

*arch Institute* (JBRI) a v červenci 1993 obdržela stupeň A-. Vzhledem k lokálnímu významu tohoto ratingu to však nebylo považováno za průlom.

Klidný průběh a završení hospodářské transformace České republiky nalezly svůj odraz i v ratingovém hodnocení. V dubnu roku 1994 oznámila agentura *Moody's* další revizi ratingu Baa3 s výhledem na jeho možné zvýšení. To se uskutečnilo v květnu 1994 a nový rating měl hodnotu o stupínek vyšší – **Baa2**.

Odvůdnění: příznivé makroekonomické trendy, stabilita politické situace a tržně orientovaná strategie vlády opírající se o ambiciózní privatizační program. *Standard & Poor's* kontrovali v červnu 1994 zvýšením na **BBB+**, opět s pozitivním výhledem.

Do chvíle, kdy jsou psány následující řádky, se poslední zvýšení ratingu od *Moody's* na **Baa1** uskutečnilo po návštěvě analytiků v Praze v květnu 1995. Zdůvodněno je pokračujícími úspěchy makroekonomické politiky v ČR, nastartováním pozitivního růstu HDP, vyrovnáním státním rozpočtem, nízkou inflací a nízkou nezaměstnaností.

Agentura však upozorňuje na zvýšenou poptávku po dovozu a značné prohloubení deficitu obchodní bilance. Podle jejího názoru tyto trendy vyvolávají potřebu další strukturální transformace na mikroekonomické úrovni, úvahy o adekvátnosti uplatňovaného kursového režimu, o načasování dalších kroků ve směnitelnosti české koruny (nový *devizový zákon* byl přijat teprve jeden měsíc po zveřejnění ratingu) a pokračování reformy bankovního systému.

Japonští analytici z *JBRI* naopak usoudili, že takový vývoj vlastně už dávno předvídali a zejména vzhledem k očekávanému vývoji na běžném účtu platební bilance **ponechali** rating ČR na původní úrovni **A-**.

Tento poněkud nelogický závěr (původní rating stanovili v situaci, kdy v roce 1993 mírně poklesl HDP a naopak stoupla inflace, v roce 1995 byla situace právě opačná a vývoj platební bilance celkově stabilizovaný) pouze svědčí ve prospěch tvrzení o subjektivní povaze ratingu a o těžkém životě investorů.

V srpnu 1995 evropská ratingová agentura *IBCA* v rámci zvyšující se angažovanosti na poli ratingu *sovereign risk* oznámila pro Českou republiku rating **A-**.

Další historický průlom se uskutečnil po návštěvě týmu *S&P's* v Praze v září 1995. Agentura v listopadu zvýšila rating České republiky hned o dva stupínky na **A** a výhled změnila na **stabilní**.

Tento krok jednak předjímal vstup ČR do OECD, jednak ocenil skutečnost, že česká ekonomika prokázala schopnost odolávat možným finančním a ekonomickým tlakům. Stabilní politické prostředí, konzervativní finanční politika a pokračující modernizace ekonomiky jsou podle názoru agentury zárukou hlad-

kého vývoje v posttransformačním období a v následujících letech by měly usnadnit integraci České republiky do Evropské unie.

Shrme si tedy historii počátků ratingu zahraničního dluhu ČR do přehledné tabulky.

POČÁTKY RATINGU ČR		
Datum	Agentura	Stupeň
Leden 1992	Moody's	Ba1 rating nezměněn
Červenec 1992	Moody's	Baa3
Březen 1993	Moody's	A-
Červenec 1993	JBRI	BBB (pozitivní výhled)
Červenec 1993	Standard & Poor's	Baa2
Květen 1994	Moody's	BBB+ (pozitivní výhled)
Červenec 1994	Standard & Poor's	rating nezměněn (A-)
Říjen 1994	JBRI	A-
Srpen 1995	IBCA	Baa1
Září 1995	Moody's	rating nezměněn (A-)
Září 1995	JBRI	A (stabilní výhled)
Listopad 1995	Standard & Poor's	

Mezinárodní postavení České republiky je patrné z následující srovnávací tabulky. Ilustruje dobře i skutečnost, že minění ratingových agentur se spíše rozcházejí než shodují (údaje jsou z 12. 1. 1996).

