti, S&P reitingi bija augstāki, nekā Fitch aģentūras reitingi. 2002.gadā abas aģentūras novērtēja Itāliju ar līdzvērtīgiem reitingiem un pēc tam situācijas kopējā tendence izmainījās uz pretējo.

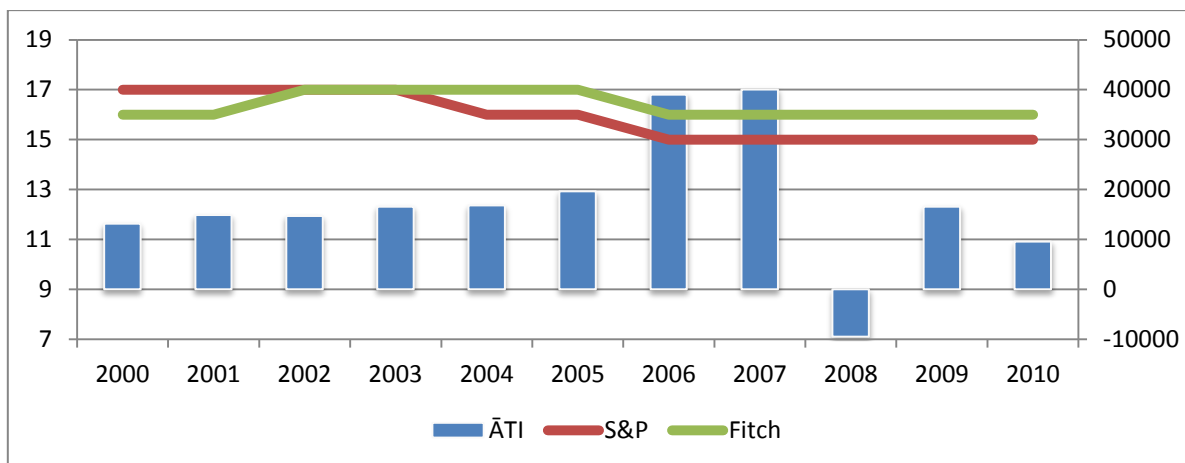


3.12.attēls. Ilgtermiņa Itālijas S&P un Fitch reitingu* dinamika

*(6 – B+; 8 – BB; 10 – BBB-; 12 – BBB+; 14 – A; 16 – AA-; 18 – AA+)

Aģentūru reitingu tendences līnijas parāda kopējo reitingu dinamiku. Var redzēt, ka abām aģentūrām Itālijas reitingi samazinās. Nākotnes tendence norāda uz to, ka tie arī turpmāk samazināsies, ja valdība nepieņems lēmumus un neīsteno pasākumus, kas nodrošinās ilgtermiņa ekonomiskās politikas stabilitāti un attīstību. Nākotnes tendence parāda arī to, ka tālāk ir iespējama lielāka atšķirība starp aģentūru reitingu novērtējumiem.

Vienā attēlā apvienojot divu aģentūru reitingus un ĀTI, kopējo sakarību novērot nevar. Tieši pretēji, palielinoties investīciju ieplūdei, abu aģentūru reitingu novērtējumi samazinās. Reitingu izmaiņas netika novērotas nedz pirms, nedz tad, kad tika notika ievērojama investīciju plūsmas samazināšana 2008.gadā. Tas varētu būt saistīts ar to, ka reitingi tika noteikti 2006.gadā, kad abas aģentūras samazināja savus novērtējumus, taču nepārskatīja tos divos turpmākajos gados.



3.13. attēls. Itālijas ĀTI (milj. ASV dolāru), S&P, Fitch reitingu* dinamika

*(6 – B+; 8 – BB; 10 – BBB-; 12 – BBB+; 14 – A; 16 – AA-; 18 – AA+)

Kā var redzēt no augstāk apskatītās informācijas, nevar noteikt aģentūru reitingu uzskatāmu sakarību ne ar IKP izaugsmes tempiem, ne ar investīciju plūsmu. Reitingu novērtējumi ir neregulāri un nespēj būt piesaistīti vienam rādītājam vairāk. Tos ir jāskata vienotā veselumā, novērtējot visu rādītāju kopu.

