

**Klíčové pojmy 2. kapitoly**

Evropská společenství	Evropský měnový institut (EMI)
Římské smlouvy	Banka pro mezinárodní platby v Basileji
Konvergenční (maastrichtská) kritéria	Bankovní směrnice ES
Evropský měnový systém (EMS)	Program Phare

*Cvičení 2*

- 2.1 Co rozumíme pod pojmem integrace a jaké jsou její stupně? Čím se od sebe jednotlivé stupně liší?
- 2.2 Co je to Evropský měnový systém a jaké jsou jeho základní rysy?
- 2.3 Co jsou to maastrichtská kritéria a co je jejich účelem?
- 2.4 Jaké změny by především měl přinést přechod do třetího stadia hospodářské a měnové unie?
- 2.5 Charakterizujte stručně BIS v Basileji.
- 2.6 Jaké jsou hlavní rysy 1. a 2. bankovní směrnice?
- 2.7 Co je to EIB a co program Phare?

3. KAPITOLA

**RATING: JEHO VÝZNAM PRO STÁT, BANKY A INVESTORY**

**ÚVOD**

Po diskuzi týkající se základů mezinárodního finančního systému, jeho institucionálních prvků a hlavních vývojových trendů, vysvětlení příčin snah o liberalizaci běžných a kapitálových účtů platebních bilancí a o nadnárodní integraci nám blízkém příkladu Evropské unie, se naše pozornost začíná přesouvat směrem k fungování soukromých trhů.

Klíčovým pojmem na těchto trzích pro stát, pro mezinárodně činnou instituci a zvláště pro banku je její důvěryhodnost – kredibilita. Jejím standardizovaným vyjádřením se v průběhu dvacátého století stal na poli mezinárodních finančních **rating**.

Po definování pojmu a vysvětlení hlavních souvislostí se seznámíme s nejdůležitějšími ratingovými agenturami a se dvěma hlavními druhy ratingu – s hodnotením důvěryhodnosti země a vzhledem k předmětu našeho zájmu i s hodnocením bank.

Po diskuzi o postupech specializovaných agentur si na příkladech projdeme škály hodnocení a dozvíme se, proč je rating důležitý.

Na závěr kapitoly jako obvykle patří stát o ratingu České republiky, resp. České národní banky a dalších domácích institucí.

Kapitola má následující strukturu:

- A) Co je rating a k čemu slouží
- B) Hlavní ratingové agentury
- C) Hodnocení důvěryhodnosti země (*sovereign ceiling*)
- D) Rating komerčních bank
- E) Škály hodnocení a ratingová typologie
- F) Vývoj ratingu ČR: české banky v zorném poli ratingových agentur
- G) Shrnutí

## CÍL

Na konci kapitoly byste měli být schopni:

- definovat pojem a význam ratingu pro operace státu a dalších subjektů (zejména bank) na mezinárodních finančních trzích;
- objasnit základní druhy a techniky ratingu a používané škály hodnocení;
- na příkladu historie a činnosti hlavních ratingových agentur diskutovat výhody a nevýhody plynoucí z užívání ratingu i pro jiné účely, než pro které je určen.

## A)

### CO JE RATING A K ČEMU SLOUŽÍ

To, že mezinárodní instituce jako MMF nebo Světová banka podpoří překlenuvací, zajišťovací či strukturální půjčkou stabilizační program vlády členské země, která je v potížích, je sice důležitým krokem k obnovení důvěry mezinárodních trhů, obvykle však ne zcela postačujícím.

Ani toto, ani eventuelní navazující dvoustranné půjčky od vlád jiných členských zemí, nemusí stačit k zažehnutí problémů. Dotyčná vláda, centrální banka či velké komerční banky mohou zjistit, že další možnosti, jako např. syndikovaný úvěr od konsorcia bank nebo vydání obligací v zahraničí, jsou jednak omezené a jednak drahé.

Okamžik, kdy financování z „oficiálních“ zdrojů je levnější a relativně dostupnější než ze zdrojů soukromých, je pravou chvílí pro pokus obnovit či získat důvěru soukromých investorů a uvedený cenový poměr zvrátit. Soukromí investoři zjevně potřebují takové dodatečné informace o stavu a perspektivách vývoje dané ekonomiky či subjektu (banky, velkého podniku), které by je přesvědčily, že je výhodné a relativně bezpečné do jejich cenných papírů investovat. **Takové informace jsou poskytovány prostřednictvím ratingu.**

## Pojetí ratingu

Existují různé druhy ratingu a tento mezinárodně užívaný výraz má poměrně širý význam.

V nejšířším smyslu znamená **rating** hodnocení.

*Také páňové či dámy sedící v teplém jarním dni na lavičce a hodnotící kolem procházející příslušnice (příslušníky) opačného pohlaví provádí svým způsobem ra-*

*ting. Pokud by ale někdo z nich pojal úmysl někoho z kolemjedoucích pojmovat za choť či za manželka, bylo by dosud provedené hodnocení nedostatečné. Riziko fatálního omylu by bylo v případě souhlasu vybraného partnera příliš vysoké.*

Proto by se zřejmě pokusil o **rating v užším smyslu**.

*Prostě by se snažil dozvědět o dotyčném víc, buď vlastními silami, za pomoci přátel, a ti nejdůkladnější nebo nejméně důvěřiví by si možná našli detektivní agenturu.*

Subjekty podnikající na finančních trzích jsou z definice ty nejméně důvěřivé. Proto obvykle kombinují všechny uvedené možnosti. Sledují hodnocení mezinárodními organizacemi, ty největší z nich provádějí a někdy i publikují pro individuální investory svá hodnocení a především sledují hodnocení publikovaná uznávanými **ratingovými agenturami**.

Zejména banky, penzijní fondy a jiné instituce podléhající přísnému dohledu státu či centrální banky mají jak zákonem, tak vnitřními pravidly (která určují jejich majitelé-akcionáři a jsou obvykle přísnější) daná omezení, která musí respektovat. Mezi ně obvykle patří i minimální úroveň ratingu, pod kterou při investici do cenných papírů nesmějí jít.

Jinými slovy: prostor pro dosahování zisku je omezen definováním maximální možné míry rizika, které mohou podnikatelské subjekty při investicích podstoupit.

V tuto chvíli máme tedy dost informací pro to, abychom se pokusili **rating** definovat:

- víme, že je to informace;
- dále víme, že ne informace ledajaká, ale taková, která umožňuje investoři posoudit míru rizika jeho investice. Taková informace, aby měla cenu, musí být nejenom co *nejúplnější*, ale i *objektivní*;
- zdroj informace musí mít jednak *kapacitu analyzovat* oblasti možných rizik, jednak *nezávíslost* jak vůči investorovi, tak vůči emitentovi či jiným zájmovým skupinám.

Tento požadavek ideálně splňují uznávané ratingové agentury. V průběhu doby se jimi produkované informace standardizovaly a zaměřily na **posouzení pravděpodobnosti, že daný subjekt splatí své závazky řádně a včas** (líší se tedy např. od auditu banky, který především hodnotí míru souladu účetních výkazů se standardy, pravidly opatrnostního podnikání bank a se skutečností – zpráva auditora je obvykle významnou součástí podkladů, z nichž ratingová agentura čerpá).

**Rating v úzkém slova smyslu** je hodnocení pravděpodobnosti, že hodnocený subjekt dostojí svým závazkům, především ve formě plateb úroků a jistiny, vyplývajícím z emisí cenných papírů, půjček či přijatých depozit. Na základě standardních postupů a škál hodnocení jej provádí uznávaná specializovaná ratingová agentura.

Význam tohoto (úzkého) pojetí ratingu vzrůstá s postupujícím rozvojem finančních trhů, s jejich rostoucí komplikovaností, globalizací a finančními inovacemi. Nutnost hodnotit **důvěryhodnost** protistrany při finanční transakci se díky tomu stala **klíčovou investiční informací** pomáhající snižovat riziko podnikání na mezinárodní areně.

Ještě než se ponoříme do světa ratingových agentur, měli bychom vědět, že banka nebo podnik nemůže rating získat dříve, než dojde k **hodnocení kreditu země** reprezentovaného centrální bankou, vládou nebo nějakou její agenturou.

Toto hodnocení, známé jako **sovereign (country) risk**, tvoří zárovenš strop, nad který se emitent z dané země nemůže dostat, a odráží schopnost a ochotu uvedených reprezentantů země splatit veřejně emitovaný dluh.

Jinými slovy: důvěryhodnost jednotlivého emitenta nemůže být vyšší než důvěryhodnost země, ze které pochází. Požadá-li o rating dříve, než některý z reprezentantů **sovereign risk**, ratingová agentura ocení primární riziko země a od něj odvodí kredit žadatele.

Abychom mohli dobře porozumět dalšímu výkladu, zmiňme se ještě o podstatné věci, která už ale vešla do širšího povědomí. Jde o to, že v rámci škál hodnocení rizika existují **dva základní stupně ratingu**:

- *spekulativní (neinvestiční)* – vyjadřuje poměrně značné riziko investice do jím oceněných cenných papírů,
- *investiční* – charakterizuje bezpečnost investice o řád výše.

Na některé veřejné trhy (např. eurotrhy) a na většinu soukromých trhů jsou cenné papíry se spekulativním stupněm ratingu připsány, na jiné (veřejné trhy v USA a Japonsku) nikoli. Více do hloubky se budeme problematice věnovat v oddílu E) této kapitoly.

## B) HLAVNÍ RATINGOVÉ AGENTURY

Hlavními přednostmi ratingové agentury jsou nezávislost a dostatečná analytická kapacita. K tomu, aby se agentura stala uznávanou, však musí:

- mít za sebou solidní kus práce a
- být schopna reagovat na měnící se poptávku trhů v mezinárodním měřítku.

Této definici v současnosti, zejména z důvodů uvedených na závěr tohoto oddílu, plně odpovídají pouze dvě společnosti – obě ze Spojených států amerických:

- **Moody's Investors Service** (*Moody's*, založena roku 1900) a

- **Standard & Poor's Corporation** (*S&P's*, zahájila činnost roku 1860).

Obě agentury jsou plně v soukromých rukou a nemají žádnou spojitost s některou vládní agenturou nebo finanční institucí.

Zejména na poli komerčního bankovníctví, ale v poslední době ve vzrůstající míře i při hodnocení rizika investic do vládního dluhu\* jim konkuruje:

- londýnská **IBCA** (založena 1978), jako největší evropská instituce svého druhu.
- Spíše lokální význam mají japonské instituce jako *Japan Bond Research Institute*, *Nippon Investor Service* či *Japan Credit Rating Agency*, anebo americká *Fitch Investor Service*. Všechny používají stejná měřítka jako *Moody's* a *S&P's*, ale kvalita jejich ratingu je považována za nižší a zejména u japonských agentur za „měkčí“.

Vzhledem k vysoké kvalitě obou největších amerických agentur a vzhledem ke speciální regulaci na některých trzích\*\* je **udělení ratingu** od *Moody's* a *S&P's* považováno za vysoce prestižní. Řada renomovaných investičních bank či májých specializovaných společností nabízí buď za poplatek (25–50 tis. USD), nebo za rozšíření ekonomických vztahů (např. příslib účasti v syndikátu, lead manažerství emise obligací apod.) **pomoc při jeho získání**. Uvědomíme-li si, že poplatky za získání ratingu se pohybují mezi 30 až 75 tisíci USD, nejde o nikterak levnou záležitost.

## Historie ratingu a jednotlivých agentur

Historie ratingu je těsně spjata s vývojem nejvyspělejšího světového finančního trhu – trhu Spojených států amerických.

## Standard & Poor's

Společnost *Standard & Poor's* datuje svůj původ až do 60. let minulého století, kdy byla založena Henry Varnumem Poorem, autorem publikace o historii železnic a průplavů v USA.

