

BALTI RIIKIDE MAJANDUS LÄBI REITINGU-AGENTUURIDE SILMADE

Evelin Tamla, Kädli Moor

SISSEJUHATUS

Reitinguagentuuride hinnangud Balti riikide majandusele on viimasel ajal tavalisest rohkem tähelepanu pälvinud. Standard&Poor's alandas käesoleva aasta mais Läti riigireitingu¹ taset ning augustis tegi seda ka Fitch Ratings. Juulis alandas Standard&Poor's Eesti riigireitingu väljavaadet² stabiilselt tasemelt negatiivsele, mida Leedu puhul tehti juba mais. Läti riigireiting on nii Standard&Poor'si kui ka Fitch Ratingsi hinnangute põhjal Eesti ja Leedu omast madalam. Standard&Poor's on andnud kõigi Balti riikide riigireitingutele negatiivse väljavaate, hinnates seeläbi riigireitingute langetamise tõenäosust suuremaks kui Fitch Ratings, kes hindab väljavaadet stabiilseks. Kolmas suur reitinguagentuur Moody's Investors Service langetas septembris Eesti ja Läti riigireitingu väljavaate positiivselt tasemelt stabiilsele. Samas on Moody's Investors Service'i reitingupoliitika kahe ülejäänud agentuuri omast selgelt erinev, keskendudes väga tugevalt valitsuse finantsidele ja riigi majanduse pikaajalistele suundadele. See kajastub teistest agentuuridest optimistlikumas riigireitingu hinnangus (vt tabel 1).

Tabel 1. Eesti, Läti, Leedu ja valitud riikide riigireitingud*

	Standard&Poor's	FitchRatings	Moody's
Eesti	A/negatiivne	A/stabiilne	A1/stabiilne
Läti	BBB+/negatiivne	BBB+/stabiilne	A2/stabiilne
Leedu	A/negatiivne	A/stabiilne	A2/stabiilne
Ungari	BBB+/stabiilne	BBB+/negatiivne	A2/stabiilne
Sloveenia	AA/stabiilne	AA/stabiilne	Aa2/positiivne
Itaalia	A+/stabiilne	AA-/stabiilne	Aa2/stabiilne
Kreeka	A/stabiilne	A/positiivne	A1/positiivne
Hispaania	AAA/stabiilne	AAA/stabiilne	Aaa/stabiilne
Portugal	AA-/stabiilne	AA/stabiilne	Aa2/stabiilne
Island	A+/stabiilne	A+/stabiilne	Aaa/stabiilne

* Seisuga 12.09.2007.

BALTI RIIKIDE REITINGUID MÕJUTAVAD TEGURID

Agentuurid hindavad riigi võimet ja tahet teenida välisvaluutat, et täita võetud pikaajalised kohustused. Kõige otsesem riigi maksevõimet mõjutav tegur on riigi võlakooormus ja seda kujundav riigieelarve iga-aastane tasakaal. Lisaks mõjutavad riigireitingut paljud kaudsed tegurid,

¹ Riigireiting on riikide laenumaksmise suutlikkuse analüüsimisele spetsialiseerunud rahvusvaheliste (era)agentuuride hinnang valitsuse võimele ja taatele pikaajalised välisvaluutalaenu õigeaegselt tagasi maksta. Riigireitingust sõltub suurel määral see, kui kõrge intressimääraga on nii avalikul kui ka erasektoril võimalik välisturult laenu võtta.

² Reitingu väljavaade näitab reitingu muutumise oodatavat suunda lähiajal. Väljavaade võib olla stabiilne, positiivne või negatiivne.

mis puudutavad riigi rahanduse olukorda ning majanduse kui terviku haavatavust. Riigireitingu taseme hindamisel on analüütilistel vaatluste all kogu riigi majanduse olukord, oodatav areng ja struktuursed alused, poliitiline stabiilsus ning institutsionaalne võimekus. Reitinguagentuurid hindavad kõrgelt kogu majanduspoliitika kooskõla.