Lai novērtētu rādītāju savstarpējo sakarību, arī uz Itālijas datu piemēra tika veikta korelācijas analīze. Šajā gadījumā, sakarība starp investīcijām un reitingiem, pielietojot Pīrsona korelāciju, parādīja negatīvu korelāciju. Tas nozīmē, ka sakarība ir pretēja, proti, samazinoties reitingam, pieaug investīcijas un otrādi. Taču korelācijas koeficients, kas starp S&P un investīcijām sastāda -0,15, parāda, ka šī sakarība ir nebūtiska un to var neņemt vērā. Korelācijas koeficients ar Fitch aģentūras reitingiem, parāda vēl mazāku sakarību -0,029, kurš ir nebūtisks un nav ņemams vērā. Uz šī piemēra sakarība starp investīcijām un reitingiem nav pierādījusies. Iespējams tas skaidrojams ar to, ka reitingu novērtējumi netika veikti konsekventi, nepārskatot reitingus krīzes gados. Ja tas tiktu veikts un ņemot vērā IKP rādītāja ietekmi uz reitingu gala novērtējumu, reitingi tiktu samazināti.

Correlations

		Italiija_ati	Italia_Fitch	Italia_SP
Italiija_ati	Pearson Correlation	1	-,029	-,150
	Sig. (2-tailed)		,933	,659
	N	11	11	11
Italia_Fitch	Pearson Correlation	-,029	1	,496
	Sig. (2-tailed)	,933		,120
	N	11	11	11
Italia_SP	Pearson Correlation	-,150	,496	1
	Sig. (2-tailed)	,659	,120	
	N	11	11	11

3.14. attēls. Itālijas investīciju un reitingu Pīrsona korelācija.

Nepārprotami, Itālijas ekonomiku un parādsaistības risku ir ļoti sarežģīti novērtēt, jo jāņem vērā arī valsts un ekonomikas lielums. Te nebūtu piemērojami tādi paši novērtējuma mehānismi kā novērtējot mazās ekonomikas valsti, kur ir noteikta īstenotā valsts politika, maza ekonomikas diversifikācija un atkarība no lielākām valstīm vai valstu apvienībām. Šajā gadījumā būtu jāpielieto sarežģītākā novērtēšanas metode, jo liela mēroga valsts spēj pati regulēt reģiona ekonomiskās un finanšu plūsmas, nosakot galvenās tendences.

Salīdzinot pētījuma rezultātus starp abām valstīm, jāsecina, ka rezultāti abos gadījumos ir pretēji. Ja Igaunijas gadījumā tika noteikta cieša korelācija starp investīcijām un reitingu novērtējumiem, tad Itālijas gadījumā saistība starp abiem parametriem netika pierādīta. Lai izskaidrotu šāda veida rezultātus, jāņem vērā vairākus aspektus. Pirmkārt, tika salīdzināta mazās un lielās ekonomikas valsts, kurām ir atšķirīgas iespējas un ietekme uz pasaules ekonomikas plūsmām un atšķirīgas spējas piesaistīt investīcijas jau tāpēc vien, ka lielām valstīm ir lielāks produkta vai pakalpojuma noieta tirgus, līdz ar to tas ir atraktīvāks investoram. Otrkārt, ir jāņem vērā arī ekonomikas attīstības līmenis. Šo divu valstu starpā pastāv liela atšķirība, tāpēc salīdzināt abus šos gadījumus nebūtu korekti. Itālijā kaut arī nav novērots augsts iedzīvotāju dzīves līmenis un stabila ekonomiskā izaugsme, šī valsts ir ES dibinātājvalsts un ātrāk par Igauniju ir pievienojusies Eiropas Monetārai zonai. Treškārt, ekonomikas diversifikācijas līmenis un ar to saistītas iespējas investīciju piesaistei dažādās nozarēs.

Pēc visiem augstāk apskatītajiem aspektiem un pamatojoties uz divu valstu piemēra, var izdarīt kopējus secinājumus, ka pastāv sakarība starp reitingiem un ārzemju tiešajām investīcijām mazās ekonomikas valstīs un šī sakarība nepastāv, ja tiek novērtētas lielo ekonomiku valstis.