Jeho mottem bylo:

„Investor má právo vědět.“

Díky němu se stal průkopníkem publikací pro investory. **Rating obligací** použil Poor poprvé v roce **1926** a jak uvidíme dále, nebyl první. Současná společnost

\* význam tzv. *sovereign risk* – viz oddíl C)

\* např. na americký *Yankee Market* bez ratingu od obou amerických gigantů nelze vstoupit

vznikla v roce 1941 spojením *Standard Statistic Company* a *Poor's Publishing Company*, v roce 1967 byla zakoupena mamutím nakladatelstvím *McGraw-Hill Corporation* a od té doby pracuje jako jeho dceřiná společnost.

Ze svého sídla v New Yorku působí po celém světě, má kanceláře v Londýně, Tokiu, San Francisku, Stockholmu, Paříži, Melbourne, Torontu a Mexico City.

Zjednodušeně řečeno:

- pokud má *S&P's* dostatek informací o emitentovi, hodnotí na americkém trhu všechny veřejně obchodovatelné emise **automaticky**. To znamená, že všem kotovaným cenným papírům podléhajícím zdanění stanoví agentura rating bez ohledu na to, zda o to byla požádána emitentem;
- všechny ostatní emise na domácím trhu, veřejně neobchodovatelné (*private placements*), či jiné nekotované dluhopisy a emise cenných papírů na jiných trzích ve světě hodnotí *S&P's* pouze na **žádost emitenta**. V tom případě má emitent právo ratingový proces zastavit dříve, než je jeho výsledek zveřejněn.

### Moody's Investors Service

Společnost *Moody's Investors Service* byla sice Johnem Moodym, finančním analytikem a publicistou z Wall Street, založena až v roce 1900, zato ale drží historický primát: **první rating** publikovala už v roce **1909**.

1500 obligací 250 železničních společností bylo podle kvality roztrženo do skupin označených Aaa až C\* a v krátké době firma toto hodnocení použila pro americké průmyslové podniky a municipality, ale také pro vlády různých států od Velké Británie po Čínu.

Na začátku sedmdesátých let byl rating rozšířen na euroobligace a komerční papíry, v polovině osmdesátých let i na bankovní vklady, pojistné produkty a strukturované financování.

Z New Yorku expandovala společnost *Moody's* i do Tokia, Londýna, Paříže, Sydney, Frankfurtu a Madridu.

Politika *Moody's* ve stanovování ratingu se od *S&P's* zásadně liší. Ačkoli obvykle hodnocení kreditu provádějí **na žádost emitenta**, vyhrazují si právo stanovit rating také **na žádost investorů**, a to i bez vědomí, eventuálně proti vůli emitenta.

Při diskusi o problémech stanovování ratingu uvidíme, že to má nezanedbatelný význam.

\* o užívaných škálách a jejich významu se dozvíme více v oddílu E)

### IBCA

*IBCA* byla jako specializovaná instituce na rating bank založena v roce 1978, ale už v roce 1987 začala hodnotit britské korporace a brzy svou aktivitu rozšířila i na emitenty z kontinentální Evropy.

Jak uvidíme dále, jednou z příčin relativní úspěšnosti *IBCA* v Evropě proti USA je vedle nesporné kvality jejích služeb částečně i způsob regulace amerického trhu cenných papírů a odpor EU (zejména Francie) proti amerikanizaci společnosti.

Když v roce 1992 *IBCA* fúzovala s francouzskou ratingovou firmou *Euronotations*, stala se **největší evropskou nezávislou ratingovou agenturou** se zaměřením na emitenty z evropských zemí.

Od poloviny devadesátých let se oběma americkým gigantům snaží konkurovat i na poli vlastního posouzení *sovereign risk*.

### JBRI

Z japonských agentur uvádíme jako příklad společnost *JBRI (Japan Bond Research Institute)*.

Roku 1977 byla založena jako výzkumná složka ekonomického časopisu *Nihon Keizai Shimbun* (známějšího jako *Nikkei*) a dnes stanoví rating pro emitenty, kteří vstupují na japonský veřejný trh (tzv. *trh Samurai*).

**Výhoda** takového ratingu **pro emitenta**, zejména při prvním vstupu na japonský trh, je dvojitá:

- pro získání podpory mezi japonskými individuálními investory je lepší mít hodnocení ze specificky japonského kulturně-hospodářského pohledu v japonské jazykové mutaci a
- u těch investorů, kteří dosud od renomovaných amerických agentur získali pouze spekulativní stupeň ratingu\* a nemohli by proto na *Samurai Market* vzhledem k přísné legislativě vstoupit, se nabízí šance získat investiční stupeň alespoň pro toto použití.

To má své výhody zejména pro oportunní emitenty, ale obchází to do jisté míry původní zámer úřadů chránit bariérami na vstupu právě nezkoušené drobné investory. Podezření, že některé z místních japonských agentur byly svými zakladateli založeny právě proto, aby umožnily touto cestou vstup na trh takovým emitentům, kteří by s ratingem od *Moody's* či *S&P's* jinak neměli šanci, se některé z nich snaží čelit zpřísňováním své politiky. Na druhou stranu si jednotliví emitenti mohou stěžovat, že to mnohdy postrádá logiku.\*\*

\* blíže viz. oddíl E)

\*\* viz příklad ČR v oddílu F) této kapitoly

## Rizika dalšího vývoje

Když John Moody v roce 1909 položil základy oceňování investičního rizika, pravděpodobně ani netušil, jak bude tento druh výnosného podnikání expandovat a jak vážné problémy pro budoucnost to může přinést.

Když Moody v roce 1958 zemřel, vzpomínávaly se ratingové agentury ještě z velké krize třicátých let, ale už v souvislosti s válkou ve Vietnamu a následnými pohyby cen na trhu obligací ve druhé polovině šedesátých let stoupla opět potřeba po jejich službách.

## Poplatky emitentů

Klíčový okamžik nastal v sedmdesátých letech (pro Moody's 1970, pro S&P's 1977), kdy obě vedoucí agentury zavedly poplatky emitentů (do 15 tisíc USD) za rating každé nové emise. Oficiálně to zdůvodnily tím, že investoři požadují informace o emitentech na tak sofistikované úrovni, že náklady na jejich získávání a analyzování už nelze dále hradit pouze z výnosů z prodeje publikací jako doposud.

Obě společnosti původně zaměstnávaly každá méně než 10 analytiků. V polovině devadesátých let pracovalo v Moody's 560 analytiků z celkového počtu 1700 zaměstnanců a u S.P.'s 800 analytiků z celkových 1200.

Plných 95 % příjmů agentur dnes pochází právě z poplatků emitentů, což u obligací představuje ročně 2 až 3 základní body (0,02–0,03 %) z jistiny. Přitom investoři si dosud nepoložili otázku, **nakolik praxe účtovat poplatky emitentům ovlivňuje nezávislost a objektivitu ratingových agentur**, na základě jejichž soudů umístí triliony dolarů.

## Rating jako nástroj regulace

Další potenciální riziko plyne ze stále častějšího používání ratingu jako nástroje regulace.

Americká *Securities and Exchange Commission* (SEC), která je odpovědná za regulaci trhu s cennými papíry v USA, po léta trvá na tom, že na americký trh mohou vstoupit pouze ti emitenti, jejichž cenné papíry obdrží investiční stupeň ratingu od „národně uznané statisticko-ratingové organizace“, aniž by ovšem tento termín blíže upřesnila nebo zveřejnila způsob, jakým mohou ratingové agentury tomuto požadavku vyhovět. To znepokojuje zejména evropskou agenturu IBCA, která je sice v USA uznávána na poli ratingu bank, nikoli však korporací.

Poprvé byl rating jako nástroj regulace v USA použit roku 1931, kdy bankovní dohled zavedl jednoduché pravidlo, že **banky** musí ve svém účetnictví oceňovat obligace ohodnocené spekulativním ratingem v tržních cenách.

**Pojišťovny** musely používat rating cenných papírů ve svém portfoliu jako základ pro výpočet kapitálové příměrenosti.

Tyto typy regulace se velice rychle ujaly a rozšířily, takže v polovině devadesátých let měly např. spořitelny USA ze zákona zakázáno investovat do obligací neinvestičního (spekulativního) stupně. V roce 1982 dokonce SEC zmírnila požadavky na zveřejňování informací (*disclosure rules*) pro investory u těch emitentů, jejichž cenné papíry mají investiční stupeň ratingu.

## Důvody znepokojení ratingových agentur

To už znepokojuje samotné ratingové agentury, a to hned ze dvou důvodů.

- Prvním důvodem je obava, že některé země mohou brát **rating jako alternativu za zákonnou povinnost emitentů zveřejňovat** o sobě pravidelně transparentní a pravdivé ověřitelné informace.

Původně měl ale rating sloužit pouze jako nezávislý názor, který měl investory informovat, nikoli chránit.

Navíc kvalita ratingu sama kriticky závisí na kvalitě informací, které ratingové agentury o sobě předá sám emitent. Proto nelze s „regulačním“ použitím ratingu souhlasit: *jedna ze škol finanční regulace totiž dokonce navrhuje nahradit systém pojištění depozit, který má sám o sobě dost slabín podporujících morální hazard, systémem, ve kterém by rating měl sehrát klíčovou roli při informování individuálních strádatelů o důvěryhodnosti banky, které svěřují své úspory.*

- Druhým důvodem je obava, že pokud by **regulátoři příliš trvali na použití ratingu jako kritéria pro své zásahy**, vytvořili by tím nezdravé pobídky pro ratingové agentury, které závisejí na své reputaci získané díky neustrannosti a objektivitě.

Jakmile budeme moci porovnat způsob, jakým se stanovuje rating pro banku či korporaci na jedné straně\* a pro stát na straně druhé\*\*, uvidíme, že na rating rizika nespálené závazků vlády se lze díky větší volnosti kritérií spolehnout relativně méně než např. v případě banky. Ale i ve druhém případě by zesílení pobídek k dosahování vyššího ratingu mohlo vést ke snížení vztahu mezi kvalitou ratingu a mírou selhání emitenta splatit své závazky\*\*\*.

A tak by pravděpodobně nejrozumnější cestou z popsaných dilemat bylo nejspíše **znovunastolení rovných podmínek pro ratingové agentury** – s trochou entuziasmu by se dalo mluvit o volném trhu ratingových služeb.

\* viz oddíl D)

\*\* viz oddíl C)

\*\*\* tzv. *default*, blíže viz oddíl E)

Ani ti nejlepší z nejlepších se totiž nevyhnou chybám: mezi nejznámější patří rating Mexika z období těsně před krizí – nejvyšší neinvestiční (spekulativní) stupeň s výhledem na zlepšení od S&P's –, nebo relativně vysoké mínění agentur o španělské Banesto či francouzské Crédit Lyonnais těsně před jejich zhroutením.

## C) HODNOCENÍ DŮVĚRHODNOSTI ZEMĚ (SOVEREIGN CEILING)

### Význam stanovení ratingu země

Jak jsme se dozvěděli v prvním oddílu této kapitoly, ratingové hodnocení kreditu země tvoří strop, nad který se emitent z daného státu nemůže dostat.

V tomto oddílu si řekneme, proč tomu tak je a čím se tedy liší riziko investice do cenných papírů vlády, nějaké vládní agentury nebo centrální banky\* od ostatních, podle jakých kritérií se *sovereign risk* (riziko země) hodnotí a jak při tomto hodnocení ratingové agentury postupují.

Stát obvykle požívá velké důvěry investorů, pokud se týká závazků v jeho vlastní měně. Pokud má právo ji tisknout (abstrahujeme zde od složitých vztahů vlády a centrální banky a koncepce její nezávislosti), potom je otázka možného nesplnění závazků státu pouze akademická.

Riziko spočívá jinde: hrozí-li *default*, lze podlehnout pokušení a prostě natisknout nové peníze. Pokud však stát zvolí cestu nadměrné tvorby peněz, dojde k reálnému snížení hodnoty jeho závazků v domácí měně v důsledku inflace. **Pokud si ale stát půjčí v cizí měně, je riziko defaultu mnohem vážnější, protože v případě nedostatku nelze peníze ke splácení dluhu natisknout.**

Zejména v devadesátých letech se investoři začali živě zajímat o cenné papíry vydávané i v jiných než globálně obchodovaných měnách. Výsledkem na poli ratingu bylo, že agentury na jejich žádost začaly hodnotit i riziko **cenných papírů vydávaných vládami v domácí měně**. Vzhledem k výše uvedeným důvodům je zřejmé, že tento rating je vzhledem k nižší pravděpodobnosti selhání obvykle **výšší než tradiční rating závazků vlády v cizí měně**.