Eesti, Läti ja Leedu riikide reitingute tugevused ja nõrkused on oma olemuselt väga sarnased. Balti riikide riigirahanduse olukord on läbi aegade nende riigireitinguid jõudsalt toetanud. Tugeva riigirahanduse eredaim näide on Eesti, kes asub pingerea eesotsas mitte ainult võrreldava reitingutasemega riikide suhtes, vaid on ka madalaima riigivõla tasemega Euroopa riik Liechtensteini ja Luksemburgi järel. Erinevalt paljudest teistest maadest on Balti riikides valitsussektori varjatud kohustused, mis tulenevad erasektorile antud garantiidest ja riigi omanduses olevate ettevõtete seotud võimalikest kohustustest, peaaegu olematud. Pealegi on reitinguagentuur Standard&Poor's andnud Eestile ja Leedule väga kõrge ning Lätile kõrge hinnangu riigieelarve paindlikkuse suhtes, mis näitab valitsussektori võimet kohaneda ootamatute välisšokkidega³.

Baltimaade riigirahanduse tugevust toetab kiire majanduskasv, mille oluliseks tugitalaks on majanduse paindlikkusel ja konkurentsivõimel põhinev eksport. Eesti majanduse efektiivsele toimimisele aitab kaasa tugev pangandussektor, ja seda Fitch Ratingsi hinnangul isegi võimalikku välistoetust arvestamata⁴. Ka Leedu pangandussektori varad on peaaegu täielikult välisomanduses ja Läti puhul umbes 60%, mis on oluline risk maandav tegur. Balti riikide pangandussektori omanikud on strateegilised investorid ning pole põhjust arvata, et nad peaksid oma tütarettevõtete finantseerimise ootamatult lõpetama. Balti riikide reitinguid on pikka aega toetanud ühinemine ja tihe majanduslik lõimumine Euroopa Liiduga, sealhulgas vahetuskursimehhanismi ERM2 liikmelisus. Lisaks ühisturule ligipääsu majanduslikele kasudele annab Euroopa Liidu liikmestaatus selge kvaliteedimärgi Balti riikide institutsionaalsele arengule. See kõik soodustab lähenemist Euroopa Liidu vanade liikmesriikide elatustasemele.

Viimastel aastatel on reitingute puhul olnud üha tähtsamal kohal Balti riikide euroalaga liitumise väljavaated. Eestis ja Leedus kehtivat valuutakomitee põhimõtetele tuginevat fikseeritud vahetuskursi süsteemi ning Läti valuutakomitee põhimõtetele lähedast rahasüsteemi peavad reitinguagentuurid nende riikide taasiseseisvumisjärgse kiire majandusarengu üheks nurgakiviks. Samuti on agentuurid üksmeelel, et valuutakomitee süsteem on väga tugev ning sellel on tavalise fikseeritud vahetuskursi süsteemi ees mitu eelist. Omavääringu korral säilib siiski teoreetiline oht, et vahetuskursi ja/või selle süsteemi tuleb muuta. Selle võib vallandada näiteks kõikuma lööv usaldus omavääringu suhtes ja sellega kaasnev kodumaiste intressimäärade hüppeline tõus või

³ Standard&Poor'si uuring „The 2007 Fiscal Flexibility Index: Continental Sovereigns Still Lagging Behind”, 31. mai 2007.

⁴ Fitch Ratingsi eriraport „Bank Systemic Risk Report”, 22. märts 2007.

ekspordiva sektori konkurentsivõime tuntav langus. Mõneste aastat kehtinud rahasüsteemi puhul oleks sellisel muutusel majandusagentide – ettevõtjate, eraisikute, investorite, finantssektori – kujunenud ootuste taustal tõsised tagajärjed.

Eurole üle minnes see imeväikse realiseerumistõenäosusega, kuid tõsine oht kaoks. Peale selle toetavad Balti riikide liitumist euroalaga ühisraha liidu teoreetiliseks aluseks oleva optimaalse valuutapiirkonna⁵ argumentid. Tähtsaim neist on tõsiasi, et Balti riikide majandus on väike ja avatud ning neil on tihedad majandussuhted Euroopa Liiduga.