Secinājumi

1. Pastāv vairāki investīciju vides novērtēšanas un valsts riska noteikšanas metodes un katrs uzņēmums piemēro tos savām specifiskajām vajadzībām.
2. Investīciju vides novērtēšanā un reitingu noteikšanas metodēs, līdzās citiem faktoriem, izmanto politiskās un ekonomiskās vides novērtēšanu, kas ir vienādi parametri abos gadījumos.
3. Apskatot kredītreitingu darbību finanšu un ekonomisko krīžu laikā, kā arī izpētot zinātniskus darbus, kuri veltīti šim tematam, tika noteikts, ka aģentūru darbība un sniegtā informācija reitingu veidā ekonomiskās nestabilitātes apstākļos parāda ļoti straujas lejupslīdes, kas apšaubā reitingus spēju paredzēt finanšu krīzes un, laicīgi un pakāpeniski mainīt reitingu novērtējumus.
4. Standard&Poors, Fitch un Moody's kredītreitingu aģentūras pielieto līdzīgus reitingu noteikšanas faktoros un rādītājus, taču šo parametru novērtēšanas metodes atšķirās. Standard&Poors un Moody's līdzvērtīgi izmanto gan kvalitatīvus, gan kvantitatīvus rādītājus un analizē tos. Tas reitingiem piešķir lielāku subjektivitāti. Savukārt, Fitch pamatojas uz statistiskās regresijas analīzes metodi, novērtējot valsts parādsaistību risku. Šajā gadījumā kvalitatīvo rādītāju ietekme ir mazāka.
5. Ņemot vērā atšķirības starp aģentūru izmantojamām analīzes metodēm, pastāv arī atšķirības starp iegūto rezultātu novērtēšanas metodēm. Standard&Poors un Moody's katru rādītāju novērtē sešu un piecu punktu skalā attiecīgi. Fitch iegūto rezultāta skaitli, kuru iegūst 18 rādītājiem, uzreiz interpretē reitingā.
6. Pārbaudot investīciju un reitingu savstarpējo saistību uz Igaunijas piemēra, tika noteikts, ka korelācija starp investīcijām un Standard&Poors reitingu ir 0,663, Fitch gadījumā tas ir 0,5. Tas parāda, ka savstarpējā parametru saistība ir vidēji cieša un Standard&Poor's aģentūrai tā ir lielāka, nekā Fitch reitingiem.
7. Veicot korelācijas analīzi uz Itālijas piemēra, tika noskaidrots, ka korelācijas koeficients Standard&Poors un investīciju parametriem ir -0,15 un Fitch reitingiem ir -0,029. Tas parāda, ka sakarība starp abiem parametriem nepastāv, jo korelācijas koeficients ir ļoti mazs un tām nav būtiskas nozīmes.

8. Ņemot vērā iegūtos atšķirīgus rezultātus, jāsecina, ka kredītreitingu ietekme uz investīciju plūsmu atšķirās no valsts ekonomikas lieluma.
9. Ņemot vērā iegūtos pētījuma rezultātus, var secināt, ka darbam izvirzītā hipotēze ir daļēji pierādīta.

Hipotēze: Mazās ekonomikas valsts gadījumā starp ĀTI un nacionālajiem kredītreitingiem pastāv savstarpējā sakarība un ĀTI plūsma mainās atbilstoši izmaiņām nacionālajos kredītreitingu novērtējumos. Lielo ekonomiku valstīm šī sakarība nav novērota.

Priekšlikumi.

1. Uzņēmumam izveidot savu investīciju vides novērtēšanas un valsts riska noteikšanas metodoloģiju, izejot no uzņēmumu specifiskām vajadzībām.
2. Nacionālos kredītreitingus ir iespējams izmantot kā vienu no rādītājiem, kas nosaka valsts ekonomisko stabilitāti, taču uz to nav ieteicams paļauties pilnībā un reaģēt uz katrām reitinga izmaiņām. Jāņem vērā, kā reitingi ir tikai viedokļi, pie tam to novērtēšanas metodes ir atšķirīgas un uzmanīgi jāapsver kuras aģentūras informāciju izmantot savā darbībā.
3. Izmantojot kredītreitingu aģentūru informāciju savā darbībā, jāņem vērā, ka šo reitingu novērtēšanā tiek izmantoti arī kvalitatīvi novērtējumi, kas padara šo informāciju par subjektīvu ekspertu novērtējumu.
4. Kā tālāku šī pētījuma virzienus var turpināt ar lielāko pētāmo valstu apskati, lai spētu noteikt vai šī pētījuma rezultāti ir attiecināmi arī uz citām valstīm. Kā arī ir iespējams izpētīt mūsdienu investīciju riska novērtēšanas metodes, kurus praktiski izmanto investori, vecot tiešos ieguldījumus.