Důvod, pro který je riziko státu přece jen nižší než riziko ostatních subjektů je i ten, že stát může z různých důvodů vyhlásit **devizové restrikce**.

\* Pro zjednodušení si dovolíme pro soubor vyjmenovaných subjektů používat nepřesný pojem stát. V angličtině používaný termín *sovereign borrower* (suverénní vypůjčovatel, emitent) lze totiž přeložit pouze neobratně.

Jinými slovy, omezí nebo zruší směnitelnost své měny za ostatní (zopakujeme si: seznam devizových restrikcí v jednotlivých členských státech vydává jednou za dva roky MMF, článek VIII. jeho stanov vede k postupnému zavádění směnitelnosti alespoň pro transakce na běžném účtu platební bilance, OECD se zabývá odstraňováním ostatních restrikcí), čili má moc více či méně zákonnou cestou zkonfiskovat devizové výnosy všech ostatních subjektů podléhajících jeho jurisdikci a použít je buď na splacení svého dluhu, na prioritní dovozy či pro jiný účel. Proto státy, které se mezinárodně zavazují ke směnitelnosti své měny a jsou členy výše uvedených mezinárodních institucí, mají šanci obdržet vyšší rating než ostatní. Omezují tím totiž **transferové riziko – riziko převodu z domácí měny do deviz**.

Každý stát navíc v určité výši udržuje **oficiální devizové rezervy**, které může v případě nouze čerpat.

*Sovereign risk rating* (rating kreditu země) je stropem pro ostatní subjekty z téže země v zásadě ze tří důvodů.

#### Stát totiž na rozdíl od ostatních může:

- zajistit si dostatek domácí měny ke splácení svých závazků,
- k tomuto splácení prvořadě využívat oficiální devizové rezervy,
- pro ostatní zavést devizové restrikce.

## Metodologie stanovení ratingu země

Vzhledem k tomu, že *rating odráží budoucí schopnost obsluhy dluhu*, vychází metodologie jeho stanovení především z pohledu do budoucnosti.

V případě státu se zaměřuje na dva široké okruhy – na politické a ekonomické riziko.

- **Politické riziko** odráží *ochotu splatit dluh* – emitent se z politických důvodů může rozhodnout dluh nespлатit i v případě, že k tomu má ekonomickou kapacitu.
- **Ekonomické riziko** odráží *schopnost splatit dluh*.

V poslední době se znatelně redukovala politická rizika, především díky ukončení bipolárního dělení světa.

Globalizace světové ekonomiky, spolu s rostoucí vzájemnou závislostí jednotlivých zemí, koneckonců směřuje i ke snižování rizik ekonomických.

Východiska, která byla nalezena v osmdesátých letech pro ukončení dluhové krize, dala i pro budoucí možné problémy návod k řešení. Na druhou stranu znepokojivé nacionalistické tendence představují pro ratingové hodnocení i nadále výrazný minusový faktor. Přesto jsou dnes **ekonomická rizika** považována za **pravděpodobnější příčinu možného defaultu než rizika politická**.

Než si probereme typický dotazník sloužící k získání základních dat pro rating státu,\* zopakujme si, že samy ratingové společnosti označují tento druh ratingu za **méně přesný** než rating banky či korporace. Mají pro to několik důvodů.

#### Důvody menší přesnosti ratingu kreditu státu:

- ne vždy jsou k dispozici dostatečně dlouhé časové řady údajů o dluhu a jeho obsluze, konzistentní statistika platební bilance atd.,
- zejména při systémových a institucionálních změnách není jisté, zda jsou historická data spolehlivá pro předpověď budoucnosti,
- rating kreditu státu tak závisí mnohem více na umění politické ekonomie než na ekonomické vědě.

### Posuzování politických rizik

Při posuzování politických rizik se přihlíží k jejich dimenzí:

- vnitřní i
- vnější.

#### Vnitřní dimenze

Vnitřním faktorem je **stabilita a trvanlivost vlády** zkoumané země. Ať už je demokracicky zvolená či např. vojenská, nevyňasější ratingové agentury hotové soudy podle západních měřítek, ale zkoumají uvedené charakteristiky na základě národních tradic a dějin země.

Kladou si **otázky** typu:

- *Dokáží vedoucí představitelé státu získat podporu obyvatelstva i pro nepopulární opatření?*
- *Jsou schopni hovořit o svých obavách s představiteli živních skupin?*
- *Jsou ochotni a schopni dosahovat sociálního smíru?*
- *Existují v zemi ekonomická, sociální, etnická či náboženská napětí, která by mohla tento smír narušit?*

\* Za příklad nám bude sloužit metodologie IBCA, všechny agentury však používají velmi podobné postupy

#### Vnější dimenze

Vnějším faktorem není pouze **riziko válečného konfliktu**, ale i tendence k nadměrným výdajům na obranu. Na tu může být usuzováno i nepřimo z výdajů sourodních zemí.

Je zřejmé, že aktivním zapojením země do mezinárodních institucí a obranných svazků tato rizika klesají. Od členství v MMF, OECD, EU či *Dohody o severoamerické zóně volného obchodu* (NAFTA) se očekává využívání podpůrných mechanismů v době hroznící krize.

### Posuzování ekonomických rizik

Posuzování ekonomických rizik je sice o něco exaktnější, zato však komplikovanější. Týká se v podstatě tří velkých okruhů problémů, kterými jsou:

- posouzení (především) měnové a fiskální politiky na základě analýzy národních účtů a rozhodovacích procesů,
- analýzy zúžené na sektor obchodovatelného zboží,
- posouzení odolnosti ekonomiky proti šokům.

#### Posouzení makroekonomické politiky vlády a měnové politiky národní banky

Toto hodnocení staví na klasické makroekonomické analýze, především na zkušenostech, které nashromáždil MMF.

V podstatě jde o posouzení **vývojových trendů v bilanci** mezi hrubými národními úsporami a investicemi a jejich dopadů na běžný účet platební bilance.

Úsudky o možných tendencích budoucího vývoje nejsou činěny pouze na základě údajů získaných ze statistiky národních účtů, ale jsou upřesňovány na základě rozhovorů s klíčovými odborníky a vedoucími představiteli (*policy makers*) rozhodujících institucí. Kompatibilita a přesvědčivost jejich odpovědí, resp. míra shody odpovědí na stejné otázky, jsou klíčem k úspěchu emitenta, jak uvidíme na závěr této subkapitoly.

**Rovnovážnost státního rozpočtu** je posuzována poté, co je výše dluhu vlády očištěna od možných inflačních dopadů. Zkoumají se strukturální a cyklické současněti programu veřejného dluhu, ale klíčovou otázkou je, zda jsou trendy zakomponované v deficitu veřejných rozpočtů a zda jsou jeho výše realistické vzhledem k ekonomickému potenciálu země (odpovídajícím ukazatelem je podíl veřejného dluhu na hrubém domácím produktu).

**Měnová politika** je posuzována co do nezávislosti centrální banky a úspěšnosti



při snižování inflace. Důležité je i posouzení stability národní měny a důvěryhodnosti politiky centrální banky, spolu s mírou ochoty vlády i centrální banky ke koordinaci politik.

Posuzovat izolovaně pouze finanční ukazatele by však bylo málo. Proto je jádrem hodnocení **analýza čtyř klíčových proměnných**, kterými jsou:

- růst,
- inflace,
- vnější rovnováha a
- úroveň nezaměstnanosti.

Důležitou součástí ratingového procesu je **posouzení strukturálních politik** jako součástí analýzy dlouhodobého růstového potenciálu ekonomiky. V potaz se berou:

- demografické trendy (zejména podíl obyvatel v poproduktivním věku na počtu obyvatel ve věku produktivním),
- rozdíly v úrovních produktivity mezi sektory a sektorální změny,
- stupeň urbanizace hospodářství,
- efektivnost systému vzdělávání a vzdělanost populace apod.

**Otázky fungování institucí**, především v oblasti obsluhy dluhu, jsou neméně důležité. Pozornost se věnuje i zkušenosti manažerů, jejich obeznamenosti s praxí světových finančních trhů, sofistikovanosti nástrojů, které používají, historii obsluhy dluhu a podobně.

Nejlepším vysvědčením pro centrální banku či vládní agenturu je samozřejmě zkušený tým a historie bez defaultů.

### **Analýza sektoru obchodovatelného zboží**

Pro krizovou kontrolu dat zejména platební bilance se používá analýza sektoru obchodovatelného zboží, která zahrnuje analýzu:

- jeho cenové a necenové konkurenceschopnosti,
- tržního podílu rozhodujících exportérů na světových trzích,
- zeměpisné diverzifikace vývozních trhů, sektorového rozdělení vývozu zejména mezi primární sektor a hotové výrobky.

Tento pohled je důležitý proto, že **silný vývozní potenciál** svědčí o dobré pozici pro dosahování devizových příjmů.

Klíčovým indikátorem je **stupeň otevřenosti ekonomiky** včetně schopnosti absorbovat mezinárodní vlivy a inovace. Důležitá je v této souvislosti *míra liberality*

zace vstupu do sektorů, jejich eventuelní ochrana pomocí celních či množstevních omezení atd., protože méně chráněné sektory vykazují obvykle dlouhodobě větší pružnost v reakci na šoky, větší schopnost mezinárodní soutěže a výraznější tendenci ke zvyšování vývozu.

**Otevřenost vůči zahraničním investicím a zacházení s investory** (jako je nediskriminace vůči rezidentům, jistota repatriace investic a výnosů z nich apod.) je zase jasným signálem potenciálně silného postavení kapitálového účtu platební bilance.

**Podíl investic na hrubém domácím produktu** je pak přezkoumáván zejména pro ty sektory, které jsou nebo se mohou stát zdrojem devizových příjmů.

**Bankovní sektor a finanční trhy** jsou posuzovány co do stability a efektivnosti finančního zprostředkování.

### **Posouzení odolnosti ekonomiky proti šokům**

Schopnost přestát ekonomické šoky se posuzuje poměrně obtížně na základě analýzy citlivosti, která ukazuje, nakolik je ekonomika vůči šokům odolná. Pokud existují příklady úspěšného překonání externích šoků z minulosti, je to pro emitenta velké plus. Problematická může být např. velká závislost na vývozu surovin podléhajících prudkým výkyvům cen na světových trzích a podobně.

Země, které prokáží **nízkou citlivost vůči externím šokům**, mohou bez problémů **unést větší dluhové břemeno** v relaci k exportům či HDP než ostatní, a proto je i toto posouzení velmi důležité.

V této souvislosti se však posuzují i **charakteristické znaky trhu práce**, jako je in-situacionální pozadí, míra sociálního komfortu a především *pružnost*. Pokud je nízká, svázaná dohodami se silnými odbory, má se za to, že malá pružnost mezi směrem dolů může působit na zvýšení potřeby přílivu kapitálu v případě, že se začne zvyšovat deficit na běžném účtu platební bilance. Samozřejmě to může způsobit i růst nezaměstnanosti a s tím spojené problémy.

### **Postup při stanovení ratingu země**

Proces stanovení ratingu země je procesem **spolupráce** mezi ratingovou agenturou a klíčovými institucemi státu (centrální banka, ministerstva, vládní agentury, významná pracoviště, největší komerční banky, odbory, zástupci politických stran).

Podmínkou úspěchu pro hodnocenou zemi je, aby byl proces z její strany koordinovaný, konzistentní a aby byl pokud možno i objektivní. To vyžaduje **stano-**



**vení jedné instituce** pro trvalý styk s ratingovými agenturami a jeho koordinaci. Obvykle jde o takovou instituci, která je aktivní na mezinárodních finančních trzích.