Selle taustal on euroalaga liitumise edasilükkumine olnud üks peamisi põhjusi, miks reitinguagentuuride hinnangud on Balti riikide suhtes hiljuti negatiivsemaks muutunud. Euroalaga ühinemise väljavaadet tuleb vaadelda käsikäes Eesti, Läti ja Leedu majanduse põhilise nõrga teguriga – rahvusvahelises võrdluses suure ja pikaajalise jooksevkonto puudujäägiga. Ühest küljest on selle põhjuseks kõrge investeerimisvajadus. Teisest küljest on aktiivne laenuvõtmine suurendanud erasektori võlakooormust. Finantssektori ja muu ettevõtluse välisomanduse kõrge taseme tõttu kajastub see välisvõlas, mis on võrreldava reitingutasemega riikide mediaankeskmisest tunduvalt suurem. Kuna kohustused välismaailma ees ja väljastatud laenu on Balti riikides peamiselt eurodes, kuid laenuvõtjate sissetulekud üldjuhul omavääringus, tooks eespool kirjeldatud vahetuskurssi muutumise riski realiseerumine kaasa probleeme. Euroala riigil on aga euro kodumaine valuuta ning riigil endal puudub võimalus vahetuskursi muuta. Seetõttu ei mängiks euro käibeloleku korral majanduse välise tasakaalustamatuse näitajad riigireitingu teguritena enam peaaegu mingit rolli, mis vähendaks Balti riikide võimalikku haavatavust reitinguagentuuride silmis märgatavalt.

Balti riikide üha süvenev jooksevkonto puudujääk on koos väga kõrge sisenõudluse, tootmistegurite piirangute ja tugevnenud inflatsioonisurvega tekitanud reitinguagentuurides muret, et sisemajanduse koguprodukti (SKP) kasvu järsu aeglustumise risk suureneb. Koos sellega, aga ka iseseisvalt, on suurenenud konkurentsivõime languse ja selle pikaajalise valulise taastumise tõenäosus. Nimetatud riske kajastavad majandusnäitajad viitavad sellele, et Balti riikide majanduse vastupanuvõime teguritele, mis võivad majandusolukorda halvendada, on vähenenud. SKP kasvu silmnähtava aeglustumise ehk majanduse järsu kohandumise võib vallandada näiteks väliskeskonna halvenemine. Standard&Poor's kirjeldas aasta algul Läti ohtudele viidates nn reaalselt kohandumist, kus SKP kasv langeb järsult tänasest potentsiaalsest tasemest allapoole ja jääb sinna kauemaks⁶. SKP kasv oleks aeglane pikema aja jooksul juhul, kui nii konkurentsivõime kui ka seni jõuliselt kasvanud eratarbimine väheneksid järsult. Konkurentsivõimet oleks mõõdukamate palkade või suurema tootlikkuse abil keeruline taastada,

⁵ Robert A. Mundelli 1960ndatel rajatud optimaalse valuutapiirkonna teooria järgi võib riigi jaoks olla majanduslikult efektiivsem loobuda iseseisvast rahapoliitikast. Teooria käsitleb kriteeriume, mille alusel valuutapiirkonna efektiivsust analüüsitakse ja eesmärk on hinnata valitud piirkonda kuuluvate riikide haavatavust asümmeetrilistele majandusšokkidele.

⁶ Standard&Poor'si uuring „Latvia: A Baltic Boom-Bust?“, 19. veebruar 2007.

kuna aeglane majanduskasv tooks kaasa töötajate suurema emigreerumise. Tööhõive langus ja tootlikkuse aeglane kasv vähendaks investeerimise atraktiivsust. Kõik see avaldaks mõju riigieelarvele, mille puudujääk võib isegi ületada Maastrichti kriteeriumide taseme. See omakorda lükkaks euroalaga liitumist veelgi edasi. Kadunud konkurentsivõime taastamine on aeganõudev ja vaearikas protsess, mida näiteks siamaani elab läbi euroala liige Portugal. Reitinguagentuur Moody's Investors Service ongi arvamusel, et Balti riikide majanduse peamiseks ohuks on pigem nn Portugali sündroom ehk erasektori liigsest laenukoormusest tulenev valuline majandusseisak kui järsk kohandumine.

MIDA REITINGUAGENTUURIDE HINNANGUTE MUUTUMINE VÕIB KAASA TUUA?