3. Rating: jeho význam pro stát, banky a investory

MOODY'S		STANDARD & POOR'S	
Rating	Země	Rating	Země
INVESTIČNÍ STUPEŇ			
Aaa	Francie, Japonsko, Lucembursko, Německo, Nizozemsko, Rakousko, Švýcarsko, USA, Velká Británie	AAA	Francie, Japonsko, Německo, Lucembursko, Nizozemsko, Norsko, Rakousko, Švýcarsko, USA, Velká Británie, Singapur
Aa1	Belgie, Dánsko, Norsko, Bermudy	AA+	Belgie, Dánsko, Kanada, Tchaj-wan, Švédsko
Aa2	Austrálie, Finsko, Španělsko, Nový Zéland, Singapur, Irsko, Kanada	AA	Austrálie, Itálie, Bermudy, Irsko, Nový Zéland, Španělsko
Aa3	Švédsko, Tchaj-wan	AA-	Finsko, Portugalsko, Jižní Korea, Kypr
A1	Itálie, Jižní Korea, Portugalsko, Malajsie	A+	
A2	Island, Thajsko, Malta	A	Hongkong, Island, Thajsko, Malta, <b>Česká republika (11/95)</b>
A3	Čína, Hongkong, Izrael	A-	Chile, Malajsie, Izrael
Baa1	Chile, <b>Česká republika (9/95)</b>	BBB+	
Baa2		BBB	Čína, Indonésie
Baa3	Řecko, Indonésie, Slovensko (5/95), Polsko, JAR, Indie, Turecko, Kolumbie	BBB-	Kolumbie, Řecko
SPEKULATIVNÍ STUPEŇ			
Ba1	Maďarsko, Uruguay, Trinidad a Tobago	BB+	Maďarsko, Uruguay, Slovensko (5/95), Indie, JAR
Ba2	Venezuela, Mexiko, Filipíny, Barbados	BB	Polsko, Mexiko, Filipíny
Ba3 a další	Argentina, Brazílie, Turecko, Jordánsko, Pákistán	BB- a další	Argentina, Venezuela, Turecko, Jordánsko, Pákistán, Paraguay

3. Rating: jeho význam pro stát, banky a investory

IBCA		JBRI	
Země	Rating	Země	Rating
INVESTIČNÍ STUPEŇ			
Rakousko, Francie, Německo, Japonsko, Lucembursko, Nizozemsko, Norsko, Švýcarsko, Velká Británie, USA	AAA	Japonsko, Španělsko	
Bermudy, Kanada, Španělsko	AA	Rakousko, Nizozemsko, Finsko, Irsko, Hongkong, Korea, Austrálie	
Finsko, Hongkong, Portugalsko, Itálie, Švédsko, Belgie, Dánsko, Irsko	AA- A+	Itálie, Čína, Malajsie, Thajsko	
Kuvajit	A	Řecko	
<b>Česká republika (8/95), Chile</b>	A-	<b>Česká republika (9/95)</b>	
Tunisko	BBB+	Indie	
	BBB	Slovensko	
	BBB-	Tunisko	
SPEKULATIVNÍ STUPEŇ			
Polsko, Uruguay	BB+		
Jihoafrická republika, Mexiko	BB		
Turecko	BB- a další		

**Rating dalších českých emitentů**

ČNB není jediným emitentem za ČR a to našlo brzy svůj odraz i v ratingu. Zatímco **město Praha** získalo při všech hodnoceních stejný kredit od S&P's jako republika, **ČEZ** v roce 1995 získal **BBB** od S&P's a **A-** od JBRI.

### Rating českých bank od BREE

České banky začaly získávat své první zkušenosti s ratingem po sérii syndikovaných půjček na mezinárodních trzích v roce 1995. Mezi prvními stanovila svá hodnocení *kyperská ratingová agentura BREE* (součást americké *Thomson Bank-Watch*):

- *Komerční banka* získala dlouhodobý **BBB+** a krátkodobý **A1**,
- *ČSOB a Živnostenská banka* **BBB+/A2**,
- *Česká spořitelna* **BBB/A1**,
- *IPB* **BB/A2**,
- *Agrobanka* **B+/A2**,
- *Pragobanka* **B+/A3** a
- *Interbanka* **B/B**.