**Přísun dat** by měl být **trvalý** a neměl by se odehrávat pouze na bázi odpovědí na standardní dotazník, zasláný agenturou přibližně jeden měsíc před návštěvou jejich analytiků. To je důležité zejména v případech, kdy je rating prováděn „na dálku“ na žádost investorů (*Moody's*) – pokud je to jen trochu možné, neměla by koordinující instituce litovat prostředků na misi svých zástupců do sídla agentury, s cílem prezentovat svou ekonomiku a odpovědět na dotazy analytiků společně.

Obvyklejší je však postup, kdy emitent nejprve požádá ratingovou agenturu o **předběžnou indikaci** úrovně možného ratingu na důvěrné bázi (tzv. *stínový rating*). Účelem je vysondovat, nakolik tato indikace odpovídá představám emitenta, a v případě nespokojenosti celý proces odložit na příhodnější dobu. Stínový rating se totiž od výsledného obvykle liší pouze minimálně.

Pokud je odezva pozitivní, je následně zahájen formální proces. Ratingová agentura s předstihem pošle standardní dotazník a teprve poté, co obdrží odpovědi, vyšle dva až tři analytiky do hodnocené země na asi týdenní **průzkumnou misi**. Zejména při první návštěvě může být užitečné, aby **národní koordinátor** předem vypracoval a zaslal poměrně rozsáhlou (cca 150 stran) **studii** o hospodářství své země, zahrnující posouzení i širších politických a sociálních souvislostí. Její struktura by měla do značné míry kopírovat strukturu zmíněného dotazníku. Zrovna tak je obvyklou praxí využít služeb specializovaného poradce, o kterém už byla řeč dříve.

**Ratingové analytici** se zaměřují nejenom na otázku posouzení břemene dluhu země a schopnosti jeho obsluhy, ale posuzují i jiné zahraniční závazky, jako je držba přímých a portfoliových investic cizozemci.

Sledují míru profesionality expertů, se kterými se setkávají, jejich institucionální zázemí a způsob, jakým využívají dostupné nástroje a mechanismy k dosahování cílů hospodářské politiky. Hodnotí jejich schopnost reagovat v krizových situacích a zejména konzistenci a důvěryhodnost jejich odpovědí.

Obvykle požadují i setkání s nezávislými či nezávislými experty, opozičními politiky či odbory. Pro posouzení strukturálních aspektů mohou navštívit vybrané banky či exportéry.

Po návratu do sídla agentury připraví analytici **zprávu do jejího ratingového výboru**, který se skládá z vyšších ratingových expertů. Výsledek jeho jednání je předběžný a je předmětem posouzení mezi emitentem a agenturou (asi jeden měsíc po návštěvě analytiků na místě).

Pokud je emitent spokojen, agentura rating spolu se stručným zdůvodněním

bezprostředně publikuje v hlavních médiích (*Reuters, Teletext*). V případě nespokojenosti může emitent dále diskutovat o možnostech zlepšení hodnocení (jak jsme ale poznamenali dříve, politika jednotlivých agentur se v tomto bodě liší).

Ačkoli je rating přehodnocován **standardně na roční bázi**, platí to spíše v situaci stabilního či zlepšujícího se vývoje.

Pokud nastanou v hodnocené zemi potíže takového rázu, že by mohly ovlivnit její schopnost obsluhy dluhu, může být změna provedena i v **libovolně kratším intervalu**.

To logicky vyplývá z poslání ratingové agentury: varovat včas investory v případě vzniku nových rizik.

Zvýšení ratingu se označuje anglickým termínem *upgrade*, snížení *downgrade*.

Celý ratingový proces od doby požádání o rating do jeho oznámení trvá **normálně 3 až 4 měsíce**.

### Ratingový dotazník

Ratingový dotazník (*questionnaire, checklist*) je zaměřen do budoucnosti. Historická data jsou požadována alespoň za **pět let dozadu**, prognostická na **dva roky dopředu**.

Kopie důležitých zákonů a podzákonných norem tvoří jeho přílohy. Případné odlišnosti národních statistických definic od systému národních účtů definovaného OSN musí být indikovány.

Dotazník se týká následujících okruhů:

OKRUHY DOTAZNÍKU PRO HODNOCENÍ ZEMĚ	
a) Demografické údaje, úroveň vzdělání a strukturální faktory	Míra růstu populace, rozdělení podle věku a míry závislosti, podíl městské populace na celkové populaci, údaje o menšinách, počet a procenta populace navštěvující střední školy a vyšší formy vzdělávání, míra vzdělání dle mezinárodních definic, životní úroveň měřena HDP na obyvatele – srovnávací údaje o obyvatele – totéž v paritě kupní síly, rozdělení příjmů – bohatství – vlastnictví půdy, úroveň infrastruktury v dopravě a telekomunikacích, kojená úmrtnost – průměrná délka života – stupeň rozvoje zdravotní péče, využití přírodních zdrojů a rezervy minerálů a paliv.

<p><b>b) Analýza pracovního trhu</b></p>	<p>Počet – historický vývoj a projekce vývoje pracovních sil celkem, zaměstnanost jako procento pracovní síly – dělení podle pohlaví, evidence o zaměstnání na částečný úvazek, zaměstnanost podle sektorů – podíl na celkové zaměstnanosti a změny, nezaměstnanost podle pohlaví – věku – oblasti – přechodnosti zaměstnání a trvání přes půl roku a přes jeden rok, vývoj mzdových nároků v kolektivních smlouvách a růst výdělků – nominální hodinové mzdy v rozpočtovém a soukromém sektoru, rozdíl mezi průměrným a mezním zdaněním hrubých mzdových nákladů zaměstnavatele a hrubé mzdy vyplácené zaměstnanci, příjmová politika ovlivňující platy – sociální zabezpečení apod., stupeň odborové angažovanosti zaměstnanců a počet prostrávkovaných dnů, klíčové proměnné determinující mzdy.</p>
<p><b>c) Struktura výstupu a obchodu</b></p>	<p>Nominální a reálný hrubý domácí produkt a hrubý národní produkt, složení HDP podle sektorů, rozdíly v produktivitě dané strukturou zaměstnanosti a HDP v současnosti a před pěti a deseti lety, podíl spotřeby ropy na HDP, podíl vývozu a dovozu na HDP a jejich změny v čase, komoditní a teritoriální složení vývozu a dovozu.</p>
<p><b>d) Dynamika soukromého sektoru</b></p>	<p>Podíl a trend nových aktivit a bankrotů, samostatně výdělečně činné osoby a trend, podíl tržního sektoru a soukromého sektoru na celkové ekonomické aktivitě, tvorba fixního kapitálu v podnikání jako procento HDP a její meziroční změna, míra výnosovosti kapitálu v podnikání a její trend, odhad výše kapitálu a trendu v podnikání, nástroje k udržování volné soutěže a monopolů, indikátory patentních aktivit, privatizační plány a velikost veřejného sektoru, popis metod privatizace.</p>
<p><b>e) Rovnováha mezi nabídkou a poptávkou</b></p>	<p>Agregátní nabídka jako procento HDP – dovoz zboží a nefaktorových služeb, agregátní poptávka jako procento HDP včetně vývozu zboží a nefaktorových služeb, hrubé domácí výdaje jako procento HDP včetně spotřeby, hrubé tvorby kapitálu a vývoje zásob, platební bilance zboží a nefaktorových služeb jako procento HDP, podíl hrubých domácích úspor na HDP a jejich sektorové složení, roční procentní změny vládních a spotřebitelských výdajů a předchozích ukazatelů, rozdělení hrubých domácích investic mezi veřejný a soukromý sektor.</p>
<p><b>f) Platební bilance</b></p>	<p>Analýza vývozu a dovozu jako agregátů a podle hlavních skupin, rozdělení na směnitelné a nesměnitelné měny, obchodní bilance, úroveň a míra růstu příjmů z vývozu a dovozu služeb vcelku a strukturu, rozdělení na příjmy z dopravních služeb – turistiky a příjmy z investic, soukromé a oficiální transakce, indexy jednotkových hodnot vývozu a dovozu a terms of trade, rovnováha na běžném účtu platební bilance v místní měně – USD – podíl na HDP, příliv a odliv dlouhodobého kapitálu podle věřitelů a dlužníků a typů, totiž pro krátkodobý kapitál se splatností do 1 roku, analýza komparativních výhod, odhady příjmových a cenových pružností dovozu a vývozu, odhad půjček a investic tuzemců do zahraničí, problematika podfakturace u vývozu a přefakturace u dovozu, chyby a opomenutí, pohyb rezerv.</p>

<p><b>g) Analýza střednědobých růstových omezení</b></p>	<p>Odhad přirozené míry nezaměstnanosti, odhady trendu růstu HDP v rámci cyklu, ostatní míry potenciálního výstupu včetně nezávislých odhadů, rozdíl mezi skutečným a potenciálním HDP, odhad zaručené míry růstu – růst HDP upravený podle teoretické rovnováhy mezi deficitem běžného účtu platební bilance a přílivem dlouhodobého kapitálu, odhad míry zeslabování či posilování míry růstu.</p>
<p><b>h) Makroekonomická politika</b></p>	<p>Cíle a nástroje měnové politiky – cenová stabilita – vztah centrální banky a vlády, ukazatele míry inflace a jejich trendy včetně indexu spotřebitelských cen – deflátoru HDP – poplatky placené ve veřejném sektoru a regulace cen a její změny, tlaky na domácí měnu – cíle kursové politiky – možné konflikty mezi cíli v inflaci a kursové politice, rozbor úrovně a vývoje krátkodobých a dlouhodobých nominálních a reálných úrokových sazeb, trendy vývoje nominálního a reálného efektivního devizového kursu vůči měnám hlavních obchodních partnerů – jednotkové náklady práce, trendy v růstu peněžních agregátů včetně domácích úvěrů – odhady trendů rychlosti obrátky peněz, krátkodobé a dlouhodobé cíle fiskální politiky – podíl zadluženosti veřejného sektoru na HDP a jiné ukazatele jeho zadluženosti, odhady kolísavosti příjmů státního rozpočtu podle jejich zdrojů – rozdělení na příjmy z nepřímých a přímých daní, podíl daní a sociálního zabezpečení na HDP, trendy ve veřejných výdajích včetně plateb úroků z vládního dluhu, zdroje financování vládního dluhu, rozdělení veřejného dluhu podle dlužníků.</p>
<p><b>i) Obchodní politika a politika v oblasti přímých zahraničních investic</b></p>	<p>Cla – množstevní omezení a ostatní bariéry dovozu, průměrná míra celního zatížení podle jednotlivých kategorií zboží a jiné míry efektivní ochrany domácího trhu, dovozní režim u zemědělských produktů, dotace k exportu včetně půjček nabízených pod tržní cenou a dalších podpůrných opatření, časový plán další liberalizace obchodu, zacházení se zahraničními investory – bariéry a pobídky pro jejich vstup do sektoru – limity pro vlastnictví cizozemců, režim repatriace úroků – dividend – zisků a výnosů z rušené investice, rozdíly v daňovém režimu domácích a zahraničních investorů včetně portfoliových, statistika přímých zahraničních investic.</p>
<p><b>j) Bankovníctví a finance</b></p>	<p>Půjčky bank podle typu instituce a sektorů, historické a budoucí požadavky na financování státních a soukromých podniků, popis úvěrové politiky – operací na volném trhu – požadavků na minimální rezervy – regulace úrokových měr či úvěrových limitů a možností půjček od centrální banky, základní rysy bankovního systému a uplatňované regulace včetně úrovně klasifikovaných aktiv, charakteristiky domácího kapitálového trhu jako kapitalizace a likvidita atp.</p>
<p><b>k) Zahraniční aktiva</b></p>	<p>Složení oficiálních devizových rezerv, krytí dovozu rezervami v měsících a trend, zahraniční aktiva bankovního sektoru, zahraniční aktiva veřejného sektoru jako půjčky a exportní financování, zahraniční aktiva nebankovního soukromého sektoru jako obligace – akcie a přímé investice.</p>