Hoolimata sarnastest arenguteguritest ja asjaolust, et paljud välisinvestorid vaatlevad kolme Balti riiki ühe (majandus)piirkonnana, on reitinguagentuurid nende tegurite tähtsuse ja riikide majandust ohustavate riskide tähtsuse suhtes eriarvamusel. Keegi ei kahtle, et konvergennts mängib Balti riikide majanduses väga suurt rolli. See pehmen dab ohusignaale, mida samal tasemel olevad majandusnäitajad edastaksid arenenud majandusega riikide puhul. Samas ei ole võimalik konvergen tsi tähendust selle keerulisuse tõttu üheselt hinnata. Nii on agentuurid muutunud majanduse haavatavust kirjeldavate näitajate halvenemise tõttu järjest ettevaatlikumaks.

Läti madalamad riigireitingud on tingitud Läti majandusnäitajatest, mis viitavad teiste Balti riikide majandusega võrreldes suuremale haavatavusele. Näiteks 2006. aastal oli Läti jooksevkonto puudujääk 22% SKPst ja tarbijahinna inflatsioon on alates 2007. aasta kevadest olnud ligikaudu 9%. Balti riikidest on just Lät il nihkunud euroalaga liitumise perspektiiv kõige kaugemale. Fitch Ratings on andnud reitinguagentuuridest värsket hinnangu, mille järgi ei võta Läti eurot kasutusele enne 2013. aastat. Fitch Ratings hindab Balti riikidest kõige tugevamaks Leedut⁷, mille majandust peetakse kapitalivoogude järsu muutuse ja majanduskasvu aeglustumise suhtes kõige vähem haavatavaks. Seetõttu ei ole euroala liitumise väljavaadete halvenemine Leedus Läti majandusega võrreldavat muret tekitanud. Eesti jääb haavatavuse poolest reitinguagentuuride hinnangul Läti ja Leedu vahele. Nii nagu teiste Balti riikide puhul, on reitinguagentuuride hinnangud muutunud ettevaatlikumaks ka Eesti majanduse suhtes, kuna selle sisemine ja väline tasakaalustamatus on majandusnäitajate põhjal järk-järgult süvenenud.

Balti riigid on kuni selle aasta alguseni kogenud vaid reitingute tõusu. Seega on Läti riigireitingu alandamine Standard&Poor'si ja Fitch Ratingsi poolt ning erinevad reitinguväljavaadete alandamised uus kogemus. Seni ei ole see toonud turgudel kaasa erilisi reaktsioone. Reitingumuutused on üldjuhul kajastunud kõige otsesemalt riigi laenu raha hinnas ja kohalike turgude intressivahes⁸.

⁷ Fitch Ratingsi eriraport „Risks Rising in the Baltic States”, 6. märts 2007.

⁸ Nt TALIBORi ja EURIBORi määrade erinevuses peaks üldjuhul kajastuma ka riskitaseme erinevus.

Tõsi, mida kõrgem on reitingutase, seda vähem on marginaalid muutunud. Samuti mõjutavad riigireitingute muutused kapitalivoogude suurus ja suunda⁹. Balti riikide turud on aga väikesed ning kauplemissuutavuse vähe, mistõttu portfelliinvesteeringute osakaal on madal. Lisaks on tulenevalt rahasüsteemist baasraha kaetud täielikult välisreservidega. Nende asjaolude tõttu on riigireitingute muutuste mõju turgudele nõrk ja ekstreemse spekulatiivse valuutarünnaku võimalus väga väike. Läti puhul võis esimese negatiivse väljavaate andmise järel käesoleva aasta veebruaris märgata intressimäärade mõningast tõusu ning intressivahe on jäänud samale tasemele tänaseni. Siiski on keeruline öelda, kas intressimäärade tõusu põhjuseks oli just negatiivse väljavaate saamine, kuna vahetult enne seda puhkes Lätis lati devalveerimise paanika, mis ei olnud reitinguagentuuri otsusega kuidagi seotud.

Riigireitingut võib kaudselt pidada Balti riikide majanduse ja majanduspoliitika usaldusväärsuse mõõdupuuks ja seeläbi ka kindlustunde kujundajaks. See on Balti riikide puhul isegi olulisem kui riigireitingute mõju turgudele. Reitinguagentuuride hinnangute halvenemine võib tarbijate ja ettevõtjate kindlustunnet märgatavalt vähendada. See omakorda võib vallandada majanduse järsu kohandumise. Kui reitingud halvenevad liiga suures ulatuses ja pikaks ajaks, võivad pikaajalised (välis)investorid muutuda Baltimaade majanduskliima suhtes ettevaatlikumaks. See tähendaks vähem investeeringuid ja järelkult madalamat potentsiaalset majanduskasvu. Negatiivse stsenaariumi korral võib väheneda ka Balti riikide emapankade praegune odav laenu raha ja/või laenu raha marginaalid võivad suurenenud riski tõttu tõusta. Seega võivad riigireitingu muutustega kaasneda pikaajalisemad tagajärjed, kuid nende ulatust ja mõju on väga keeruline hinnata.