### Rating českých bank od Moody's

S napětím se očekával zejména rating od *Moody's*, který byl oznámen 15. března 1995 a dopadl poměrně povzbudivě:

- *Agrobanka* získala na dlouhodobé vklady hodnocení **Ba1**, na krátkodobé **Not Prime** a finanční sílu banky **E+**,
- *ČSOB* **Baa2/Prime-2/D+**,
- *Česká spořitelna* **Baa2/Prime-2/D**,
- *IPB* **Baa2/Prime-2/D** a
- *KB* **Baa2/Prime-2/D+**.

Dosažená úroveň ratingu bank ve své době jednak podpořila jejich úspěšné (a mnohdy již opakované) vstupy na trhy, jednak předznamenala i sérii vydání **globálních depozitních certifikátů** (*GDR, global depositary receipts*), tj. derivátů jejich akcií bez hlasovacích práv, na světových trzích.

### G) SHRNUTÍ

Investorům, kteří riskují své peníze, nebo zprostředkovatelům riskujícím peníze svých klientů, jako důkaz důvěryhodnosti obvykle nestačí podpora poskytnutá určitému státu mezinárodními institucemi. Aby vložili prostředky do cenných papírů určitého emitenta, potřebují znát pravděpodobnost, se kterou je schopen dostát svým závazkům. **Investiční informace**, která se zabývá hodnocením této pravděpodobnosti, je **rating**.

Od počátku tohoto století začaly nejprve na severoamerickém trhu vznikat specializované **agentury** zabývající se ratingem jak rizika státu (*sovereign risk*), tak

rizika ostatních subjektů (bank, korporací atp.). Rozhodujícími vlastnostmi, pro které investoři a později emitenti byli a jsou ochotni platit za jejich služby, jsou jejich **analytická kapacita** a **nezávislost**. Největšími a nejvyužívanějšími agenturami jsou ve světovém měřítku severoamerické agentury *Moody's* a *Standard & Poor's*, v Evropě londýnská *IBCA*.

Zatímco **pro investora** představuje rating především základní orientaci pro jeho rozhodnutí, u institucionálního investora případně i omezení ve smyslu minimální povolené úrovně ratingu cenných papírů v portfoliu, **pro emitenta** ovlivňuje do značné míry: cenu, kterou musí investorům zaplatit za ochotu převzít riziko; dále trh, na který může vstoupit, okruh investorů a druh transakcí, které může provádět.

Pro hodnocení investičního rizika se postupem času ustálily **standardizované škály**. Klasický rating se týká dlouhodobých závazků, případně krátkodobého dluhu, existují však i jiné typy hodnocení, jako např. hodnocení finanční síly instituce, právního postavení subjektu (pravděpodobnost vnější podpory) a podobně. U ratingu dlouhodobých závazků je škála rozdělena do dvou hlavních skupin – na investiční a neinvestiční (spekulativní) stupně.

S výjimkou bank, jejichž mezinárodní aktivity jsou natolik rozsáhlé, že převážují nad rizikem domácího trhu, tvoří **rating státu strop** (*sovereign ceiling*) pro hodnocení institucí majících původ na jeho území. Rating státu spočívá v hodnocení politického rizika, odrážejícího ochotu splatit dluh, a ekonomického rizika, odrážejícího schopnost splatit dluh. Vzhledem k tomu, že je založen na hodnocení makroekonomických agregátů a některých těžko vyčíslitelných faktorů, je považován za méně spolehlivý než rating banky či korporace, které jsou založeny spíše na ekonomických metodách. Hlavními důvody pro vyšší rating státu pak jsou jeho schopnost zajistit si (natisknout) dostatek měny pro splacení svých závazků, využít k němu prioritně oficiální devizové rezervy a případně i možnost zavést pro ostatní devizové restrikce.

**Česká republika** se vzápětí po svém vzniku zařadila mezi státy s investičním stupněm ratingu a během dvou let se pracovala do skupiny **A**. Jako členská země OECD pak představuje pro hlavní institucionální investory na světových trzích velmi přijatelnou úroveň rizika. Ve vzrůstající míře přibývají banky i další subjekty (municipality a velké společnosti), které jsou mezinárodními ratingovými agenturami hodnoceny.