j) <b>Zahraníční závazky</b>	Strategie zadlužování vlády – centrální banky, zákonná omezení pro vládní či jiné půjčky – swapy úrokových měr a jiné podrozvahové závazky, způsob monitorování závazků státního sektoru, rozdělení zahraničního dluhu podle dlužníků a věřitelů, čisté zahraniční zadlužení – dluh minus zahraniční aktiva, čisté zahraniční závazky – čistý dluh plus čisté přímé a portfoliové investice a vládní půjčky do zahraničí, plán amortizace a méně složený hrubého dluhu, podíl dluhu s plovoucí sazbou a jeho průměrné podmínky v termínech rozpětí nad LIBOR, současné obligace – kupón – cena – splatnost – marže nad odpovídající vládní ceně papíry, podíl zahraničního zadlužení na vývozu zboží a služeb a HDP a totéž pro obsluhu dluhu a platby úroků, čisté úrokové a čisté investiční platby.
m) <b>Politika a stát</b>	Popis ústavy a vztahů mezi hlavními institucemi včetně postavení soudů, politické strany a jejich podpora voliči, harmonogram všech druhů voleb, stupeň shody politických stran o makro- a mikroekonomických politikách, trvanlivost politického směru prosazovaného současnou vládou, metody nástupnictví politických vůdců, zdůvodnění načasování hospodářských a finančních reforem, velikost – růst a důležitost ozbrojených sil, hlavní alternativní politické směry, právní zajištění soukromého vlastnictví a vyřazení smluv, výkonnost systému výběru daní, stručný životopis klíčových politických osobností.
n) <b>Mezinárodní pozice</b>	Cíle a strategie zahraniční politiky, členství země v mezinárodních organizacích a regionálních obchodních seskupeních, vztahy s MMF na základě zpráv podle článku IV., vztahy se sousedními zeměmi, posouzení možných zdrojů vnějšího a vnitřního ohrožení bezpečnosti státu, vztahy s Evropskou unií – USA a Japonskem.

## D) RATING KOMERČNÍCH BANK

### Postup při stanovení ratingu banky

Všechno, co bylo řečeno o procesu ratingu státu, platí v přiměřené míře i pro rating komerční banky. Předpokládáme automaticky, že jde o banku, která buď chce zahájit aktivitu na mezinárodních finančních trzích, nebo je na nich už po kratší či delší dobu aktivní. Splňuje k tomu všechny náležitosti právní, technické i personální požadavky. Chce na těchto trzích expandovat a získat k tomu přiměřenou kredibilitu.

V první řadě by si vedení banky, předtím než se pro získání ratingu bude snažit získat své akcionáře, mělo odpovědět na některé podstatné otázky, např.:

- Jaké jsou hlavní cíle mezinárodních aktivit banky?
- Je k jejich dosažení potřebný rating, nebo se bez něj lze alespoň dočasně obejít?
- Není některá z plánovaných mezinárodních aktivit možným důvodem pro akci ze strany ratingové agentury na žádost investorů?
- Splňuje banka na dostatečné úrovni národní i mezinárodní standardy a je tedy šance na dosažení investičního stupně?
- Jaké vnější (zejména systémové) faktory mohou ovlivnit stanovení ratingu banky?
- Je ratingový strop (sovereign ceiling) postačující našim ambicím?
- Existují personální bariéry (jazyková výbava, zkušenosti atd.) pro naplnění těchto ambicí?

Je zřejmé, že z externích faktorů bude důležitý zejména dostatečně vysoký investiční stupeň ratingu země, role státu v bankovním sektoru obecně a v dotyčné bance specificky.

Jak dále uvidíme, ratingovou agenturu kromě finanční síly a zdraví instituce samé bude zajímat především hypotetický příklad možné krize a role dohlížecích orgánů, resp. centrální banky a státu, při jejím řešení v individuálním případě a při likviditních problémech v celém sektoru.

Odišný pohled, jak rovněž uvidíme dále, bude uplatněn na čistě soukromou banku a na banku částečně či zcela vlastněnou (a garantovanou) státem. Důležitou roli bude hrát i velikost banky z hlediska bankovního sektoru dané země a v mezinárodním srovnání.

Pokud na základě odpovědí na výše uvedené otázky akcionáři uloží vedení banky zajistit pro jimi spravovanou instituci mezinárodní rating, mělo by vedení především:

- jmenovat koordinátora pro rating uvnitř banky, vybavit jej dostatečnými pravomocemi a definovat odpovědnost,
- rozhodnout o případném externím poradci pro rating,
- navázat kontakt s národním koordinátorem *sovereign rating* a zajistit si jeho spolupráci v oblasti systémových otázek; je-li totožný s centrální bankou, pak i v otázkách bankovního dohledu, rozvoje sektoru, „záchranných mechanismů“ atd.,
- jde-li o banku s účastí státu, pak zajistit i kontakt s institucionálním představitelům vlastníka (ministerstvo financí či specializovaná instituce),
- teprve potom kontaktovat ratingovou agenturu, zaslat jí adekvátní soubor dat (počínaje výročními zprávami s vyjádřením nezávislého, pokud možno mezinárodně uznávaného auditora) a požádat o stínový rating.

Pokud jde o rating **z iniciativy agentury** a nejde se mu i přes případně nepříznivé okolnosti vyhnout, je stejně lepší poskytnout agentuře veškerou možnou součinnost podle předchozího schématu a pokusit se dostat celý proces pod kontrolu v jeho průběhu. Není totiž horší vizitky pro bankovní instituci, než neochota poskytnout údaje o své činnosti, nekoordinovanost a často i protichůdnost předávaných informací a nekonzistence mezi jednotlivými úseky činnosti banky.

**Z pohledu ratingové agentury** zahrnuje analýza kreditu banky řadu vyčíslitelných i nevyčíslitelných faktorů. Váha, kterou jim přiřadí, se bude lišit podle právního řádu a zvyklostí země, ze které banka pochází, podle používaných účetních postupů, míry soutěže a regulace na trhu.

**U soukromých bank**, které soutěží s obdobně velkými institucemi, budou rozhodujícími faktory kvalita vedení (managementu) banky, likvidita, kvalita aktiv, ziskovost a kapitálová přiměřenost.

**Banky s převládající účastí státu** budou posuzovány v první řadě podle síly svého vlastníka a jejich důležitosti pro bankovní sektor jako celek.

### Kritéria hodnocení

Hlavní oblasti,\* které bude agentura zkoumat, jsou následující.

#### Kritéria (oblastí) hodnocení bank:

- riziko země (*country, sovereign risk*),
- bankovní sektor a důležitost banky v něm,
- charakteristiky trhu,
- korporativní struktura,
- kvalita aktiv,
- řízení aktiv a pasív,
- likvidita,
- aktivity banky na trhu cenných papírů,
- kapitálová přiměřenost,
- ziskovost,
- perspektivy budoucího vývoje,
- účetnictví.

\* v dalším textu je použit příklad postupu S&P's, ale postupy ostatních agentur se od něj podstatně neliší

### Riziko země

Jediná výjimka, kdy rating banky může být vyšší než rating jejího domovského státu, je případ, kdy je otázka země původu ve srovnání s rozsáhlými mezinárodními aktivitami instituce zcela vedlejší. Jinak platí v plné míře teze o nepřekročitelnosti *sovereign ceiling*.

### Důležitost banky pro bankovní sektor

Hlavním faktorem v ratingovém procesu je však důležitost banky pro bankovní sektor země a především pravděpodobnost, že vláda nebo centrální banka bude ochotna pomoci dotyčné bance v případě eventuality potíží se splácením mezinárodních závazků.

V zemích, ve kterých je pouze několik relativně velkých bank, je pravděpodobnější, že vláda a centrální banka budou zainteresovány na udržení jejich životaschopnosti. Motivace k podpoře malých bank se zanedbatelným podílem na trhu nebude pravděpodobně tak silná.

Některé banky může dokonce vláda používat k prosazování své politiky, např. při financování deficitu státního rozpočtu, podpoře bytové výstavby či malého a středního podnikání.

Ačkoli v posledních desetiletích v mnoha zemích posílily tendence k deregulaci finančního sektoru, berou ratingové agentury všechny jmenované faktory stále v úvahu.

### Charakter trhu

Charakter trhu je posuzován na základě denně uplatňovaných regulatorních principů, které ovlivňují především ziskovost bank a jejich schopnost vytvářet kapitál.

**Je uplatňován systém *laissez-faire*, nebo existuje silná regulace a vláda se angažuje i jako významný vlastník?**

Při volné soutěži je totiž ziskovost bank ovlivňována především kvalitou rozhodování vedení banky v rámci podmínek na trhu a konkurenčních tlaků, zatímco v druhém případě, kdy úvěrování a úrokové míry jsou omezeny vládou, mohou být hlavními determinantami zisku právě existence či změny těchto omezení.

Analytici proto kladou následující otázky:

- Je bance dovoleno podnikat volně, nebo jen na některých trzích?
- Soutěží s jednou či dvěma podobně velkými institucemi?
- Je na svém trhu největší, nebo nejmenší?

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

- Je trh zahlcen bankami, nebo se jich nedostává?
- Je bance povoleno nabízet takové produkty, aby z tohoto titulu získala výhodu v soutěži s ostatními?
- Do jaké míry je pravděpodobná další deregulace bankovního sektoru a co to může znamenat pro ziskovost a kvalitu aktiv banky?
- Jakou roli hrají na trhu zahraniční banky, do jaké míry využívají obyvatelé služeb bank a nakolik je systém automatizován?

### Korporativní struktura

Pokud je banka členem nějaké velké skupiny korporativního charakteru, analyzuje ratingová agentura i její operace a význam pro možné finanční posílení banky. Členství v mezinárodně významné a silné skupině jí totiž může přinést nezanedbatelné výhody.

Pokud je však sama nejsilnějším členem skupiny, posuzuje se naopak pravděpodobnost, nakolik může být její příjem použit ke krytí ztrát slabších členů.

Posuzují se i **majetkové účasti banky mimo domovskou zemi**. Pokud jsou plně pod kontrolou vedení a neexistují překážky např. v nesměnitelnosti měny druhé země, jsou možnosti poboček finančně podpořit svou zakládající banku posuzovány jako přínos.

### Kvalita aktiv

Kvalita aktiv je položkou, ve které se banky operující ve stejných, nebo alespoň podobných podmínkách mohou významně odlišovat. Šířeji může být kvalita aktiv definována pomocí mnoha faktorů ovlivňujících jejich hodnotu, jako je obchodovatelnost, likvidita či výnosovost a kvalita úvěrů.

Ratingové instituce posuzují především **kvalitu úvěrů**: typy aktiv a především půjček v portfoliu banky.

Prvním okruhem analýzy jsou jejich **diverzifikace a riziko**. Posuzují teritoriální riziko, záruky, splatnosti, rozdělení půjček podle sektorů a typu dlužníků.

Snaží se porozumět vnitřním rozhodovacím mechanismům v bance:

- Kdo má pravomoc rozhodovat?
- Jak jsou rozhodnutí kontrolována?
- Jak je za chybná rozhodnutí vyvozována odpovědnost?
- Na základě jakých kritérií se rozhoduje, jaká je míra objektivnosti a pružnosti?

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

Aktiva jsou samozřejmě klasifikována podle míry rizika. **Koncentrace rizika** je důležitá zvláště při revizi domácích operací banky.

- Do jaké míry se banka specializuje či koncentruje na určitý sektor nebo druh obchodů?
- Jaká je její úvěrová angažovanost v nich?

U analýzy zahraničních aktiv zkoumá agentura angažovanost banky podle její výše, zemí, sektorů a splatností. Soukromý sektor znamená větší riziko.

**Historie ztrát z úvěrů** a tvorby opravných položek ke krytí případných ztrát je velmi důležitá.

Za období uplynulých pěti let agentura zkoumá:

- jak dlouho trvá, než je půjčka klasifikována jako pochybná,
- jak dlouho je na takové půjčky držena rezerva,
- jak dlouho rezerva existuje před tím, než je půjčka z portfolia odepsána,
- zda vytvořené rezervy odpovídají výši případného odpisu, nebo jsou tvořeny na úrovni bohatě převyšující očekávané ztráty,
- zda jsou půjčky odepisovány konzervativně, tj. co nejdříve, aby došlo k rychlému ozdravení portfolia, nebo až tehdy, když je ztráta jistá.