BALTIMAADE RIIGIREITINGUTE LÄHITULEVIK

Reitinguagentuuride hinnangud näitavad seda, et hetkel kalduvad Baltimaade riigireitingud pigem alanema kui tõusma. Läti riigireitingu alandamine Standard&Poor'si ja ka Fitch Ratingsi poolt näitab, et allapoole korrektsiooni vallandab välistasakaalu halvenemine üle reitinguagentuuride „valuläve“. Seda eriti kombineerituna ülekuumenemisele viitava aktiivse sisenõudluse ning hinna ja palgakasvu survega. Inflatsioon, mis ulatub oluliselt üle Maastrichti kriteeriumi taseme, lükkab edasi võimalust liituda euroalaga. Euro kasutuselevõtu edasilükkumine mitme aasta võrra võrreldes Balti riikide algsete eesmärkidega ei ole iseenesest toonud kaasa reitinguagentuuride negatiivseid reaktsioone, kuid koos probleemsete majanduse põhinäitajatega on see tegur endiselt tähtsal kohal. Reitinguagentuurid peavad oluliseks, et Eesti, Läti ja Leedu kasutaksid ülekuumenemise riski ohjeldamisel riigi suutavust. Eriti aktuaalne on see suurima murelapse Läti puhul, kelle kohta nii

⁹ Nt Gande ja Parsley on leidnud, et riigireitingute alanemine toob kaasa kapitali väljavoo (A. Gande, D. Parsley (2004), „Sovereign Credit Ratings and International Portfolio Flows“, <http://www.internationalmonetaryfund.com/external/np/seminars/eng/2004/ecbimf/pdf/parsle.pdf>).

Tabel 2. Valitud riikide reitinguid toetavad ja nõrgestavad tegurid

	Eesti	Läti	Leedu
Riigireiting	A/stabiilne	BBB+/stabiilne	A/stabiilne
SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100	68,8	57,0	57,3
Toetavad tegurid	Püsiv riigieelarve tasakaal ja väga madal riigivõlg SKP kiire kasv; sissetulekute lähenemine ELi tasemele Kõrge kvaliteediga ja välismaises omanduses pangasüsteem Vaba turumajandus, mis võib oluliselt soodustada välismaiste otseinvesteeringute sissevoolu	Tugev riigirahandus, väike valitsussektori võlg, avaliku sektori välisvarad Sissetulekute lähenemine ELi tasemele	Pidev SKP reaalkasv ja sissetulekute lähenemine ELi tasemele Tugev riigirahandus, väike valitsussektori võlg Pangasüsteem välisomanduses
Nõrgestavad tegurid	Euroalaga liitumise edasilükkumine vähemalt 2012. aastani kõrge inflatsiooni tõttu Suur jooksevkonto puudujääk Suur ja kasvav erasektori välisvõlg	Suur jooksevkonto puudujääk Panga- ja erasektori suur välisvõlg Euroalaga liitumist edasi lükkav kõrge inflatsioon Madal välislikviidsus, suur lühiajaline võlg	Euroalaga liitumist edasi lükkav inflatsioonisurve Suur jooksevkonto puudujääk, kasvav erasektori välisvõlg Nõrk välislikviidsus
	Itaalia	Kreeka	Portugal
Riigireiting	AA-/stabiilne	A/positiivne	AA/stabiilne
SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100	98,2	85,5	69,3
Toetavad tegurid	Rikas laiapõhjaline majandus Madal inflatsioon, euroala liige Võlgade juhtimine, ligipääs euroala kapitaliturule	SKP ja sissetulekute kiire kasv elaniku kohta ELi ja euroala liikmelisus Tugeva majandusliku kontrolli- ja enamusvalitsus Edukad erastamis- ja tooteturureformid Edukad investeeringud, tootlikkuse kasv, immigratsioon	ELi ja euroala liikmelisus Reformimeelne enamusvalitsus Tugev pangandussüsteem