Izmantotā literatūra

Normatīvie akti:

1. **EC regulation** No 1060/2009 16 September 2009. [tiešsaiste] – [atsauce 10.04.2012]
Pieejams: http://www.esma.europa.eu/system/files/L_302_1.pdf
2. **International Organization of Securities Commission, Technical Committee.** Regulatory Implementation of the Statement of Principles Regarding the Activities of Credit Rating Agencies. Final Report. FR04/11. February 2011. [tiešsaiste] – [atsauce 28.04.2012].
Pieejams: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD346.pdf>
3. **United States of America. Credit Rating Agency Reform Act.** September 2006. [tiešsaiste] – [atsauce 21.04.2012].
Pieejams: <http://www.govtrack.us/congress/bills/109/s3850>

Zinātniskās publikācijas:

4. **Alfaro L., Kalemli-Ozcan S., Volosovych V.** Why Doesn't Capital Flow from Rich to Poor Countries? An Empirical Investigation. *Review of Economics and Statistics* 90 (2): 2008. pp. 347–68
5. **Arteta C., Hale G.** Sovereign debt crises and credit to the private sector . *Journal of International Economics* 74. 53.-69.p.
6. **Bennell J.A., Crabbe D., Thomas S., Gwilym a.O.** Modelling sovereign credit ratings: Neutral networks versus ordered probit. *Expert System with Applications* 30 (2006), 415-425
7. **Borensztein E., Cowan K., Valenzuela P.** Sovereign Ceiling „Lite”? The Impact of Sovereign Ratings on Corporate Ratings in Emerging Market Economies. *IMF Working Paper WP/07/75*. 2007. 32. p.
8. **Busse, M., Hefeker C.** “Political Risk, Institutions and Foreign Direct Investment.” *European Journal of Political Economy* 23 (2): 2007.pp. 397–415.
9. **Carneiro P.E.** Ten years' analysis of sovereign risk: noise-rater risk, panels, and errors. *Journal of Risk Finance*; 2009, Vol. 10 Issue 2, p107-130, 24p

10. **Cheng M., Neamtiu M.**, An empirical analysis of changes in credit rating properties: Timeliness, accuracy and volatility. *Journal of Accounting and Economics* 47, 2009. P.108-130.
11. **Cruses J.J.** Statistical properties of country credit ratings. *Emerging Markets Review* 7. 2006, 27.-757.lpp.
12. **Denisia V.** Foreign Direct Investment Theories: An Overview of the Main FDI Theories. *European Journal of Interdisciplinary Studies*, No. 3, December 2010. [tiešsaiste] – [atsauce 30.04.2012].
13. **Ferri G., Liu L.-G., Stiglitz J.E.** The Procyclical Role of Rating Agencies: Evidence from the East Asian Crisis. *Economic Notes*, 1999, Vol. 28 Issue 3, p335, 21p
14. **Fuentes M., Saravia D.** Are Sovereign Defaulters Punished? Evidence from Foreign Direct Investment Flows. **In:** *Sovereign Debt: From Safety to Default*. John Wiley & Sons, Inc., Hoboken, New Jersey. 2011. P. 149-155.
15. **Gratner M., Griesbach B., Jung F.** PIGS or Lambs? The European Sovereign Debt Crisis and the Role of Rating Agencies. *International Advances in Economic Research*; Aug2011, Vol. 17 Issue 3, p288-299, 12p
16. **Hermes N., Lensink R.** Foreign Direct Investment, Financial Development and Economic Growth. *Journal of Development Studies*; Oct2003, Vol. 40 Issue 1, p142-163, 22p
17. **Hochbaum D. S., Moreno-Centeno E.** Country credit-risk rating aggregation via the separation-deviation model. *Optimization Methods & Software*, 2008, Vol. 23 Issue 5, p741-762, 22p.
18. **Kim S.-J., Wu E.** Sovereign credit ratings, capital flows and financial sector development in emerging markets. *Emerging Markets Review*, 2008, Vol. 9 Issue 1, p17-39, 23p
19. **Klimavičiene A.** Sovereign credit rating announcement and Baltic stock market. *Organizations & Markets in Emerging Economies*; Mar2011, Vol. 2 Issue 1, p51-62, 12p
20. **Kräussl R.** Sovereign Ratings and Their Impact on Recent Financial Crisis. *Treasury Affairs*, 2004, Vol.1 Issue 2, p.34-42, 9p.