Posouzení daňových předpisů a jiných typů regulace, které mohou ovlivnit politiku tvorby a použití rezerv banky, je součástí této části práce analytiků agentury. Zpozorují-li vysokou koncentraci problémových půjček v určité oblasti bez indikace změn v úvěrové politice banky vůči ní, je to jednoznačně negativní faktorem.

### Řízení aktiv a pasiv

Analýza oblasti řízení aktiv a pasiv banky zahrnuje jak vnější, tak vnitřní faktory ovlivňující úroky, splatnosti a měnové složení.

Diskuse začíná u filozofie banky v této oblasti a u systému monitorování angažovanosti.

Agentura zjišťuje:

- jak dlouho banka svou angažovanost monitoruje,
- jak vyspělý systém hlášení používá,
- kdo má za ni operativní odpovědnost (pravidla a limity angažovanosti) a
- jaká je politika vrcholového vedení.

Spíše než dosahovaný zisk je předmětem zájmu analytiků to, **jak banka definuje přijatelnou úroveň rizika** a jak vyspělý je systém jeho řízení.

Dnešní neobvykle vysoké zisky v této oblasti se totiž mohou snadno zvrátit v budoucí vysoké ztráty.

Jsou zkoumány tři typy rizika:

- **riziko splatnosti** – analytici porovnávají délku splatnosti různých typů aktiv a pasiv, chtějí znát názor vedení na přijatelnou míru jejich nesouladu a na způsoby zajištění proti ní. Přitom rozlišují riziko splatnosti zahraničních závazků od závazků v domácí měně, které je obecně poněkud těžší určit;
- **riziko úrokových měr** – hodnocení úrokového rizika zahrnuje mj. i posouzení podmínek, za nichž je bance povoleno změnit úroky z půjček a úrokové sazby z depozit, a její zkušenosti s udržováním úrovně čistého úrokového rozpětí;
- **měnové riziko** – zkoumá se, jak dlouho banka provádí operace v zahraničních měnách a s jakým instrumentáři má zkušenosti, jakou má politiku vyrovnávání otevřených pozic a jak se mění v čase a zda jsou pozice zařazovány na hrubé nebo čisté bázi.

Vzhledem k častým problémům s neoprávněným obchodováním je součástí diskuse i problematika **vnitřní kontroly**. Pružnost reakce na turbulence na trzích je považována za přínos.

### Likvidita

Pro splácení závazků banky v zahraničních měnách je klíčová otázka jejího pří-  
stupu k nim. Ten může být odvozen od jejich operací v těchto měnách nebo od  
možností konverze z domácí měny.

Při posuzování **domácí likvidity** je důležitý poměr mezi „stabilními“ úložkami  
zákazníků a fondy zakoupenými na volném trhu, přístup ke zdrojům v domácí  
měně včetně obchodů s centrální bankou a likvidita existujících aktiv.

Pokud je *domácí měna směnitelná*, je tato oblast analýzy rozhodující. V úvahu  
jsou brána jakákoli regulační opatření vlády či centrální banky omezující směni-  
tečnost měny, měnová politika používající různé způsoby řízení likvidity bank ja-  
ko cestu k regulaci množství peněz v ekonomice.

Likvidita velkých mezinárodně operujících bank je naopak odvozena od jejich  
schopnosti pokračovat v půjčkách a emisích různých typů dlužních instrumentů  
na **mezinárodních trzích**. Proto ratingová agentura posuzuje jak historii těchto  
akcí banky, tak její budoucí plány.

### Aktivita banky na trhu cenných papírů

Oblast aktivit banky na trzích cenných papírů úzce souvisí s předchozími dvěma  
– s řízením aktiv a pasiv a likvidity.

Prověřuje se:

- **obchodování** s cennými papíry na vlastní, ale i na cizí účet a
- vnitřní řídicí a **kontrolní mechanismy**, které přímo ovlivňují riziko operací  
a ziskovost.

Prvním krokem je analýza vyspělosti a likvidity trhu (vyšší likvidita = vyšší  
bezpečnost operací) a pravidel ovlivňujících aktivitu na něm.

- Z hlediska **operací banky** a jejich možného vlivu na zisk zkoumají ana-  
lytici:
  - činnosti podle jednotlivých trhů a produktů,
  - politiku banky při budování pozic ve svých knihách,
  - jaké byly tyto pozice v minulosti a
  - zda banka hodlá v budoucnosti jít do větších rizik.
- Z hlediska **pravidel řízení pozic** je předmětem zájmu zejména:
  - stupeň pružnosti, jaký je vedením banky svěšen dealerům především  
v oblasti formulace strategie a
  - rozhodování o odpovídající formě financování.

Opět se diskutují organizace a možné problémy vnitřních kontrolních mechanis-  
mů. Zdrojem stabilních a poměrně bezpečných výdělků je v mnoha zemích ob-  
chodování s cennými papíry na cizí účet, tj. správa portfolia zákazníků.

Z hlediska **tvorby zisku** zkoumají analytici, jak stabilní jsou jednotlivé zdroje pří-  
jmů a čím může být tato stabilita ovlivněna v budoucnosti.

**Majetkové investice banky** by měly být odpovídajícím způsobem zajištěny kapi-  
tálem, banka by měla mít jasně definovanou politiku jak podle sektorů, tak co do  
jejich velikosti vzhledem ke svým hlavním obchodním aktivitám a co do způso-  
bu realizace zisků z nich.

Předmětem zkoumání jsou i vnitřní a vnější omezení držby majetkových práv  
uvnitř a vně bankovního sektoru. Státní regulace může dokonce v případě, že  
jsou banky nuceny držet relativně vysoký podíl vládních cenných papírů, působit  
negativně směrem k omezení likvidity.



## Kapitálová přiměřenost

Kapitálová přiměřenost je v každé zemi předmětem regulace, a proto ratingové analytici začínají jejím srovnáním s pravidly doporučenými BIS a diskusí o jejich uplatňování s pracovníky bankovního dohledu.

Zajímá je, v jaké výši se do ukazatele zahrnují jednotlivé složky kapitálu včetně kvazivlastnických pozic a podřízeného dluhu.

Pohled bankovního dohledu a ratingové společnosti se totiž v tomto bodě nutně liší: **zatímco účelem bankovního dohledu je ochránit vkladatele, cílem stanovení ratingu je ochrana vlastníků dluhu.**

Proto sleduje ratingová agentura otázku kapitálové přiměřenosti z širších hledisek a některé složky kapitálu do ní prostě nezahrnuje. U kvazivlastnických nástrojů zahrnuje jen ty, které mají velmi dlouhou splatnost a mohou proto bance pomoci absorbovat možné ztráty.

Pro vedení banky jsou vyhrazeny otázky typu:

- *Pracuje banka na úrovni doporučeného minima?*
- *Udržíže vyšší kapitálový polštář, pokud ano, jak jej určuje?*
- *Nepočítuje jej jako příliš velké břemeno?*
- *Jaká je strategie vnitřní tvorby kapitálu banky a její politika výplat dividend?*
- *Jak postupovala banka v minulosti při navyšování kapitálu?*
- *Je likvidita kapitálového trhu a apetit investorů příznivý pro jeho další navýšení v budoucnosti?*
- *Jakou mají v této oblasti politiku současní vlastníci?*

Po kompletaci všech potřebných dat zkoumá agentura strukturu kapitálu banky jak v národním, tak mezinárodním kontextu, rozlišuje velikost banky, její podíl na trhu a rozdíly v kvalitě aktiv. Při mezinárodním srovnání se snaží přihlížet k rozdílným v účetních a finančních postupech.

Přes možné rozdíly se vždy posuzují tři oblasti:

- **účetní versus tržní hodnota investic** – vzhledem k rozdílným standardům se tržní hodnota investičního portfolia kalkuluje v různých zemích různě,
- **způsob zhodnocování stálých aktiv** – zde standardy obvykle chybějí úplně, a proto je důležitá politika banky samé, agentury obvykle započítávají základní kapitál v historických nákladech, ale např. držbu nemovitostí se snaží kalkulovat v tržních nákladech, aby odhadly úroveň skrytých rezerv banky,
- **možnost vytváření opravných položek vyšších než velikost možné ztráty** z nesplacených půjček – pokud banka vytváří nadměrnou úroveň rezerv, agentury obvykle přesah započítají mezi zdmitelné položky.

## Ziskovost

Ziskovost banky může být ovlivněna jak rozhodnutími jejího vedení, tak regulačními pravidly, resp. restrikcemi uplatňovanými vládou či centrální bankou.

V případě nejrůznějších restrikcí je otázkou, nakolik mohou ovlivnit mezinárodní konkurenceschopnost banky. Pokud naopak existuje diskriminace cizích bank na trhu, která umožňuje domácím bankám dosahovat vyšších zisků, zkoumá se pravděpodobnost jejího zrušení v krátkém a středním období.

Z ukazatelů se užívají nejrůzněji definované příjmy:

- operační,
- před zdaněním,
- čistý důchod atd.

Takto definované příjmy jsou uváděny v poměru k průměrným celkovým, příjmovým a rizikově váženým aktivům.

Tyto míry výnosnosti aktiv jsou považovány za *jistější ukazatele* než např. výnosy z majetku, které mohou být nadměrně ovlivněny exogenními\* změnami jeho hodnoty. Výsledky jsou pak porovnávány jak s domácími, tak obdobnými zahraničními bankami.

Následuje **analýza zdrojů příjmů podle druhů** (půjčky, služby, investiční portfolio, obchodní portfolio a operace v cizích měnách), ale největší váha je obvykle přikládána domácím půjčkám. To platí zejména v případě, že jsou hlavním typem aktivity banky, ale i v ostatních případech, vzhledem k relativně vysokému stupni stability jejich návratnosti.

Úroveň a trendy ve vývoji domácího čistého úrokového rozpětí jsou považovány za jeden z nejdůležitějších indikátorů ziskovosti vůbec.

Příjmy z poplatků za zprostředkování a jiné typy služeb pro klienty tvoří u mnohých bank velmi dynamicky rostoucí složku.

U návratnosti investičního portfolia hodně záleží na historických datech a dlouhodobé stabilitě a likviditě hlavních trhů, na nichž banka obchoduje. Transakce s cennými papíry jsou rozděleny do kategorie realizovaných a nerealizovaných, aby je bylo možné oddělit od operačních výnosů.

Nákupy a prodeje nemovitostí se pro účely ratingu do zisku nepočítají, protože je jako jednorázové operace nelze považovat za stabilní příjmový zdroj. Speciifické rezervy se odlišují od obecných a na tomto základě se na oboují pohlíží ve vztahu k operativním výdajům odlišně. V úvahu se berou i odlišnosti v daňových předpisech mezi zeměmi.

\* vnějšími



### Perspektivy budoucího vývoje

Diskuse s vrcholovým vedením banky o možném vývoji konkurenčního prostředí, pravidel, institucí a zákonů může objasnit, nakolik jsou jeho očekávání ohledně **budoucí ziskovosti a kapitalizace banky** realistické.

U zavedených bank je stejně důležité posoudit, jak si hodlají udržovat svou pozici na trhu, úroveň svých zisků, jak budou financovat požadovanou kapitalizaci a udržovat vysokou likviditu potřebnou pro obsluhu dosaženého objemu operací.

### Účetnictví

Ačkoli ratingové agentury nepožadují žádná zvláštní účetní data kromě bilance a účtu zisků a ztrát (výsledovky), tyto podklady by měly být natolik detailní a transparentní, aby umožnily rozlišit riziko u bilančních i podrozvahových aktiv, zdroje všech materiálních příjmů a výdajové položky.

**Modifikaci** obvykle potřebují následující položky:

- bilanční hodnota vlastnictví a cenných papírů,
- rezervy na možné ztráty z půjček,
- odložené platby daní.