	Itaalia	Kreeka	Portugal
Nõrgestavad tegurid	Suur riigivõlg Halvenev konkurentsivõime Tooteturu paindumatus Poliitiline vastuseis avaliku sektori kulureformile	Valitsussektori võlg üle 100% SKPst (vana arveldussüsteemi järgi), kuid eelarve puudujääk nüüd alla 3% Nõrk avalik haldus, puudulik tööturureform, probleemid statistika usaldusväärsusega Erasektori aktiivne laenamine, suur eratarbimine, kiire palgakasv, kallinev reaalne vahetuskurss Korruptsioon ja varimajandus	Nõrk riigirahandus, eelarve puudujääk suurem kui ELi 3% kontrollväärtus Ebaefektiivne avalik sektor Madal SKP elaniku kohta võrreldes Lääne-Euroopaga Vähene tootlikkus
	Ungari	Island	
Riigireiting	BBB+/negatiivne	A+/stabiilne	
SKP elaniku kohta ostujõu pariteedi alusel, 2007 (prognoos), EL-25 = 100	63,1	123,0	
Toetavad tegurid	Reitingutaseme kohta kõrge SKP elaniku kohta Mitmekülgne ELiga lõimunud majandus Välismaiste otseinvesteeringute kõrge tase Riigivõla laitmatu teenindamine	Jätkusuutlik riigirahandus Ujuv vahetuskurss Efektiivsed institutsioonid Energiamahuka tööstuse suur kasvupotentsiaal	
Nõrgestavad tegurid	Nõrk riigirahandus Suur jooksevkonto puudujääk, välisvõlg, välisfinantseerimise vajadus Madal välislikviidsus, suur tundlikkus kindlustunde muutuse suhtes Pangalaenuid valdavalt välisvaluutas	Pankade tugev sõltuvus turu rahastamisest Mittejätkusuutlik jooksevkonto puudujääk Suur netovälisvõlg	

Allikad: Fitch Ratings, Eurostat.

Fitch Ratings kui ka Standard&Poor's on märkinud, et valitsuse inflatsioonivastase võitluse pakett ei pruugi olla majanduse tasakaalustamiseks piisav ja võib tuua kaasa (uue) reitingu alandamise.

Balti riikide reitingute võrdlemine muude riikide omaga võimaldab hinnata agentuuride nimetatud tugevuste ja nõrkuste tähtsust. Euroala vanadest liikmesriikidest on Baltimaade reitingud lähimad Kreekale, Itaaliale ja Portugalile. Sealjuures on Eesti, Läti ja Leedu ka elatustaseme

poolest võrreldavad nii Portugali kui ka Kreekaga. Euroopa Liidu ja euroala välistest riikidest on kõnekaimaks võrdlus rikka Islandiga (vt tabel 1). Tabelis 2 on reitinguagentuuri Fitch Ratings viimaste raportite põhjal tehtud kokkuvõte nende riikide reitingute tugevustest ja nõrkustest. Olulisim järeldus on, et euroala liikmelisus on äärmiselt tähtis riigireitingut mõjutav tegur, mis kaalub paljuski üles majanduse muud nõrkused. Seega on Balti riikide liitumisel euroalaga oodata nende riigireitingu tõusu. Fitch Ratingsi arvates võib see tõusta 1-2 astme võrra. Pealegi on Standard&Poor's leidnud mehhaanilise analüüsi teel, et kui euroalasse kuuluvad Kreeka, Itaalia, Portugali ja Hispaania peaksid eurost lahti ütlema, võib see nende riigireitinguid alandada ühe kuni nelja astme võrra¹⁰. Võrdlus Islandiga, kes ei ole ei küll Euroopa Liidu ega euroala liige, kuid kelle välistasakaalu näitajad on samuti nõrgad, kinnitab, et teine tee riigireitingu tõusuks on elatustaseme kasv. Kõrgem tulutase elaniku kohta näitab riigi majanduse õitsengut, mitmekesisust ja mänguruumi ebasoodsas majandusolukorras vastupidamiseks.

¹⁰ Standard&Poor'si raport „Breaking Up Is Hard To Do: Rating Implications of EU States Abandoning The Euro”, 24. november 2005.