21. **Meldrum D.H.** Country Risk and Foreign Direct Investment. Business Economics; Jan2000, Vol. 35 Issue 1, p33, 8p
22. **Mellios C., Paget-Blanc E.** The Impact of Economic and Political Factors on Sovereign Credit Ratings. Sovereign Debt: From Safety to Default. 2011. 325.-335.p, 437 p.
23. **Mora N.** Sovereign credit ratings: Guilty beyond reasonable doubt? Journal of Banking & Finance; 2006, Vol. 30 Issue 7, p2041-2062, 22p
24. **Rugman A.M., Verbeke A., Nguyen Q.T.K.** Fifty Years of International Business Theory and Beyond. Management **International** Review (MIR); Dec2011, Vol. 51 Issue 6, p755-786, 32p
25. **Senik C.Z., Isa R.M., Scott-Ladd B., Entekin L.** Influential Factors for SME Internationalization: Evidence from Malaysia. Journal of Economics and Management; 2010, Vol.4 Issue 2, p.285. – 304.
Pieejams: <http://www.econ.upm.edu.my/ijem/vol4no2/bab05.pdf>
26. **Sy A.N.R.** The systemic Regulation of Credit Rating Agencies and Rated Markets. IMF Working Paper WP/09/129. 2009. [tiešsaiste] – [atsauce 25.04.2012].
27. **Sy A.N.R.** Ratings the rating agencies: Anticipating currency crises or debt crises? Journal of Banking & Finance; Nov2004, Vol. 28 Issue 11, p2845-2867, 23p

Grāmatas:

28. **Bojārs J., Vilne V.** Starptautiskās investīcijas. Rīga: LU Starptautisko attiecību institūts, 1996 gads. 72.-73. Lpp
29. **Hill C.W.L.** International business: Competing in the global Marketplace. The McGraw-Hill Companies, Inc 2007. 238., 246.-255. lpp.
30. **Gončarovs G.** Finanšu teorija. Rīga: LU, 2000. 86. lpp.

Interneta materiāli:

31. **Encyclopedia about Estonia.** [tiešsaiste] – [atsauce 1.04.2012].
Pieejams:http://www.estonica.org/en/Economy/General_overview_of_Estonian_economy/Foreign_investment/
32. **Igaunijas statistikas pārvalde.** [tiešsaiste] – [atsauce 1.03.2012 - 29.04.2012]

- Pieejams: <http://www.stat.ee/en>
- 33. International Organization of Securities Commission.** Objectives and Principles of Securities Regulation. May 2003. 47 p. [tiešsaiste] – [atsauce 28.04.2012].
Pieejams: <http://www.iosco.org/library/pubdocs/pdf/IOSCOPD154.pdf>
- 34. International Monetary Fund.** Global Financial Stability Report: Sovereigns, Funding and Systemic Liquidity. October, 2010. [tiešsaiste] – [atsauce 29.04.2012]
Pieejams: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/gfsr/2010/02/pdf/text.pdf>
- 35. Itālijas statistikas pārvalde.** [tiešsaiste] – [atsauce 1.03.2012 - 29.04.2012]
Pieejams: <http://www.istat.it/en/archive/statistics+report>
- 36. KPMG S.p.A., KPMG Advisory S.p.A.** Investment in Italy. KPMG, 2012, 96.lpp. [tiešsaiste] – [atsauce 3.05.2012].
Pieejams: <http://www.kpmg.com/IT/it/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/InvestmentInItaly.pdf>
- 37. Latvijas Statistika,** [tiešsaiste] – [atsauce 15.04.2012]. Pieejams: <http://data.csb.gov.lv/DATABASE/ekfin/%CEstermi%F2a%20statistikas%20dati/Invest%EEcijas/IV020clv.htm>
- 38. LIAA.** Eksportētājiem. Itālijas ekonomikas pārskats. [tiešsaiste] – [atsauce 21.05.2012].
Pieejams: http://www.liaa.gov.lv/uploaded_files/EKSPORTETAJIEM%20sadala/Italija/Ekonomika_2010.pdf
- 39. OECD Economic Survey.** Italy. An overview. [tiešsaiste] – [atsauce 15.03.2012].
Pieejams: <http://www.oecd.org/dataoecd/58/29/47769054.pdf>
- 40. The International Organization of Securities Commissions.** [tiešsaiste] – [atsauce 05.04.2012]. Pieejams: <http://www.iosco.org/>
- 41. The Joint Forum, Basel Committee on Banking Supervision International.** Stocktaking on the use of credit ratings. Bank for International Settlements; 2009. 119.p. [tiešsaiste] – [atsauce 23.04.2012].
- 42. U.S. Security and Exchange Commission.** U.S. SEC Performance and Accountability Report 2008. [tiešsaiste] – [atsauce 03.04.2012].
Pieejams: <http://www.sec.gov/about/secpar2008.shtml>

43. U.S. Securities and Exchange Commission. Report on the Role and Function of Credit Rating Agencies in the Operation of the Securities Markets. 2003. [tiešsaiste] – [atsauce 23.04.2012].

Pieejams: <http://www.sec.gov/news/studies/credratingreport0103.pdf>

44. World Bank statistical data. [tiešsaiste] – [atsauce 14.03.2012]. Pieejams: <http://data.worldbank.org/>