Jak u vlastnictví nemovitostí, tak u cenných papírů upravují ratingové agentury položky podle očekávaného vývoje inflace a přihlížejí spíše k historickým nákladům.

### Spolupráce banky s ratingovou agenturou

Zvláště **první návštěva** analytiků ratingové agentury v bance může na dlouhou dobu ovlivnit jejich hodnocení schopnosti banky splácet dluh, a tím i přístup banky na mezinárodní trhy. Vzhledem k tomu, že pro mezinárodně činnou instituci jde o klíčové aktivity, pečlivá příprava se vždy vyplatí.

Spolupráce ale stanovením ratingu nekončí: jak jsme si řekli v předchozí subkapitole, roční revize hodnocení usnadní pravdělná a dlouhodobá spolupráce. I při vzniku problémů v činnosti banky je totiž lepší, aby se o nich agentura dozvěděla od vedení banky dříve než z reakce trhu. Tak se dají lépe vysvětlit zamýšlené způsoby jejich řešení a předejít možnému zhoršení ratingu.

### E) ŠKÁLY HODNOCENÍ A RATINGOVÁ TYPOLOGIE

Jak jsme se dozvěděli v úvodu této kapitoly, nejšířší, ale i nejdůležitější dělení ratingových škál, které společně používají všechny agentury, je dělení na investiční a spekulativní (neinvestiční) stupeň. Odděluje investici od čisté spekulace a přechod mezi oběma je pro emitenta kvalitativním skokem.

Pokud si budeme pro tento okamžik hledět pouze investiční části stupnice, pak kvalitativně obdobným skokem je předěl kategorií B a A.

Typy ratingu lze dělit i z jiných hledisek. Agentury hodnotí jednak dlouhodobé emise se splatností nad jeden rok a jednak krátkodobé závazky emitentů pod jeden rok, jako jsou depozitní certifikáty (CDs), *commercial papers* atd.

Hlavní produkty nejdůležitějších agentur ukazuje následující tabulka.

HLAVNÍ PRODUKTY RATINGOVÝCH AGENTUR	
Agentura	Produkty
• <b>Moody's</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- short term rating (krátkodobé závazky)</li> <li>- long term rating (dlouhodobé závazky)</li> <li>- bank loan rating (syndikátní půjčky)</li> <li>- financial strength rating (vnitřní síla banky)</li> </ul>
• <b>Standard &amp; Poor's</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- short term rating</li> <li>- long term rating</li> <li>- bank loan rating</li> </ul>
• <b>IBCA</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- short term rating</li> <li>- long term rating</li> <li>- individual rating</li> <li>- legal rating (pravděpodobnost podpory zvenčí)</li> </ul>

### Škály hodnocení

Dozvěděli jsme se, že v roce 1909 použil John Moody poprvé svou slavnou škálu využívající kombinace písmen a čísel k označení stupně rizika pro investory. Jednotlivé stupně (*grades*) jsou ještě dále vnitřně členěny na stupínky (*notches*)\*.

\* český ekvivalent *vruby*, *zářezy* by se hodil spíše do westernu

Toto statické členění je doplněno **výhledem do budoucna**, který udává pravděpodobný další vývoj v hodnocení emitenta, a může být:

- negativní,
- stabilní nebo
- pozitivní.

Psychologicky je přitom výhodnější dosahovat spíše nižšího hodnocení s pozitivním výhledem než vyššího hodnocení s negativním výhledem. Cena na trhu totiž u dlouhodobých obligací odrazí spíše delší perspektivu.

Ostatní agentury zvolily obdobná označení, jak se můžeme přesvědčit v následující tabulce. Je z ní patrné i to, že se budeme nejprve zabývat tím, čemu se říká **klasický rating**.

## Dlouhodobé dluhy

ŠKÁLY HODNOCENÍ – DLOUHODOBÉ DLUHY		JBRI
MOODY'S	S & P's	
INVESTIČNÍ STUPEŇ		
Aaa	AAA	AAA
Aa1	AA+	AA+
Aa2	AA	AA
Aa3	AA-	AA-
A1	A+	A+
A2	A	A
A3	A-	A-
Baa1	BBB+	BBB+
Baa2	BBB	BBB
Baa3	BBB-	BBB-
SPEKULATIVNÍ STUPEŇ		
Ba1	BB+	BB+
Ba2	BB	BB
Ba3	BB-	BB-
B1	B+	B+
B2	B	B
B3	B-	B-
Caa	CCC	CCC
Ca	CC	CC
C	D	C

K charakteristice dlouhodobého dluhu, tj. dlužných instrumentů se splatností nad jeden rok, použijme stupnici *Moody's*.

### Aaa

Tyto obligace jsou ty nej kvalitnější. Nesou s sebou pro investora nejnižší stupeň rizika. Splátky úroků jsou zajištěny velkou nebo výjimečně stabilní marží dosažovanou dlužníkem a jistina je zajištěna. Ačkoli se některé prvky chránící emitenta mohou změnit, je nepravděpodobné, že by to ovlivnilo jeho v základech silnou pozici.

### Aa

Obligace označené Aa mají podle všech standardů vysokou kvalitu. *Dohromady s první skupinou tvoří tzv. vysoko ceněné (high grade) obligace.*

Vzhledem k nižším maržím dosahovaným emitentem u jeho produktů nebo vyššímu kolísání ochranných prvků je však dlouhodobé riziko o něco větší.

### A

Tato skupina bývá označována jako **vyšší střední stupeň (upper-medium grade)** díky velmi příznivým investičním atributům. Prvky zajištění splátek úroků i jistiny jsou považovány za dostatečné, ale existuje i určitá obava z možného zhoršení v budoucnu.

### Baa

Patří sem obligace tzv. **středního stupně (medium grade)** tj. obligace, které nejsou ani vysoce chráněné, ale ani špatně zajištěné.

V přítomnosti jsou záruky jak splátek úroků, tak jistiny považovány za dostatečné, ale některé ochranné prvky mohou zcela nebo částečně chybět. Vzhledem k tomu jim chybějí některé investiční charakteristiky a objevují se i charakteristiky spekulativní.

### Ba

Tyto obligace mají **spekulativní prvky** a jejich budoucnost nemůže být považována za dostatečně zajištěnou. Často je ochrana splátek úroků a jistiny pouze průměrná, a proto se mohou střídát dobrá a špatná období.

**B**

Obligace skupiny B postrádají charakter žádoucí investice. Jistota splátek jak úroků, tak jistiny může být v delším období malá.

**Caa**

Stupněm Caa jsou označovány obligace ve špatném postavení – buď jde o emisi v defaultu, nebo existují prvky ohrožující splátky úroků či jistiny.

**Ca**

Ca označuje vysoký stupeň spekulace. Emise je buď v defaultu, nebo je její obchodovatelnost omezena.

**C**

Nejnižší je pak třída C. Jsou to takové obligace, které mají stěží kdy šanci stát se investiční příležitostí.

**Krátkodobé dluhy**

ŠKÁLY HODNOCENÍ – KRÁTKODOBÉ DLUHY		JBRI
MOODY's	S & P's	
P1	A1+	A1+
	A1	A1
P2	A2	A2
P3	A3	A3
NOT PRIME	B	B
	C ( <i>doubtful</i> )	
	D ( <i>default</i> )	

Pro rating krátkodobých závazků, tj. závazků se splatností do jednoho roku, použijeme stupnici *IBCA* (obdobu stupnice *S&P's*).

**Kategorie A**

**A1** jsou závazky podpořené nejvyšší schopností včasného splacení. Jde-li o neobvykle silnou jistotu, je rating zvýšen na **A1+**.

**A2** znamená dobrou kapacitu emitenta pro včasné splacení a **A3** kapacitu uspokojivou.

**Kategorie B a C**

Kategorie **B** zahrnuje závazky s určitým stupněm nejistoty.

Kategorie **C** představuje vysoké riziko či existenci defaultu.

**Typy ratingu**

**Právní rating**

Tzv. právní (*legal*) rating je posouzením možnosti, zda se bance v případě potíží dostane podpory od akcionářů, možných zájemců o koupi podílu či od státu, resp. prostřednictvím speciálních podpůrných mechanismů.

Je pravým opakem posouzení finanční síly instituce (viz níže).

*IBCA* rozlišuje pět stupňů označených 1-5 a u druhého až čtvrtého stupně i možný přívlastek T.

**1** znamená jasnou právní záruku podpory nebo banku takové důležitosti jak mezinárodně, tak na domácí scéně, že je podpora prakticky jistá. Stát musí být ovšem jak připraven, tak schopen podporu v případě nutnosti poskytnout.

**U 2** se předpokládá podpora i bez existence zákonné záruky z hospodářských či historických důvodů.

**3** znamená vlastně natolik renomované a silné, že podporu v případě nutnosti poskytnou.

**4** je podpora pravděpodobná, nikoli však jistá.

**5** znamená banku, jež se na podporu zvenku nemůže spoléhat.

**T u druhého až čtvrtého** stupně znamená existenci možného transferového rizika hospodářského či politického původu.

**Individuální rating**

Individuální rating *IBCA* hodnotí současnou situaci banky jako takové z hlediska její bilance a účtu zisků a ztrát a dohledné historie.

Ve škále **A až E** posuzuje, do jaké míry může být banka v budoucnu závislá na podpoře zvenku.

### Rating syndikátních půjček

Prakticky nejmladším produktem nabízeným dvěma největšími rivaly, tj. *Moodys* a *S&P's*, je od roku 1995 rating syndikátních půjček (*bank loan rating*).

Reaguje na situaci na trhu, kdy se syndikátní půjčky během roku 1995 staly pro dlužníky díky velké konkurenci mezi bankami prakticky nejlevnější, a proto i nejoblíbenější možností získat volné finanční prostředky.

Na rozdíl od klasického ratingu bere v úvahu i různé **zajišťovací instrumenty** poskytovaných úvěrů.

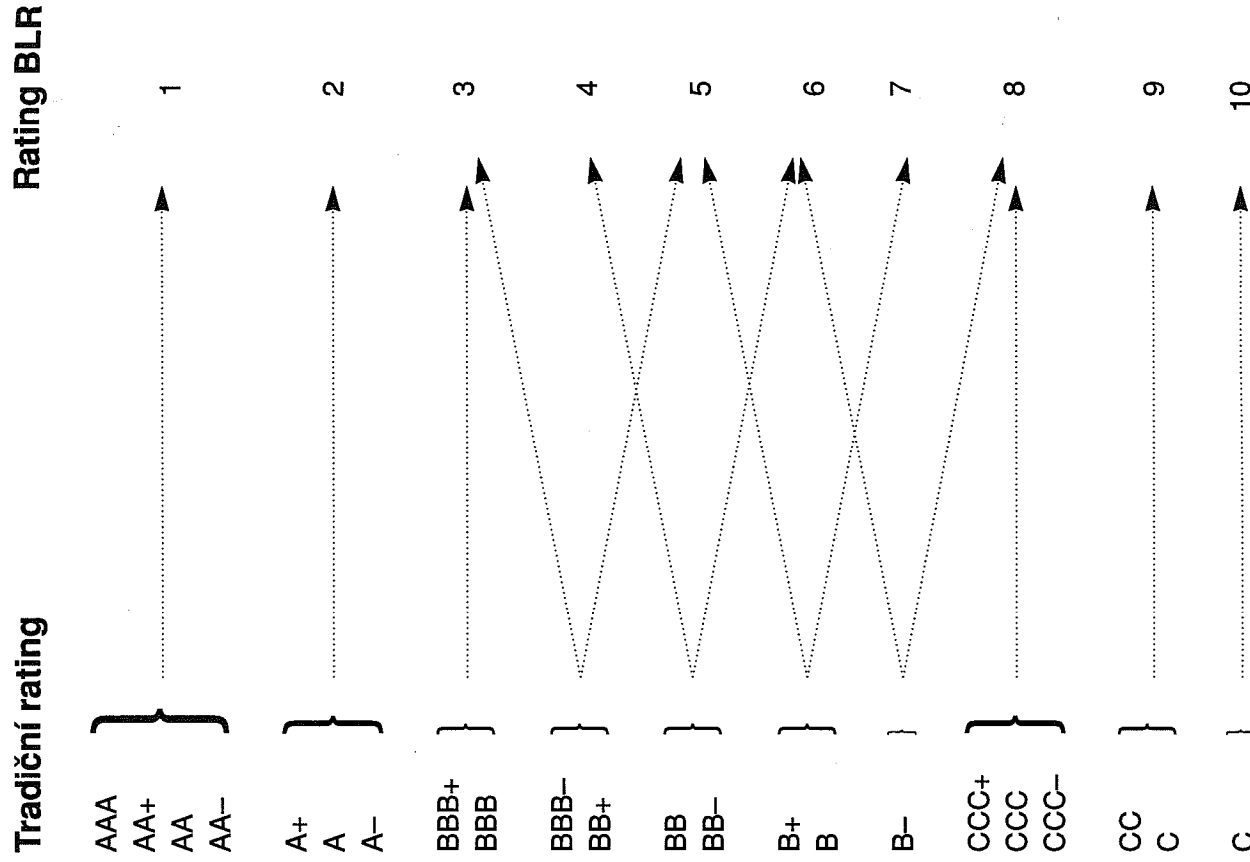
Stupnice *S&P's* má rozsah od **BLR1** (nejvyšší, s extrémně vysokou pravděpodobností hotovostního splacení – přímo z cash flow) po **BLR10** (nejnižší, prakticky ztráta).

Rating syndikátních půjček by měl být užitečný v těch případech, kdy klasický rating dlužníka je v nižším investičním stupni (**BBB**) nebo pod ním (**BB** či **B**) a banky od něj vyžadují větší záruky.

Pokud je tradiční rating dostatečně vysoký, nejsou obvykle zajišťovací instrumenty pro málo pravděpodobný případ selhání primárního zdroje splátek požadovány.

Korelaci mezi klasickou stupnicí a stupnicí BLR ukazuje následující tabulka.

### KORELACE MEZI TRADIČNÍM RATINGEM A RATINGEM BLR



### Rating finanční síly instituce

Produktům počátku druhé poloviny devadesátých let je i rating finanční síly instituce (*financial strength rating*), zaváděný nově agenturou *Moody's*.

Má sloužit jako měřítko vnitřní bezpečnosti a spolehlivosti banky, a proto vylučuje z hodnocení jak většího vnějšího úvěrového rizika (jako je riziko transferu do cizích měn), tak vnější úvěrové podpory (jak od mateřské společnosti, tak od státu či centrální banky v době krize).

Jde tedy o posouzení, **jak zdravá je banka sama o sobě bez existence jakýchkoli podpůrných mechanismů.**

Tento druh ratingu může být velmi užitečný ve dvou případech:

- při existenci výjimečně silné banky v zemi s nízkým hodnocením rizika státu (*sovereign ceiling*), to je tam, kde vnější riziko při tradičním ratingu přebíjí vlastní finanční sílu instituce;
- naopak v zemích s výjimečně komfortním systémem podpory mohou někteří banky dosahovat vůči své skutečné vnitřní síle neoprávněně vysokého klasického ratingu, protože je vláda nenechá v případě obtíží padnout. Jde tedy o zpřesnění orientace pro investory, o **měřítka pravděpodobnosti**, že banka bude požadovat vnější podporu od třetích stran, jako např. od vlastníků, průmyslových skupin nebo od státu. Nebere se přitom v úvahu ani pravděpodobnost poskytnutí této pomoci, ani riziko devizových restrikcí ze strany státu. Škála sahá od **A** (výjimečná) po **E** (velmi slabá).

### Ratingy zaměřené na individuální hodnocení specifických programů

Jako nové produkty začínají vznikat i ratingy zaměřené na individuální hodnocení specifických programů, jako např. *medium term notes* (*Moody's* a *S&P's*). Komplikovanost užívaných zajišťovacích instrumentů vedla k potřebnosti posoudit, nakolik může být plnění závazku emitenta ohroženo defaultem třetí strany. Tak se může stát, že klasický rating emitenta nemusí být totožný s tímto specifickým ratingem, který kombinuje posouzení rizika emitenta (např. 90 %) a rizika třetí strany (např. 10 %) v případě strukturovaného financování.

### Důležitost ratingu od uznávané agentury a jeho spolehlivost

V úvodu kapitoly jsem se snažil vysvětlit podstatu ratingu jako investiční informace a jeho použití. Ne přímo jsme tím naznačili i důvody, pro které investoři a emitenti rating žádají, a tím i důvody existence specializovaných agentur, které se hodnocením investičních rizik zabývají.

**Z hlediska investora** a podstaty jeho rizika je nezávislý rating jakousi berličkou, o niž se může opřít při posuzování rizika své investice. Má všechny důvody domnívat se, že míru tohoto rizika odráží pravdivě, a platit tedy ratingovým agenturám za jejich publikace.

Na druhou stranu obsahuje každá z nich upozornění, že rating je *pouze nezávislé mínění* a nikoli návod k investování. Svě riziko tedy investor nese sám.

**Z hlediska emitenta** ovlivňuje rating především:

- **cenou**, kterou může na trhu dosáhnout, na niž ale mají vliv i jiné faktory,
- **trh**, na který je možné vstoupit (v úvodu kapitoly jsme se dozvěděli o existenci omezení při vstupu na veřejné trhy v Japonsku a USA, daného mimální úrovní ratingu emitenta),
- **rámec investorů** (opět opakování: některé instituce, jako např. penzijní fondy v USA či v Japonsku, podléhají velmi striktním zákonným či vnitřním omezením při investování peněz svých klientů, která bývají definována na nejvyšší přípustnou hranici ratingu),
- **transakce**, které je možné dělat (při nízkém ratingu může emitent jen obtížně hledat protistranu pro některé typy operací, jako např. swap, nebo pro něj může taková transakce celou operaci neúměrně zdražit).

Věřili emitent, že se v budoucnu bude jeho rating zlepšovat, je pro něj racionální strategií půjčovat si s kratší splatností a refinancovat se později.

### Spolehlivost ratingu

Pokud jsme výše poznamenali, že pro investora je rating pouze pomůckou a nikoli návodem, co má dělat, pak se nutně objeví otázka spolehlivosti ratingu.

Vyjadřuje-li subjektivní mínění ratingové agentury, musí se nutně názor agentur alespoň na některé dlužníky lišit.

Jak se přesvědčíme v tabulce v oddílu *F*), skutečně se liší, a to nejen v případě České republiky. Odlišnosti v hodnocení rizika státu (*sovereign risk rating*) mezi *Moody's* a *Standard & Poor's* jsou spíše pravidlem než výjimkou.

*Uvedme si příklady z poloviny roku 1995: S&P's udělilo Jihoafrické republice a Polsku spekulativní stupeň BB, zatímco Moody's zařadilo oba státy do investičního stupně Baa3.*

Podobné rozdíly existují i v hodnocení bank, municipalit a korporací. (A investoři se v tom mají vyznat.)

Následující převzatá tabulka shrnuje na vzorku 48 států (1995) a 1168 korporací (1993) míru shody, resp. neshody v ratingu dvou vedoucích agentur:

Ratingové kategorie	Podíl na celku		Stejný rating od Moody's a S&P's	
	Státy (%)	Korporace (%)	Státy (%)	Korporace (%)
AA/Aa či výše	44	12	67	53
Ostatní:				
Investiční stupeň	27	48	56	36
Spekulativní stupeň	29	40	29	41

### Historie defaultů

Jiným měřítkem spolehlivosti ratingu může být historie selhání států, resp. jiných dlužníků, splácat své závazky.

V oblasti hodnocení **rizika státu** je nutné konstatovat, že nikdy nešlo z hlediska investorů o příliš bezpečný obchod.

Velká vlna půjček tohoto typu, započatá ve dvacátých letech, skončila vlnou defaultů během *velké deprese*: 21 z 58 států vyhlásilo v období let 1930 až 1935, že není schopno splácat své závazky plynoucí z jimi dříve vydaných obligací, další čtyři selhaly už v roce 1929.

Z hlediska množství např. 70 procent veškerého státního dluhu v USA mezi léty 1926 až 1929 defaultovalo před koncem roku 1937, zatímco před rokem 1944 stejně neslavně skončilo „pouze“ 30 procent dluhů korporací USA vydaných ve stejném období. Přitom většina států, které vyhlásily platební neschopnost, měla ještě v roce 1929 od *Moody's* rating investičního stupně.

Od konce třicátých let naštěstí nic takového nemá obdoby. Nicméně *S&P's* na základě analýzy historie 72 vládních dluhů uvádějí, že 30 z nich v období let 1970 až 1993 alespoň jednou defaultovalo ve splátkách domácího či zahraničního dluhu.

Přes to, co bylo právě uvedeno, má rating i pro investora svůj nesporný význam, i když spoléhat se na něj lze spíše ve srovnání mezi kvalitou jednotlivých emitentů než absolutně.

Kromě období zjevných krizí, kdy hlavní význam získávají koordinované akce mezinárodních institucí a národních vlád, slouží rating jako poměrně spolehlivý průvodce světem mezinárodních financí.

### F) VÝVOJ RATINGU ČR: ČESKÉ BANKY V ZORNÉM POLI RATINGOVÝCH AGENTUR

Svůj první rating v moderní historii získala pro tehdejší Československo *Státní banka československá* v lednu 1992 od *Moody's* v souvislosti s vydáním obligací na evropském trhu. Rating měl nejvyšší hodnotu v rámci spekulativní části stupnice – **Ba1**.

To odráželo na jedné straně ekonomickou a politickou nejistotu let těsně následujících po započatí hospodářské reformy a transformace od centrálně plánované ekonomiky k ekonomice tržní, na straně druhé i mírný zahraniční dluh a relativně nízkou míru inflace.

Dramatický spád **událostí po parlamentních volbách** ve stejném roce (1992) přiměl tutéž agenturu k vyhlášení, že daný rating SBČS zkoumá (technický termín *rating under review*) s ohledem na vzrůstající pravděpodobnost rozdělení Československa, a tím i nejistotu ohledně vnějšího dluhu CSFR.

Konečně v březnu 1993, v průběhu nové emise na evropském trhu, se agentura *Moody's* rozhodla na základě žádostí od investorů stanovit novou úroveň ratingu. Poměrně napjaté okolnosti finalizace emise 375 mil. USD v atmosféře očekávání jejího prohlášení došly příznivého konce 10. 3. 1993 zvýšením ratingu České republiky do investičního pásma na **Baa3**.

Slo o velký úspěch nejenom z hlediska zklidnění situace a zlepšení podmínek na trhu pro české dlužníky. Byl to také zlom v trendech pohybu kapitálu přes hranice ČR. Po jeho poměrně značném odlivu ve druhé polovině roku 1992 a na počátku roku 1993 začalo období jeho akcelerujícího přílivu. Agentura *Moody's* své rozhodnutí odůvodnila tím, že klidným rozdělením ČSFR byl odstraněn vážný zdroj znepokojení.

Česká republika se tak stala jako v té době jediný stát střední a východní Evropy držitelem ratingu investičního stupně.

Ještě v dubnu 1993, kdy ČNB zvažovala případný vstup na americký *Yankee trh*, zahájila spolupráci s druhou nejvýznamnější americkou agenturou, *Standard & Poor's*, od níž záhy obdržela ještě lepší hodnocení – **BBB-**, s pozitivním výhledem do budoucna. Podle jejího oficiálního vyhlášení odrážel tento rating rychlý pokrok v transformaci české ekonomiky, opatrnou měnovou a rozpočtovou politiku, odpovídající výši oficiálních devizových rezerv, rozsáhlý privatizační program a rozvoj soukromého sektoru.

Vzhledem k příznivějším nákladům se na dlouhou dobu poslední emise obligací ČNB nakonec uskutečnila na japonském *Samurai* trhu. S přihlédnutím ke specifickým tamějších investorů požádala o rating domácí agenturu *Japan Bond Rese-*